



米国及び欧州のオープンエンドファンドの運用パフォーマンス調査

委託調査報告書

2023年4月

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社

目次

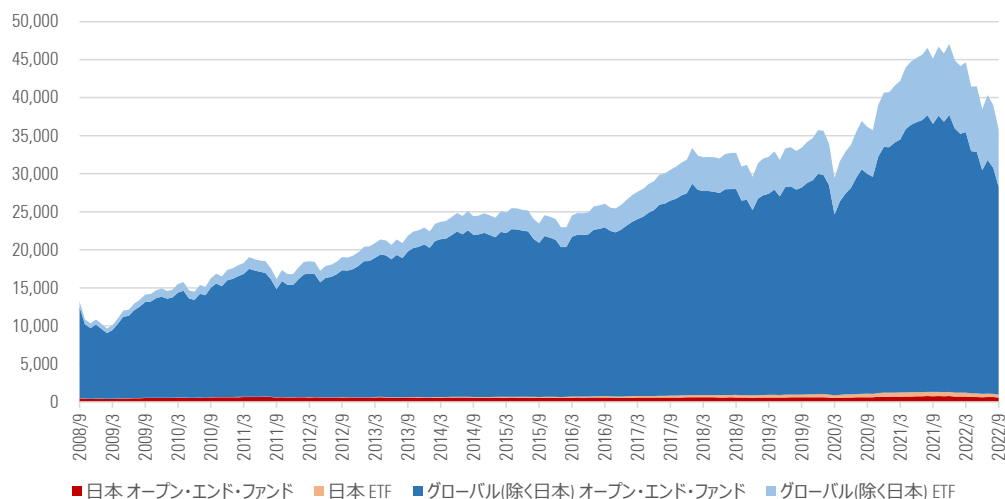
ファンド資産運用残高に関する分析	2
運用パフォーマンスに関する分析	6
ファンド費用の日米比較	8
投資信託の保有期間に関する日米動向	12
日本におけるファンドラップ市場の推移と米国モデル・ポートフォリオ市場の概観	14
米国ミューチュアルファンドにおける PE 組み入れ状況	17
ファンドの保有銘柄の開示頻度等の分析	20

ファンド資産運用残高に関する分析

運用資産残高の推移

2022年9月末時点の世界のファンド市場（オープンエンド型ファンドとETFの合計）は35.8兆ドルであり、2008年9月末時点の13.2兆ドルと比較し3倍近い水準となっている。オープンエンド型ファンドのみで見ても、2022年9月末時点は27.9兆ドルで2008年9月末時点の12.5兆ドルから2倍強の伸びである。ETFはさらに残高を拡大させており、2008年9月末時点は0.8兆ドルであったが、2022年9月末は8.0兆ドルと10倍の伸びを記録している。この結果、2008年9月末時点では僅か6%程度であったETFのシェアは2022年9月末時点で22%まで拡大しており、ETFは現在、ファンド市場で主要な役割を担っていると言えよう。

図表 1 ファンド純資産総額 (10億ドル)の推移



出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

日本は2022年9月末時点で1.0兆ドル（ETFを除くと0.6兆ドル）であり、2008年9月末時点の0.5兆ドル（ETF除くも0.5兆ドル）であり、2倍程度（ETF除くは1.2倍）の伸びである。グローバルの中での日本のシェアは引き続き低く2-3%程度である。なお、2022年9月末時点では相当な円安水準であったことから、ドルベースでの資産残高の伸びは抑えられている。円ベースでの伸びを見ると、2.7倍（ETF除くは1.7倍）と、全ファンドでみればグローバルの市場と同程度の伸び率となっている。しかし、日本のETF市場の伸びが日銀のETF買い入れの影響を大きく受けていることを考慮すれば、日本のファンド市場の伸びは世界から遅れを取っていると言えよう。

運用会社の残高ランキング

世界の運用会社の残高をオープンエンド型ファンドとETFの合計、およびオープンエンド型のみで集計し、上位20位まで示したものが図表2である。グローバルで展開する運用会社は各国もしくは各地域でそれぞれ現地法人を設立し運用しているケースがほとんどであるため、米国モーニングスター社が各運

用会社の現地法人を、運用会社グループごとにまとめた（運用会社）ブランディング名に基づき集計している。ETF を含めたランキングで見ると日系の運用会社は野村が 19 位に入ってきており、他 3 社も上位 100 位に入っている。一方、ETF を除くオープンエンド型のみに限定すると、野村は 88 位まで下がり、日系の最上位は MUFG の 78 位であり、上位 100 位に入っているのはこの 2 社のみである。なお、上位 10 位はいずれも米国でも上位 10 位もしくはそれに準ずる位置づけである。欧州で上位に入っている運用会社（Amundi や UBS）は、世界では上位 20 位に入ってきており、世界で残高上位に入るためには米欧、特に米国でのシェア拡大が必要となる。

図表 2 運用会社資産残高ランキング（全世界）

順位	ブランディング名	純資産総額（10億ドル）			順位	ブランディング名	純資産総額（10億ドル）
		全体	オープン・エンド・ファンド	ETF			オープン・エンド・ファンド
1	Vanguard	6,164	4,318	1,846	1	Vanguard	4,318
2	BlackRock	3,275	658	2,617	2	Fidelity	1,997
3	Fidelity	2,024	1,997	28	3	American Funds	1,757
4	American Funds	1,757	1,757	0	4	BlackRock	658
5	State Street	995	54	941	5	T. Rowe Price	622
6	Invesco	699	322	377	6	JPMorgan	578
7	JPMorgan	666	578	88	7	Franklin Templeton	545
8	T. Rowe Price	622	622	1	8	PIMCO	499
9	Franklin Templeton	556	545	11	9	Dimensional	375
10	PIMCO	530	499	31	10	Invesco	322
11	Dimensional	431	375	56	11	MFS	312
12	Amundi	423	264	159	12	Fidelity International	287
13	Charles Schwab	354	122	232	13	BB	267
14	UBS	332	265	67	14	UBS	265
15	MFS	312	312	0	15	Amundi	264
16	Fidelity International	293	287	5	16	RBC	235
17	BB	267	267	0	17	Columbia Threadneedle	221
18	RBC	237	235	2	18	Dodge & Cox	204
19	Nomura	232	58	175	19	DWS	191
20	Columbia Threadneedle	222	221	1	20	Janus Henderson	190
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
56	Daiwa	107	32	75	79	MUFG	63
57	Nikko AM	107	30	77	88	Nomura	58
64	MUFG	98	63	35			

出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成、2022 年 9 月末時点

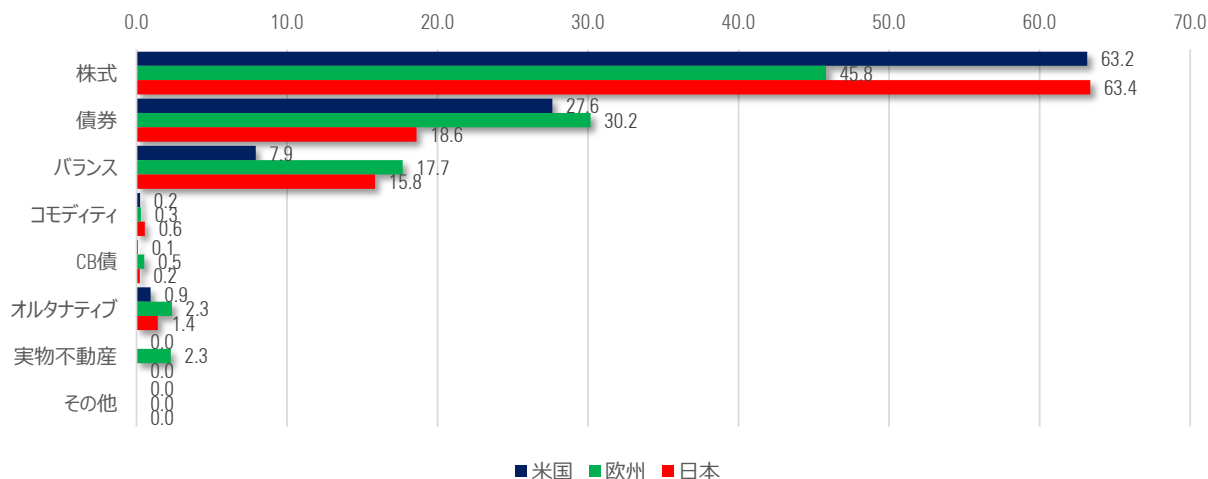
日米欧のファンド資産クラス別構成比

日米欧の資産クラス別の構成比をまとめたものが図表 3 である。日本の ETF は日銀保有分が多く含まれるため、ここでは ETF を除くオープンエンド型のみで比較をしている。日米ともに株式の割合が約 60% であるが、日本はバランス型が 16% である一方、米国は 8% とやや少ない。米国では債券へ約 30% 投資されており、投資家が（アドバイザーなどの力を借りて）個別の資産クラスのファンドを組み合わせるケースが米国のほうが多いとみることができるであろう。なお、米国では伝統的に株式 60%/債券 40% という組み合わせが資産配分の標準的なアドバイスとして浸透していると言われており、以下の結果で株式が約 60% となっているのは偶然ではないであろう。

欧州は日米とは異なり株式が 50% 弱まで下がり、次いで債券、バランスとなっている。構成比率は少ないもののオルタナティブや実物不動産などの非伝統的資産への配分が多少みられる。これは欧州市場には様々な国のファンドが存在し、ルクセンブルグ、アイルランドなどのオフショア・ファンドも少なくない。これらオフショア・ファンドは伝統的資産クラスへの投資だけでなく、オルタナティブ資産への投資が行われるケースがあるため、非伝統的資産の構成比が日米と比べて高くなっている可能性がある。

図表 3 ファンド資産クラス別残高（10 億ドル、上段）と構成比（%、下段）

	全体	株式	債券	バランス	コモディティ	CB債	オルタナティブ	実物不動産	その他
米国	15,552	9,823	4,297	1,231	37	15	145	0	0
欧州	8,584	3,932	2,589	1,518	26	44	201	195	0
日本	573	363	107	91	3	1	8	0	0

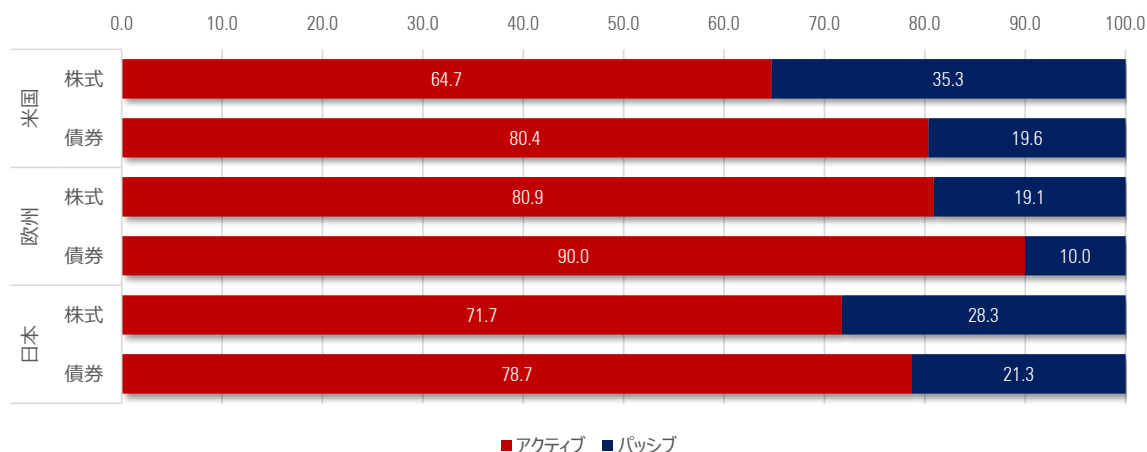


出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成、2022 年 9 月末時点

日米欧のアクティブ・パッシブ別構成比

日米欧のアクティブ・パッシブ別の構成比をまとめたものが図表 4 である。ETF のほとんどがパッシブ投資であるため、ここではオープンエンド型のみを比較している。各地域、資産クラス共に引き続きアクティブのほうがシェアは高いが、米国は株式のパッシブがシェアの 1/3 強を占めており、日本も株式の約 30%がパッシブとなっている。債券のパッシブについては日本が最も高い結果となっている。

図表 4 アクティブ・パッシブ構成比



出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成、2022 年 9 月末時点

ESG ファンドの資産規模

ESG 投資は近年急拡大している。図表 5 は米国モーニングスターがファンドの目論見書等に記載されている運用の特色等から ESG 投資を主体的に行うものと判断したファンドの残高を示している。なお、以下の集計は ETF を除いたオープンエンド型のみのものである。ESG 投資については欧州が一步リードしており、本数、残高ともに全体の約 20%が ESG 投資を行っている。日米も ESG 投資は伸びているものの、残高ベースでは日本が約 4%、米国は 1%程度である。特に債券の ESG 投資は日米ともに浸透しておらず、今後 ESG 投資のシェア拡大余地は十分にあり得ると考えられる。

図表 5 ESG ファンドの本数と純資産総額

		全体			株式			債券		
		全体	サステナブル・ファンド	サステナブル・ファンド以外	全体	サステナブル・ファンド	サステナブル・ファンド以外	全体	サステナブル・ファンド	サステナブル・ファンド以外
米国	本数	5,988	343	5,645	3,503	226	3,277	1,846	93	1,753
	割合 (%)	-	5.7	94.3	58.5	6.5	93.5	30.8	5.0	95.0
	純資産総額 (10億ドル)	15,552	184	15,368	9,823	143	9,680	4,297	35	4,262
	割合 (%)	-	1.2	98.8	63.2	1.5	98.5	27.6	0.8	99.2
欧州	本数	20,077	4,551	15,526	10,354	2,379	7,975	6,705	1,034	5,671
	割合 (%)	-	22.7	77.3	51.6	23.0	77.0	33.4	15.4	84.6
	純資産総額 (10億ドル)	8,582	1,613	6,969	3,932	898	3,034	2,589	344	2,246
	割合 (%)	-	18.8	81.2	45.8	22.8	77.2	30.2	13.3	86.7
日本	本数	5,494	207	5,287	2,732	174	2,558	1,497	15	1,482
	割合 (%)	-	3.8	96.2	49.7	6.4	93.6	27.2	1.0	99.0
	純資産総額 (10億ドル)	574	22	552	363	21	343	107	0	106
	割合 (%)	-	3.8	96.2	63.3	5.7	94.3	18.6	0.2	99.8

出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成、2022 年 9 月末時点

<対象ユニバース>

- 運用資産残高の推移における対象ユニバース
 - 日本：公募追加型株式投信（含む ETF）（除くマネー・マーケット・ファンド）
 - 米国：オープンエンド型ミューチュアル・ファンド（含む ETF）（除くマネー・マーケット・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、フィーダー・ファンド）
 - 欧州：オープンエンド・ファンド（含む ETF）（除くマネー・マーケット・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、フィーダー・ファンド）
- 運用会社の残高ランキングにおける対象ユニバース
 - 運用資産残高の推移における対象ユニバースから、日本籍についてはファンド・オブ・ファンズを除外
- 日米欧のファンド資産クラス別構成比、ESG ファンドの資産規模における対象ユニバース
 - 日本：公募追加型株式投信（除く ETF、マネー・マーケット・ファンド）
 - 米国：オープンエンド型ミューチュアル・ファンド（除く ETF、マネー・マーケット・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、フィーダー・ファンド）
 - 欧州：オープンエンド・ファンド（除く ETF、マネー・マーケット・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、フィーダー・ファンド）
- 日米欧のアクティブ・パッシブ別構成比における対象ユニバース
 - 日米欧のファンド資産クラス別構成比、ESG ファンドの資産規模における対象ユニバースのうち株式および債券ファンド

運用パフォーマンスに関する分析

運用パフォーマンスの分析については、同一カテゴリ内での比較など可能な限り条件を揃えて行うことが望ましい。ここでは、日米欧のファンドの運用パフォーマンスの分析を行うが、各国、各地域のファンドの提供形態は異なり、また全ての国、地域でファンドの資産クラス別の構成比も異なる。従って、全ファンドを分析対象とすることは適切ではないため、本分析では自国大型株式に投資を行うアクティブ運用を行うファンドで、かつ運用費用に販売会社へのフィーが原則課されるシェアクラスを対象とし、それぞれの市場を代表する単一ベンチマークに対する超過リターンを分析した。分析は全て運用費用控除後のデータを用いて実施しており、詳細は次の通りである。

<対象ユニバース>

日本：DC/SMA 専用ファンドを除く公募追加型株式投信（ETF は除く）のうち、日本籍モーニングスター・カテゴリが、国内株式・大型ブレンド型、国内株式・大型成長型または国内株式・大型割安型に分類されているアクティブファンド

米国：オープン・エンド型ミューチュアル・ファンド（ETF は除く）の米国株式ファンドのうち、米国籍モーニングスター・カテゴリが Large Blend、Large Growth または Large Value に分類されているアクティブファンドで、A シェアでかつ購入時に販売手数料を課し、かつ運用中に 12b-1 手数料（販売会社向け費用）を課すシェアクラス

欧州：UCITS 準拠のオープン・エンド・ファンド（ETF は除く）のうち、欧州籍モーニングスター・カテゴリが Europe Large Cap Blend Equity、Europe Large Cap Growth Equity または Europe Large Cap Value Equity に分類されているアクティブファンドのうち、機関投資家向けではないシェアクラスを抽出し、同一ファンドに複数のシェアクラスがある場合は、次の優先順位でシェアクラス 1 本を採用（1.トラックレコードが最も長い、2.シェアクラス純資産総額が最大）

<ベンチマーク>

日本：配当込み TOPIX

米国：S&P 500（配当込み）

欧州：MSCI Europe（ネット、ドルベース）

<分析の詳細>

- 分析期間は 2022 年 12 月末を基準とし、過去 3/5/10 年間
- 各市場のファンドについてベンチマーク対比の超過リターンを分析
- Fama-French の 3 ファクターモデルによるアルファの分析も実施。ただし、ファクター・リターンが 2022 年 12 月末で全て揃わなかったため、2022 年 11 月末基準で過去 35/59/119 ヶ月間で分析

ファクター・リターン

日本：Russell 野村の株式スタイル指数と有担保コール翌日物を使用

米国、欧州：Kenneth R. French のホームページより取得できる米国・欧州のファクターリターンを使用

各市場の超過リターンの分析結果は図表 6 の通りである。ベンチマークを上回ったファンドの割合（勝率）を見ると、直近 3 年間の期間では米欧はそれぞれ 25%程度であり、4 本中 1 本のファンドしかベンチマークを上回っていないということになる。一方、日本は 50%近い勝率であり、約半分のファンドがベンチマークを上回っていることになる。期間を 5 年、10 年と伸ばすと、各市場ともに勝率は下がり、10 年では米国は 13%、欧州は 21%となっている。日本は 10 年でも勝率は 33%であり、3 本中 1 本はベンチマークを上回っていたことになり、自国株式への投資については米欧に比べると日本のほうが良いアクティ

ブファンドを見つけやすいという結果になっている。

超過リターンの平均値を見ると、全ての市場でマイナスの値ではあるが、日本は米欧に比べるとマイナス幅は小さい。運用コスト控除前で分析を行えば日本は平均値はプラスとなる一方、米欧は引き続きマイナスのままであろう。

図表 6 日米欧の自国株式アクティブファンドの超過リターン分析結果

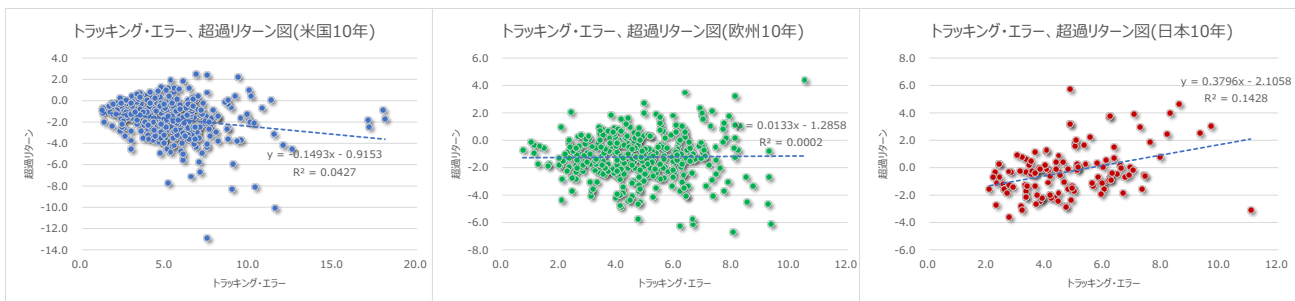
	超過リターンの勝率(%)			3年			5年			10年		
	3年	5年	10年	超過リターン	トラッキング・エラー	アルファ	超過リターン	トラッキング・エラー	アルファ	超過リターン	トラッキング・エラー	アルファ
米国	26.6	15.1	13.4	-1.86	7.37	-1.15	-1.89	6.39	-0.77	-1.71	5.35	-0.96
欧州	27.5	20.8	21.3	-1.55	6.08	-2.35	-1.85	5.40	-2.50	-1.22	4.76	-2.25
日本	48.5	35.8	33.3	-0.19	5.96	0.07	-0.66	5.34	-0.65	-0.29	4.79	-0.36

出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

なお、単一ベンチマークに対する超過リターンの分析では、分析期間中の株式スタイルの動向に影響されることがある。特に期間が短くなるほどこの傾向は顕著であり、例えば 2022 年はバリュー株（割安株）のパフォーマンスが相対的に良かったために、バリュー株に傾斜しているファンドの超過リターンも良くなる傾向となる。このような要因を取り除いた後の超過リターンが上表でアルファと記載したもので、これは Fama-French の 3 ファクターモデルという分析手法を適用し求めたアルファの値を、12 倍して年換算したものである。アルファの平均値は超過リターンの平均値と同様の傾向にあり、日本は米欧に比べて相対的には良い結果と言えよう。

最後に、超過リターンとトラッキングエラーの関係性を見たものが図表 7 である。10 年間の分析結果を記載しているが 3 年/5 年ともに同様の傾向となっており、米国はトラッキングエラー（ベンチマークから乖離度合い）を高めるほど、超過リターンは低下する傾向にある一方、日本はトラッキングエラーを高めるほど、超過リターンが高くなる傾向がある。これらの結果から、自国株式への投資については、日本はアクティブ運用により超過リターンを得られる機会はある、米欧に比べるとプラスの超過リターンのファンドを見つけやすいといえよう。

図表 7 超過リターンとトラッキングエラー



出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

ファンド費用の日米比較

個人投資家がファンドに投資をする際にかかる費用は、日本と米国では異なる。日本はほぼ全てのファンドが金融機関等の販売会社を通じて提供されるが、米国は販売会社経由で提供されるファンド（厳密にはファンドのシェアクラス）もあれば、直接運用会社から購入できるもの、およびアドバイザー経由で提供されるものなど、個人投資家は複数の提供チャンネルから自身にあったものを選択できる。従って、米国の場合、提供チャンネルごとにファンド保有に関する費用は異なり、特にアドバイザー経由の場合、ファンド保有に直接かかる費用のほかに、アドバイザーに別途支払う費用が発生しその金額も様々であるため、シンプルにファンド保有に関する費用を日米比較することは難しい。本調査では、これらの違いを考慮し、日米比較については日本のファンドと米国の販売会社経由で提供されるシェアクラス（具体的にはAシェア）、および参考情報として他の複数パターンと比較を行う。具体的には以下のとおりである。

<対象ユニバース>

日本：DC/SMA 専用ファンドを除く公募追加型株式投信（ETF は除く）

米国：Retirement シェアクラスを除くオープン・エンド型ミューチュアル・ファンド（ETF は除く）

これらを以下のパターンに分類

A シェア：購入時に販売手数料を課し、かつ運用中に 12b-1 手数料（販売会社向け費用）を課すシェア

バンドル型シェア：運用中に 12b-1 手数料を課すシェア（A シェアを含む）

バンドル型以外シェア：運用中に 12b-1 手数料を課さないシェア

全体：バンドル型シェアとバンドル型以外シェアの合計

<投資対象別の分類>

- 全体
- 株式型（およびアクティブ、パッシブ別）、自国（大型）株式型（およびアクティブ、パッシブ別）
- 債券型（およびアクティブ、パッシブ別）
- アロケーション型

なお、2022 年 12 月末時点の純資産総額と、2023 年 1 月時点で Morningstar Direct に収録されている費用情報を用いた。

日本

日本のファンド保有に関するコストは図表 8 の通りである。総経費率は運用報告書に記載の税込みの値、信託報酬の販売会社分と販売手数料は税抜きの値である。ファンドの純資産総額で加重平均をした総経費率は全体で 1.32%、単純平均は 1.48% である。資産クラス別では株式型が最も高く、次に債券型、アロケーション型が最も低くなっている。株式型についてはパッシブの総経費率が 0.5% を下回っている。自国株式型のパッシブよりも自国株式を含めた株式型パッシブのほうが加重平均の総経費率が低く、これは一部の低コスト型のグローバル・パッシブファンドの残高が極めて大きいことが要因として考えられる。株式型のアクティブについては、逆に自国株式型のほうが自国株式を含めた株式型よりも低く、日本以外の株式に投資を行うファンドは外部委託等でコスト高になっているファンドが多いためであろう。信託報酬の販売会社分はどの資産クラスも大きな差はなく、おおむね平均値で 0.5-0.6% 程度、中央値で 0.6-0.7% となっている。販売手数料については、目論見書に記載の最大値を用いて分析をしている。平均値としては 2-3% であり、中央値は 3% の資産クラスが多い。国内の投資信託の保有期間が平均的に 3-4 年程度ということをお案すると、販売手数料を保有期間で除すと 1 年あたり 0.5-1% 程度の費用ということになり、トータルでのファンドの保有費用は平均的には 1 年あたり 1% 台後半から 2% 台前半と考えられる。

図表 8 日本のファンド費用

	純資産総額(億円)	本数	総経費率加重平均	総経費率単純平均	総経費率中央値	信託報酬販売分加重平均	信託報酬販売分単純平均	信託報酬販売分中央値	最大販売手数料加重平均	最大販売手数料単純平均	最大販売手数料中央値
全体	620,561	4236	1.32	1.48	1.65	0.52	0.55	0.60	2.21	2.33	3.00
株式型	432,696	2079	1.38	1.62	1.75	0.54	0.59	0.70	2.30	2.56	3.00
株式型アクティブ	318,739	1725	1.74	1.82	1.82	0.68	0.67	0.70	2.93	2.88	3.00
株式型パッシブ	113,957	354	0.36	0.65	0.60	0.13	0.21	0.20	0.56	0.99	0.00
自国株式型	49,199	331	0.95	1.18	1.33	0.38	0.48	0.50	1.54	2.06	3.00
自国株式型アクティブ	22,992	214	1.47	1.52	1.64	0.60	0.63	0.70	2.33	2.69	3.00
自国株式型パッシブ	26,207	117	0.50	0.55	0.53	0.19	0.19	0.20	0.85	0.92	0.50
債券型	83,720	1177	1.23	1.37	1.62	0.50	0.52	0.55	2.09	2.29	3.00
債券型アクティブ	76,901	1093	1.30	1.44	1.66	0.53	0.55	0.60	2.23	2.41	3.00
債券型パッシブ	6,819	84	0.42	0.53	0.48	0.16	0.21	0.20	0.56	0.73	0.00
アロケーション型	94,940	800	1.18	1.29	1.35	0.45	0.48	0.50	1.89	1.87	2.00

出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

総経費率は運用報告書に記載されている税込みの値、信託報酬販売会社分と最大販売手数料は目録見書等に記載の税抜き値。加重平均値は 2022 年 12 月末時点の純資産総額で加重。費用のデータは 2023 年 1 月時点に Morningstar Direct に収録されているものを用いている。

米国

米国は前述の通りシェアクラスにより費用は大きく異なる。図表 9 は A シェア、バンドル型以外シェア、および全体の 3 パターンの費用をまとめたものである。バンドル型シェアについては A シェアがバンドル型の大半を占めるためここでは割愛している。A シェアについては総経費率の加重平均値は全体で 0.76%、単純平均が 1.03%である資産クラス別に多少の差異はあるものの、概ねこの水準である。アクティブ・パッシブ別にも劇的な差があるわけではなく、若干パッシブのほうが低い程度である。運用期間中の販売会社への費用 (12b-1 手数料) の平均値は、ほぼ 0.25%であり A シェアの上限值である数値である。最大販売手数料は資産クラス別に異なり、株式型が最も高く 5%を超えており、債券型は 3%台である。

バンドル型以外のシェアは、純資産総額で米国のファンドの 8 割程度を占める規模がある。このタイプの特徴は 12b-1 手数料がかからず (12b-1 が含まれていないという意味でバンドル型以外と称している)、販売手数料も基本的にはかからない。従って、ファンドにかかる直接的な費用としての総経費率は、全体の加重平均で 0.35%、単純平均でも 0.69%と低水準である。特にパッシブ型は低コストの度合いが顕著であり、加重平均値で 0.1%を切る水準まで低下している。米国における運用費用の低コスト化は、A シェアのような伝統的なシェアクラスではなく、バンドル型以外のシェアクラスで起きていることと捉えることができよう。なお、アドバイザー・チャネルを通じて提供される場合、投資家はアドバイザーに対してフィーを支払うケースがある。この水準はアドバイザーによって異なるが、年間 1%前後であることが多い。アドバイザーのフィーについては、運用商品の選定等だけでなく、ライフプランの策定、税金に関する相談など、アドバイザーが行う多岐にわたる業務の対価であるため、1%のアドバイザー費用の全てをファンドの保有費用と見なすことはできない。

バンドル型 (A シェアを含む) およびバンドル型以外の合計である全体の平均費用は、加重平均で 0.43%、単純平均で 0.97%である。加重平均値が単純平均値の半分以下であることは、バンドル型以外の低コストなシェアクラスに投資家の資金が集まっていることを示唆している。米国では、伝統的なシェアクラスのコストは高い一方、バンドル型以外のシェアクラスを通じたコストを抑えた投資という選択肢が投資家に提供されており、また投資家もそのような選択をすることが多いということは着目すべき点である。

図表 9 米国のファンド費用

A シェア

	純資産総額(百万ドル)			総経費率			12b-1			最大販売	最大販売	最大販売
	本数	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均	中央値	加重平均	単純平均	中央値	手数料加重平均	手数料単純平均	手数料中央値
全体	2,106,935	3368	0.76	1.03	1.00	0.24	0.24	0.25	5.00	4.64	5.25	
株式型	1,115,249	1530	0.83	1.20	1.18	0.24	0.24	0.25	5.49	5.30	5.50	
株式型アクティブ	1,099,068	1472	0.83	1.21	1.19	0.24	0.24	0.25	5.53	5.34	5.50	
株式型パッシブ	16,181	58	0.60	0.93	0.71	0.25	0.25	0.25	3.00	4.36	4.75	
自国株式型	708,326	452	0.74	1.03	1.02	0.24	0.24	0.25	5.50	5.26	5.50	
自国株式型アクティブ	694,509	418	0.75	1.04	1.02	0.24	0.24	0.25	5.55	5.34	5.50	
自国株式型パッシブ	13,817	34	0.57	0.89	0.71	0.25	0.24	0.25	2.94	4.21	4.75	
債券型	407,354	1088	0.75	0.87	0.82	0.23	0.22	0.25	3.37	3.41	3.75	
債券型アクティブ	407,099	1085	0.75	0.87	0.82	0.23	0.22	0.25	3.37	3.41	3.75	
債券型パッシブ	255	3	0.63	0.54	0.50	0.25	0.25	0.25	2.16	2.00	2.25	
アロケーション型	562,321	596	0.63	0.78	0.66	0.24	0.24	0.25	5.25	5.13	5.50	

バンドル型以外シェア

	純資産総額(百万ドル)			総経費率			12b-1			最大販売	最大販売	最大販売
	本数	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均	中央値	加重平均	単純平均	中央値	手数料加重平均	手数料単純平均	手数料中央値
全体	12,674,552	9393	0.35	0.69	0.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
株式型	7,899,524	4920	0.35	0.82	0.85	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
株式型アクティブ	4,393,280	4531	0.58	0.87	0.87	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
株式型パッシブ	3,506,244	389	0.05	0.24	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
自国株式型	4,591,513	1428	0.25	0.66	0.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
自国株式型アクティブ	2,126,438	1271	0.48	0.71	0.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
自国株式型パッシブ	2,465,075	157	0.04	0.25	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
債券型	3,541,810	2756	0.30	0.54	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	
債券型アクティブ	2,698,460	2649	0.38	0.56	0.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	
債券型パッシブ	843,350	107	0.05	0.10	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
アロケーション型	1,075,399	1431	0.39	0.45	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

全体

	純資産総額(百万ドル)			総経費率			12b-1			最大販売	最大販売	最大販売
	本数	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均	中央値	加重平均	単純平均	中央値	手数料加重平均	手数料単純平均	手数料中央値
全体	15,736,030	18782	0.43	0.97	0.89	0.05	0.23	0.00	0.68	0.89	0.00	
株式型	9,390,191	9212	0.43	1.10	1.01	0.04	0.22	0.00	0.66	0.94	0.00	
株式型アクティブ	5,806,236	8607	0.65	1.14	1.04	0.06	0.23	0.00	1.05	0.98	0.00	
株式型パッシブ	3,583,954	605	0.07	0.56	0.31	0.01	0.15	0.00	0.02	0.45	0.00	
自国株式型	5,514,093	2718	0.34	0.95	0.86	0.04	0.23	0.00	0.71	0.94	0.00	
自国株式型アクティブ	3,002,139	2453	0.58	0.99	0.89	0.08	0.23	0.00	1.29	0.98	0.00	
自国株式型パッシブ	2,511,954	265	0.05	0.59	0.36	0.01	0.18	0.00	0.02	0.56	0.00	
債券型	4,090,883	5394	0.36	0.82	0.71	0.03	0.23	0.00	0.34	0.74	0.00	
債券型アクティブ	3,245,430	5267	0.44	0.84	0.72	0.04	0.24	0.00	0.43	0.75	0.00	
債券型パッシブ	845,453	127	0.05	0.17	0.07	0.00	0.05	0.00	0.00	0.11	0.00	
アロケーション型	2,060,770	3382	0.49	0.71	0.58	0.11	0.24	0.00	1.46	0.98	0.00	

出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

総経費率は運用報告書に記載されている税込みの値、12b-1 と最大販売手数料は目論見書等に記載の税抜き値。加重平均値は 2022 年 12 月末時点の純資産総額で加重。費用のデータは 2023 年 1 月時点で Morningstar Direct に収録されているものを用いている。

日米比較

図表 10 は日本の投資信託と米国の各パターンを比較したものである。全体は資産クラス別の構成比の違い、アクティブ・パッシブの構成比の違いも含まれるため、これらの要素を可能な限り除くため、投資対象をそれぞれ自国の大型株式に限定し、さらにアクティブ運用を行うファンドのみでの比較を行った自国株式型アクティブの結果も併記している。

米国 A シェアは運用期間中に販売会社に支払う費用が課される点、および販売手数料も課される点から日本籍ファンドとかかる費用が類似している。米国 A シェアと日本籍を比較すると、総経費率は日本籍のほうが加重平均値で 0.6-0.7%程度高い。日本は信託報酬の販売会社分と 12b-1 の差は加重平均値 0.3%程度なので、販売会社の取り分だけで運用期間中の総経費率の高さを説明するのは困難である。ただし、

自国株式アクティブに着目すると、単純平均の差で見れば販売会社の取り分の差が総経費率の差の大部分を占めている。なお、販売会社の役割が日米で異なり、日本では販売会社が担う役割は米国よりも広い（例えば、米国では Transfer Agent が担う業務の多くを日本では販売会社が担う）。従って、販売会社の取り分が米国よりも高いことだけに着目して費用の高さを指摘するのは妥当でない。また、販売手数料は米国 A シェアのほうが圧倒的に高い。全体で見ても自国株式型アクティブでみても同じであり。米国の投信の平均保有期間が 4 年程度とすると、5%を超える販売手数料は、1 年あたり 1.25%以上ということになり、トータルで考えれば日本のほうが、米国 A シェアと比較をすれば費用は安いと言えよう。

ただし、前述の通り、米国では A シェアなど伝統的なシェアクラスを通じた投資は現在は多くない。8 割程度はバンドル型以外のシェアクラスを通じた投資であることを勘案すると、日本でのファンド保有コストは米国よりも安くはない。自国株式型アクティブで見ると、日本が 1.5%の総経費率であり販売手数料を 1 年あたりに換算すると 0.5-1%程度とすると、2-2.5%の年間ファンド保有コストとなる。米国はバンドル型以外のシェアクラスの加重平均を 0.5%とし、これにアドバイザーの費用を年間 1%と見積もっても合計で 1.5%である。アドバイザーの費用は全額がファンド保有に関するものではないとしても、日本のほうがファンドの保有コストは高くなる。米国ではバンドル型以外のシェアを投資家が多く選択していることを踏まえれば、日本のファンドの保有コストは販売チャンネルが限定されていることから高くなっているということもできよう。

図表 10 ファンド費用の日米比較

全体

	純資産総額(億円/百万ドル)		総経費率			信報販社			最大販売	最大販売	最大販売
	本数	加重平均	加重平均	単純平均	中央値	分/12b-1加重平均	分/12b-1単純平均	分/12b-1中央値	手数料加重平均	手数料単純平均	手数料中央値
日本籍	620,561	4236	1.32	1.48	1.65	0.52	0.55	0.60	2.21	2.33	3.00
米国籍Aシェア	2,106,935	3368	0.76	1.03	1.00	0.24	0.24	0.25	5.00	4.64	5.25
米国籍バンドル型シェア	3,061,478	9389	0.77	1.25	1.19	0.25	0.46	0.25	3.48	1.78	0.00
米国籍バンドル型以外シェア	12,674,552	9393	0.35	0.69	0.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
米国籍全体	15,736,030	18782	0.43	0.97	0.89	0.05	0.23	0.00	0.68	0.89	0.00

自国（大型）株式アクティブ

	純資産総額(億円/百万ドル)		総経費率			信報販社			最大販売	最大販売	最大販売
	本数	加重平均	加重平均	単純平均	中央値	分/12b-1加重平均	分/12b-1単純平均	分/12b-1中央値	手数料加重平均	手数料単純平均	手数料中央値
日本籍	22,992	214	1.47	1.52	1.64	0.60	0.63	0.70	2.33	2.69	3.00
米国籍Aシェア	694,509	418	0.75	1.04	1.02	0.24	0.24	0.25	5.55	5.34	5.50
米国籍バンドル型シェア	875,701	1182	0.80	1.29	1.15	0.26	0.48	0.25	4.43	2.03	0.00
米国籍バンドル型以外シェア	2,126,438	1271	0.48	0.71	0.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
米国籍全体	3,002,139	2453	0.58	0.99	0.89	0.08	0.23	0.00	1.29	0.98	0.00

出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成
計算の詳細は前述の通り。

投資信託の保有期間に関する日米動向

日本および米国における2021年（日本は2022年も記載）の投資信託（DC、Retirement等含む）の平均保有期間は、図表11の通りであり、日本は直近で全体および株式の平均で5年程度、債券とアロケーションで5年以上となっている。米国のデータが2021までしか取得できないため、日米比較については2021年のデータでみると、全体としては日本のほうが1年程度保有期間が短い。

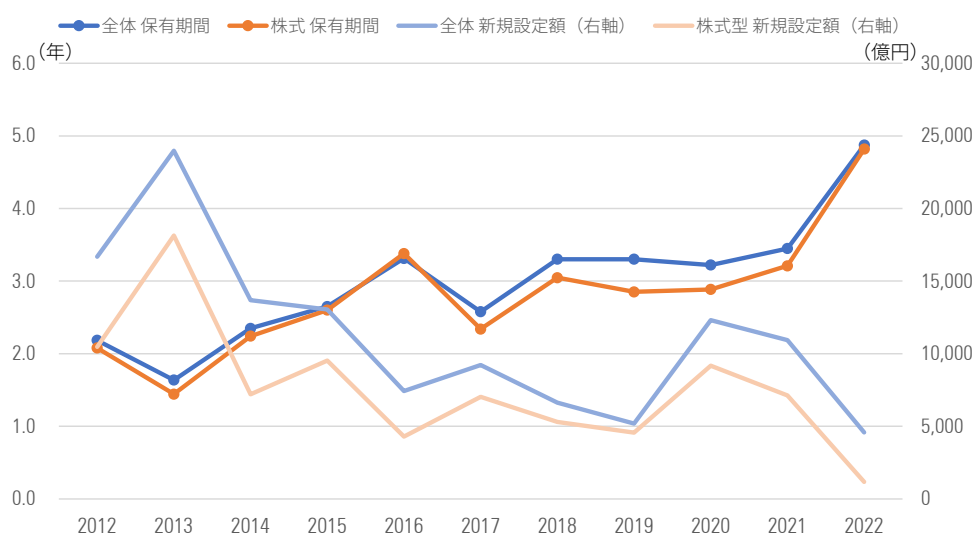
図表 11 日米の直近の投資信託保有期間（年）

	日本		米国
	2021年	2022年	2021年
全体	3.4	4.9	4.0
株式型	3.2	4.8	4.2
債券型	4.1	5.0	3.3
アロケーション型	5.0	7.3	5.2

出所： Morningstar Direct、ICI 2022 Investment Company Fact Book よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成
日本は各投資信託の解約・償還・純資産総額のデータより、 $((前年度末残高 + 年度末残高) \div 2) \div (年間の解約額 + 償還額)$ にて算出。
米国はICI 2022 Investment Company Fact Book の Long-Term Mutual Funds の Broad redemption rates の逆数。以降のデータも同様。

日本での過去10年の推移をみると、2012年頃は全体平均が2年程度であったが、2010年半ばごろから保有期間は長くなり、全体で3年程度の水準で推移していた。2022年は株式市場の低迷等により一時的に保有期間が長くなった可能性があるが、2021年までの期間でも以前に比べて保有期間が長くなったと言えよう。保有期間が長くなった要因の一つとして、投信新規設定による乗り換えが以前に比べて減少していることが考えられる。

図表 12 日本の投資信託保有期間と新規設定額の推移（全体と株式型、2012年～2022年）

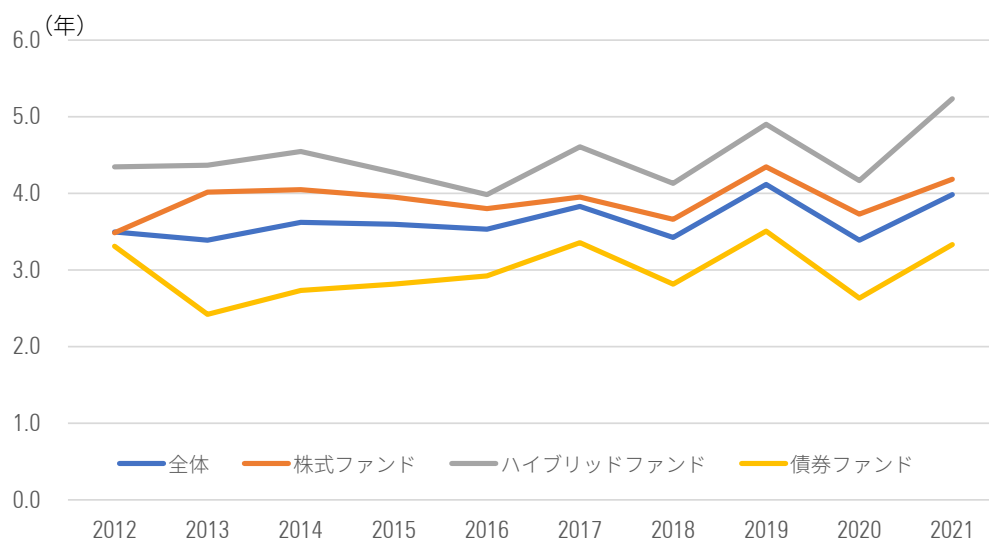


出所： Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

実際に、過去 10 年の保有期間と投信新規設定額の推移を全体と株式型について図表 12 に示している。以前は年間 2 兆円ほどあった新規設定も、近年は 1 兆円程度もしくはそれを下回る水準となっており、新規設定額の減少は、既存ファンドから新規設定ファンドへの乗り換えが以前に比べると減少していることを裏付ける一要素となるであろう。特に 2022 年は新規設定額が以前と比べ大きく減少していることから、保有期間がさらに長期化したものと考えられる。

米国の保有期間の推移は図表 13 に示している。過去 10 年間で大きな変化はなく、全体で 3 年後半から 4 年程度の保有期間で推移している。米国のデータは 2021 年までのものであるため、2021 年時点での日米比較を行うと、直近では米国のほうが 1 年弱（米国 4.0 年に対し日本は 3.3 年）長い。大きな差があるとは言い難い。ハイブリッドファンド（日本ではアロケーション型）の保有期間が他に比べて高く、これは日米で同じ傾向となっている。一方、株式と債券については日米で対称的であり、米国は株式の保有期間が債券よりも長く、日本は債券のほうが株式よりも長い。これは、米国では「株式＝長期投資」の傾向を素直に表している一方、日本は保有期間中に分配金を定期的に得ようとする投資行動が債券型ファンドで多く見られるために、債券型ファンドの保有期間のほうが株式型に比べると長くなっているものと考えられる。

図表 13 米国の投資信託保有期間の推移（2012 年～2021 年）



出所： ICI 2022 Investment Company Fact Book よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

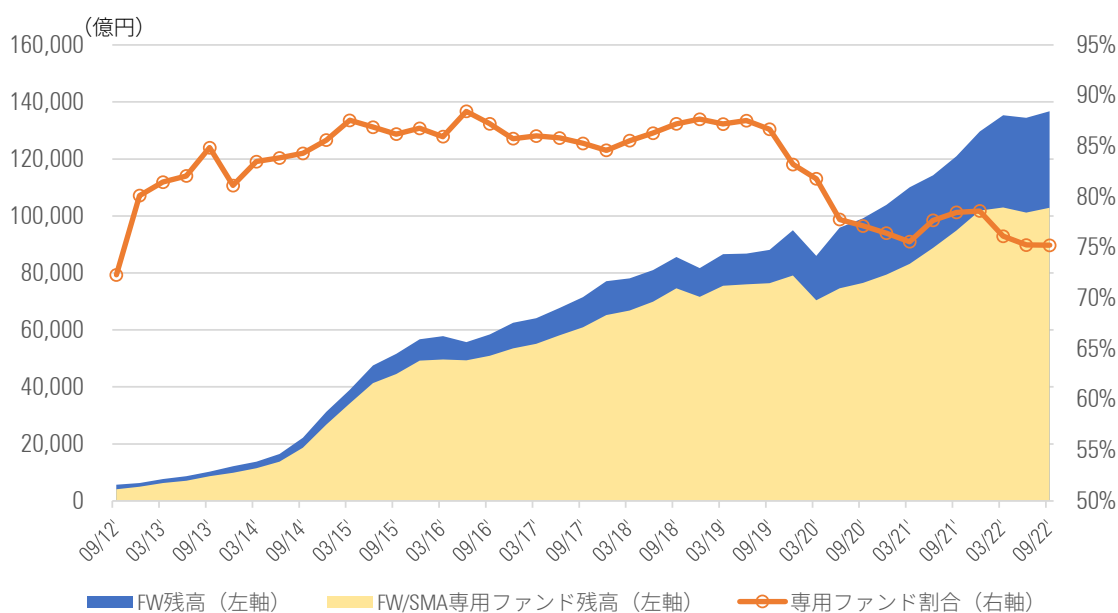
日本におけるファンドラップ市場の推移と 米国モデル・ポートフォリオ市場の概観

日本におけるファンドラップ市場の推移

日本のファンドラップ市場は残高を拡大し、2022年9月末の残高は13兆6,773億円（前年同期比13%増、投資顧問業協会調べ）となっている。2022年の株式市場低迷にもかかわらず残高を伸ばしている要因として考えられるのは、ファンドラップが中長期投資向けの商品として認知されており短期的な市場の動向に左右されないこと、ファンドラップは世界の複数資産クラスに分散投資を行うので大きく残高を減らすことはなかったこと、などが考えられる。また、ファンドラップの投資家の裾野が拡大していることも要因として考えられる。

図表14は、過去10年間のファンドラップの残高、日本籍公募投信におけるSMA/ファンドラップ専用ファンドの残高、および専用ファンドの残高がファンドラップ全体の残高に占める割合の推移を示したものである。ファンドラップはその名の通りファンドに投資を行うものであるが、多くの商品ではそれぞれファンドラップ専用ファンドを設定し、そのファンドに投資を行っている。この割合が近年85%前後で推移してきたが、2019年終盤から徐々に減少し、2022年9月末時点では75%程度となっている。これは、従来の大手金融機関に属さない独立系の投資運用業者が、ETF（海外ETFを含む）を投資対象とするファンドラップ商品を相次いで設定し、販路を拡大していることが少なからず要因として考えられよう。

図表 14 日本におけるファンドラップおよびファンドラップ/SMA専用ファンドの残高推移



出所：投資顧問業協会、Morningstar Direct よりイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成

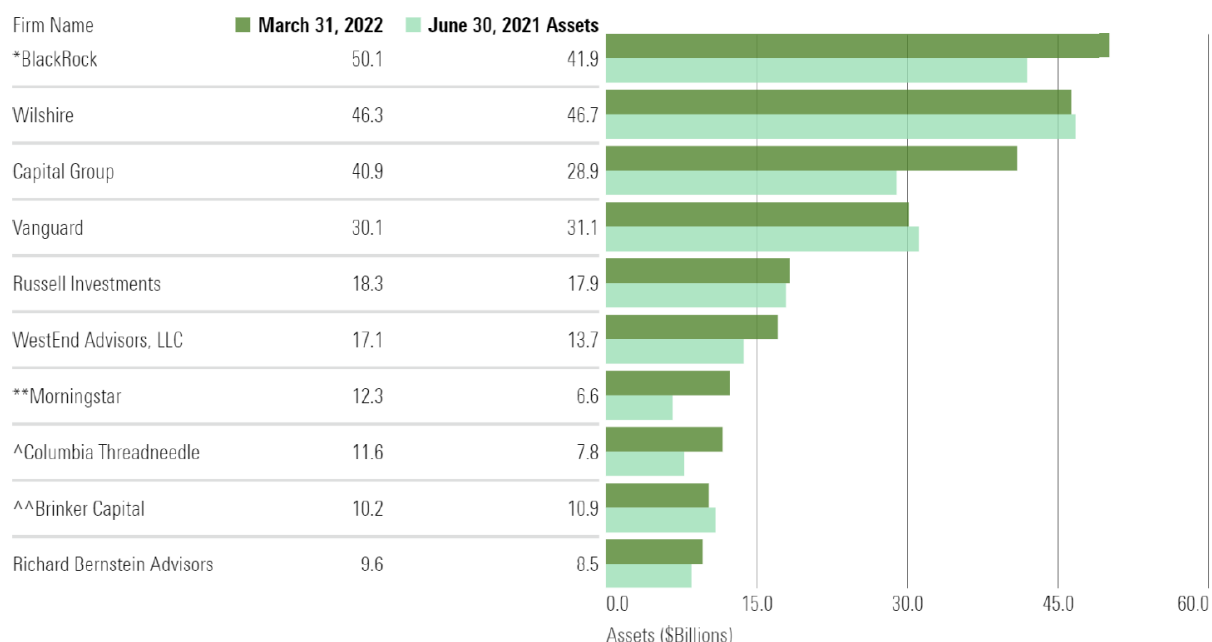
FW 残高は投資顧問業協会契約資産状況より、FW/SMA 専用ファンド残高は Morningstar Direct にて FW/SMA 専用ファンドのフラグが付与されているファンドの純資産総額の合計値、割合は FW/SMA 専用ファンド残高を FW 残高で除したものの。2012年9月末から2022年9月末。

米国モデル・ポートフォリオ市場の概観

米国では、独立系のファイナンシャルアドバイザー（IFA）を中心に、近年モデル・ポートフォリオが市場を拡大しつつある。モデル・ポートフォリオは通常、複数資産クラスの資産配分とファンド選択の推奨という形で提供され、投資家のリスク許容度に合わせて設計された複数のポートフォリオを提供するシリーズとして提供されている。モデル・ポートフォリオの提供者は、主に資産運用会社やストラテジスト（RIA）であり、資産運用会社は、自社独自の投資商品を活用してモデルのファンド・ラインナップを充実させることが多く、既存の投資信託に類似したモデルを提供することがある。ストラテジストは通常、独自の運用商品を持たないため、サードパーティの運用戦略を利用してモデル・ポートフォリオを構築する。モデル・ポートフォリオの市場規模が拡大している背景としては、IFAの業務が多岐にわたるようになり、資産クラス配分やファンドの選択に割ける時間が限られてきていることから、運用部分についてはアウトソースのニーズが高まっていることがあげられよう。また、モデル・ポートフォリオ自体は運用商品そのものではないため、投資家の意向に合わせてカスタマイズする余地が残されていることも、IFAにとっては魅力的である。

モデル・ポートフォリオ自体は規制された投資商品ではないため、全体像を正確に把握することは極めて困難であるが、米国モーニングスターでは、各モデル提供者から任意ベースで情報を収集し、分析を行っている。米国モーニングスターのアナリストがカバーしているモデル提供者からの提出データと米国モーニングスターのデータベースに報告されたデータに基づき、2022年3月現在、モデルポートフォリオの保守的な市場規模として約3,490億ドルを見積っている。これは、市場の変動が激しいにもかかわらず、2021年6月から22%増加したことになる。

図表 15 米国におけるモデル・ポートフォリオ提供者上位 10 位



出所：「モデル・ポートフォリオ・ランドスケープ」2022年6月、米モーニングスター

*2021年版のレポートでは同社より2021年6月末の残高を695億ドルと報告されていたが、419億ドルへと訂正された。

** Morningstar Investment Management LLC と Morningstar Investment Services LLC の合計値。

^ 2021年のデータは2021年3月末時点の報告値。

^^ Morningstar Direct 内のデータの合計値。

図表 15 は米国モーニングスターの調査範囲におけるモデル提供者上位 10 社の残高比較である。上位 10 社のうち 3 社がストラテジストであり、WestEnd Advisors は 171 億ドルの資産を有し、この中でトップである。残りの 2 社は Brinker Capital と Richard Bernstein Advisors であり、いずれも今年のトップ 10 入りを維持している。

なお、モデル・ポートフォリオは IFA だけでなく大手証券系にも広がりつつある。従って、モデルへのチャンネルは多岐にわたり、図表 16 は各チャンネルごとの主な提供者をまとめたものである。

図表 16 米国におけるモデル・ポートフォリオ提供チャンネルと主な提供者

Wirehouses	Broker/Dealers	Independent Technology Platforms	Model Marketplaces	Paper Portfolios
Merrill Lynch	Edward Jones	Morningstar Advisor Wealth Platform	Morningstar Model Marketplace	American Funds
Morgan Stanley	LPL	Envestnet	Orion	Blackrock
UBS	Ameriprise	AssetMark	T.D. Ameritrade	WisdomTree

出所：「モデル・ポートフォリオ・ランドスケープ」2022 年 6 月、米モーニングスター

Wirehouse（大手証券系）や Broker/Dealers に所属するアドバイザーは、単に推奨リストを活用できるだけでなく、その後の発注からリバランスまで一気通貫でサービスを提供できる。これは取引コストを抑えることだけでなく、提供者側のコンプライアンスの悩みの種（アドバイザーがモデルから逸脱して勝手な提案をするなど）を解消するためでもある。日本の大手金融機関が提供するファンドラップと極めて類似したサービスと言えよう。

Independent technology platforms と Model Marketplaces は類似している。どちらもスクリーニングや分析ツールとともに、モデル・ポートフォリオのメニューを提供してくれるものであり、モデルをカスタマイズすることもソフトウェア等がサポートしてくれることもある。違いは発注・運用を支援するかしないかであり、Independent technology platforms については発注・運用まで行えるものが一般的である。

Paper Portfolios（Paper Models ともいわれる）は、資産運用会社やモデル提供者が自社のウェブサイトモデル・ポートフォリオを掲載しておく、というようなものである。アドバイザーにとっては最も柔軟性が高いが、発注やリバランスなどは自動化されていないものでもある。ただし、資産運用会社等の中には、アラート機能やメーリングリストなどを充実させ、アドバイザーの負担を減らす工夫をしているところもある。

米国ミューチュアルファンドにおける PE 組み入れ状況

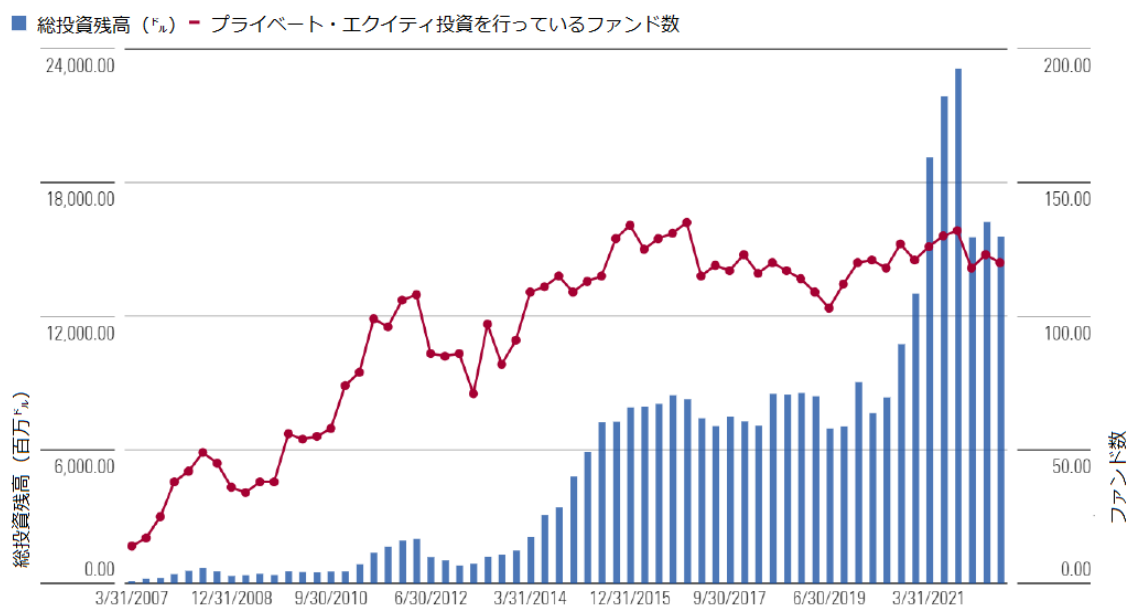
2009 年から 2020 年にかけての市場の活況で資金調達容易になり、厳しい審査や規制対応を迫られる新規株式公開 (IPO) を急ぐより長い期間未上場であることを選択する企業が増えた。PitchBook によれば、2013 年に 39 社であったユニコーン企業 (企業価値が 10 億ドルを上回る未上場企業) は、2022 年 9 月時点で 1,200 社を超えている。このような中、上場前の企業の力強い成長局面を逃すリスクが認識されるようになり、ミューチュアルファンドの運用会社の間で PE を投資ユニバースとする動きが広まっている。

ここでは、2007 年 1 月から 2022 年 6 月を調査期間として、米国籍の広く分散されたオープンエンド型米国株式ミューチュアルファンド (以下、ファンド) による PE 投資の過去の推移と現状、ロックアップ期間がリターンに及ぼす影響、および、運用会社間における PE の価値評価の一貫性の欠如について述べる。この内容は米国モーニングスターが公表した米国ミューチュアルファンドにおける PE 投資の現状に関する分析レポート「Tracking Unicorn Companies in U.S. Mutual Funds」に基づくものである。

米国ミューチュアルファンドによる PE 投資の過去の推移と現状

2007 年 1 月時点のファンドによる PE 投資残高は 1 億 1,000 万ドルで 9 つの運用会社が運用する 14 本のファンドが PE に投資していた。2012 年にかけて徐々に増加し 2016 年末時点で 80 億ドルを超え、2021 年後半には 230 億ドルに達した。その後、市場の下落や広く保有されていた PE が上場したことで 2022 年 6 月末には約 150 億ドルまで減少している。

図表 17 ミューチュアルファンドを通じた PE 投資の推移



出所：「Tracking Unicorn Companies in U.S. Mutual Funds」2022 年 9 月 21 日、米モーニングスター

PE 投資の成長をけん引したのは Fidelity と T. Rowe Price である。Fidelity は、2013 年以降ほぼ一貫して PE 総投資残高の半分以上を占めている。一方、同期間に Wellington Management と Morgan Stanley は、ファンドを通じた PE 投資を圧縮している。2022 年 6 月現在、27 の運用会社が運用する 113 本のファンドが少なくと

も1社のPEを保有しており、総投資残高は150億ドルを超えている。しかし、ファンドによるPE投資は一般的と言えるレベルではなく、米国 Morningstar のデータベースにある1,961本の米国株式ファンドのわずか5.8%を占めるに過ぎない。ほとんどのファンドのPE投資比率は控えめで中央値で見てポートフォリオの0.5%と低い。米国証券取引委員会（SEC）は、ミューチュアルファンドによるPEのような「低流動性証券」の各ポートフォリオにおける構成比率の上限を15%（購入価格ベース）に制限している。実際、ファンドが10%を超えるPEを保有することはまれである。

ロックアップ期間による流動性の制約

ロックアップ期間の存在は引き続き大きな課題である。ファンドはIPO前の投資家としてインサイダーと見なされ、通常IPO後のロックアップ期間（180日）にその株式を売買することは契約上禁止されている。ファンドの構成銘柄でIPOを実施した139社のうち、102社の株価がロックアップ期間に下落、このうち34社の株価が半値以下になった。この売買規制は、ファンドのパフォーマンスに影響を及ぼすだけでなく、PEの上場後の流動性も制限してしまう。

FidelityとWellingtonは、Uberが実施した2014年6月の資金調達ラウンド（事業の成長過程で段階的に行われる資金調達）のシリーズDで一株当たり15.5ドル（株式分割調整後）近辺で株式を購入した。2019年5月のIPO時の公開価格は3倍の45ドルとなった。同期間の「Morningstar 米国株式指数」の上昇率は約60%だった。ただし、この利益をすぐに実現できたわけではない。「Fidelity Contrafund」は2014年からUberを保有していたが、売却したのはロックアップ期間が明けた2019年11月で、その時の株価は30ドルを下回っていた。

一貫性に欠ける企業価値評価

PEの価値評価はもう一つの課題である。PEの評価に関する規制ガイドラインは存在せず、通常ファンド会社は直近の資金調達ラウンドで再評価されたPEの価値を指標として各社の規定ガイドラインに沿って評価を更新する。次の資金調達ラウンドが何ヵ月、何年も先になるのであれば、ポートフォリオの純資産額に反映するためにPEを独自で評価する必要がある。利益相反を避けるため、この評価は独立的な立場にある各社の評価委員会に託されるのが一般的である。しかし、保有するPEの価値をどの時点でどの程度引き下げるかについてのコンセンサスはなく、運用会社によってまちまちである。中には、同じ時点の同じPEの評価が運用会社間で100%近く異なることもある。例えば、Columbia ThreadneedleとFidelityは2021年10月にDNA Script（フランスのDNAプリンティング技術開発会社）を購入し、当初はともに867~869ドルと評価していた。Columbiaは2022年の初めから毎月評価替えを行い2022年6月までに400ドル（損失率は53%）まで引き下げた。一方、Fidelityの評価額の引き下げはより緩やかな734ドル（損失率は15%）に留まっている。企業価値評価の一貫性の欠如の影響は、含み益・含み損だけにとどまらない。ファンドの純資産額は、新規の投資家にとっては買付価格である。投資家は、その時点で純資産額が過大・過小評価されているファンドを購入することになる。ファンドのPEの比率が高いほどこの問題はさらに深刻になる。運用会社の間には、上場市場の動向をPEの評価に迅速に反映するのを躊躇する傾向が見られる。2022年上半期に上場市場は大幅に下落したが、2022年6月現在、「Morningstar 米国市場指数」の下落率（21%）と同じくらいPEの評価を引き下げたことが確認できたのは、Morgan Stanley（「Morgan Stanley Institutional Growth（MSEQX）」）のみである。

おわりに

ユニコーン企業が急増しファンドによる PE 投資が広がる中、リスクとリターンの評価がますます重要になっている。PE 投資は、有望な企業に早期に投資し大きな利益を上げ、指数に連動するパッシブ戦略を上回るパフォーマンスを達成する機会をファンドにもたらす可能性もある。実際、PE 投資によって大きな成果を上げたファンドも少なくない。しかし、過去 15 年間の歴史は、ビジネスモデルの破綻、倒産、失望的な株式公開価格など PE 投資の成功は約束されたものではないことを示している。また、ファンドは、ロックアップ期間を含む低い流動性のために長期にわたり大きな機会費用の負担を強いられるかもしれない。一貫性のない企業価値評価慣行や変動の激しい相場局面での再評価の遅れもファンドの投資家に大きな影響を及ぼす。もう一つの PE 投資のリスクは、徹底的なデューデリジェンスを行いリスクを適正に管理する責任をファンド会社が負っていることである。

ファンドの保有銘柄の開示頻度等の分析

ファンドの透明性は、投資家にとって、より良い投資判断を行い、投資ビークル（ファンドなど）や顧客の資産を運用する運用会社に対する信頼を深めるのに役立つ重要な要素である。テクノロジーが広く活用されるようになり、開示されるべき情報および頻度や形式に対する投資家の期待が高まっている。ここでは、米国モーニングスターによる隔年の調査レポート「グローバル・インベスター・エクスペリエンス」より、「情報開示」の章における、各国市場のポートフォリオの保有銘柄に関する情報開示についての分析結果を紹介する。

当該レポートにおける分析対象市場は日本を含む世界 26 か国（以下参照）であり、調査は 2020 年に実施され、同年 12 月に公表されたものである。ポートフォリオの保有銘柄に関する調査内容は、保有銘柄の開示頻度と開示ラグについてであり、同調査ではポートフォリオ・マネジャー名と報酬体系に関する情報開示の分析も実施している。

調査対象市場：

Australia, Belgium, Canada, China, Denmark, Finland, France, Germany, Hong Kong, India, Italy, Japan, Korea, Mexico, Netherlands, New Zealand, Norway, Singapore, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Taiwan, Thailand, United Kingdom, United States

図表 18 は各市場における調査対象市場における保有銘柄に関する情報について義務付けられた開示の頻度を示している。全体の 58% の市場でポートフォリオの保有銘柄に関する情報開示が半年に一度であり、23% が四半期ごとである。ポートフォリオの保有銘柄に関する情報開示に関して、オーストラリアが規制された要件のない唯一の市場であり、カナダとシンガポールでは、ポートフォリオすべての保有銘柄ではなく、一部の開示が求められている。米国は SEC の N-PORT というファイリングシステムを通じて四半期ごとの情報開示が義務付けられている。日本は原則決算期ごとの開示であるが、毎月決算型など年 2 回以上決算期を持つファンドについては半年毎の開示となっている。同調査では、日本籍ファンドについては年複数回決算のものが多いため、日本を半年毎の開示のグループに含めている。

図表 18 各国規制当局による保有銘柄開示の頻度

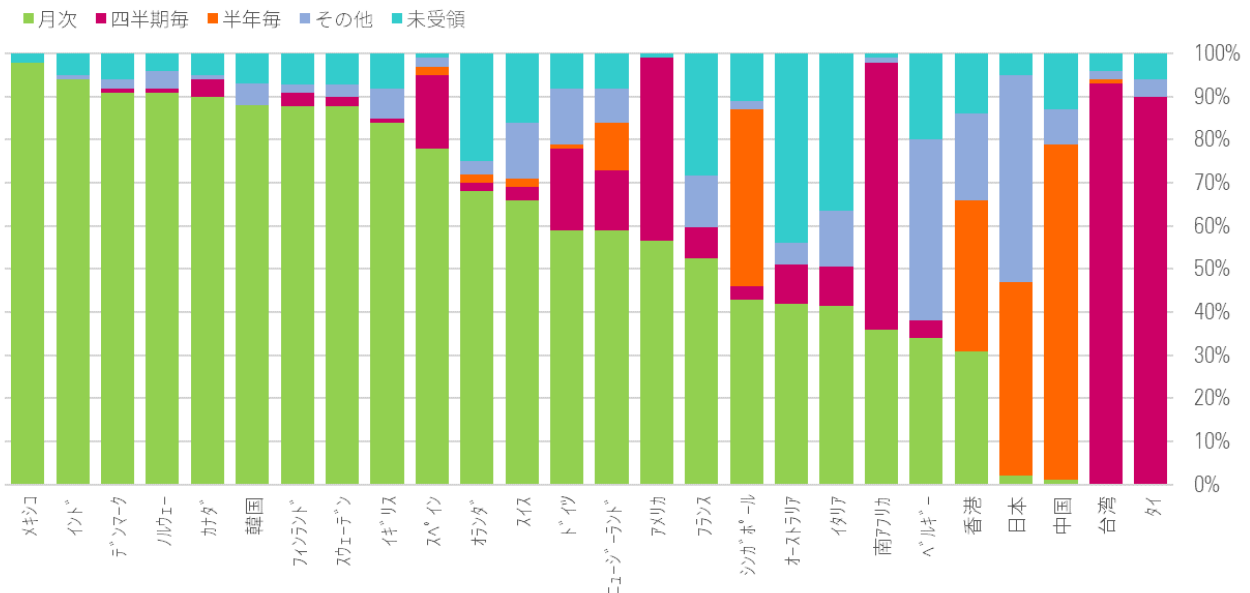
開示頻度	国数	割合(%)
月次	2	8
四半期毎	6	23
半年毎	15	58
年次	0	0
なし	3	11

出所：「グローバル・インベスター・エクスペリエンス 情報開示」2020 年 12 月、米モーニングスター

なお、実際には、規制当局によって義務付けられているよりも頻繁にポートフォリオの保有銘柄の開示を行うケースは少なくない。図表 19 は各国市場（それぞれの市場の国籍）のオープン・エンド型ファン

ドのポートフォリオの保有銘柄を、米国モーニングスターに提供する頻度を市場ごとに表示したものである。

図表 19 各国における保有銘柄開示頻度の割合



出所：「グローバル・インベスター・エクスペリエンス 情報開示」2020年12月、米モーニングスター

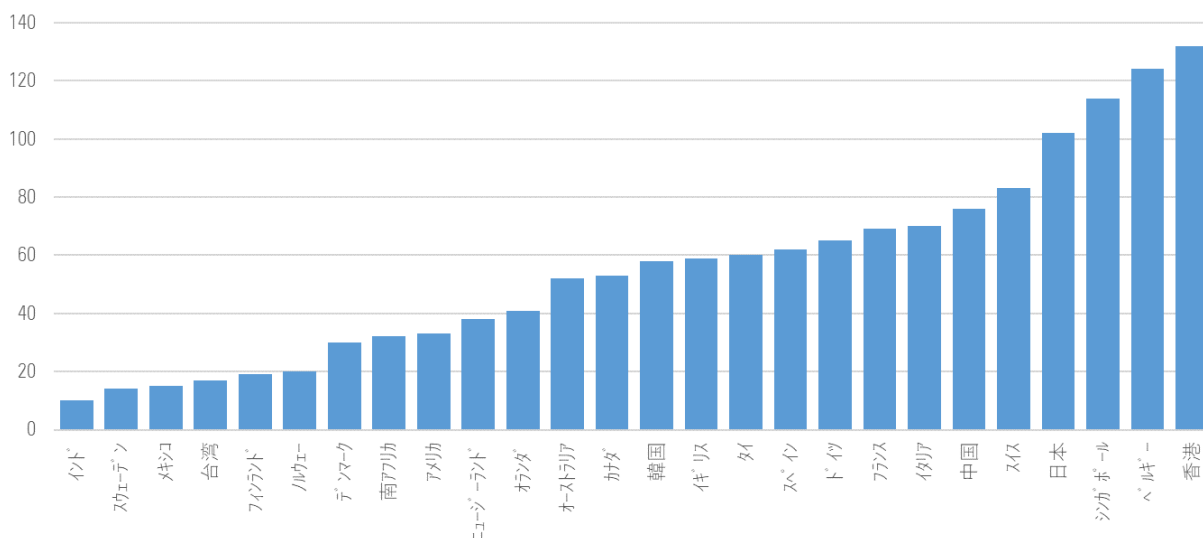
調査対象のうち12の市場では、3分の2以上が米国モーニングスターに対して月次で保有銘柄を開示している。これらの市場で、メキシコとインドだけが月次の情報開示が要件とされる国として全体をリードし、フィンランド、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、カナダ、韓国も85%以上のファンドが米国モーニングスターに月次で保有銘柄を開示している。米国は上述の通り四半期毎の開示が規制要件ではあるものの56%は月次で保有銘柄を開示している。日本は規制当局によって義務付けられているよりも頻繁にポートフォリオの保有銘柄の開示を行うケースは稀であり、保有銘柄の情報開示は他国と比べると遅れている。

次に、四半期あるいはその他の決算日からどの程度遅れてポートフォリオの保有銘柄に関する情報開示が行われているかを見たものが図表20である。ポートフォリオの保有銘柄に関してリアルタイムでの情報開示は期待できないものの、開示までのラグ（時間差）が長くなるほど、情報に関連性も有用性もなくなってしまう。最適な開示までの期間を具体的に設定することは難しいが、同調査では規制当局は一般的なタイムラグを30日あるいは60日と設定しているとして、各市場の分析を行った。

この図では、実際の慣行を反映するために、義務付けられたタイムラグの最大値ではなく、決算の最終日から、米国モーニングスターでポートフォリオを閲覧および分析用にシステム上に公開するまでの通常の日数を表示している。たとえば、ファンドが米国モーニングスターに決算日から10日目に提出しながらも60日目まで一般に公開しないように依頼してきた場合は、この表では60日のラグと記録されている。この図表から、多くの市場でファンドが平均してポートフォリオの提出を規制当局による要件よりも早くに、場合によってはかなり早くに行っている（インド、北欧諸国など）ことがわかる。一方、ラグの長い市場に共通するテーマとして、各地域市場でデータが電子化されていないことが挙げられる。日本では、保有銘柄詳細の情報開示は運用報告書により行われ、その多くは紙もしくはPDFでありデータ

が電子化されて分析可能な状態にあるとは必ずしも言えない。金融サービス業界において一方では高度なデータ転送技術が活用されていることを踏まえると、他方で単純なエクセルのスプレッドシートが課題となったままであることは驚きである。

図表 20 各国における保有銘柄開示の平均ラグ日数



出所：「グローバル・インベスター・エクスペリエンス 情報開示」2020年12月、米モーニングスター

ポートフォリオのすべての保有銘柄が一元化されたウェブサイト（業界団体や規制当局などが運営）で公開されることが理想的であり、これにより投資家は情報を見つけて収集することが容易になる。投資明細書には、すべての買い持ち、売り持ちおよびデリバティブが記載されるべきで、月次で速やかに更新されるのがベストプラクティスといえよう。日本は情報開示の頻度という点では他国に後れを取っている。

なお、ガバナンスの実践への注目の高まりから、ファンド・マネジャーが投資している公的および民間の企業を率いる個人については情報公開が進んでいる。それらと同等の基準で、投資家の資金を運用しているマネジャー個人に関する情報が投資家に提供されることが望ましい。投資家にとって、ファンドを運用しているマネジャー名やその在職期間を知ることは重要である。ファンドの異なる運用期間の投資戦略や運用実績に関する責任者が誰であるか、またそのファンドでマネジャーが頻繁に入れ替わっているか長期間運用し続けているかを知るためである。米国を含む 26 市場中 12 の市場においてマネジャーの氏名および在職期間の開示が求められている。日本はファンドマネジャー名の開示に関する規制は無く、また自主的な開示も進んでおらず、開示割合は全体の 2%と 26 市場中最下位である。今後、ファンドマネジャー情報の開示が日本でも進むことが望まれる。