

## 市場の効率性とアクティブ運用（下）

今回は、市場の効率性とアクティブ運用のリスクについて取り上げ、特にタイミング戦略の困難さを説明した。今回は、アメリカのミューチュアル・ファンドのパフォーマンス実績に基づき、パッシブ運用と比較して、アクティブ運用の難しさを指摘した。

株式投資には、インデックスに投資するパッシブ運用と、タイミング戦略や銘柄選択などを行うアクティブ運用がある。前回、効率的市場ではインデックスを上回るパフォーマンスは不可能と論じたが、大抵の市場は、ある程度は効率的なので、長期的には、パッシブ運用が、平均すると、アクティブ運用に優ることになる。

つまり、すべてのアクティブ・ファンドのパフォーマンス（手数料差引前）を合計すると、インデックスと同じになるはずであるが、パッシブ運用より高い、アクティブ運用の手数料差引後では、インデックスに負けることになるのである。

そこで、実際に、アメリカのオープン・エンド型ミューチュアル・ファンド（1998年6月末時点の存続期間が5年以上）のうち、国内株式のインデックス・ファンド（29本）とアクティブ・ファンド（520本）について、過去1年と5年平均のトータル・リターンを比較した（表1）。図1、図2は、それぞれの手数料差引後リターンの分布である。

過去1年では、インデックスを大きく上回っているアクティブ・ファンドもあるが、加重平均リターン（手数料差引前）では、インデックス・ファンド（29.9%）が、アクティブ・ファンド（26.5%）を3.4%上回る結果であった。さらに、買付手数料や信託報酬等の手数料差が大きい（3.7%）ため、手数料差引後では、インデックス・ファンドが約7%も上回った。

5年平均では、インデックスに優るアクティブ・ファンド数は激減し、加重平均リターン（手数料差引前）でも、インデックス・ファンドが約3%上回る結果である。また、手数料差引後の加重平均リターン差は約4%もあり、インデックス・ファンドの長期的な優位性が窺える。

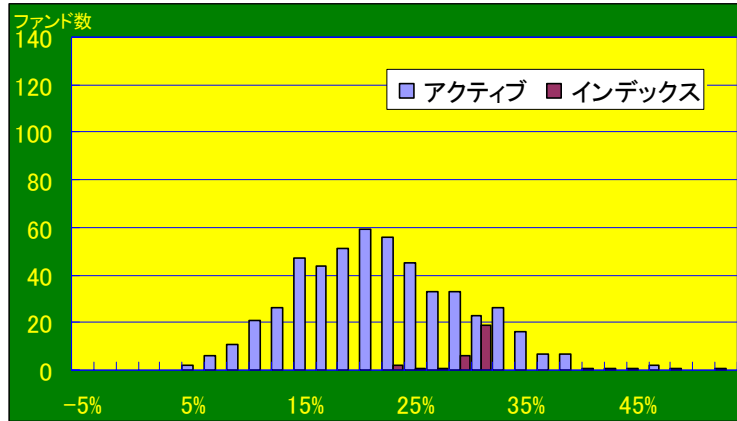
表1 インデックスとアクティブのリターン比較（98年6月末）

	過去1年の結果（年率）		過去5年の結果（年率）	
	インデックス	アクティブ	インデックス	アクティブ
加重平均リターン	29.90%	26.53%	22.80%	19.94%
手数料差引前				
（手数料）	(0.23%)	(3.94%)	(0.21%)	(1.39%)
手数料差引後	29.67%	22.59%	22.59%	18.54%
最大リターン	30.14%	51.06%	23.04%	28.41%
最小リターン	22.85%	3.03%	20.55%	-4.76%
単純平均値	28.57%	21.42%	22.04%	17.00%
（標準偏差）	(1.90%)	(7.68%)	(0.66%)	(3.80%)

（資料）Morningstar社データを基に算出

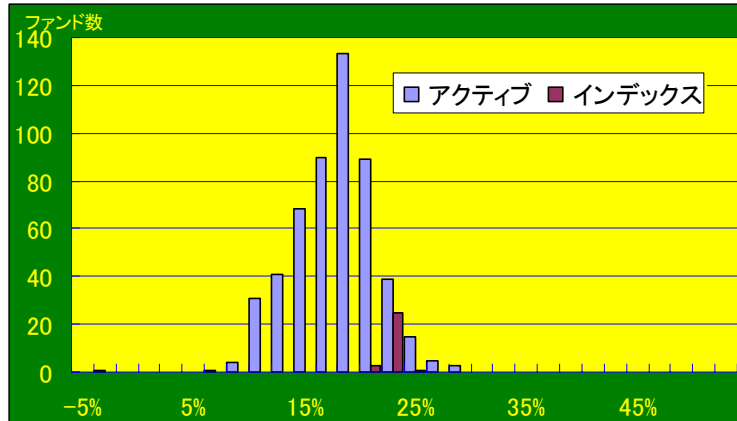
（注）グローバル・ファンドやバランス・ファンド等で運用する国内株式が除外されているため、アクティブ・ファンドの合計は、必ずしも市場全体を表わしていない。

図1 手数料差引後リターン分布：1年（1998年6月末）



(資料) Morningstar 社データを基にニッセイ基礎研究所で作成

図2 手数料差引後リターン分布：5年（1998年6月末）



(資料) Morningstar 社データを基にニッセイ基礎研究所で作成

インデックス運用の利点としては、①「平均すれば」アクティブ運用より成績が優れている、②手数料が安くて済む、③運用に一貫性があるので、長期基本ポートフォリオ構築に適している、④保有証券の売買頻度が少なくて済むので、売買手数料、税金面で効率的である、などの点を挙げることができる。

一方、欠点として、①インデックスに勝つアクティブ運用の可能性を放棄する、②リターンが投資家の要求する水準に満たない可能性がある、③魅力的なセクターが投資対象から除外される可能性がある、さらに、④ファンド・マネジャーの柔軟性に制約がある、などの点が指摘されている。

そこで、アクティブ・ファンドを購入する場合は、①市場には常に平均より優れたパフォーマンスを上げられるファンド・マネジャーがいて、②そのマネジャーを、自分を見つけることができる、ことを前提にしているはずである。しかし、アクティブ・マネジャーが市場に勝つためのノウハウ（手法やモデル）は、ほとんど公開されないため、投資家が検証して、確信を得ることは、現実には困難である。