

東洋経済新報社

TOKYO 金融カンファレンス 2021

リタイアメント・フォーラム ～豊かな老後は、確かな今から始まる。～

資産形成の主役「投資信託」の評価を考える  
定性評価の重要性と評価ポイント

2021年12月17日

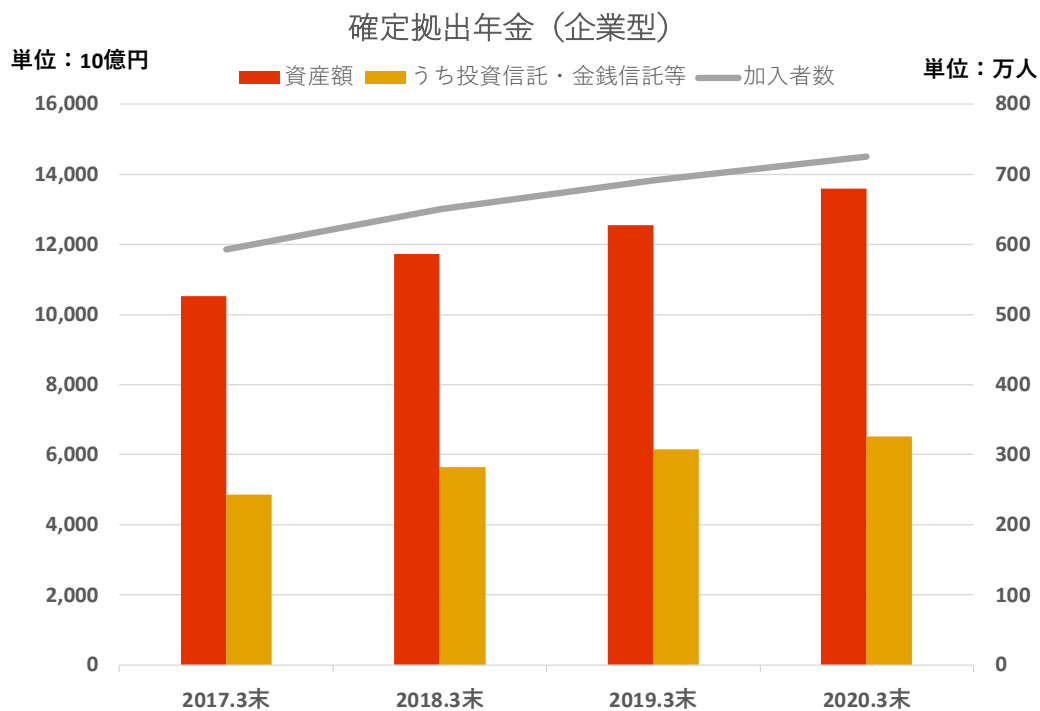
大和ファンド・コンサルティング  
ファンド調査部長 今福明子

超長寿社会における資産形成で、投資信託（投信）は、個人投資家にとって重要な手段のひとつである。投信は、少額から投資できること、世界の資産に投資できること、多数の銘柄や資産に分散投資できること、専門家が運用を行うこと、基準価額や情報開示が標準化された形式で透明性が高いことなど、多数のメリットを持つ。

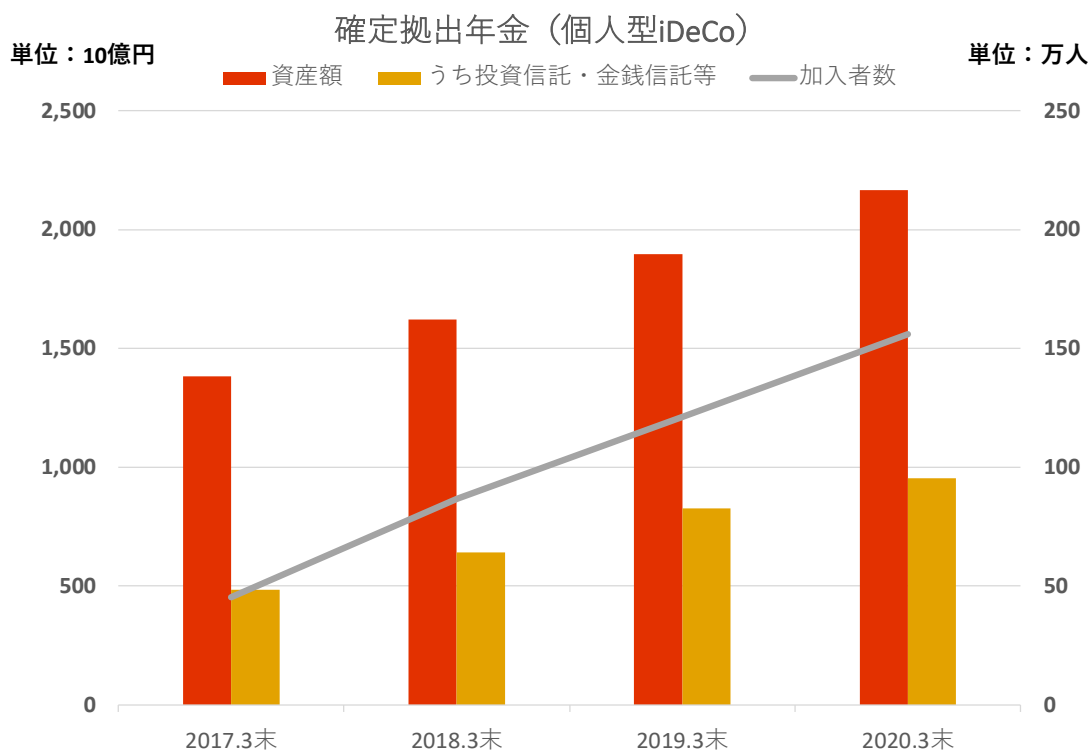
特に、資産形成にかかわる投信といえば、長期の資産形成を目的とした確定拠出年金（企業型 DC、個人型 iDeCo）、つみたて NISA が思い浮かぶ。さらに、最近では海外ファンドや私募投信など、一般の投資家がアクセスしにくいファンドまで投資対象とし、それらを組み合わせて、投資家の望むリスクリターンを目指すファンド・ラップも資産形成型の金融商品として認知されている。

投信を利用する制度や金融商品は広く利用され、成長分野でもある。

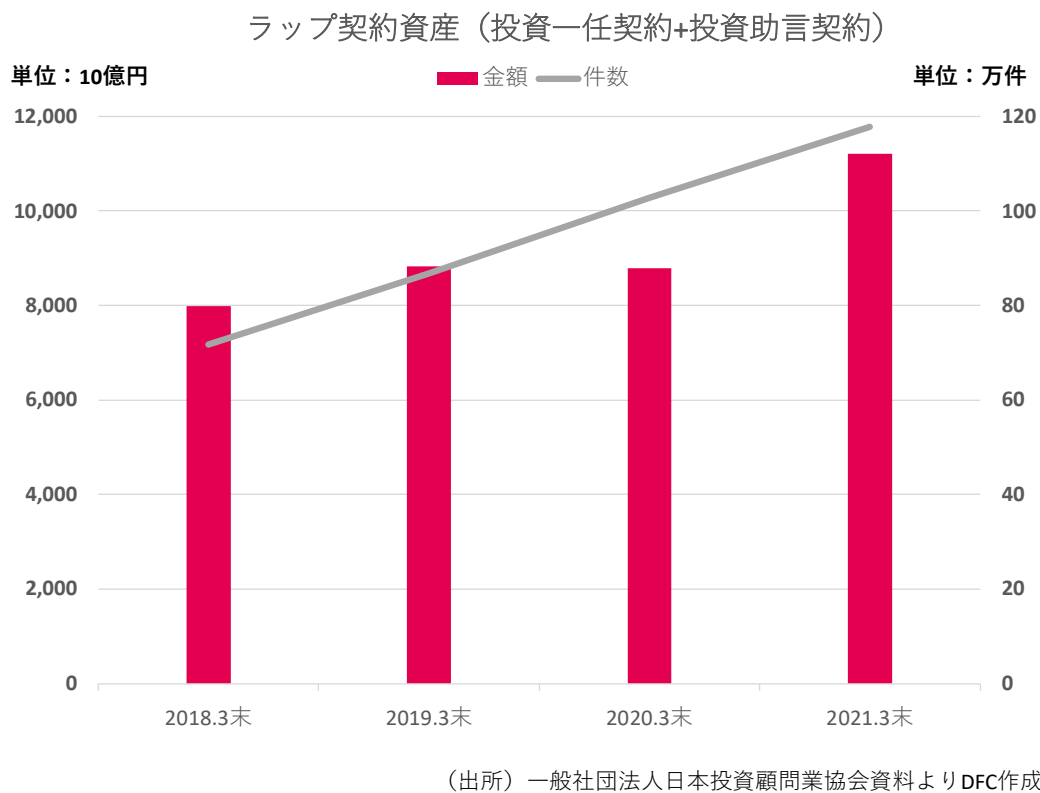
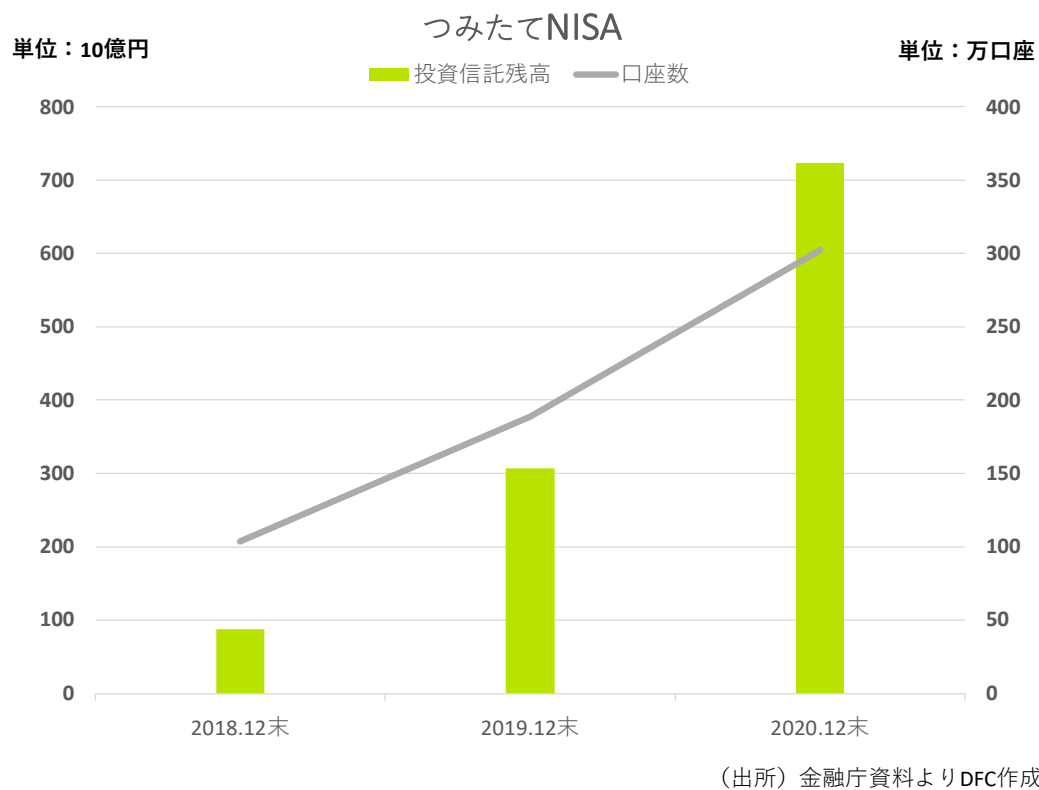
実際に、企業型 DC は加入者数 725 万人、残高 13.5 兆円、残高の半分近くは投資信託・金銭信託等が占める。個人型 iDeCo は加入者数 156 万人、残高 2.1 兆円、残高の 45% は投資信託・金銭信託等となっている。つみたて NISA は口座数 302 万件、投信残高は 7200 億円強とまだ小さいが、高い伸びを示している。さらに、ファンド・ラップは件数 122 万、残高は 12 兆円近くになった。



(出所) 運営管理機関連絡協議会資料よりDFC作成



(出所) 運営管理機関連絡協議会資料よりDFC作成



では、資産形成のために投信を選ぶ際、個人投資家は何を基準にすればよいのだろうか。一般的には、期待するリスクとリターンをベースに、コスト（信託報酬など）が安く、過去に良い実績を出している投信を選ぶケースが多いのではないだろうか。これは、低コストで過去リターンの良いファンド、つまり数値をベースにした定量評価で投信を選定していることになる。

コストが安い方がよい、というのは当然の考え方であろう。TOPIX 連動のパッシブ投信など類似の投信が多数ある場合、低コストのファンドを選ぶことは、リターンの減少要因を小さくするため、合理的な選択だ。

では、過去リターンの良いファンドを選ぶことは合理的なのだろうか。実は、内外の機関投資家、例えば大規模資金を運用する公的・私的年金や金融法人は、定量評価ではなく、定性評価で投信（および各種ファンド）を評価することが多い。これは、過去のリターンが将来を保証するものではなく、たまたまであったり、相場の流れに乗って運が良かっただけということが起こりえる、との判断によるものだ。極端な例では、高リターンの実績を出したファンドマネジャーが退職しており、過去リターンは現在のファンドマネジャーによるリターンではない、ということもある。このため、機関投資家向けに投信や各種ファンドを評価する当社のような評価会社は、基本的に定性評価をベースにしている。

定量評価だけで投信を選定した例として国内籍公募投信の国内株式型（当社独自のDFC分類による国内株アクティブファンドのブレンド型・バリュー型・グロース型を対象）を考えてみよう。過去3年のリターンでトップ30位の投信が、翌3年のリターンでも30位以内に入る本数をみたものが下記の表になる。

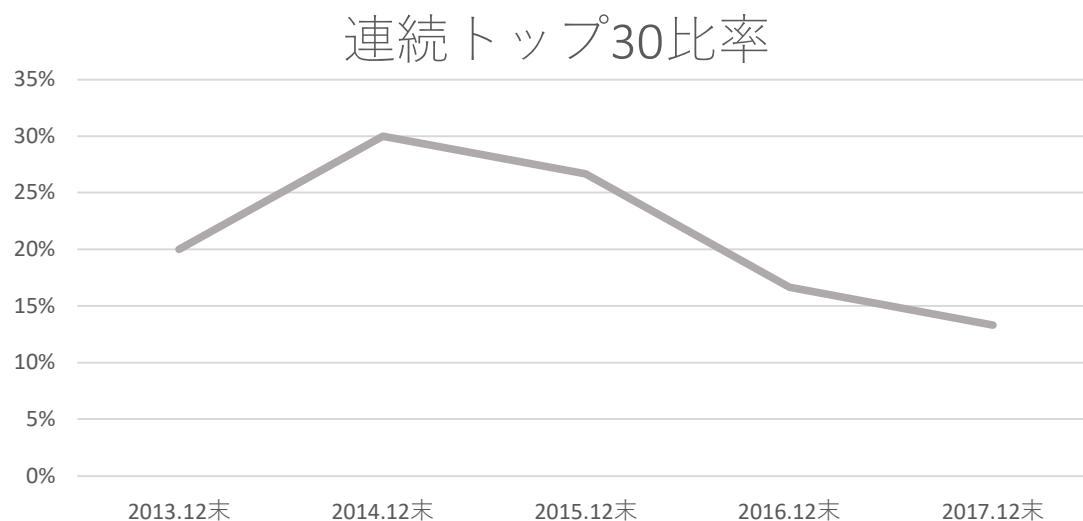
ユニバースとなる投信数は300本弱、そのうち上位約10%に相当する3年リターントップ30までの投信が、翌3年にもトップ30までに入る「連続トップ30比率」は高い年でも30%、低い年では13%にとどまる。過去リターンの高い投信を選んでも、その後高リターンが継続するとは限らず、過去リターン上位の投信が継続して上位に位置することは困難とみることができる。つまり、過去リターンだけで投信を選ぶことは必ずしも合理的ではない。

過去3年リターントップ30の投信が翌3年リターントップ30になる本数

時点	国内株式型 過去3年リターンの ある投信	過去3年リターントップ 30の投信 ①	①のうち翌3年リターン がトップ30の投信 ②	連続トップ30比率 ②÷①
単位	本	本	本	%
2013.12末	286	30	6	20%
2014.12末	284	30	9	30%
2015.12末	282	30	8	27%
2016.12末	291	30	5	17%
2017.12末	297	30	4	13%

(注) リターンは年率、ユニバースはDFC分類の国内株式ブレンド型・グロース型・バリュー型

(出所) 投資信託協会データをもとにDFC作成



(出所) 投資信託協会データをもとにDFC作成

そこで、過去リターンによる定量評価ではなく、過去の良好な実績を再現するための運用の考え方、運用の仕組み、運用を担当するメンバーの能力、という新たな視点、すなわち定性評価によるアプローチが重要になる。

ここからは、特にアクティブ運用に焦点を絞り、定性評価の視点を解説したい。おおまかには、運用力評価と外形評価の2つの視点がある。

## DFC の定性評価

運用力評価	アルファ創出力	運用方針・運用プロセス	
		人材	ファンドマネージャー
			ポートフォリオ分析
			パフォーマンス分析
		体制	リサーチ
			情報システム

「外形評価」が妥当なファンドのみ「運用力評価」する

評価	評価項目
外形評価	妥当性
	運用会社
	商品性
	オペレーション

(出所) DFC 作成

まず、運用力は運用の再現性につながるもので、先に述べた、「考え方」、「仕組み」、「運用メンバー」を「運用方針」、「運用プロセス」、「人材」、「体制」という項目に分けて評価する。

出発点である、運用方針は非常に重要である。すべての相場局面で強みを発揮する運用は存在せず、得意な局面と苦手な局面がある。運用メンバーがその運用手法の経済的な根拠、特徴、差別化点を認識し、得意な局面ではどのような戦略をとり、苦手な局面ではどのように対応するかを明確にすることが第一歩である。そして、そのパターンを繰り返しながら運用の再現性を高める、という一貫性が重要となる。

運用プロセスは、運用方針と密接に関係する。運用方針同様に、一貫して、運用メンバーの構築した得意とする運用パターンを実践しつつ、改善も行っていくことが重要となる。具体的には、投資対象の情報収集、投資アイデアの創出、分析、議論、投資判断、ポートフォ

リオ構築、投資後のモニタリング、売却の判断、失敗した判断の再発防止への取り組みとその改善を地道に繰り返すことだ。また、不要なリスクや過度なリスクをとることがないように、個別銘柄レベルでもポートフォリオレベルでも、リスクを認識する仕組みやリスク管理の基準を設け、規律を順守したプロセスであることも重要だ。定性評価ではこうした一連のプロセスの整備状況と一貫性をみていく。

人材、体制は運用方針や運用プロセスを実現するファンドマネジャーやアナリストを示す。素晴らしい運用方針や運用プロセスがあっても、実行し、改善するのはファンドマネジャーやアナリストなどの運用メンバーであり、実は、この人々が定性評価の最も重要な基盤である。運用メンバーを評価することは難しく、単に運用経験が長い、多額の資産を運用している、多数の人員が在籍している、多数の調査をしている、というだけでは不十分である。一定の運用経験や資産規模、そして一定レベルのメンバー数と調査件数は最低ラインに過ぎない。実際には、メンバーが自分の運用方針の合理性を信じ、一貫性を持ったプロセスの中で、運用の工夫や新しいアイデアを出し合い、失敗を繰り返さないための対応や改善をどのように行ったかという行動こそ重要になる。そこで、運用メンバーが得意な局面でどのような行動をとったのか、苦手な局面や失敗した局面ではどのように損失を最小限にしようとしたのか、次に類似した局面で過去の経験を活かした対応が可能か、そしてその結果がリターンにあらわれているのか、という行動と結果を丹念に見ることが必要になる。また、たとえ結果が高リターンでも、リスク管理という点で規律を順守したのか、という点も忘れてはならない。定性評価は、事実上、人材と体制で決まってくるといっても過言ではないほど重要性が高い。

加えて、運用力評価の前提として外形評価も重要である。主な項目は運用会社、コスト、説明責任などがある。運用会社は、投資家の長期の資産形成に資するよう、財務面、組織面、コンプライアンス面で基盤が確立されていることはもちろんである。加えて、運用メンバーが十分に力を発揮でき、優れたメンバーが定着する良いカルチャーや処遇も勘案した経営が行われている必要がある。マーケティング主導のキャッチーな投信にばかり力を注ぐのではなく、投資家のために運用メンバーが良質なリターンを提供できる会社であることが望ましい。また、運用報酬やその他のコストは不当に割高でないこと、運用の内容や運用実績についての説明責任を十分に果たす運用会社であることも確認点といえる。

定性評価は、定量評価とは異なり、パフォーマンスがどのように再現されるかを理解することにつながる。長期の資産形成に資する投信、ファンドを選ぶためには重要な情報であるといえる。

定性評価として、個人投資家でもすぐにできることの例として、投信、ファンドの目論見書を読み、どのような運用方針、運用プロセスであるかを確認する、月次レポートを定期的に読み、相場環境が変化した際のファンドマネジャーのコメント、投資行動、ポートフォリ

オ変化が運用方針に沿った納得性のあるものか確認する、などがあげられる。また、類似する競合投信、ファンドと比較することも有意義だ。運用会社が、ファンドマネジャーが直接説明を行う動画などを提供することもあり、こうしたコンテンツもファンドマネジャーの考え方を理解するのに役立つ。

ただ、実際に本格的な定性評価を行おうとした場合、目論見書や月報だけでは十分な情報が集まらないこともある。また、最も重要な人材、体制については、運用メンバーにとっての相場の一サイクル（得意な時と苦手な時）の観察が必要で、時間がかかる。さらに競合比較のためには、競合の理解も必要で、かなりの情報量が必要となる。定性評価は、こうした手間や時間はかかるものの、価値ある情報を提供してくれる。

当レポートが、運営管理機関、プランスポンサー、運用アドバイザーの方々にとって、個人投資家に定性評価の検討を勧める際の一助になれば、評価会社の一員として心から嬉しく思う。

・ TOPIX（東証株価指数）の各商品権及び各指数値に対する知的財産権その他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属します。



## 【重要な留意事項】

本資料に記載した情報に基づき当社とお取引頂く場合は次の事項に十分ご注意ください。

### 手数料等およびリスクについて

- お客様から当社が受領する報酬額は、投資一任契約に係る運用する資産または投資顧問契約におけるご提供するサービス内容、投資顧問契約に基づき当社が分析する運用機関の会社数、分析対象の運用資産の種類等によりお客様と個別に協議させていただいた上、決定いたします。また、お客様のご依頼により遠隔地に出張する場合、出張旅費等の実費を投資一任契約または投資顧問契約に基づきご請求させていただくことがあります。この場合、その他費用等の総額を事前に明示することはできません。
- その他の費用として、投資一任契約に係る投資対象については、管理報酬、成功報酬、監査費用、弁護士費用等が別途発生し、間接的にお客様の負担となります。なお、これら「その他の費用」についての金額、上限額および計算方法については、投資対象によって異なりますので、ここで表示することはできません。また、お客様と信託銀行との間の信託契約に基づく信託報酬および諸費用が発生しますが、当該信託報酬および諸費用は信託銀行が決定するため、その料率や上限額を表示することはできません。詳細につきましては、信託銀行にお問い合わせください。
- 投資一任契約または投資顧問契約により運用または助言する有価証券等についてのリスクは、次のとおりです。
  - ・ 金利水準、為替相場、株式相場、不動産相場、商品相場、その他の指標等の変動、有価証券等の発行者の経営・財務状況の変化等に伴い、当該有価証券等の市場価格が変動し、また、その支払いを受けられなくなることがあるため、投資元本を割り込むこと、またはその全額を失うことがあります。
  - ・ さらに、信用取引または有価証券関連デリバティブ取引を用いる場合においては、委託した証拠金を担保として、証拠金を上回る多額の取引を行うことがありますので、上記の要因により生じた損失の額が証拠金の額を上回る（元本超過額が生じる）ことがあります。

当社とのお取引に際しては、必ず契約締結前書面等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等 株式会社 大和ファンド・コンサルティング  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 843 号  
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会