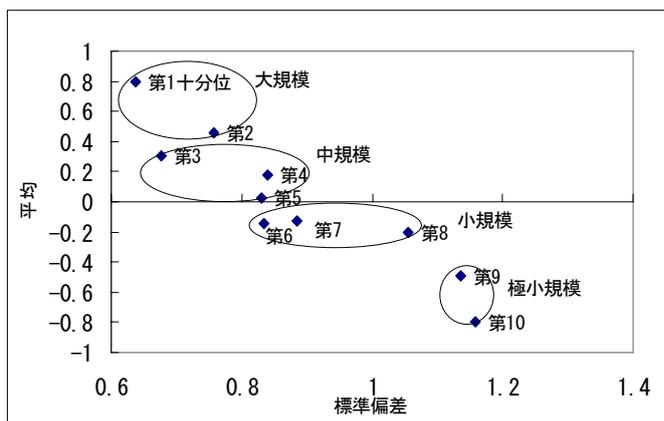


ファンドの資産規模とリターン

米国のミューチュアル・ファンドについて、資産規模とリターンの関係を分析したところ、規模の大きいファンドの方が、小さいファンドに比べ、概して、パフォーマンスが良い傾向があった。ただし、資産規模が、将来のリターンの優劣を決定するわけではない。

1998年6月末時点で、存続期間が10年超の米国のミューチュアル・ファンド（1492本）を対象に、運用パフォーマンスと資産額の関係について分析を行った。ファンドを、資産規模別に10等分（第1～2十分位を「大規模」、第3～5十分位を「中規模」、第6～8十分位を「小規模」、第9～10十分位を「極小規模」と分類）し、過去10年のリスク調整後リターンの平均と標準偏差をプロットした（図1）。ファンドの資産規模が大きい方が、リターンの平均が高く、標準偏差が小さい傾向がうかがえる。

図1 資産規模別分類毎のリターンの平均と標準偏差（1998年6月末）



(資料) 「アセット・マネジメント・ビジネス近未来」(ニッセイ基礎研究所著) きんざい、1999年
 (注) 過去10年間のコスト(販売手数料)差引後リターンの平均をリスク調整したシャープ・メジャーを基準化(平均0、標準偏差1)し、「リターン」として取り扱っている。

次に、ファンドのリターンと資産規模の関係について、次の式で回帰分析を行った。

$$\text{回帰式：ファンドの資産額} = \alpha + \beta \times \text{ファンドのリターン} + \varepsilon$$

ただし、 α は、リターンがゼロのときのファンドの資産額を表し、 β は、ファンドの資産額のリターンに対する感応度で、 ε は誤差項である。

表1の分析結果を見ると、モデル式の当てはまり具合を表す修正 R^2 は高くない(全体では0.21)が、 β はプラス(0.46)で、その有意性を示す T 値は十分に高いため、「リターンの高さとは資産規模には、ある程度の正の相関がある」と言える。

規模別では、「中規模」と「小規模」グループ内においては、リターンの優劣と資産規模の大きさとの関係が乏しい（修正 R^2 が極端に低く、当てはまり具合が悪い上に、 β も低い）ため）ことがうかがえる。一方、「大規模」と「極小規模」グループにおいては、リターンの優劣と資産規模の大きさには、ある程度、正の関係がある（修正 R^2 は低いが、 β の T 値から有意性が確認できるため）ことが分かる。

表1 ファンドの資産残高とリターンの回帰分析（全体と規模別）

	全体	大規模	中規模	小規模	極小規模
ファンド観測数	1492	298	448	448	298
α	0.00	1.29	0.38	-0.42	-1.30
β	0.46	0.20	0.05	0.01	0.10
β の T 値	19.73	5.74	3.54	0.89	4.32
ε	0.89	0.44	0.25	0.23	0.46
修正 R^2	0.21	0.10	0.03	0.00	0.06

（資料）「アセット・マネジメント・ビジネス近未来」（ニッセイ基礎研究所著）きんざい、1999年

（注）図1と同様、各ファンドの過去10年間のコスト（販売手数料）差引後リターンの平均をリスク調整したシャープ・メジャーを基準化（平均0、標準偏差1）し、ファンドの「リターン」としている。ファンドの資産残高は、対数変換した後、同様に基準化（平均0、標準偏差1）した。

この理由として、まず、投資家が、入手し易い「長期の運用実績」（リスク調整後リターン）情報を検討して、好成绩ファンドを選択、購入しているためと考えられる。また、資産規模が大きい方が、経費も割安で、効率運用が可能のために、リターンが高いとも考えられる。ただし、ファンドの資産規模と、過去のリターンとの関係がうかがえるものの、「資産規模が、将来のリターンの優劣を決定するわけではない」ことは言うまでもない。

また、「大規模」グループは、リターン以外に、資産規模が大きい理由がある（ α が大きい）ため）ことがうかがえる。例えば、マーケティング（広告宣伝や販売力など）、優れた顧客サービス（電話での照会サービスやブックキーピングなど）、有名ファンド・マネジャーの存在などが考えられよう。逆に、「極小規模」グループは、やはりリターン以外に資産規模が小さい理由がある（ α のマイナスが大きい）ため）ことがうかがえる。

もっとも、アクティブ運用では、ある程度以上の規模となると、「規模の不経済」が生じる問題点も指摘されている。資産規模が大きくなると、1銘柄への投資金額が増大し、流動性の制約からマーケット・インパクトが大きくなり、意思決定した時の価格で取引執行し難くなる。したがって、流動性の限界までは「規模の経済」が働くが、それを超えると非効率になることが考えられる。一方、インデックス運用は、資産規模が大きい方が、運用し易く、コストも下がるが、やはり一定規模（アクティブ運用よりも大きい）を超えると、流動性の制約から、運用し難くなる。