

運用会社のKPI測定と諸論点に関する分析について

2022年3月25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、2021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）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/20210623_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>

- ・ 2021年の投資信託市場のパフォーマンスは一段と好転した。米国株主導の世界的な株高や円安・ドル高の進行を背景に、好調だった前年（2020年）の流れを継続。その結果、2021年末時点の全ファンドの5年平均シャープレシオは0.50に達し、1年前（2020年末）の0.29、2年前（2019年末）の0.22を上回った。
- ・ 全ファンドの平均シャープレシオでは、アクティブ運用を得意とする外資系や独立系の一部運用会社が引き続いて上位を占めた。つみたてNISA対象のアクティブ型ファンドも健闘。
- ・ ESG関連のインデックス型ファンドの平均シャープレシオが全体の2位につけている。該当ファンドは同一指数連動の同一マザーファンド運用の2本のみで、残高は50億円弱と小規模。一方、ESG関連のアクティブ型の平均シャープレシオは全ファンド平均を少し上回る程度。
- ・ 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全般的にインデックス型を下回っている傾向はこれまでと同様で大きな変化は見られない。ただしあくまで平均値の比較という点に関する留意は必要となる。

(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の低減傾向が続いている。
- ・ 特に、つみたてNISA採用のインデックスファンドでの残高加重平均の信託報酬低下が目立つ。その理由としては、つみたてNISA採用のインデックスファンドの残高が前年（2020年末）の2倍以上に拡大した中で、その拡大分の大半が一部の超低コストインデックスファンドに集中したことを反映しているものとみられる。
- ・ インデックスファンドを販売している日系運用会社が低信託報酬の上位に並ぶ一方で、相対的に信託報酬が高いアクティブファンドを主力商品としている外資系や一部の日系運用会社がランキング下位に位置する傾向は変わらない。ESG関連はインデックス型もアクティブ型も信託報酬が高めとなっている。
- ・ 「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、今回はみかけ上の「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1.34%で、信託報酬の全体平均（残高加重平均）の1.27%と大きな差異はない。
- ・総経費率の高低の傾向は信託報酬とおおむね同様。インデックスファンドで総経費率が低く、アクティブファンドは高い。
- ・「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格差がみられる。例えば、独立系では「その他費用」がほぼゼロの運用会社と値が大きい運用会社に2極化している傾向がみられる。DC専用、ESG関連および、つみたてNISAの「その他費用」は全体の中では小さい部類に入る。
- ・個別ファンドの「その他費用」をみると、最大は約19%。残高0.1億円の特殊型（ブル・ベア型）ファンドで、開示資料の作成・印刷費用と監査費用がその他費用として発生している。
- ・実質信託報酬（上限）が総経費率を上回って、みかけ上の「その他費用」がマイナス値となる背景には大きく2つの要因がある。
- ・一つは、現在の実質信託報酬としては目論見書記載の上限値を優に下回る水準値を採用している場合であり、国内債券型ファンドで信託報酬が足元の国債利回りの水準に応じて決まる場合や、ファンド・オブ・ファンズ形態で組み入れファンドによって実質信託報酬が変わるため、最大と最小値の間に開きがある場合などが該当する。
- ・もう一つには、投資先ファンドの投資対象がETFや指数連動債券の場合など、実質信託報酬には含まれている投資先ファンドの費用を総経費率には含まずに開示しているケースがある。さらにこのケースでは、投資先ファンドの費用を総経費率円グラフの欄外に追加費用として注記している場合と、追加費用が注記にも見当たらない場合に分かれている。
- ・総経費率の開示がまちまちで統一性に欠けると、投資家が実際の運用コストを誤認しかねないため、少なくとも目論見書記載の実質信託報酬と整合する形での総経費率の開示基準が望まれる。

(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。
- ・ 「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0.84で前年（2020年）末の0.47から大きく改善。リターン（5年・年率）も5.3%と、前年末の3.3%から増大した。
- ・ これを受け、費用控除後のシャープレシオ（5年）でも、バランス型ファンド全体の平均値（0.64）を上回った商品が半数近くある。
- ・ 費用控除後のシャープレシオ（5年）上位商品の組み入れファンドを個別に見てみると、先進国株式型や国内株式型の組み入れ比重（残高比率）が高い一方で、下位商品は国内債券型や低リスクの先進国債券型の比重が高い傾向にある。世界的な株高がシャープレシオ改善の大きな理由と言える。
- ・ 加えて、費用控除後のシャープレシオ（5年）上位商品の組み入れファンドについて「インベスター・リターン（内部収益率・年率）」と商品の年間費用（平均）の差に注目し、「ファンドラップ組み入れ対象ファンドの費用控除後インベスター・リターン」を計算してみた。運用実績5年以上のファンドのインベスター・リターンは5年間で計測し、運用実績5年未満のファンドは設定来で計測した。
- ・ その結果、費用控除後インベスター・リターンがマイナスとなった組み入れ対象ファンドが散見される。特徴的には、費用控除後5年シャープレシオ上位の商品に比べ、下位の商品では残高比率の大きなファンドでのマイナスの費用控除後インベスター・リターンが目立つ傾向がみられる。

- ・費用控除後インベスター・リターンがマイナスで残高比率が大きいファンドは、国内債券型や先進国債券型など低リスクのファンドが主体であり、ファンドラップ全体のリスクを抑えるうえで分散投資の観点からは組み入れに一定の役割を持つものとみられるが、ファンドラップの費用水準が必ずしも組み入れ対象ファンドのリターンに見合っていないという見方もできる。

(5) アクティブファンドの自社運用・外部委託運用データ一覧

- ・アクティブファンドについて、2021年末時点と2016年末時点の純資産残高上位100本について、目論見書記載情報を基に自社運用か外部委託運用かを判別し、委託先、投資先のファンド名および運用会社などを調べた。
- ・2016年末時点では自社・外部委託の割合は100本のうち、ちょうど半々の50本だったが、2021年には外部委託が56本に増えた。
- ・現在、投資信託市場では海外株式型アクティブファンドの運用資産規模が拡大しているが、自社で海外株式型ファンドをアクティブ運用している国内系運用会社はわずかにとどまる。
- ・ファミリーファンド形態での外部委託が増えている。
- ・自社運用でファンド・オブ・ファンズ形態が減っている。2021年の残高上位100本から、通貨選択型ファンドが姿を消したのが関係している。通貨選択ファンドは運用通貨を切り替える仕組みを実現するために、その大半がファンド・オブ・ファンズ形態で外国籍投信を組み入れて運用している。国内籍投信の運用規則の関係で、国内籍投信自体において運用通貨の切り替えを行うのは困難のためとみられる。
- ・残高上位100本の特徴的な変化としては、2016年末には上位100本入りしていなかったDC専用ファンドが2021年末には3本あり、ラップ口座専用ファンドが増えている点が挙げられる。

(6) ESG関連の国内株式型と海外株式型ファンドのESGスコアとパフォーマンス・信託報酬の関係

- ・国内株式型ファンド（ETFを含む）に加え、海外株式型のESG関連ファンドのESGスコアを試算した（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。
- ・ESGスコア（総合）の単純平均をみると、国内株式型は約58で海外株式型の約54を上回り、国内株式型のESGスコアは海外株式型に比べ見劣りしていない。E・S・Gの平均スコアを国内株式型と海外株式型で比較すると、Eは66：59、Sは59：56、Gは53：50となり、いずれも国内株式型の方が高い。国内株式型は特にEスコアが高い傾向がある。
- ・一方、個別海外株式全般の過去数年にわたるパフォーマンスが国内株式に比べ堅調だった点で単純比較には留意が必要だが、リターンの面ではESG関連の国内株式型は海外株式型に劣後している。5年シャープレシオは国内株式型の単純平均が0.57なのに対して海外株式型は0.97。5年累積リターンの単純平均は国内株式型の45%に対して、海外株式型は2倍以上の109%となっている。
- ・ESG関連のアクティブファンドに限定して、「ESGスコアと5年シャープレシオ」、「ESGスコアと信託報酬」の間の相関分析を行ったところ、国内株式型および海外株式型ともに統計的に有意な相関は見いだせなかった。

(7) 国内株式型ファンドのベンチマーク開示データ

- ・国内株式型ファンドについて、目論見書に記載されている対象インデックス名（インデックス型の場合のみ）および、ファンドの目的や特色にベンチマークが記載されているかどうか、ベンチマークが「配当込み指数」か「配当を含まない指数」かについて調べた。その結果、以下のような点が分かった。
- ・インデックスファンドに関しては、連動対象インデックス名が（配当を含まない）TOPIXや日経225と記載されていても、実際は配当込み指数を連動対象と運用しているファンドが少なくない。このケースはつみたてNISA採用のインデックスファンドにおいても散見される。
- ・日経平均連動型インデックスファンドにおいては、その多くが新規設定された頃にはまだ「配当込みの日経平均」指数が存在していなかったため、（配当なしの一般的な）「日経平均」がベンチマークとして連動指数になった。それ以降、（配当なしの一般的な）「日経平均」が世の中に広く浸透していることもあり、ベンチマークを「配当込み」日経平均にあえて変更していない、という運用会社の判断もあるとみられる。
- ・インデックスファンドでは配当込み指数をベンチマークとするファンドの新規設定が年を追うごとに増えている傾向がある。一方、アクティブファンドではベンチマークを設けていないファンドの新規設定が続いている。つみたてNISA採用やDC専用でも、ベンチマーク無しのアクティブファンドが少なくない。
- ・つみたてNISA採用とDC専用のインデックスファンドで、配当込み指数に連動するのは半数弱程度にとどまる。
- ・インデックスファンドで配当込み指数をベンチマークとする場合、すべてファミリーファンド形態であり、決算回数は年1回決算型が多数を占める。配当込み指数連動型のインデックスファンドでは設定以降、分配金を支払っていないファンドが多い。分配金を支払うと基準価額と配当込み指数との連動性が維持できなくなるためとみられる。

◇納品データ

- ・ 2021 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 (2017 年から 2021 年までの各年末時点) のヒストリカルデータ
- ・ 2021 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 (2021 年末までの過去 5 年分)
- ・ 2021 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)
- ・ 2021 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 (2021 年末までの過去 5 年分)
- ・ 2021 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。2021 年末時点)
(3-a) 総経費率
(3-b) その他費用
- ・ 2021 年末 (4) ファンドラップ分析
(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) ファンドラップ組み入れ対象ファンドの費用控除後リターン
- ・ 2021 年末 (5) アクティブファンドの自社運用・外部委託運用データ一覧
(5-a) 2021 年末時点
(5-b) 2016 年末時点
(5-c) 2021 年末と 2016 年末の概観比較
- ・ 2021 年末 (6) ESG 関連ファンドの ESG スコアとパフォーマンス・信託報酬一覧
(6-a) ESG スコアと信託報酬・運用パフォーマンス (ESG 総合スコアの大きい順)
(6-b) ESG 関連の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)
- ・ 2021 年末 (7) 国内株式型ファンドのベンチマーク開示データ一覧
(7-a) 国内株式型ファンドのベンチマーク開示データ (設定日順)
(7-b-1) インデックス型の対象インデックスとベンチマークの関係
(7-b-2) 設定年別のベンチマーク記載ファンド数 (アクティブ型とインデックス型)
(7-b-3) 属性別のベンチマーク記載ファンド数 (アクティブ型とインデックス型)

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み、(6)は国内株式型ETF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２０２１年末～２０１７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

- ・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。
- ・「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2021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。

※個別ファンドデータ集に関する注記：

2021 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、2017 年末～2021 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）
- ・ESG 関連（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）

2021 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、2017 年末～2021 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）
- ・ESG 関連（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、2021 年末時点の数値で固定）
- ・実質信託報酬（上限値、税込み年率%・小数点以下 7 桁、2021 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）