

SPIVA®日本スコアカード(2019 年末版)に基づき、 資産加重及び均等加重でアクティブ・ファンドの パフォーマンスを分析する



Arpit Gupta
シニア・アナリスト、グローバル・リサーチ及びデザイン

この資料は、2020 年 4 月 16 日に弊社ブログ Indexology®に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語をご参照下さい。

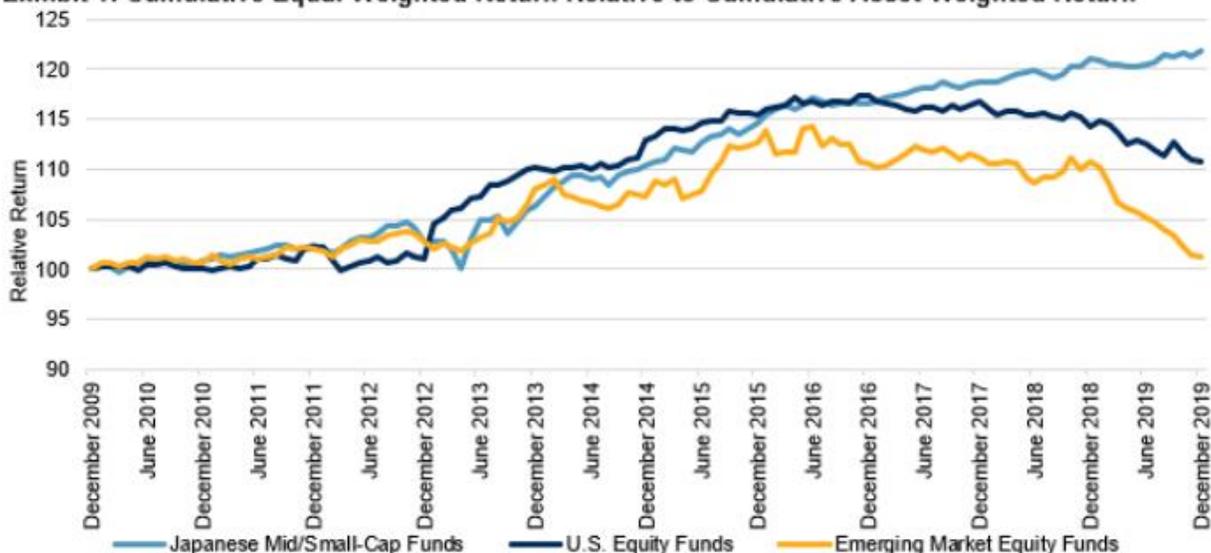
英語版: <https://www.indexologyblog.com/2020/04/16/dissecting-the-asset-and-equal-weighted-fund-performance-from-the-spiva-japan-year-end-2019-scorecard/>

SPIVA 日本スコアカード(2019 年末版)では、日本のアクティブ・ファンドの中でそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合を評価するとともに、ファンドの平均リターンを均等加重及び資産加重ベースで評価しました。均等加重リターンとは、ファンドの平均パフォーマンスを示す尺度である一方、資産加重リターンとは、そのカテゴリーに投資された資金のパフォーマンスを示す尺度です。日本の中型株/小型株ファンド、米国株式ファンド、及び新興国株式ファンドといった特定のファンド・カテゴリーでは、均等加重リターンと資産加重リターンの間に大きな乖離が見られました。

図表 1 では、これら 3 つの各ファンド・カテゴリーについて、資産加重パフォーマンスと均等加重パフォーマンスをそれぞれ比較しています(2019 年 12 月までの 10 年間のパフォーマンスを比較)。日本の中型株/小型株ファンド・カテゴリーでは、資産加重パフォーマンスが均等加重パフォーマンスを一貫して下回りました。また、2009 年 12 月~2015 年 12 月までの間では、米国株式ファンド及び新興国株式ファンドのカテゴリーでも同様の傾向が見られましたが、過去 3~4 年ではその傾向が反転しました。均等加重リターンが資産加重リターンをアウトパフォームしたことは、その間に規模の小さいアクティブ・ファンドが規模の大きいアクティブ・ファンドをアウトパフォームしたことを示唆しています。

図表 1: 資産加重の累積リターンに対する均等加重の累積リターン

Exhibit 1: Cumulative Equal-Weighted Return Relative to Cumulative Asset-Weighted Return



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Morningstar. Data from Dec. 31, 2009, to Dec. 31, 2019. All returns in JPY. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

さらに、日本の中型株/小型株ファンド、米国株式ファンド、新興国株式ファンドの各カテゴリーについて、規模の大きいファンドと規模の小さいファンドのパフォーマンス格差を検証するために、各ファンドの資産額に基づいてファンドを3つの三分位数に分類し、過去5年間にわたる各カテゴリーの三分位数のパフォーマンスを追跡調査しました[1]。日本の中型株/小型株ファンド・カテゴリーの第1三分位数の5年間の平均総資産[2]は1兆3,550億円であり、このカテゴリーの平均資産の83%を占めました。一方、米国株式ファンドと新興国株式ファンドの第1三分位数の5年間の平均総資産は、それぞれ1兆1,750億円、7,180億円であり、それぞれのカテゴリーの平均資産の83%、95%を占めました(図表2)。

日本の中型株/小型株ファンドでは、第3三分位数(資産規模の最も小さいファンドで構成される)が第1三分位数と第2三分位数をアウトパフォームしました。つまり、このファンド・カテゴリーでは規模の小さいファンドが規模の大きいファンドをアウトパフォームし、さらに過去5年間では3つの三分位数全てがベンチマークをアウトパフォームしたことが確認されました。一方、米国株式ファンド及び新興国株式ファンドのカテゴリーでは、第1三分位数(資産規模の最も大きいファンドで構成される)が第2三分位数及び第3三分位数をアウトパフォームしました。この2つのカテゴリーでは、規模の大きいファンドが規模の小さいファンドをアウトパフォームしましたが、過去5年間では3つの三分位数全てがそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしました。

これらの結果によると、日本の中型株/小型株ファンドでは、規模の小さいファンドが一貫して小型株の高いプレミアムを獲得していることが分かります。規模の大きいファンドでは、ファンド・マネージャーの投資提案は、期待リターンの低い銘柄へと無意識に傾いてしまう可能性があります。これは、ファンドの売買回転率を低く抑えるために、時価総額が大きく、十分な取引流動性を有する銘柄を選択するという制約があるからです[3]。一方、規模の小さなファンドのマネージャーは高い柔軟性を有しており、流動性が低く、浮動株時価総額が小さい銘柄を投資対象とする代わりに、より高

いリターン・プレミアムを提供する銘柄に投資することができます。さらに、このことは、日本の中型株/小型株ファンド・カテゴリーがアウトパフォームする上で、スケール・メリットがそれほど大きな役割を果たさないことも示唆しています。

図表 2: 三分位数の 5 年間の年率リターン及び平均総資産

Exhibit 2: Tertile Five-Year Annualized Return and Average Total Assets							
SPIVA CATEGORY	BENCHMARK RETURNS (ANNUALIZED) (%)	EQUAL-WEIGHTED RETURNS (ANNUALIZED)			FIVE-YEAR AVERAGE TOTAL ASSETS (JPY BILLION)		
		FIRST TERTILE (%)	SECOND TERTILE (%)	THIRD TERTILE (%)	FIRST TERTILE	SECOND TERTILE	THIRD TERTILE
Japanese Mid/Small-Cap Funds	7.15	9.63	10.57	10.60	1,355	225	49
U.S. Equity Funds	9.52	3.50	3.26	3.16	1,175	201	32
Emerging Equity Funds	4.16	2.61	0.86	1.64	718	36	6

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Morningstar. Data from Jan. 1, 2015, to Dec. 31, 2019. Only funds with return and asset data available are included in the tertile returns. Some funds did not survive throughout the entire period of examination. All returns in JPY. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

1. 各ファンドは、2014年12月31日～2019年11月30日の期間における各月の資産に基づいて三分位数に分類されます。資産規模の大きいファンドから順に上位3分の1が第1三分位数に含まれます。一方、資産規模の小さいファンドから順に下位3分の1が第3三分位数に含まれます。

2. 5年間の平均総資産額は、2014年12月31日～2019年11月30日の期間のSPIVAの各カテゴリー内における各三分位数のファンド資産総額の月次平均値です。

3. Jeffrey, A., Busse, Tarun, Chordia, Lei, Jiang, 及び Yuehua, Tang (2014年)。「How Does Size Affect Mutual Fund Performance? Evidence from Mutual Fund Trades.」Research Collection Lee Kong Chian School of Business

Tagged:

[asset versus equal weighted](#), [asset weighted](#), [equal weighted](#), [equal weighting](#), [Equities](#), [japan](#), [Japanese equities](#), [Japanese market](#), [SPIVA Japan Scorecard](#)

引用:

[asset versus equal weighted](#), [asset weighted](#), [equal weighted](#), [equal weighting](#), [Equities](#), [japan](#), [Japanese equities](#), [Japanese market](#), [SPIVA Japan Scorecard](#)

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

©S&Pグローバルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC 2020 年。不許複製。Standard & Poor's、S&P、は、S&Pグローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズ LLC (以下「S&P」)の登録商標です。「ダウ・ジョーンズ」は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」)の登録商標です。商標は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして(または)複写を書面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ、S&P 或いはそれぞれの関連会社(これらを合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス」という)が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

指数に直接投資することはできません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、第三者が提供し、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることについて保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC は投資顧問会社ではなく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。S&P の米国のベンチマーク指数及びダウ・ジョーンズの米国のベンチマーク指数の終値は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスがサードパーティ・ベンダーの 1 社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2 次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容(指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力)も他のいかなる部分(以下「内容」という)も、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる事前の書面による承認なくして、いかなる形式といかなる手段によっても、改変、リパースエンジニアリング、再製または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー(合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者」という)も、内容の正確性、完全性、適時性や利用可能性を保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても(逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず)、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲介業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ「[Indexology](https://www.indexology.com)」(英語) をご覧になりたい方は、こちらのサイト www.indexologyblog.com よりご登録いただけますと、更新の都度メッセージが届きます。