

## SPIVA<sup>®</sup> : 国際的な比較

### CONTRIBUTORS

**Utkarsh Agrawal**  
Senior Analyst  
Global Research & Design  
[utkarsh.agrawal@spdji.com](mailto:utkarsh.agrawal@spdji.com)

**Phillip Brzenk, CFA**  
Associate Director  
Global Research & Design  
[phillip.brzenk@spdji.com](mailto:phillip.brzenk@spdji.com)

**Priscilla Luk**  
Senior Director  
Global Research & Design  
[priscilla.luk@spdji.com](mailto:priscilla.luk@spdji.com)

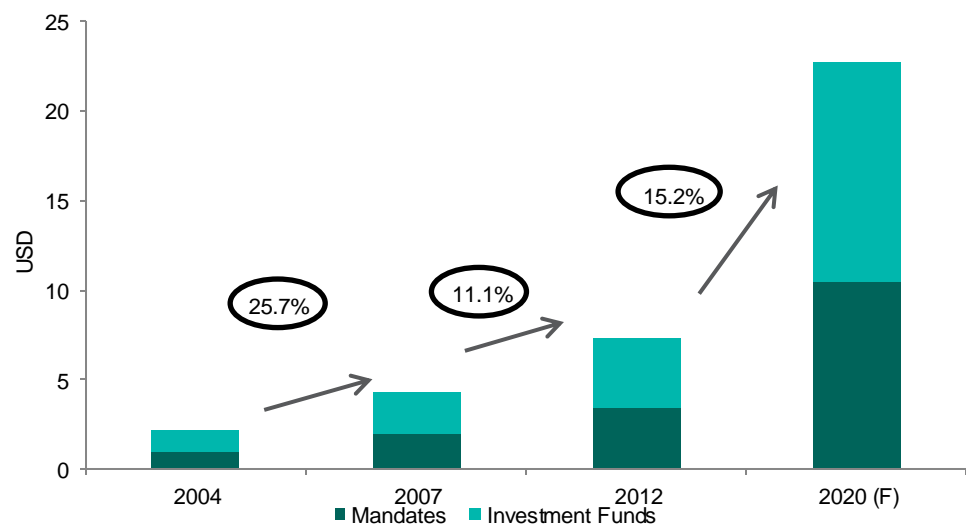
**Ryan Poirier**  
Analyst  
Global Research & Design  
[ryan.poirier@spdji.com](mailto:ryan.poirier@spdji.com)

**Aye Soe, CFA**  
Senior Director  
Global Research & Design  
[aye.soe@spdji.com](mailto:aye.soe@spdji.com)

**Daniel Ung, CFA, CAIA, FRM**  
Director  
Global Research & Design  
[daniel.ung@spdji.com](mailto:daniel.ung@spdji.com)

アクティブ運用とパッシブ運用はどちらが優れているのでしょうか？この議論は何十年にもわたり続いていますが、上場投資信託 (ETF) やパッシブ・ファンドが急速に普及する中で、議論がさらに活発化しているように思われます。プライスウォーターハウスクーパースが最近発表したレポートによると、パッシブ運用の資産運用残高は著しく増加しており、今後もこうした傾向が続くと予想されます。

図表 1 : 世界のパッシブ投資の運用資産残高(これまでの推移と 2020 年までの予測)

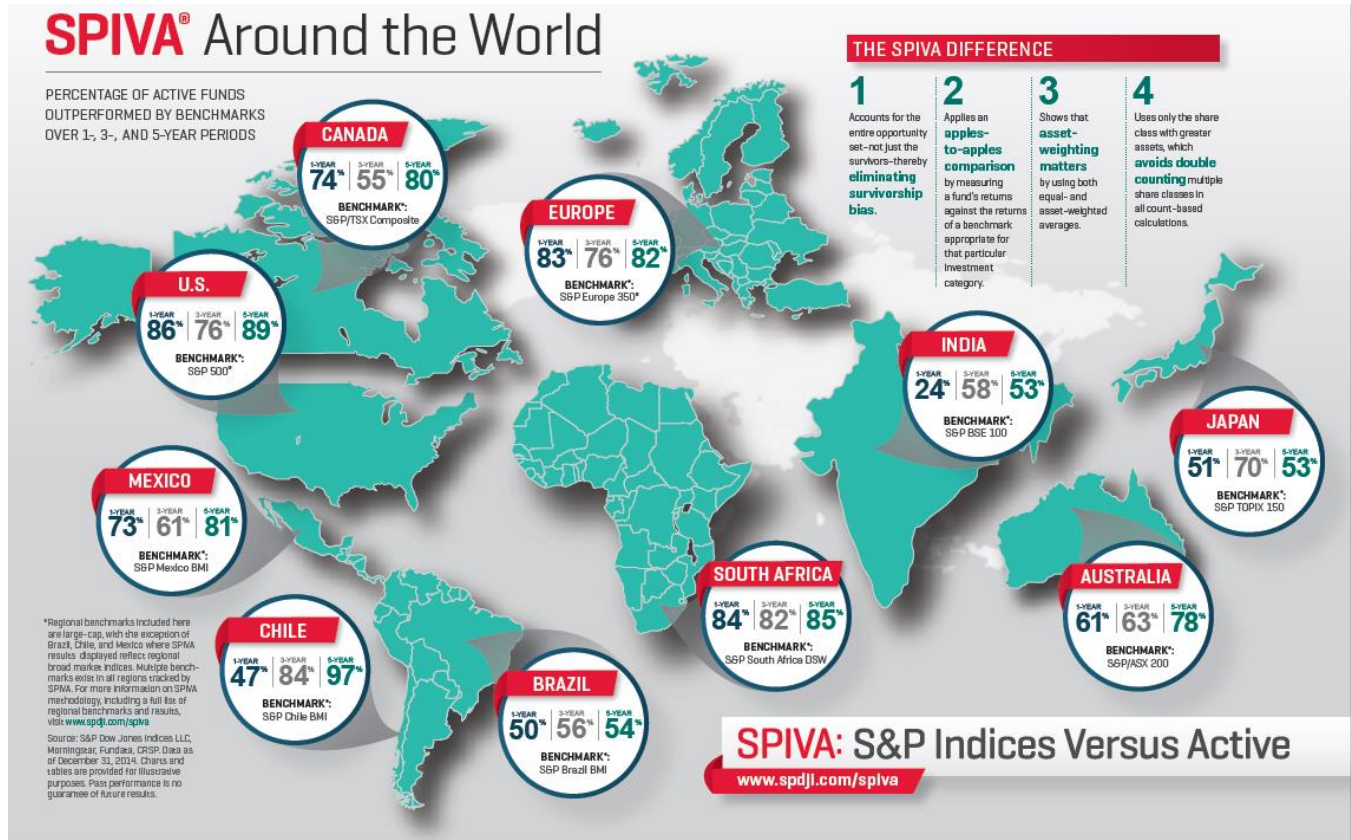


出所: 「Asset Management: A Brave New World, 2020」、プライスウォーターハウスクーパース。図表は説明目的のために提供されています。

確かに、アクティブ運用とパッシブ運用については賛否両論がありますが、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスはこの問題について常に公平な立場から検証することを目指しており、2002 年から SPIVA 米国スコアカードを発行しています (SPIVA: S&P Indices vs. Active Funds)。それ以来、弊社はこのテーマに積極的に向き合っており、年 2 回発行するこのレポートでは、6 大陸全てにわたる様々な地域 (米国、カナダ、ラテンアメリカ、欧州、南アフリカ、インド、日本、オーストラリアなど) を対象に調査を行っています。このレポートでは、国内外を問わず、株式及び債券ファンドについて評価しています (直近の調査概要については図表 2 を参照)。レポートの発行により、この議論に終止符が打たれるわけではありませんが、弊社では建設的な議論を続けることに努めています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスのグローバル・リサーチ・アンド・デザイン・チームは本稿を共同で執筆しており、読者の関心が高い話題や質問を取り上げ、通常の出版物でカバーされないようなトピックスに注目しています。

さらに、1つの地域のみには注目するのではなく、レビューの範囲を拡大し、SPIVAスコアカードを公表している全ての地域を対象に調査を行いました。セクション1では、世界全体にわたり、パッシブ・ファンドとアクティブ・ファンドの手数料の影響について調査します。セクション2では、先進国と新興国のアクティブ・ファンドのパフォーマンスや、大型株ファンドと中小型株ファンドのパフォーマンスを比較します。セクション3では、ファンドの規模(資産運用残高(AUM))がアクティブ・ファンドの運用成績に影響するかどうかを検証します。

図表 2: 2014 年末時点における SPIVA (S&P Indices Versus Active Fund) の結果



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。図表は説明目的のために提供されています。2014 年 12 月 31 日現在のデータ。

## 1.0 手数料が投資ファンドに及ぼす影響

セクション 1 では、国内のパッシブ運用ファンドとアクティブ運用ファンドの手数料について調査を行い、特にこれらの手数料が長期的な累積パフォーマンスにどのように影響しているかについて、各国のファンドの状況を見ていきます。

図表 3 では、2014 年 12 月までの 5 年間におけるアクティブ・ファンドとパッシブ・ファンドのエクスペンス・レシオの年間平均を示しています(十分なデータが得られるファンドを調査対象としている)。当然ながら、アクティブ・ファンドの手数料はパッシブ・ファンドより高くなっています。ただし、アクティブ・ファンドの中でも、エクスペンス・レシオには大きな差があります。また、アクティブ・ファンドの手数料は全体的にパッシブ・ファンドの手数料の少なくとも 2 倍となっており、これについてはファンドの本籍地にかかわらず同様の傾向が見られました。新興国市場ではアクティブ・ファンドとパッシブ・ファンドの手数料の差が大きく、特にチリ(年間で 1.99%の差)とメキシコ(年間で 1.60%の差)では最も差が大きくなっています。欧州でもその差は大きく、平均的なアクティブ・ファンドの手数料はパッシブ・ファンドの 5 倍以上に達しています。ミューチュアル・ファンドと ETF の市場規模が世界で最も大きい米国<sup>1</sup>では、アクティブ・ファンドとパッシブ・ファンドの両方のカテゴリでエクスペンス・レシオが非常に低いことが分かりました。それでも、米国のアクティブ・ファンドの手数料はパッシブ・ファンドの約 3 倍となっています。

株式	年間平均エクスペンス・レシオ <sup>2</sup> (年率%)			手数料の差による 5 年間の累積的影響の平均 (%) <sup>3</sup>
	アクティブ・ファンド	パッシブ・ファンド	差	
<b>先進国市場</b>				
カナダの株式	2.14	0.95	1.19	-5.59
欧州の株式	1.88	0.34	1.54	-7.36
米国の大型株	0.75	0.27	0.48	-2.35
米国の中小型株	1.13	0.37	0.76	-3.69
<b>新興国市場</b>				
チリの株式	4.50	2.52	1.99	-8.58
メキシコの株式	2.02	0.42	1.60	-7.62
インドの大型株	1.87	0.49	1.37	-6.58
インドの中小型株	2.00	1.00	1.00	-4.71

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014 年 12 月現在のデータ。表は説明目的のために提供されています。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。

パッシブ・ファンドとアクティブ・ファンドの手数料には大きな差があるため、両ファンドが手数料控除後で同等のリターンを達成するためには、平均的なアクティブ・ファンドのマネジャーは平均的なパッシブ・ファンドのマネジャーを大きくアウトパフォームする必要があります。図表 3 では、様々な地域のファンドについて、手数料の差による過去 5 年間の累積的影響を示しています。この影響は 2%-9%にも及んでおり、したがって手数料控除後ベースで両ファンドが同等のパフォーマンスを上げるためには、アクティブ・マネジャーは 5 年間の累積でパッシブ・マネジャーを手数料控除前ベースで 2%-9%アウトパフォームする必要があります。このように、アクティブ・ファンドの手数料は非常に高いため、大部分のアクティブ・ファンドはそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしており、SPIVA レポートでも様々な地域のファンドにおいて同様の結論が示されています。

<sup>1</sup> 出所: インベストメント・カンパニー・インスティテュート、2015 年、インベストメント・カンパニー・ファクトブック、2015 年

<sup>2</sup> エクスペンス・レシオはファンドの運用資産総額(資産加重)に基づいて計算されており、入手可能なデータのみを考慮しています。

<sup>3</sup> 5 年間にわたり平均エクスペンス・レシオが変化せず、毎年複利で累積するとの前提に基づき、手数料の差による累積的影響の平均を計算しています

様々な地域において手数料の平均水準が異なること以外に、全体的にアクティブ・マネジャーの手数料が年々低下傾向を示していることも確認できます(図表4参照)。仮にこうした傾向が続くならば、平均的なファンド・マネジャーのパフォーマンスの差にも影響が及ぶと考えられます。アクティブ・ファンドの運用手数料が高いことにより、ファンドのパフォーマンスに差が生じていることを踏まえ、アクティブ・ファンドのマネジャーはエクスペンス・レシオを低下させて手数料の差を縮小することで、ベータ分野においてパッシブ・マネジャーとの競争を望んでいる可能性があります。あるいは、アクティブ・マネジャーは優れた銘柄選択能力を前面に押し出すことで、手数料が高いわけではないことを強調することを望んでいる可能性があります。いずれにしても、高い手数料により、アクティブ・ファンドの手数料控除後のパフォーマンスが低下していることは明らかであり、投資家が高いパフォーマンスを求める動きが強まっている中で、今後も手数料の低下傾向は続く可能性があると考えられます(図表2参照)。先進国市場では過去5年間にわたり、手数料の低下傾向が続いています(図表4参照)。

しかし、新興国市場では明確な傾向が確認できません。ここ5年間の状況を見ると、2つの国において手数料が低下している一方、2つの国では手数料が増加しています。チリの国内ファンドの手数料が最も大幅に低下していますが、図表2に示した国の中でチリの国内ファンドは最低のパフォーマンスとなっており、5年間で97%のアクティブ・ファンドが各カテゴリーのベンチマークをアンダーパフォームしています。一方、インドでは状況が異なり、2013年に開始された規制変更の影響などにより、インドの国内ファンドの手数料は大幅に上昇しました。インドでは投資家の参加を促すことを目的として、資産運用会社は主要都市以外からの投資家の資金流入を増やすために、主要都市以外からの資金に対しては30bpの追加手数料を導入することが認められています。<sup>4</sup>

図表4: アクティブ株式ファンドの年間手数料

地域	年間エクスペンス・レシオ(年率%)					2010年から2014年までの期間における年間複利成長率(年率%)
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	
<b>先進国市場</b>						
カナダの株式	2.21	2.28	2.26	2.22	2.19	-0.18
カナダの中小型株	2.70	2.78	2.68	2.68	2.65	-0.37
欧州の株式	2.04	1.96	1.91	1.86	1.83	-2.15
欧州の大型株及びフレックス・キャップ株	2.02	1.96	1.91	1.88	1.82	-2.06
欧州の中小型株	2.16	1.94	1.93	1.76	1.86	-2.95
米国の大型株	1.05	1.03	1.01	0.98	0.97	-1.57
米国の中小型株	1.28	1.25	1.23	1.21	1.18	-1.61
<b>新興国市場</b>						
チリの株式	4.57	4.09	4.08	4.06	4.13	-2.00
インドの株式	2.17	2.27	2.16	2.34	2.58	3.52
インドの中小型株	2.28	2.10	2.22	2.50	2.69	3.36
メキシコの株式	2.21	2.43	2.48	2.44	2.40	1.66
南アフリカの株式	1.35	1.32	1.31	1.27	1.29	-0.91

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014年12月現在のデータ。表は説明目的のために提供されています。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。

<sup>4</sup> 出所: インド証券取引委員会“Master Circular for Mutual Funds” 2013年9月

## 2.0 異なる市場におけるアクティブ・ファンド・マネジャーのパフォーマンス

セクション 2 では、異なる地域と投資スタイルの観点から、アクティブ・ファンドのパフォーマンスを検証します。まず初めに、国内及び国際株式市場におけるアクティブ・マネジャーのパフォーマンスを評価し、次に国内株式市場における大型株と中小型株のマネジャーのパフォーマンスを比較しました。

### 2.1 異なる地域におけるファンドのパフォーマンスの評価

2014 年 12 月までの 5 年間に於いて、大部分の国内株式ファンドがそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしており、全ての市場でこうした傾向が見られました(図表 5 参照)。その中でも、チリ、米国、南アフリカの国内株式ファンドが大幅にアンダーパフォームしており、また、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も高くなりました。資産加重平均リターンでは、チリ、米国、南アフリカの株式ファンドがベンチマークをそれぞれ 4.2%、1.7%、2.1%アンダーパフォームしました。一方、インドと日本の株式ファンドは比較的良好なパフォーマンスとなり、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はそれぞれ 52.9%、53.4%にとどまりました。さらに、インドと日本の株式ファンドでは資産加重リターンがそれぞれのベンチマークのリターンを上回っており、これらの市場においてアクティブ投資機会が存在している可能性があることが示されました。インドの国内ファンドのパフォーマンスを見ると、効率性の低い新興国市場では銘柄選択がより有効であるとも考えることも可能であると思われます(このことは、金融市場において格言のようになっている)。ただし、その他の新興国市場では状況が異なっており、南アフリカやラテンアメリカの株式ファンドは先進国市場とほぼ同等の低いパフォーマンスとなりました。

国内のアクティブ・ファンドの カテゴリ (大型株)	ベンチマーク	5 年間で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 (年間%)	5 年間の資産加重のリターン (年間%)	5 年間のベンチマークのリターン (年間%)	ファンドの超過リターン (年間%)
<b>先進国市場</b>					
カナダの株式	S&P/TSX コンポジット	80.00	7.35	7.53	-0.18
欧州の株式	S&P 欧州 350	81.51	8.94	9.63	-0.69
米国の株式	S&P 500®	88.65	13.71	15.45	-1.74
オーストラリアの株式	S&P/ASX 200	77.56	6.91	6.75	0.16
日本の株式	S&P/TOPIX 150	53.35	11.20	10.73	0.47
<b>新興国市場</b>					
チリの株式	S&P チリ総合指数	97.44	-1.45	2.75	-4.20
インドの株式	S&P BSE 100	52.94	12.53	10.97	1.56
メキシコの株式	S&P メキシコ総合指数	80.56	9.09	8.45	0.64
南アフリカの株式	S&P 南アフリカ国内株主加重指数	84.68	15.52	17.66	-2.14
先進国市場 - 平均		76.21	-	-	-0.40
新興国市場 - 平均		79.65	-	-	-1.17

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014 年 12 月現在のデータ。2014 年末の SPIVA オーストラリア、カナダ、欧州、日本、インド、ラテンアメリカ、南アフリカ、米国のスコアカードで報告された内容に基づいています。表は説明目的のために提供されています。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ず、インデックスのリターンには投資家が支払う手数料が反映されていません。

国際株式ファンドに関しても、資産運用会社はそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしており、ほとんどのカテゴリにおいて資産加重リターンはベンチマークのリターンを下回っています。米国の株式ファンド・カテゴリが最も悪い結果となり、カナダや欧州、日本のファンド・マネジャーは米国株式の運用においてベンチマークを平均で年間 4.90%アンダーパフォームしています。また、ベンチマークをアンダーパフォームした株式ファンドの割合は 96.03%にも上りました(図表 6 参照)。これらの数値は、米国の国内株式ファンド・マネジャーの成績と比べて明らかに悪い結果となりました。このこと

から、米国の国内株式ファンド・マネジャーは米国株式の運用において、外国のファンド・マネジャーより優れた銘柄選択を行っている可能性があると考えられます。

グローバル株式ファンドと国際株式ファンドに関しても、ファンド・マネジャーはそれぞれのベンチマークを平均でそれぞれ年間 2.85%、1.55%アンダーパフォームしました。また、ベンチマークをアンダーパフォームした株式ファンドの割合はそれぞれ 90.62%、80.95%に上りました。全体として、米国のグローバル株式ファンドと海外株式ファンドは、他国を本籍地とするファンドと比べて高い相対パフォーマンスを示しており、米国の国際株式ファンドの 62.5%がベンチマークをアンダーパフォームしたものの、資産加重リターンはそれぞれのベンチマークを年間 0.51%上回りました。

調査を行った全ての外国株式ファンド・カテゴリーの中で、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が最も小さかったのは新興国市場ファンドのカテゴリーとなりました。また、超過リターンが最も高かったのも新興国市場ファンドのカテゴリーとなりました。このことを踏まえると、全体的に効率性の低い新興国市場では、先進国市場と比べて、資産配分や銘柄選択を通じて高いパフォーマンスを狙える可能性があると考えられます。とは言うものの、外国の新興国株式ファンドの大部分は、本籍地がどこのファンドであっても、ベンチマークをアンダーパフォームしていることに変わりありません。



図表 6: ベンチマークをアンダーパフォームした外国のアクティブ・ファンドの割合、資産加重リターン、ベンチマークのリターン

市場	ベンチマーク	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(5年間の割合%)	ファンドの資産加重リターン(5年間、年率%)	ベンチマークのリターン(5年間、年率%)	ファンドの超過リターン(5年間、年率%)
<b>米国の株式ファンド</b>					
カナダ	S&P 500(カナダドル)	97.10	13.56	17.78	-4.22
欧州(ユーロ)	S&P 500(ユーロ)	98.47	15.53	19.46	-3.93
欧州(英ポンド)	S&P 500(英ポンド)	94.41	13.68	16.27	-2.59
日本	S&P 500(円)	94.12	12.59	21.45	-8.86
平均		96.03	-	-	-4.90
<b>グローバル株式ファンド</b>					
米国	S&P グローバル 1200(米ドル)	75.46	9.38	10.49	-1.11
カナダ	S&P 先進国中大型株(カナダドル)	97.17	9.15	12.89	-3.74
欧州(ユーロ)	S&P グローバル 1200(ユーロ)	97.17	10.08	14.27	-4.19
欧州(英ポンド)	S&P グローバル 1200(英ポンド)	90.36	9.59	11.28	-1.69
日本	S&P グローバル 1200(円)	86.90	12.05	16.21	-4.16
南アフリカ	S&P グローバル 1200(南アフリカランド)	96.67	18.73	20.92	-2.19
平均		90.62	-	-	-2.85
<b>国際株式ファンド</b>					
米国	S&P 700(米ドル)	62.54	5.91	5.40	0.51
カナダ	S&P EPAC 中大型株(カナダドル)	86.84	5.21	7.96	-2.75
オーストラリア	S&P 先進国(除くオーストラリア)中大型株(オーストラリアドル)	86.09	11.18	12.98	-1.80
日本	S&P グローバル 1200(除く日本)(円)	88.33	14.50	16.65	-2.15
平均		80.95	-	-	-1.55
<b>新興国株式ファンド</b>					
米国	S&P/IFCI(米ドル)	72.19	3.16	2.69	0.47
欧州(ユーロ)	S&P/IFCI(ユーロ)	90.71	4.26	6.24	-1.98
欧州(英ポンド)	S&P/IFCI(英ポンド)	72.50	4.26	3.40	0.86
日本	S&P 新興国総合指数(円)	61.40	6.65	7.67	-1.02
平均		74.20	-	-	-0.42

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014年12月現在のデータ。2014年末のSPIVA オーストラリア、カナダ、欧州、日本、インド、ラテンアメリカ、南アフリカ、米国のスコアカードで報告された内容に基づいています。表は説明目的のために提供されています。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ず、インデックスのリターンには投資家が支払う手数料が反映されていません。

## 2.2 様々な投資スタイルにおけるファンドのパフォーマンスの評価

国内の大型株ファンドに関しても、2014年12月までの過去5年間において、米国やカナダ、欧州、オーストラリア、ブラジルの非常に多くのファンドがベンチマークを下回るパフォーマンスとなりました。この結果は日本やインドのファンドとは大きく異なっており、日本やインドではアクティブ・ファンドが良好なパフォーマンスとなりましたが、それでも半分強がベンチ

マークをアンダーパフォームしました(図表 7 参照)。資産加重超過リターンでは、インドが最高のリターンとなり、日本、欧州、オーストラリアがこれに続きました。このことは、大規模な資産ベースで運用しているアクティブ・マネジャーが株式を選択する上で高いスキルを持っていたか、あるいはこれらの市場でより効率的に機能することができたため、高いリターン(手数料控除後)を生み出したことを示唆している可能性があります。一方、米国やカナダ、ブラジルなどは全て、同期間においてマイナスの超過リターンとなりました。

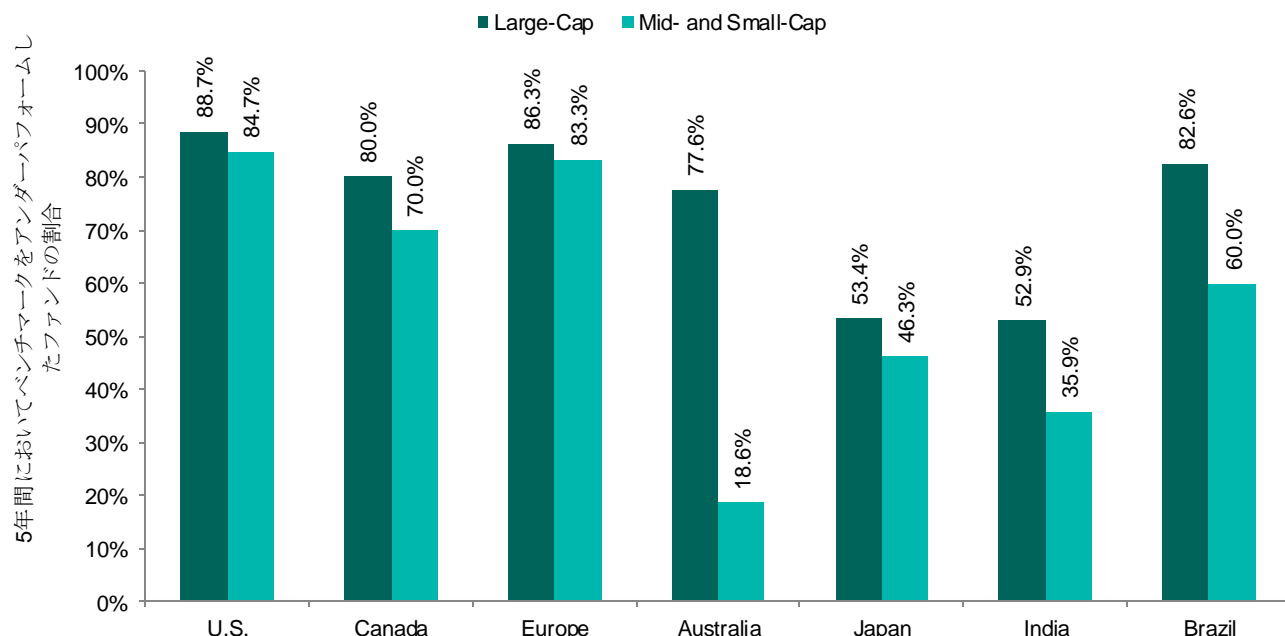
図表 7 及び 8 の結果を見ると、最も興味深い点として、欧州の大型株ファンド・カテゴリーではファンドの 13.6%がベンチマークをアウトパフォームしているに過ぎないものの、資産加重超過リターンはプラスであり、2014 年 12 月までの過去 5 年間に於いて年間 0.46%の超過リターンを生み出しています。また、オーストラリアでも同じような結果が見られ、ファンドの 22.44%がベンチマークをアウトパフォームしているに過ぎないものの、0.16%の超過リターンを生み出しています。

大型株と比較して、国内の中小型株ファンドでは結果がやや異なります。オーストラリアが最高のパフォーマンスとなり、アクティブ・ファンドの 81.4%がベンチマークをアウトパフォームしています。その他の国でアクティブ・マネジャーのほとんどがベンチマークをアウトパフォームしたのは、インドと日本だけでした。それ以外の国では、非常に多くのマネジャーがベンチマークをアンダーパフォームしています。

このことを各地域で生み出されている超過リターンの規模で比較しても、同じようなパターンが見られました。オーストラリアとインド、日本だけが大幅な超過リターンを上げました。この期間において、カナダではファンドの 30%がベンチマークをアウトパフォームしているに過ぎないものの、年間で 0.32%の超過リターンを上げています。

全体として、大型株ファンドで超過リターンを生み出すことは難しいように思われます。大型株ファンド・カテゴリーの大半がベンチマークをアンダーパフォームしており、マネジャーがプラスの超過リターンを達成できた地域でも、超過リターンは非常に小幅なものにとどまっています。一方、中小型株ファンド・カテゴリーでは、オーストラリアや日本、インドにおいてベンチマークをアウトパフォームしているファンドの割合が比較的高かったものの、全体で見ると、ベンチマークをアンダーパフォームした国の方が多いと言えます。

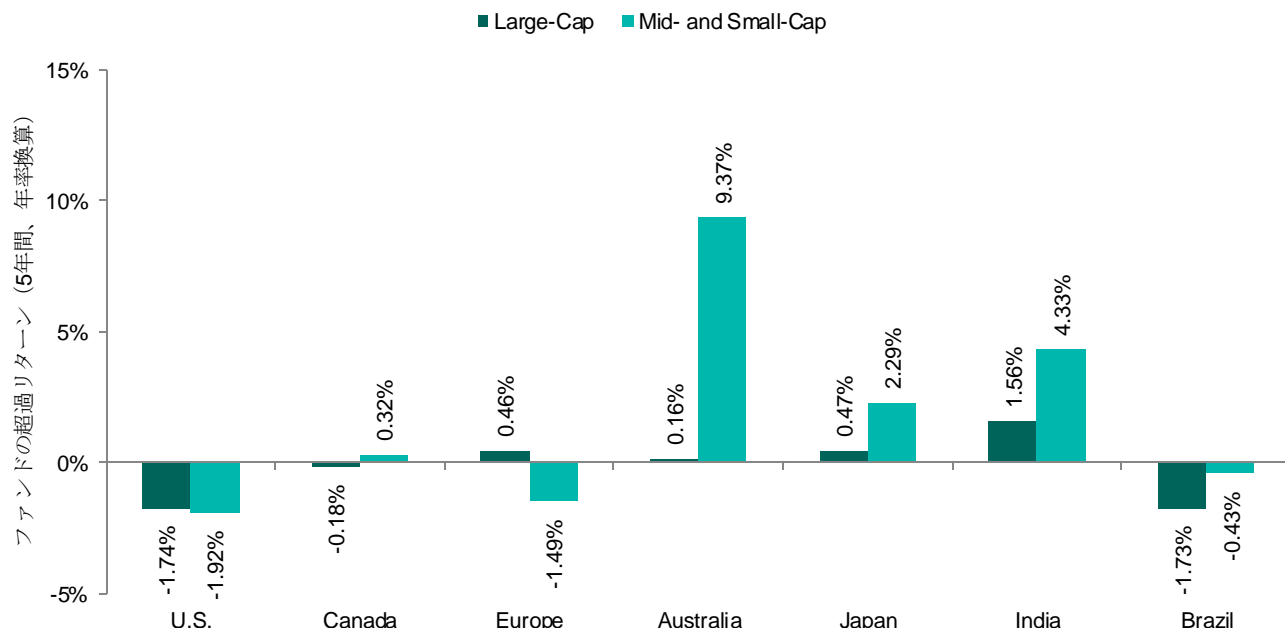
図表 7: 大型株、中小型株のカテゴリーにおいてベンチマークをアンダーパフォームした国内のアクティブ・ファンドの割合



出所:S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014 年 12 月現在のデータ。2014 年末の SPIVA オーストラリア、カナダ、欧州、日本、インド、ラテンアメリカ、南アフリカ、米国のスコアカードで報告された内容に基づいています。図表は説明目的のために提供されています。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ず、インデックスのリターンには投資家が支払う手数料が反映されていません。



図表 8: 大型株、中小型株のカテゴリーにおけるベンチマークに対する国内のアクティブ・ファンドの超過リターン



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014 年 12 月現在のデータ。2014 年末の SPIVA オーストラリア、カナダ、欧州、日本、インド、ラテンアメリカ、南アフリカ、米国のスコアカードで報告された内容に基づいています。表は説明目的のために提供されています。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ず、インデックスのリターンには投資家が支払う手数料が反映されていません。

### 3.0 ファンドの規模はパフォーマンスに影響を与えるか？均等加重リターンと資産加重リターンの比較

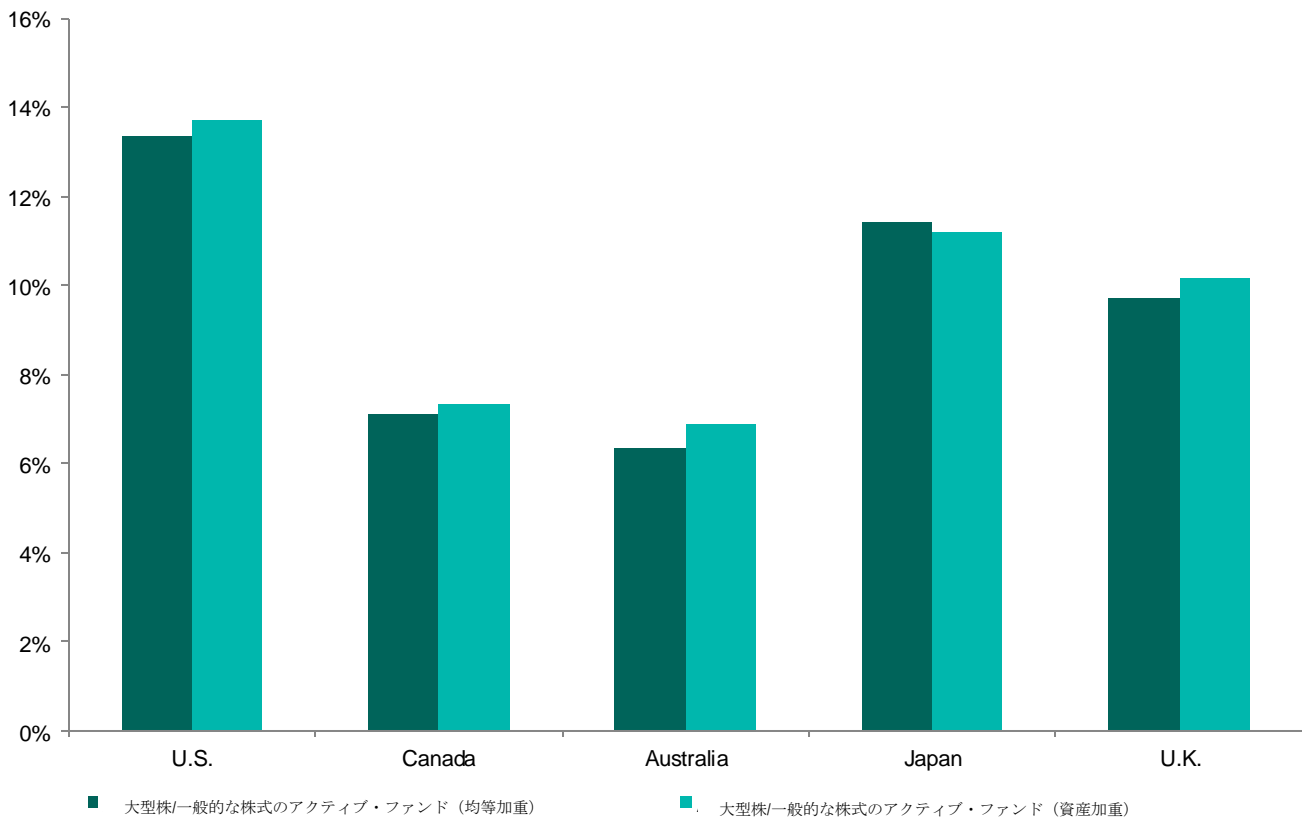
パフォーマンス調査は通常、調査対象ファンドの均等加重リターンに基づいて実施されます。均等加重はマネジャーの平均パフォーマンスを測定する上で適切な手法である一方、資産加重は投資された金額の平均パフォーマンスを示すため、資産加重は、特定の期間における投資家の真の投資経験をより正確に反映するとも言えます。SPIVA レポートでは、所与のファンド・カテゴリーにおいて、マネジャーの平均パフォーマンスと投資金額の平均パフォーマンスの両方を投資家が比較できるように両方の数値が公表されています。

別の角度から考察すると、均等加重リターンと資産加重リターンは、ファンド全体のパフォーマンスを判断する上で資産運用残高 (AUM) が適正であるかどうかを測定する手段として使われることもあります。一般的に言えば、資産規模の大きなファンドは資産規模の小さなファンドと比較してスケールメリットを享受できると考えられるため、資産加重平均リターンが均等加重平均リターンより高くなると考えられます。資産規模の大きなファンドでは、スケールメリットにより条件の良い取引執行ができるため、その他の条件が同じであれば、最終投資家に対して高いリターンを提供する可能性があります。逆に、均等加重平均リターンが資産加重平均リターンより高い場合には、資産規模の小さなファンドが資産規模の大きなファンドより好調なパフォーマンスを上げていることを意味しており、地域や資産クラスによっては、均等加重リターンと資産加重リターンが大きく異なる場合があります。弊社では、米国やカナダ、英国、日本、オーストラリアなどの先進国のパフォーマンス結果の分析を通じて、このことを浮き彫りにすることを目指しています。

大型株または一般的な株式ファンド・カテゴリーに関して、図表 9 の結果によると、AUM の規模がファンドのパフォーマンスに影響を及ぼしているように思われます。2014 年 12 月までの過去 5 年間にわたり調査した 5 つ市場の内、4 つの市場において資産加重リターンが均等加重リターンを上回り、日本だけが例外となりました。また、日本では、調査した投資期間にかかわらず、資産加重リターンが一貫して均等加重リターンを下回っていることも興味深い結果と言えます。全体として、2 つの加重スキームによるパフォーマンスの違いは年間 0.25%-0.56%前後になっています。

小型株に関しては、ややまちまちの結果となっています。米国やオーストラリア、英国の小型株ファンドでは資産加重リターンが均等加重リターンより高くなっている一方、日本やカナダの小型株ファンドでは資産加重リターンが均等加重リターンより低くなっています。ほとんどのケースで、資産加重リターンと均等加重リターンの違いは、英国を除くと非常に小さく（年間約 0.3%）なっていることも注目されます。英国ではこの違いが大きく、年間平均 1.53%となっています。したがって、英国ではファンドの規模がパフォーマンスを左右する重要な要因になっている可能性があります。英国の平均的な投資家にとって、資産規模の小さなファンドよりも資産規模の大きなファンドを選択することで、過去 5 年（小型株ファンドが最も高いパフォーマンスを上げた資産クラスの一つであった期間（図表 7 参照））にわたり約 7.60%の累積追加リターンが得られた可能性があります。また、Otten and Reijnders (2012)<sup>5</sup> が発表した論文においても、英国の小型株ファンドではより規模の大きなファンドが規模の小さなファンドをアウトパフォームする傾向にあることが示されています。この著者は、スケールメリットが重要な役割を果たした可能性があり、英国の小型株ファンドは依然として成長過程にあり、まだ最適な規模に達していなかった可能性があるかと結論づけました。

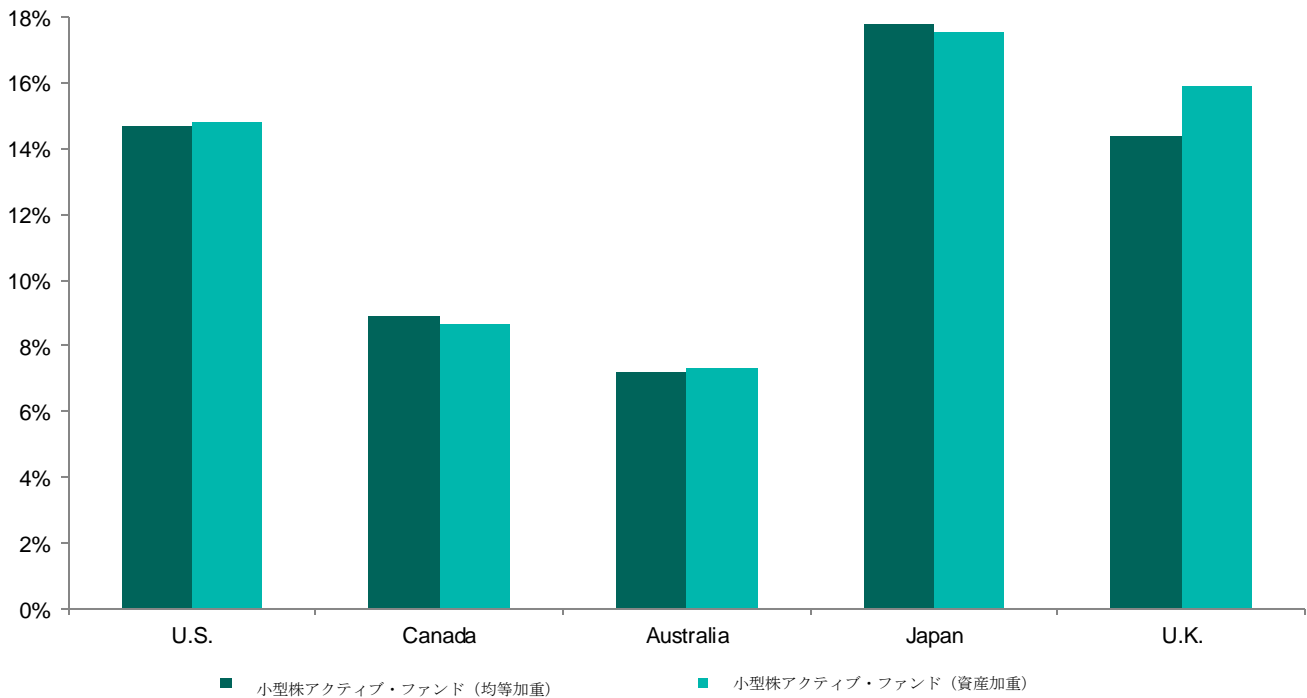
図表 9：一部の大型株ファンドの資産加重リターンと均等加重リターンの比較



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014 年 12 月現在のデータ。2014 年末の SPIVA 米国、カナダ、欧州、日本、オーストラリアのスコアカードで報告された内容に基づいています。図表は説明目的のために提供されています。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。

<sup>5</sup> 出所：Otten and Reijnders (2012)、The Performance of Small Cap Mutual Funds: Evidence for the U.K.、マーストリヒト大学

図表 10: 一部の小型株ファンドの資産加重リターンと均等加重リターンの比較



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。モーニングスターの情報に基づいています。2014 年 12 月現在のデータ。2014 年末の SPIVA 米国、カナダ、欧州、日本、オーストラリアのスコアカードで報告された内容に基づいています。図表は説明目的のために提供されています。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。

図表 11: 資産加重リターンと均等加重リターンのパフォーマンス格差

	米国	カナダ	オーストラリア	日本	英国
年間の絶対リターン格差 (大型株) (%)	0.34	0.25	0.56	0.23	0.43
年間の絶対リターン格差 (小型株) (%)	0.14	0.28	0.14	0.23	1.53

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。2014 年 12 月現在のデータ。2014 年末の SPIVA 米国、カナダ、欧州、日本、オーストラリアのスコアカードで報告された内容に基づいています。表は説明目的のために提供されています。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。

#### 4.0 結論

米国 SPIVA レポートを最初に公表して以来、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスはパッシブ運用とアクティブ運用の議論を追跡調査するために、調査対象となる国や地域を拡大してきました。本レサーチレポートでは、投資家が支払う手数料がアクティブ・ファンドの本籍地により異なるため、これによる複利効果が累積リターンに大きな影響を及ぼす可能性があることを示しました。

調査したサンプルでは、様々な国において、新興国市場のマネジャーよりも先進国市場のマネジャーの方がベンチマークをアンダーパフォームすることが少ないことを示す一部の証拠を見出しましたが、このことは全体にわたりに貫していませんでした。投資スタイルの点では、インドと日本が、大型株と中小型株の両カテゴリーにおいてベンチマークに対して高水準のアウトパフォーマンスを達成していました。

最後に、所与の大型株ファンドの成功を決定する上で、AUM の規模が関係していたことを突き止めました。ただし、分析した国の中で特に日本は例外となりました。小型株カテゴリーでは結果はまちまちであり、英国においてはファンドの規模が関係していることが確認されました。

## S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスについて

マグロウヒル・フィナンシャルのグループ会社である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数ベースのコンセプト、データおよびリサーチを提供する世界最大のグローバル・リソース企業である。金融市場の代表的指標である S&P 500<sup>®</sup>およびダウ・ジョーンズ工業株平均<sup>™</sup>をはじめとして、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、機関投資家や個人投資家のニーズを満たす革新的で透明性のあるソリューションを 115 年以上にわたり構築してきました。当社の指数に基づく金融商品に投資される資産額は、世界の指数プロバイダーの中で最大規模となっています。広範なアセット・クラスをカバーする 1,000,000 超の指数により、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、投資家が市場を測定し売買する方法を定義しています。当社についての詳細は [www.spdji.com](http://www.spdji.com) まで。

## 免責事項

©2015 年 マグロウヒル・フィナンシャルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。不許複製。Standard & Poor's、S&P、は、マグロウヒル・フィナンシャ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・サービスズ 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もありません。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、再製作または配布、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、適時性或いは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。