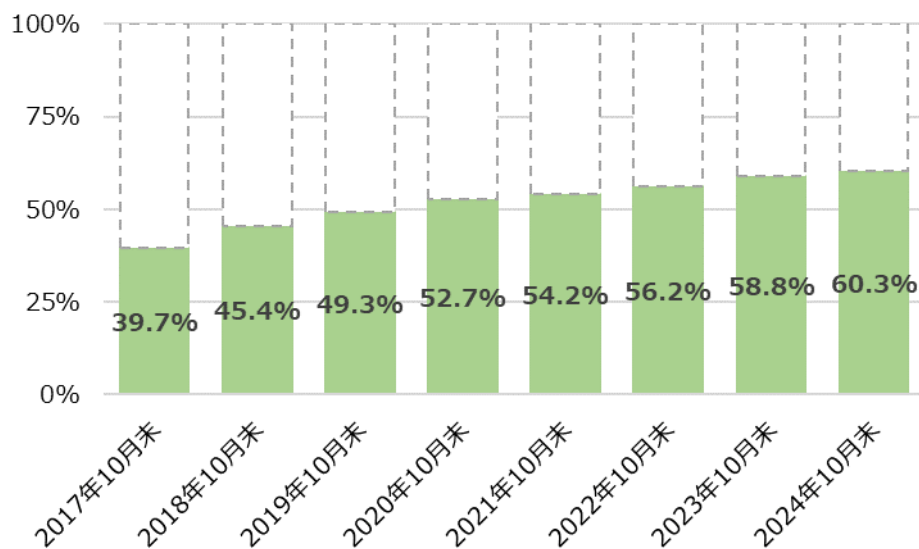


(資産運用)：インデックス型ファンド人気の中でのアクティブファンド選択

インデックス型ファンド人気の背景には、信託報酬に見合った成果を期待しにくいというアクティブファンドに対する諦念がある。しかし、全体としてはベンチマークに勝てるファンドが少ない中でも、中長期的に高い超過リターンを得るファンドも存在する。市場が十分に効率的とは考えにくい現状では、アルファを獲得できるファンドを探すことが重要だ。

近年、インデックス型ファンドが人気だ。株式投信（ETFを含む）に占めるインデックス型ファンドの割合は年々増加し、足元は60%を超える（図表1）。インデックス型ファンドの人気の源は、安い信託報酬で市場全体と同程度のリターンが得られることだが、信託報酬が高いアクティブファンドを買っても、ベンチマークを上回るリターン（以下、アルファ）を期待できないといった諦念もある。

図表1：株式投信に占めるインデックス型ファンドの割合



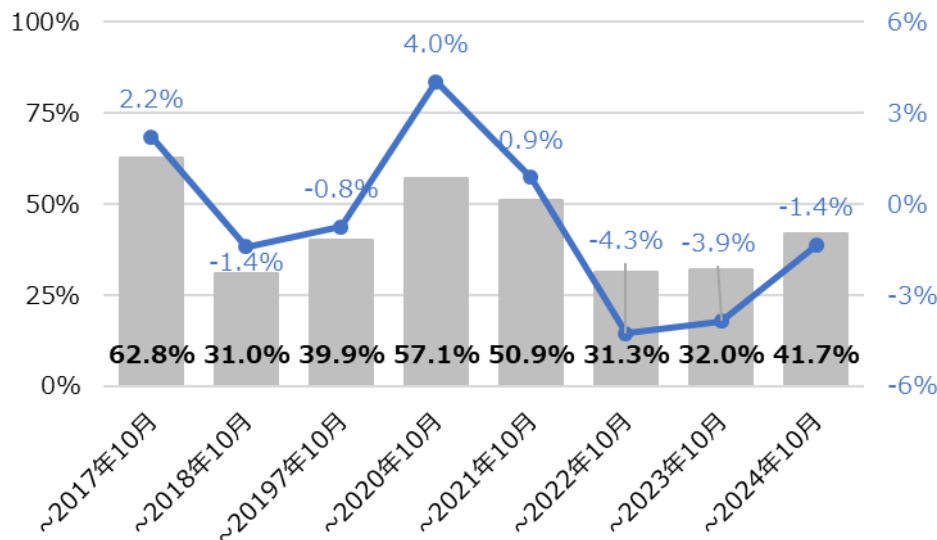
(資料) 一般社団法人投資信託協会 HP 公表データを基に作成

では、アルファを期待できる状況とはどのようなものか。アクティブファンドの運用担当者は様々な調査分析を行うが、努力だけではアルファを生み出せない。その努力が実り、誤った価格で取引されている銘柄を他者より早く発見することができた場合にアルファを獲得できる。当然、アルファの獲得には、運用者の高いスキルが不可欠だが、誤った価格で取引されている銘柄が存在しなければ、高いスキルを発揮することはできない。つまり、誤った価格で取引されたとしても直ちに発見され修正される市場（以下、効率的市場）と誤った価格が放置されやすい市場（以下、非効率的市場）なら、非効率的市場の方がアルファを獲得しやすい市場である。

アクティブファンドが競い合うほど、市場は効率的になりアルファを獲得しにくくなるが、インデックス型ファンドには誤った価格で取引されている銘柄を発見し修正する機能はない。このため、インデックス型ファンドの人気の高まって、相対的にアクティブファンドの影響力が低下すれば、市場は非効率的になって、アルファを獲得しやすくなるかもしれない。

そこで、近年の運用実績データを用いて、アクティブファンドのうち、リターンがベンチマークを上回ったファンドの割合、及び平均超過リターンを1年毎（毎年11月～翌年10月）に計算した。結果は、図表2に示す通りで、残念ながら、インデックス型ファンドの人気の高まりに応じて、より多くのアクティブファンドがアルファを獲得している傾向も、より高いアルファを獲得している傾向も確認できない。

図表2：ベンチマークに勝ったアクティブファンドの割合、及び平均超過リターンの推移



（資料）TOPIX 配当込み指数をベンチマークとするアクティブファンドの時系列データを基に筆者が作成（対象ファンドはMorningStar Directより抽出）

時期にもよるが、総じてベンチマークに勝つファンドの割合は50%を下回り、アルファも期待できない。このような状況では、アルファの獲得が期待できるファンドを探すことすら無駄に思えるかもしれないが、図表2の結果はアクティブファンド全体の傾向に過ぎない。個別ファンドに着目すると、8年の分析期間中5年以上ベンチマークに勝っているファンドもあり、このようなファンドが全体の24%を占める。また、中長期的には1年あたりの超過リターンが2%を超え、高い信託報酬に見合う結果を出しているファンドも全体の15%を占める。

このように、高い信託報酬に見合った結果が期待できないファンドが大多数を占めていても、アルファを獲得できるファンドは皆無ではない。つまり、市場は決して効率的とは言えない。インデックス型ファンドに資金が集まる中、今後劇的に市場が効率化することも考えにくい。であるならば、受益者の利益を追求するためにも、端からアクティブファンドの採用をあきらめるべきではなく、アルファの獲得を期待できるファンドを探索することが重要だろう。

もちろん、過去に優れた実績をあげたファンドが将来も優れた実績をあげるとは限らないので、アルファを獲得するファンドは事前には分からない。運不運の要素はあるが、定性・定量の両面から幅広く丁寧な調査によって、その確度を高めることはできるはずだ。

（高岡 和佳子）