

角川総一の 金融 逆さメガネ

古来、投資信託の特長として多くのパンフレット、啓蒙書に取り上げられてきたことは次の3つの点にとどめを刺す。

- ① 古来と言ったが、正確に言う、我が国で戦後、投資信託が再開したのは、昭和26年に公布された証券投資信託法による。ということ、またただかか50数年に過ぎない。
- ② 小口からの投資が可能である
- ③ 分散投資によるリスク分散が可能である

③ 分散投資によるリスク分散が可能である。だが、これは今でもそうだが、すでに以上の「特長」

純資産額500億円以上の国内株式一般型ファンド(協会分類による)の各半年ごとの運用成績一覧(2004年5月末現在) 単位: %、純資産総額は百万円

| ファンド名 | 当初設定日 | 純資産総額 | 98/05 | 98/11 | 99/05 | 99/11 | 00/05 | 00/11 | 01/05 | 01/11 | 02/05 | 02/11 | 03/05 | 03/11 | 04/05 | 04/11 | 平均 |
|-------------------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| ノムラ日本株戦略ファンド | 2002/2/2 | 390,969 | | | | | | | -14.3 | -7.4 | -22.2 | 6.7 | -19.7 | -6.8 | 19.0 | 15.0 | -3.7 |
| フィデリティ・日本成長株・ファンド | 1998/4/1 | 384,158 | | | 18.7 | 49.0 | -5.7 | -10.2 | -3.9 | -22.9 | 14.2 | -25.0 | -8.8 | 37.7 | 12.0 | -0.9 | |
| フィデリティ・ジャパン・オープン | 1995/12/22 | 361,930 | 2.3 | -2.4 | 17.4 | 50.7 | -5.4 | -9.9 | -4.2 | -23.3 | 14.6 | -25.1 | -8.8 | 38.1 | 11.9 | -0.8 | |
| 日興ジャパンオープン | 1998/8/28 | 147,158 | | | 10.3 | 41.8 | -14.0 | -13.2 | -8.0 | -24.9 | 5.0 | -23.4 | -11.9 | 21.6 | 12.2 | -5.3 | |
| ノムラ・ジャパン・オープン | 1996/2/28 | 122,592 | -1.5 | -5.5 | 14.2 | 35.0 | -7.5 | -13.1 | -9.4 | -26.4 | 5.5 | -19.9 | -10.7 | 25.7 | 11.4 | -4.6 | |
| アクティブ・ニッポン | 1998/11/20 | 107,432 | | | 14.9 | 45.5 | -9.3 | -17.3 | -14.1 | -21.2 | 8.1 | -24.7 | -13.3 | 24.5 | 9.0 | -6.1 | |
| 日興エポリューション | 2000/4/21 | 96,071 | | | | | | -14.4 | -6.3 | -15.4 | 4.2 | -19.0 | 1.4 | 24.2 | 41.4 | 2.0 | |
| デジタル情報通信革命 | 1999/9/1 | 94,599 | | | | | | -18.2 | -18.7 | -17.9 | -24.3 | 4.9 | -21.8 | -7.1 | 30.2 | 6.4 | -6.0 |
| 利益還元成長株オープン | 1991/6/26 | 91,331 | -0.8 | -4.8 | 17.7 | 46.0 | -8.9 | -11.6 | -4.0 | -16.3 | 4.1 | -19.0 | -10.6 | 24.7 | 13.2 | -2.4 | |
| 三井住友・日本株オープン | 1994/9/28 | 57,526 | 8.6 | -14.8 | 23.7 | 47.9 | -13.1 | -13.2 | -12.1 | -21.3 | 2.8 | -13.7 | -7.9 | 18.6 | 13.2 | -4.2 | |
| ダイワ・バリュー株・オープン | 2000/2/10 | 52,975 | | | | | | -0.6 | -0.7 | -16.1 | 10.1 | -17.4 | -5.7 | 21.3 | 16.2 | 0.9 | |
| 平均 | | | 2.2 | -6.9 | 16.7 | 45.1 | -10.3 | -12.4 | -8.0 | -21.3 | 7.3 | -20.8 | -8.2 | 26.0 | 14.7 | -2.8 | |
| TOPIX | | | -2.5 | -6.4 | 13.4 | 26.5 | -7.2 | -10.5 | -3.8 | -19.9 | 6.7 | -20.3 | -6.2 | 19.3 | 14.0 | -2.6 | |

*各ファンドの期間騰落率の平均値の項は、直近4年間分(8期分)の平均であることに注意

信託の存在意義を握る最大の要因であると言わねばならない。ではここで言う「専門家」とは何か。あるいはその「専門性」とは何か、さらにはその「専門家の能力」はどうして確認できるのだろうか。

**過去のデータから検証する
ファンドマネジャーの能力**

どの程度専門的な能力を持つ集団が我が国投資信託を運用しているのかを知るためには、過去からのファンドデータをひっくり返し、それを分析的に見る以外に方法はあるまい。

とりあえずここではまず、我が国を代表するとしてよい、資産規模が大きなファンド(国内株式一般型)の過去の運用成績をトレースしてみよう。

2004年5月末現在で500億円以上の資産規模(純資産総額)を持つ11のファンドについて、過去の運用成績を6カ月ごとに区切って集計した。その結果を示したものが上掲の図表である。測定期間は6年半(6カ月×

13)。例えば残高トップの野村の「日本株戦略ファンド」について言うと、全8期(4年間)の期間収益(騰落率)のバラツキはマイナス22・2%〜プラス19・0%までで平均値(標準値)はマイナス3・7%であることを示す。

同様に各ファンドについて直近8期(4年間)の平均騰落率を計算、全11ファンドの平均値を算出しておいた。それが右下隅から一つ上の「マイナス2・8%」である。これに対して、この間のTOPIXの期間平均騰落率はマイナス2・6%だ。

さて、ここからだ。少なくとも我が国を代表するファンド群の平均的な運用成績が1単位期間(6カ月)当たりマイナス2・8%というの、果たして評価に値するかどうか。あるいは、マイナス2・6%というTOPIXの平均的な騰落率を上回っているファンドが、全11本のうち5本ある(しかない)ということは評価できるのか。

ここで「このファンドの騰落率は信託報酬を差し引いた後の運用成績を示すもの」「実際のファンドマネジャーの運用能力はこの信託報酬を控除する前の時点で判断すべきではないか」との見方があるかもしれない。

この見方によれば、平均すれば半年間の信託報酬は0・8%程度。であれば、「マイナス2・6%対マイナス2・8%」ではなく、「マイナス2・6%対マイナス2・0%」となる。しかし、これはちよつとお門違いではないか。なぜなら、お金を信託する側の論理は「専門家に運用を委ね、かかるべき手数料などのコストを支払った後の運用成績こそが尺度になるべき」だと考えられるからだ。

以上の結果から見ると、少なくともとも言えることは「ファンドマネジャーの平均的な運用能力は断じて専門家と呼ぶべきではない」ということだ。

今回は直近時点から資産規模が大きなファンドだけを対象に分析してみた。これをもう少し広げてみればどうなるか。今回はちよつと切り口を変えて考えてみたい。(この項続く)

**第9回
ファンドマネジャーとは本当に
運用の「専門家」と言えるのか!?**

(前編)

投信の「特長」として言われてきたことは、現在、相当に色褪せたものとなっている。その一つが「専門家による運用」ということ。今回はこの点を検証したい。

**投資信託でなくても
少額投資が可能時代**

まず第一の「小口からの投資」であるが、これは投資信託以外の手段では小口の有価証券投資が困難であった時代には際立った特長であったと思う。例えば株式を例に挙げれば、最低購入単位が数万〜100万円以上だった時代には、株式投資は一部の資産家しか参加できない市場であった。

しかし、現在のように直接株式や国債などの有価証券投資が少額から可能になった時代にあつては、「小口からの投資」というセールのアピール力が色褪せるのは当然だろう。

何しろ単元株の10分の1から個別銘柄が購入できるミニ株式投資から始まり、毎月1万円以上1000円単位で自由に個別銘柄に投資する累積投資制度、さらには、銘柄によっては5000円程度から株式に直接投資できるポケット株なんてのもで現れた。

債券でもそう。昨年3月から発行が始まった個人向けの変動利付

き国債(10年)は1万円から購入可能だし、ミニ公募地方債も1万円券が多い。あるいは金だつて毎月5000円以上10000円単位で積立購入ができる時代だ。

このような時代にあつて、「原則として1万円から購入できる投資信託」というセールのアピール力が相対的に低下せざるを得ないのは当然である。

2つ目の点もそう。小口資金を集めて通常数十億円から100億円以上の規模の信託財産を設定。これだけのまとまった金額になると相当幅広い投資物件に投資できる。つまりそれだけ分散投資によるリスク軽減効果が期待されるというわけだ。

ただし昨今では、幅広く投資することによるリスク分散効果もさることながら、投資対象を相当絞り込んで運用するというタイプの投資信託が増えてきている。今、投資信託界を席巻している毎月分配型外債ファンドは外債だけに投資するものだし、チャイナファンドも中国株に集中投資する。

となれば、残りの③が今や投資