

# アクティブファンドの定量評価

## 目次

- I. はじめに
- II. アクティブファンドの評価
- III. 定量評価項目の拡張
- IV. 終わりに

ファンドソリューション部 クライアントレポーティング G 西部 快  
クライアントレポーティング G 金沢 俊伸

## I. はじめに

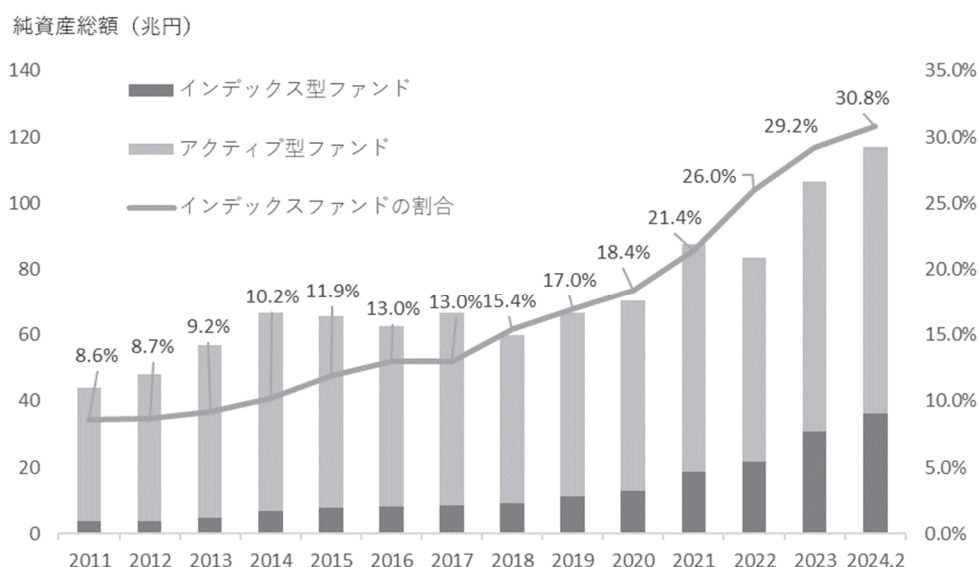
リーマンショック以降の資産運用においては、世界的にインデックスファンドの割合が顕著に増加している。日本においても図表1のように株式市場の最高値更新に加え、NISA 枠の拡大など個人投資家における投資意欲の高まりもあり、国内公募株式投信に占めるインデックスファンドのシェア拡大が起きている。この背景には、リーマンショック後に起きた投資家のアクティブ運用への不信（報酬込みでのパフォーマンス劣位、運用の透明性不足）、インデックスファンドの低報酬率、そしてスマート $\beta$ 等の付加価値の高いインデックス商品の出現・拡大等により、機関投資家だけでなく個人投資家にとっても重要な選択肢となったことが考えられる。

これらの理由のうち、アクティブ運用への不信については、投資家が将来的に良いパフォーマンスを実現するファンドを選択することは難しいと考えていることもあるのではないだろうか。例えば、ファンドマネージャーの運用能力評価は難しく、単純に過去のパフォーマンスが良いファンドを購入しても、その後に良いパフォーマンスが得られるとは限らない。良いファンドを選択する方法として運用コンサル会社と契約する方法もあるが、コストを考えると大手の機関投資家以外は利用するのが難しいだろう。

一方で近年はファンドのパフォーマンスデータだけでなく、運用会社の情報やファンドの属性情報など、ファンド評価に利用可能な情報を提供するデータベースも多く現れている。また、運用会社のホームページにアクセスすれば、目論見書や過去のパフォーマンス情報、ファンドの属性情報等も容易に入手できる。これらのデータを定量評価に活用すれば、より良いファンドを選択する確度を上げられるのではないだろうか。

そこで本稿では、II章でファンド評価の概要を整理し、過去のパフォーマンスを用いた基礎的な定量評価の有効性について確認する。III章では、パフォーマンス以外の運用会社の情報やファンドの属性情報などの評価項目についてファンド選定における有効性を検証する。最後のIV章に本稿のまとめを記述する。

図表 1：公募株式投信(除くETF)アクティブ及び  
インデックス型ファンドの推移



(出所)投資信託の主要統計(一般社団法人投資信託協会)より三菱UFJ信託銀行作成

## Ⅱ. アクティブファンドの評価

### 1. 定量評価と定性評価

ファンドの評価方法には、定量評価と定性評価がある。定量評価は主に過去一定期間でのパフォーマンスやリスクをもとにファンドを評価する方法である。この方法は、過去の実績のみを用いて評価するため客観的ではあるものの、その運用者の運用哲学やパフォーマンスの再現性等については考慮されていない。一方、定性評価は、アンケートやヒアリングにより運用哲学や具体的な運用戦略・プロセス、組織体制等から将来パフォーマンスの再現性を推測することで、その運用者の真の能力把握に迫ろうという手法である。投資家が求めるものは、過去のパフォーマンスではなく、将来のパフォーマンスであるため、ファンド評価の際には、定量評価に加えて定性評価が重視されることは言うまでもないだろう。

しかし、定性評価も万能というわけでもない。一番の問題点としてはその客観性だろう。ヒアリング等を通して行われるため、運用者の過去の実績や運用プロセスの説明の巧拙など、評価者が受ける心証により評価は大きく分かれる可能性がある。評価者の能力が低ければ、運用能力の高い運用者のファンドを選択することは難しいだろう。

また、定量評価の問題点としては、前段で述べたように将来のパフォーマンスの再現性について考慮されていない点である。言い換えれば、過去のパフォーマンスが将来も継続することを前提としている評価方法といえる。パフォーマンスの継続性については古くから研究があり、過去のパフォーマンスは将来も継続するという研究もあれば、継続しないという研究もある。

定性評価も定量評価もそれぞれ課題はあるが、本稿では定量評価を主題とし、次項以降でファンド選定における定量評価の有効性とその拡張利用のメリットについて確認したい。

## 2. 定量評価の有効性

一般的なファンド選定のプロセスは、まず一定期間以上の実運用データを用いた定量評価による絞り込みを行い、それらを対象として定性評価を行い、投資するファンドを決定する流れになる。しかし、定量評価だけで投資するファンドを決定することはまず稀であろう。定量評価で使用される項目には様々なものがあるが、その中でも過去3年のパフォーマンスは最も使われる項目の一つである。本稿では、定量評価の役割をファンド選定における一次絞り込みと定義し、事例として代表的なスタイルカテゴリーごとの過去3年の相対パフォーマンスを取り上げ、どの程度有効に機能しているのかを確認してみたい。

### ① 分析データ

本稿の分析では、eVestment 社が提供するデータベースを使用する。このデータベースは、主に eVestment 社の提示するアンケート項目に対して、運用会社が回答すると共に、属性やパフォーマンスデータを提供して構築されるものである。その他にも提供されたデータや情報をもとに eVestment 社が加工したデータも含まれる。

分析の対象は、日本株に投資するアクティブファンドとし、2003年1月から2023年12月まで21年間分の運用報酬控除前パフォーマンスデータを使用する。また、良く知られているとおり、ファンドパフォーマンスは運用スタイルの影響を強く受けることから、eVestment のデータ項目の一つである「Primary Universe<sup>1</sup>」で定義されているスタイル属性に基づいて4つのカテゴリー(コア、グロース、バリュー、スモール)からファンドを抽出した。分析対象となったファンドの本数はそれぞれ120本、66本、73本、57本である<sup>2</sup>。

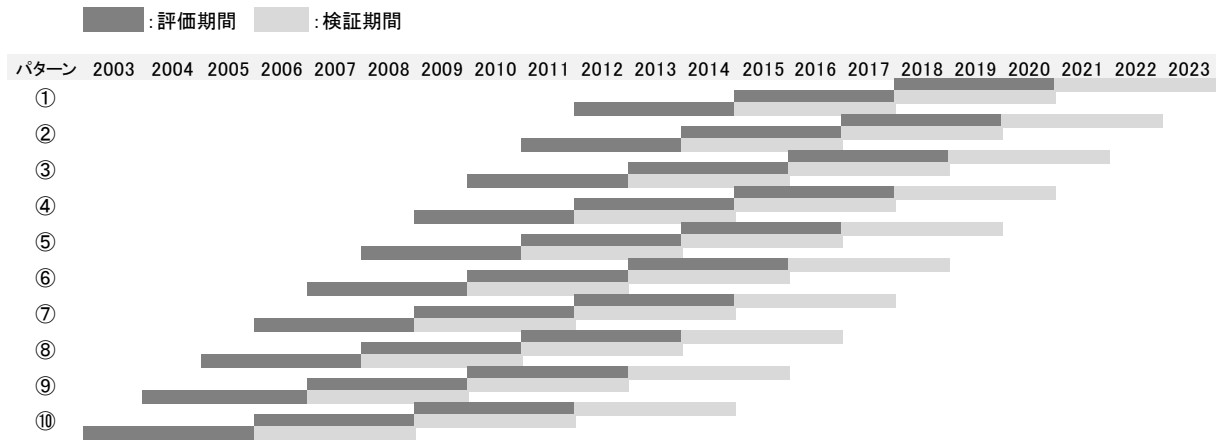
### ② 分析方法

具体的な分析として、まず評価期間として過去3年間のパフォーマンスで良い順にファンドを5等分し、各ファンドへ等金額投資をしたと仮定した5個のポートフォリオを作る。最もパフォーマンスの良いグループを1分位とし、それらのポートフォリオの検証期間として翌3年のパフォーマンスを計測する。中長期での効果を確認したいため、これを3回繰り返し9年分のパフォーマンスを計測する。定量評価によるファンドの絞り込みが有効に機能している場合は、評価期間(過去3年)で最もパフォーマンスの良かった1分位のパフォーマンスが検証期間(その後の3年)においても最も高くなるはずである。投資タイミングによる影響を緩和するため、図表2のように評価期間を2003年1月から開始し、2023年12月までの21年間に10個のデータセットのパターンを作った。

<sup>1</sup> 「Primary Universe」は、運用会社から提供された情報をもとに eVestment 社が独自に分類したもの。

<sup>2</sup> このうち、評価期間3年、検証期間3年、併せてデータ系列が6年分のデータがないものは除外している。

図表 2 : 評価期間と検証期間のイメージ



(出所)三菱UFJ信託銀行作成

③ 結果

図表 3 は、図表 2 における①～⑩のパターンについて、コア・カテゴリー<sup>3</sup>について検証期間の累積パフォーマンス順位を示したものである。その結果によると、評価期間と検証期間のパフォーマンス順位の関係について、全体では正の相関があるとまではいえないものの、1分位だけを見ると10回のうち6回はパフォーマンスが1位、2回は2位になっており、かなりの確度でパフォーマンスの継続性を示唆する結果となっている。一方で、評価期間のパフォーマンスが最も悪かった5分位のパフォーマンスも、検証期間では1位が3回、2位が5回と安定して上位になる傾向もみられている。

同様に図表 4 から図表 6 は、グロース、バリュー、スモールのパフォーマンスの順位を示したものである。グロースは1分位のポートフォリオが1位になったのは10回中1回であるものの、2位以上は5回ある。また、2分位は2位以上が7回あり、一定の有効性があるといえる。同様にバリューでは1分位のポートフォリオは10回中6回、スモールは10回中9回、1位になっており統計的にも有意な結果となっている。

図表 3 : コアにおける分位ポートフォリオのパフォーマンス順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値
分	4	1	2	1	1	1	1	1	2	4	60%	0.001 ***
位	5	4	4	3	4	2	3	5	1	2	10%	0.624
	3	5	3	5	5	4	5	4	4	5	0%	0.893
	2	3	5	4	3	5	4	3	5	3	0%	0.893
	1	2	1	2	2	3	2	2	3	1	30%	0.121

(出所) eVestment のデータをもとに三菱UFJ信託銀行作成。表中のp値は1位の割合がランダムな場合より有意に大きいかを二項検定でテストした結果。\*\*\*は1%有意であることを示す。以下、図表 4～6 も同様。

<sup>3</sup> コア・カテゴリーはポートフォリオの中核を担うファンドのカテゴリー。スタイルリスクを大きく取るグロースやバリュー、スモールと異なり、スタイルリスクを相対的に抑え、安定した収益の確保を目的として運用される。

図表4：グロースにおける分位ポートフォリオのパフォーマンス順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値	
分	1	5	2	4	1	2	2	2	3	5	4	10%	0.624
	2	3	1	2	2	1	4	1	1	4	2	40%	0.033 **
位	3	1	3	3	3	3	4	5	3	3		10%	0.624
	4	4	4	1	5	4	1	5	2	2	5	20%	0.322
	5	2	5	5	4	5	5	3	4	1	1	20%	0.322

図表5：バリューにおける分位ポートフォリオのパフォーマンス順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値
分	1	5	1	1	1	1	1	5	2	2	60%	0.001 ***
	2	2	4	3	3	2	2	3	3	4	0%	0.893
位	3	4	3	5	4	3	3	2	4	5	0%	0.893
	4	3	5	2	5	5	4	5	4	5	0%	0.893
	5	1	2	4	2	4	5	4	1	1	40%	0.033

図表6：スモールにおける分位ポートフォリオのパフォーマンス順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値
分	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	90%	0.000 ***
	2	4	5	2	2	4	2	4	2	3	0%	0.893
位	3	3	4	3	3	2	3	2	3	4	0%	0.893
	4	5	2	5	5	3	4	3	4	5	0%	0.893
	5	1	3	4	4	5	5	5	5	2	10%	0.624

## ④ 考察

・コアについては、過去の実績が優良であったファンドはその後良い結果を継続しやすい傾向があるとともに、大きくパフォーマンスが劣化したファンドは、その後リバウンド傾向がみられる(図表3)。後者は、市場でリバーサル効果がみられる日本市場の特性を反映している可能性が高い。また、パターン別にみるとパターン①とパターン⑩で1分位のパフォーマンスが悪化している。パターン①は検証期間にグロース優位からバリュー優位に切り替わった2020年以降のデータを含み、パターン⑩はバリュー優位からグロース優位に切り替わった2009年以降のデータを含む(図表7左側グラフ)。コアはスタイルリスクを相対的に抑えた運用であるものの、スタイルに関する市場の傾向が変化した際には、市場のリバーサル効果の影響を強く受けることが分かる。

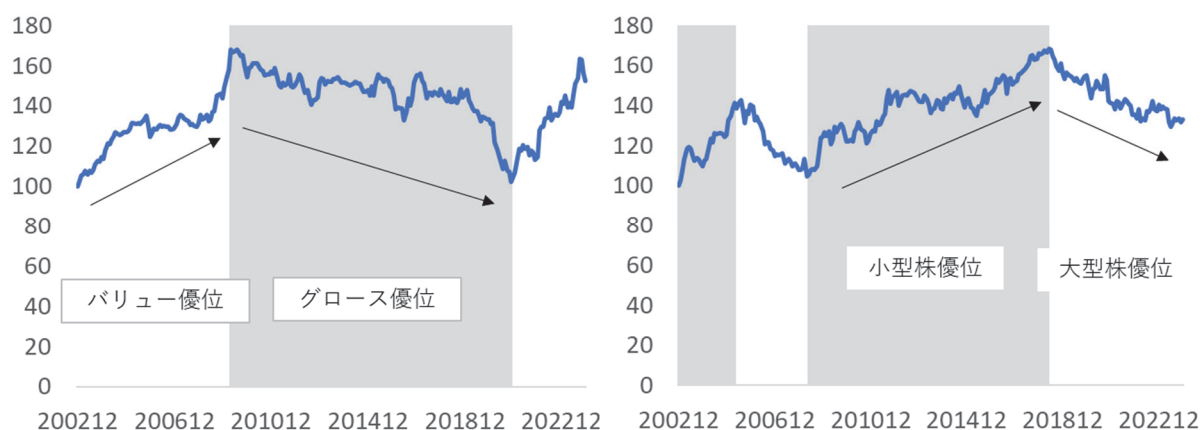
・グロースは他のカテゴリーと異なり、2分位まで含めてみると評価期間での実績が優良であったファンドは検証期間でも良い結果を継続しやすいといえる。一方で、コアにみられたような5分位のリバウンドはみられない。パターン①⑨⑩で1分位、2分位のパフォーマンスが悪化しており、コアと同様にスタイルに関する市場の傾向変化の影響を受けているといえる。

・バリューについては、概ねコアと同様の傾向があり、実績が優良であったファンドは良い結果を継続しやすい傾向があるとともに、大きくパフォーマンスが劣化したファンドにはリバウンドがみられる。パターン別でも市場のスタイル動向が変化したパターン①で

パフォーマンスが悪化しており、コアと同様の傾向である。

・スモールのカテゴリーは、1分位のファンドのパフォーマンスが継続的に良い。他のカテゴリーに比較してサイズも含めてスタイルに関する市場の傾向変化の影響が小さいカテゴリーといえる。一般にいわれているように小型株は大型株と比べて情報格差が大きく市場の効率性が低いため、運用者のスキルの差が表れた結果になったと考えられる。

図表7：スタイル指数の動向



(出所)三菱 UFJ 信託銀行作成。複数のスタイル指標の平均リターンを求め、左側のグラフは「バリュー-グロース」のリターンを指数化、右側のグラフは「小型-大型」のリターンを指数化。

このように、過去3年のパフォーマンスによる相対順位という基準はファンドの一次絞り込みという目的において一定の有効性が確認できた。しかし、コア、グロース、バリューについては、同じスタイルカテゴリーに属するファンドでもスタイルリスクの取り方に強弱があり、市場局面により受ける影響に違いが出ると考えられる。一方で、スモールのカテゴリーについては、市場局面の変化の影響が小さいことから、ファンド間でサイズリスクの取り方の違いが少ないカテゴリーと考えられる。そこで、次項ではスタイルリスクを除いた場合の有効性を確認する。

### 3. スタイルの影響を除いた評価

#### ① 分析方法

スタイルの影響を除いた比較を行うため、Fama and Frenchの3ファクター・モデルで回帰した切片項のアルファを使用する。このモデルは、図表8に示すとおり、資産価格の変動を3つの要因によって説明しようとするものである。左辺は期間 $t$ におけるポートフォリオ $i$ のリターン、 $RMRF$ は市場インデックスの無リスク金利に対する超過リターン、 $SMB$ は小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオのリターン・スプレッド、 $HML$ はバリュー株ポートフォリオとグロース株ポートフォリオのリターン・スプレッドとなる。切片項であるアルファは、市場要因やサイズ要因、スタイル要因を除いた運用者のスキルを表すともいわれている。

前段で行った分析方法ではパフォーマンスを使用した。今回はアルファを使用して分析

を行う。まず、評価期間として過去3年間のアルファの高い順にファンドを5等分し、各ファンドへ等金額投資をしたと仮定した5個のポートフォリオを作る。最もアルファの高いグループを1分位とし、それらのポートフォリオの検証期間として翌3年のアルファを計測する。運用者のスキルが継続してパフォーマンスに反映されるとして、特に高スキルの運用者の場合は、評価期間(過去3年)で最もアルファの高かった1分位のアルファが検証期間(その後の3年)においても最も高くなるはずである。

図表8：Fama and Frenchの3ファクター・モデル

$$r_{it} = \alpha_i + b_i RMRF_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{it}$$

② 結果と考察

・コア・カテゴリーの結果を図表9に示す。評価期間の1分位だけをみると、検証期間でのパフォーマンス分位は10回のうち7回は1位、2回は2位になっている。評価期間の2分位がそれに次ぐ相対順位を示しており、高スキル運用者による高パフォーマンスの継続性を示唆する結果となった。パフォーマンスのみで比較した図表3では5分位のパフォーマンスも良かったが、アルファでは、そのような傾向はかなり軽減されている。リバウンド傾向は主にスタイル効果によるものだったといえる。

・グロス・カテゴリーの結果を図表10に示す。図表4では2分位のポートフォリオまでみた場合にパフォーマンスの継続性が確認できたが、アルファの場合は同様の傾向が確認できない。むしろ、5分位が1位になる割合が多くなっており、解釈が難しい結果となった。

・図表11はバリュー・カテゴリーの結果である。コアと同様にアルファの高い1分位、2分位が上位に来ており、パフォーマンスの継続性を示唆する結果となった。5分位が1位になる割合も減少しており、バリューにおいてもリバウンドはスタイル効果によるものだったといえる。

・スモール・カテゴリーの結果を図表12に示す。1分位については、図表8と同様に10回中、9回1位になっており、パフォーマンスの継続性を示唆する結果となった。この結果からも、スモールはスタイル要因による影響の差が小さく、運用者スキルの差が結果に現れやすいカテゴリーといえる。

図表9：コアにおける分位ポートフォリオのアルファの順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値
分	4	1	1	1	1	1	1	2	2	1	70%	0.000 ***
2	1	2	2	2	2	2	4	1	3	4	20%	0.322
位	2	5	3	4	3	5	5	4	4	5	0%	0.893
4	3	4	5	5	5	4	3	5	5	3	0%	0.893
5	5	3	4	3	4	3	2	3	1	2	10%	0.624

(出所) eVestmentのデータをもとに三菱UFJ信託銀行作成。表中のp値は1位の割合がランダムな場合より有意に大きいかを二項検定でテストした結果。\*\*\*は1%有意であることを示す。以下、図表10～図表12も同様。

図表 10：グロスにおける分位ポートフォリオのアルファの順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値	
分	1	4	2	3	2	1	4	3	1	5	3	20%	0.322
2	5	5	5	3	3	3	2	2	2	2	0%	0.893	
位	3	2	1	2	4	2	1	4	5	1	4	30%	0.121
4	3	3	4	5	4	5	5	4	4	4	5	0%	0.893
5	1	4	1	1	5	2	1	3	3	1	50%	0.006 ***	

図表 11：バリューにおける分位ポートフォリオのアルファの順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値	
分	1	1	1	1	1	1	2	5	3	2	60%	0.001 ***	
2	5	2	4	2	2	2	1	3	4	1	20%	0.322	
位	3	4	3	5	5	3	5	4	4	5	3	0%	0.893
4	3	5	3	4	5	4	5	1	2	5	10%	0.624	
5	2	4	2	3	4	3	3	2	1	4	10%	0.624	

図表 12：スモールにおける分位ポートフォリオのアルファの順位

パターン	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	1位の割合	p値	
分	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	90%	0.000 ***	
2	3	4	2	2	2	2	4	2	2	3	0%	0.893	
位	3	5	5	4	3	4	5	3	3	4	5	0%	0.893
4	4	3	5	4	3	4	2	4	3	4	0%	0.893	
5	1	2	3	5	5	3	5	5	5	2	10%	0.624	

本章では、スタイルカテゴリーごとに過去3年の相対パフォーマンスを用いた定量評価による絞り込み効果の検証を行った。その際、スタイルリスク要因を分けて評価する事で、相対的に良好なパフォーマンスを継続できる運用者のスキルを把握する事の可能性を示した。一方で、グロス・カテゴリーについては更なる深堀りの必要性があることも判明した。

次章では、更にファンドのパフォーマンスに影響すると思われる評価項目をいくつか取り上げ、データを用いたファンド選択の有効性を検証してみたい。

### Ⅲ. 定量評価項目の拡張

eVestment 社が提供するデータベースでは、ファンドのパフォーマンスデータだけでなく運用会社やファンドの情報も取得できる。ただし、閲覧できるデータの範囲は、運用会社と投資家で異なり、運用会社は他の運用機関のデータを参照できないよう制限が設けられている。投資家の場合は、保有銘柄明細などファンドの細かな情報まで取得できるが、運用機関に身を置く筆者の場合は取得できる情報は限られる。制限はあるものの、取得可能ないくつかの項目について、将来のパフォーマンス傾向を示唆する情報としての有効性をみていきたい。



## 1. データと分析方法

## ① データについて

取得可能な項目の中から図表 13 に示したような仮説をもとに評価項目を選定した。リターンの標準偏差(過去3年)や実績トッラッキングエラー(以下、実績 TE)等は、定量評価項目として一般的に用いられるものではあるが、これらも対象として検証する。

図表 13 : 検証対象とする評価項目

分類	項目	仮説
リスク関連	標準偏差(過去3年)	リスクの高いファンドはパフォーマンスが良い
	下方標準偏差(過去3年)	下方リスクの小さいファンドはパフォーマンスが良い
	実績 TE (対 TOPIX、3年)	市場と異なる変動傾向を示すファンドはパフォーマンスが良い(超過収益を上げるには他者と異なるポジション選択が必要)
運用効率	リターン・リスク比	運用効率の高いファンドはパフォーマンスが良い
ファンド属性	運用残高	ファンドの規模が大きいとパフォーマンスが劣位する傾向がある
	運用期間	長期存続ファンドはパフォーマンスが良い
会社情報	所属ポートフォリオマネージャーの平均経験年数	ポートフォリオマネージャーの平均経験年数の長い会社(運用人材が豊富)のファンドはパフォーマンスが良い
	所在国	国内の運用会社のファンドパフォーマンスが良い(国内と海外での情報格差)
	AUM(運用総額)	会社 AUM が大きいファンドはパフォーマンスが良い(整備されたインフラ、情報収集力)

(出所)三菱 UFJ 信託銀行作成

## ② 分析方法

各項目について数値の大きい順にファンドを4等分し、ファンドごとに等金額に投資すると仮定した4個のポートフォリオを作る。最も数値の大きいグループを1分位とし、これらのポートフォリオについて検証期間として翌1年のパフォーマンスを計測する。これを10回繰り返し10年分のパフォーマンスを計測する。なお、会社の「所在国」については、国内と海外の2分位、会社の「ポートフォリオマネージャーの平均経験年数」は情報を開示している会社が限られるため、各分位のサンプル数確保のため4分位ではなく3分位とした。なお、各項目のデータが欠損や非開示の場合は分析対象から除外している。II

章では、過去において相対的にパフォーマンスの高いファンドは運用者のスキルが高くパフォーマンスの継続性が期待できるという考えのもと、長期運用の視点から検証期間を3年とした。ここでは、運用者の断面属性項目も含まれるため情報の鮮度を優先し期間を1年として検証する。

## 2. 結果と考察

図表 14～図表 17 は、図表 13 の各項目について各スタイルカテゴリー全体の平均パフォーマンスに対する各分位ポートフォリオの超過リターン示したものである。

<リスク関連項目>…図表 14

- ・リターンの標準偏差は、カテゴリーに関わらず低いほどパフォーマンスが良い。一般にリスクが高いほどリターンが高いというイメージがあるが逆の結果である。最小分散戦略のファンドはこのような傾向をもとに組成されたファンドともいえるだろう。バリュースタイルについては、標準偏差が大きい1分位もパフォーマンスが良い。このカテゴリーはスタイルリスクを大きくとっているファンドはリバウンド局面で大きく超過収益を上げる傾向があり、それが表れている結果といえる。
- ・また、実績TEは大きいほどパフォーマンスが良い。超過収益を上げるには市場と異なるポジションを取る必要があり、市場に対してしっかり、且つ適切なリスクを取っているファンドのパフォーマンスへの期待値が高いことを示唆する結果になった。

図表 14：リスク関連項目の対カテゴリー平均パフォーマンス

	標準偏差(過去3年)				下方標準偏差(過去3年)				実績TE(対TOPIX、過去3年)			
	コア	グロース	バリュースタイル	スモール	コア	グロース	バリュースタイル	スモール	コア	グロース	バリュースタイル	スモール
1分位	0.02%	-0.42%	0.12%	-0.55%	0.64%	0.05%	-0.12%	-0.33%	1.06%	0.73%	0.79%	1.31%
2分位	-0.14%	-0.25%	-0.22%	-0.55%	-0.15%	0.12%	-0.16%	-1.01%	0.36%	0.10%	0.42%	0.47%
3分位	-0.12%	-0.19%	-0.22%	-0.61%	-0.38%	-0.01%	-0.45%	-0.57%	-0.62%	-0.59%	-0.43%	-0.51%
4分位	0.13%	0.75%	0.24%	1.39%	-0.30%	-0.28%	0.62%	1.49%	-0.79%	-0.29%	-0.83%	-1.57%

(出所) eVestment のデータをもとに三菱UFJ信託銀行作成。図表 15～図表 17 も同様。

<運用効率>…図表 15

リスク・リターン比は、過去3年の年率リターンを過去3年の年率リスクで除して計算した。運用効率の高いファンドほどパフォーマンスが良い結果となり、図表 13 で想定したとおりの結果となった。特にスモールではその傾向が強く出ており、前章の分析でもみられたスキル発揮の継続性と一致している。

図表 15：リスク・リターン比の対カテゴリー平均パフォーマンス

	リスク・リターン比			
	コア	グロース	バリュースタイル	スモール
1分位	0.66%	0.51%	0.92%	1.34%
2分位	-0.32%	0.41%	-0.14%	0.97%
3分位	-0.29%	-0.74%	-0.24%	-0.61%
4分位	-0.16%	-0.18%	-0.71%	-1.95%

## ＜ファンド属性＞…図表 16

・ファンドの運用残高は小さいほどパフォーマンスが良い傾向となり、仮説通りの結果となった。運用残高の大きいファンドは相対的に流動性の低い銘柄を組み入れることができないことや、取引時のマーケットインパクトが大きくなるなど、運用面で不利なことが多くなることが原因と考えられる。実務において、各ファンドコンセプトに合わせた適切なファンド規模管理が重要視されることとも整合的な結果である。

・ファンドの運用期間については、長いほどパフォーマンスが悪いという結果になった。理由のひとつとして投資戦略が陳腐化する問題があると考えられる。運用期間の長いファンドについては、設立以来様々な相場局面を経験するとともに、市場構造や企業評価基準の変化、企業情報開示の変化等を経て現在に至っている。運用哲学に基づく基本コンセプトを継続しつつ、必要な運用プロセスの改善を継続的にできているファンドは良い成果を残せるであろうが、それが十分にできていないと陳腐化する懸念も出てくる。一方で、設立からの期間が比較的新しいファンドでは、市場変化に沿って新たな投資アイデアや手法を取り込めており相対的に優位なパフォーマンス結果を残すことを示しているのではないかと推察できる。

現状においては、それが十分にはできておらず現在に至っている長期ファンドが多いことを示しているとも考えられる。

図表 16：ファンド属性関連項目の対カテゴリー平均パフォーマンス

	ファンドの運用残高				ファンドの運用期間			
	コア	グロース	バリュー	スモール	コア	グロース	バリュー	スモール
1分位	-0.48%	-0.64%	-1.32%	-1.91%	-0.38%	-0.35%	-0.05%	-0.37%
2分位	-0.09%	-0.62%	0.06%	-1.07%	-0.05%	0.48%	-0.67%	-1.65%
3分位	0.15%	0.23%	-0.29%	-0.15%	-0.66%	0.21%	-0.05%	0.52%
4分位	0.40%	0.89%	1.48%	2.92%	1.05%	-0.62%	0.65%	1.28%

## ＜会社情報＞…図表 17

・運用会社ポートフォリオマネージャーの平均経験年数については明確な傾向はみられない。

・運用会社の所在国については1分位が国内、2分位が海外になる。スモールについて大きく差が出ており、国内の方が有利な結果になった。やはり情報格差の影響が少なからずあるものと思われる。

・会社全体の運用残高については、どちらかというと大きいほどパフォーマンス劣位の傾向がみえる。前段で述べたファンドの運用残高の影響がここに出ている可能性も考えられる。ファンドを選定する際には、やはり個別ファンドの適正な規模管理ができているかの確認が重要であろう。またこの適正な規模管理ができているか否かへ着目することは、個別ファンドの評価に留まらず、運用会社のプロダクトガバナンスに関する姿勢の評価が必要であると考えられる。今回の分析で使用した3つのデータ以外に今後は、例えば期待リターンに見合ったコスト設定がされているかなど、運用会社の姿勢を表す指標に着目してファンドを選んでいくことも大切であろう。

図表 17：会社の情報に関する項目の対カテゴリー平均パフォーマンス

	所属PMの平均経験年数				所在国				AUM(運用総額)			
	コア	グロース	バリュー	スモール	コア	グロース	バリュー	スモール	コア	グロース	バリュー	スモール
1分位	-0.24%	0.06%	0.18%	-0.48%	0.15%	-0.03%	-0.12%	1.34%	-0.59%	-0.16%	-0.09%	-1.14%
2分位	0.47%	-0.20%	-0.09%	-0.70%	-0.17%	0.07%	0.26%	-1.20%	0.45%	-0.42%	-0.55%	0.37%
3分位	-0.14%	0.65%	0.05%	0.77%					0.18%	0.01%	0.35%	1.01%
4分位									0.03%	0.74%	0.28%	-0.55%

このように将来のパフォーマンス傾向との関連が推察できる情報を集め、検証し、定量評価項目に加えることにより、定量評価の絞り込み効果の改善が期待できると考える。また、今回は取り組まなかったものの、更に多くの有効な情報を収集できれば、機械学習等の技術を活用することも可能だろう。

#### IV. 終わりに

本稿では、過去のパフォーマンスの相対比較による定量評価の有効性を検証し、ファンドの一次絞り込みという点で一定の有効性があることを示した。また、スタイルリスク要因を分けて評価することで、相対的に良好なパフォーマンスを継続できる運用者のスキルを把握することの可能性も示した。ファンドに関する情報は、以前に比べ多くの情報を容易に取得できるようになってきている。今回は、かなり限定的な項目による分析例の紹介にとどまっているが、昨今の情報開示拡大に伴い個々のファンドに関するデータや運用会社全体に関するデータ量が拡大している。従来は定性評価に依存していた項目についても定量的な評価が可能となり、これまでよりも一歩進んだ定量評価ができる時代になったといえるだろう。もちろん本稿は、定性評価が不要と指摘するものではない。定量評価の段階で様々な情報を加えることで評価全体の精度を高めることができる。本稿では紹介しなかったものの、実際にいくつかの情報ベンダーから、そのような工夫をしたファンドレーティング情報も提供されている。これらを含めた多くの情報を活用することは、よりよいファンドの選定に繋がると考える。

個人も含め、投資家にとってアクティブファンドを選択するメリットとしては、インデックスファンドでは、とりえないエクスポージャーを取ることで市場平均を上回るリターンを獲得できる可能性があることだろう。投資目的やリスク許容度に合わせて、適切なファンドを選ぶことで投資の幅を広げることができる。本稿が改めてアクティブファンドの評価を検討するきっかけとなれば幸いである。

(2024年4月24日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

---

**【参考文献】**

- ・ 『投資信託の主要統計 2021年12月』 一般社団法人投資信託協会
- ・ 『投資信託の主要統計 2024年2月』 一般社団法人投資信託協会
- ・ 『アクティブ運用ファンドへの投資は合理的か』 証券アナリストジャーナル 2002.11
- ・ 『新興国株式投資信託のパフォーマンス持続性』 証券アナリストジャーナル 2011.2

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都港区東新橋1丁目9番1号 Tel. 03-4330-0868