

投資信託の取引傾向と長期資産形成

関西学院大学商学部教授 阿 萬 弘 行

県立広島大学大学院経営管理研究科准教授 高 橋 陽 二

目 次

1. はじめに
2. 日本の投資信託市場
3. 資金フロー・パフォーマンス関係
4. 資金フローに関する日本の先行研究
5. 資金フローの決定要因分析
6. 今後の展望

1. はじめに

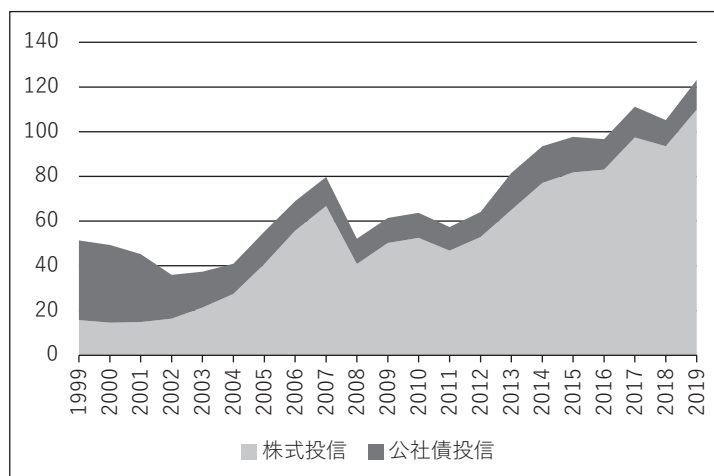
家計の長期資産形成にとって、投資信託(以下、「投信」と略記)の適切な活用が望ましいことは、多くの人々の一致した見方と思われる。一般的には、投信のメリットとして、第一に、家計がこれを用いることで、個人のレベルでは不可能な大きな規模の分散投資を行うことができる。第二に、投資知識に乏しい家計が、専門的知識をもつファンド運用会社に資産運用を任せることのできる利便性がある。図1の日本の公募投信の時系列推移を見ると、この20年間で投資信託の残高は着実に伸び続けている。とくに、公社債投信は長期的な減少傾向が見られるが、株式投信は大きな拡大傾向を示している。1998年の銀行での窓口販売の解禁および普及、2014年の日本版少額投資非課税制度(NISA)導入、2017年の個人型確定拠出年金の拡充、独立系投信の伸張、インターネット取引の普及など、投

信市場の改革・変化が断続的に起こり、現在さらなる発展の節目にある。他方、投信を売買する上での、金融業界の供給体制のあり方、家計の金融リテラシー不足など、問題点は存在しており、改善が望まれる。

投信の第一のメリットである分散投資については、多くの場合問題なく実行されていると思われる。しかしながら、投信の第二のメリットである専門家への委託による利便性がかえって、家計—金融機関のエージェンシー問題を引き起こすリスクがある。つまり、典型的なエージェンシー理論の枠組みを当てはめると、家計をプリンシパル、金融機関(投信運用会社・販売金融機関)をエージェントとして想定できる。このとき、金融知識に乏しい家計、専門知識の豊富な金融機関という意味での情報の非対称性が存在する。そしてまた、家計は運用資産の価値増加、金融機関は手数料収入の増加という目的関数を想定するならば、利害の部分的な不一致も存在する。

本研究課題では、こうした背景を踏まえて、

図1 公募型投資信託の純資産残高推移



単位：金額(兆円) 出所：投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成
URL:<https://www.toushin.or.jp/>

投資信託市場の現状や先行研究を整理するとともに、独自にファンド売買行動の決定要因について実証分析を行う。とくに、投信の需要者側である家計・個人投資家の行動および供給側の金融機関の影響について研究する。これによって、長期資産形成手段として、投資信託市場の育成策を考える際の基盤となる学術的資料としたい。

需要者側の行動決定要因として、ファンドの過去パフォーマンスへの反応について分析を行う。一般的に、個人投資家は、投資対象の金融商品の選択に当たって、機関投資家のようなプロフェッショナルとは異なり、金融知識・情報収集や判断能力に大きな制約がある。その場合、過去のファンド業績が最も安価で利用しやすい評価材料となるため、それをシグナルとした投資決定を行うと予想される。日本市場の分析上の利点として、ファンドレベルでの投信設定額・解約額を把握できるため、業績情報に対する購入・売却行動を識別して分析できる。実際に、本研究の分析結果から、購入と売却の行動原理について異なるパターンが観察されている。

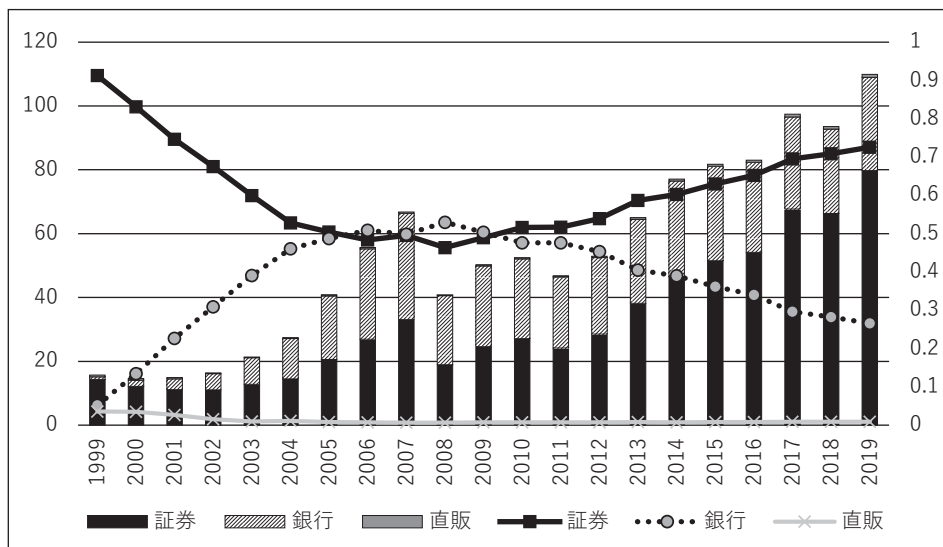
さらに、ファンド供給側の市場構造の影響

の検証を行う。これは、日本の投信の固有事情を反映した分析である。投信の生産・販売体制に関して、規制当局・実務・学会各方面から、本来の長期資産形成とは相容れない、ファンドの短期売買傾向への批判が数多くなされてきた。本研究課題では、ファンドレベルのデータを駆使して、回転売買のパターンの有無、投信運用・販売体制の影響、また、手数料水準の影響などを分析し、批判されるべき傾向が実際に観測されるか、多面的な観点から検証していく。これにより、投信市場の長期運用化への問題点の所在を明らかにする。

2. 日本の投資信託市場

この節では日本の投信市場の構造について各種資料を利用して整理する。第一に、投信の運用会社が大手金融機関（証券会社・銀行）と資本系列にあるケースが多い⁽¹⁾。このことについては、既に20年前の当時から、二上・米沢（1999）および首藤（1999）において、日本における運用会社の独立性の欠如が指摘されている。運用会社が販売金融機関の子会

図2 公募型株式投資信託の販売経路



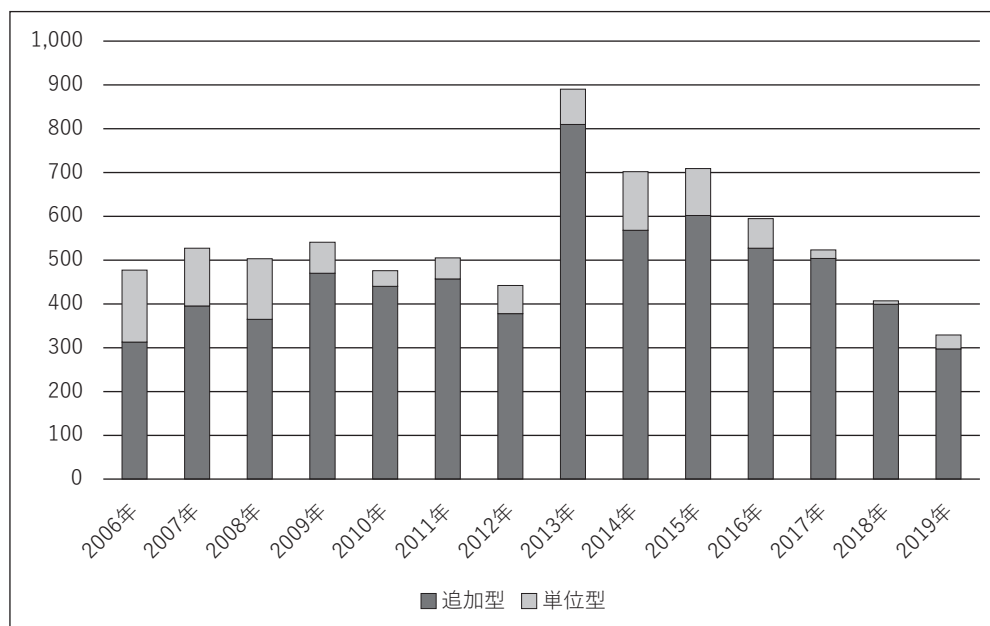
左側：金額(兆円)、右側：シェア(%) 出所：投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成
URL:<https://www.toushin.or.jp/>

社であると、純粹に顧客本位の投信販売・運用がなされず、親会社である販売金融機関の利益を重視した市場構造となる懸念が発生する。販売金融機関は、顧客の頻繁な回転売買によって販売手数料収入の増加が見込める。そして、運用会社の側では、回転売買に適した形での頻繁なファンド新規設定に経営資源が費やされるかもしれない。もし独立した運用会社であれば、自社の運用パフォーマンス向上をもっとも重視すると予想され、それは顧客の利益にもかなう。杉田(2019、7章-9)によると、2017年末時点で日本の運用会社上位5社はいずれも大手証券会社・メガバンクの系列であるが、米国では、バンガード、フィデリティなど上位4社は独立系運用会社である。英国では、5社中3社が独立系、2社が保険系である。ドイツでは、日本と類似して、銀行系の運用会社が上位の多くを占めている。金融庁(2017、p.64)では、日系の運用会社では、役員のうち、販売会社出身者は75%を占めている。また、メガバンクでの系列運用会社の投信販売額比率は56%であ

る。したがって、全体の過半以上が系列内商品であるが、他方で、おそらく証券系・外資系・保険系などグループ系列以外の商品も相当程度販売しており、必ずしも完全に排他的な状況ではない。松本・松澤・丸(2004)は、2003年時点において、地方銀行の投信窓販を調査している。興味深い結果として、地銀は、属する金融グループの運用会社提供のファンドを取り扱う傾向が強いことを示している。以上のように、日本の投信市場では、販売一運用の密接な関係が構築されている。このような系列関係は、顧客利益にとってデメリットを生む土壌となりうる一方で、顧客と接する機会の多い証券会社や銀行店頭からの顧客ニーズに関する情報が運用会社に伝わりやすいというメリットがありうる。

販売経路については、図2で示しているように、直近では全体の72%が証券会社経由、26%が銀行窓販経由である。1998年の銀行窓口販売の解禁以来、銀行経由が着実に伸びている点を見ると、日本の家計にとって身近な金融機関である銀行が投信普及に果たしてき

図3 公募型株式投信の新規設定数の推移



出所：投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成 URL:<https://www.toushin.or.jp/>
 単位：ファンド数

た役割は小さくないと推測される。直販経由は、0.8%程度であり、成長率が高いが、現状のシェアは極めて限られている。米国の場合、日本よりも販売チャネルの多様性が高い。杉田（2019、6章-4）によれば、そもそも、確定拠出年金が普及しているため、それを経由したものが多。また、証券会社以外にも、独立フィナンシャルプランナーやディスカウントブローカーからの直販のシェアも大きいようである。

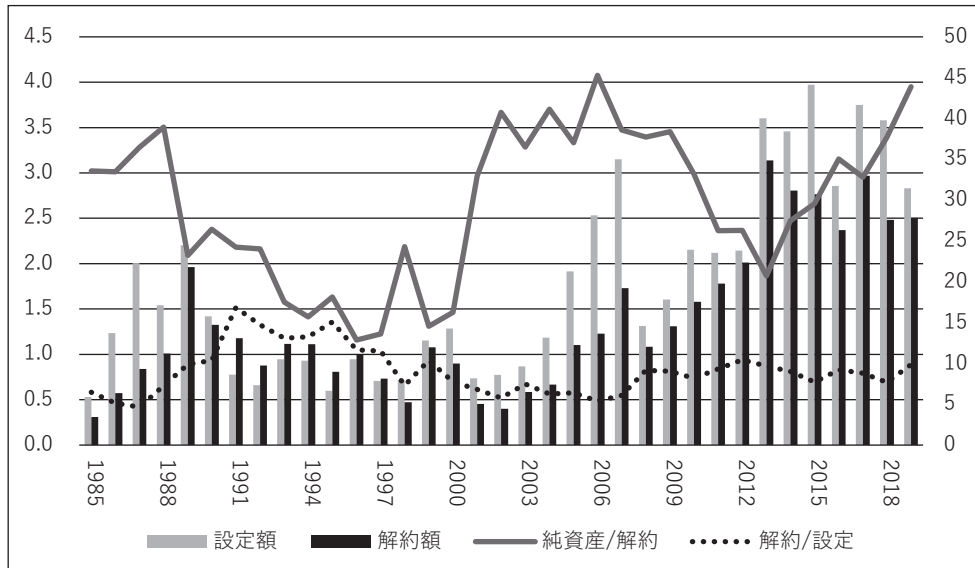
日本における手数料水準についても議論がある。金融庁（2015、p.96）では、米国と比較して販売手数料水準が高いことを指摘している。しかしながら、この点について興味深い分析として、松尾（2020）は、米国での投信販売では、個々のファンドの販売手数料としてではなく、フィナンシャルアドバイザーが資産運用助言サービスへの対価を別途得ていること（アンバンドリング）を考慮すると、単純な比較結果は適さない点を指摘して

いる。その上で、ノーロードファンドでの国際比較を行うと、日本の手数料は高くはないと論じている。

いわゆるテーマ型投信など流行のキーワードに関連したファンド新規設定・販売もしばしば批判の対象となっている。たとえば、金融庁（2014、p.87）では、「売れ筋投信」の上位ファンドの属性を見ると、海外通貨・特定国地域・資産クラス（不動産等）に偏りがあることを指摘している。こうした分散投資の観点から望ましくない投信が売れている事実について、販売金融機関による短期的な乗り換え営業の可能性という問題意識を提起している。

これに関連して、日本の投信市場では、新規ファンドが毎年多数設定されることもまた指摘されている。長期的な資産運用対象として投信を考えるなら、新規ファンド販売は、長期的な評判を形成する安定的なファンド育成を阻害している面がある。実際に、金融庁

図4 公募型株式投信の設定・解約の推移



出所：投資信託協会ホームページの統計資料より筆者作成 URL:<https://www.toushin.or.jp/>
 右側：金額(兆円)、左側：比率

(2015, p.91) は、米国での1ファンド当たり平均規模は2,429億円、日本では175億円にしか満たないことを指摘している。しかしながら、この点については、図3のファンド新規設定数の推移に見るように、2013年をピークとして近年は減少傾向にある。販売手数料拡大を目的とした回転売買とそれを支える頻回な新規設定は減少しつつあるのかもしれない。

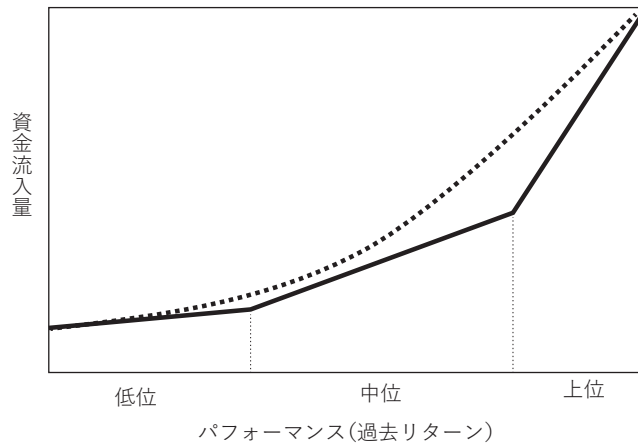
投信市場において、回転売買傾向を示す指標として、純資産/解約の比率がしばしば用いられる。これは、定義上、市場全体の投資信託を一つのファンドとみなして(平均的代表的なファンドを想定して)、今後の設定(資金流入)が現在の解約(資金流出)と同額で推移すると仮定して、何年で投資家が完全に入れ替わるかを示している。あるいは、今後の設定が無いと仮定して、現在の解約が毎年持続すると、何年で純資産がゼロとなるかを示している。平均保有期間という呼び方もされる。図4は、1985以降の長期での日本市

場での設定・解約および純資産/解約比率・設定/解約比率の推移を示している。純資産/解約比率で見ると、近年では回転売買傾向は2年程度から4年程度へと、やや抑制されるトレンドがある。ただし、この指標は、設定状況を考慮していない点、純資産額の時価評価の動きに左右される点、個々のファンドの回転売買ではなく市場全体を見ている点、という欠点があり、長期的に見て波が大きい。首藤(1999)は、1985年から1996年の期間で、米国・英国と比較すると、日本の投信市場では設定率とともに解約率も非常に高いという回転売買傾向を示唆するデータを提示している。図4で、より最近までの状況を見ると、現在でもなお、設定に対する解約の比率は高く、設定額に対して8割程度の解約がある。

3. 資金フロー・パフォーマンス関係

ファンドを個人投資家にとっての商品と考えるとき、その品質を判断するために利用の

図5 資金流入量・パフォーマンス関係の概念図



筆者作成

容易な指標は過去の業績、特に過去リターンである。とくに、個人投資家は機関投資家と異なり、情報収集・分析に関して制約が大きく、情報コスト負担も大きくなる。そのため、誰にでも入手可能で解釈の容易な業績が投資判断の目安として用いられる可能性が高い。個人投資家が、過去のリターンを追いかけ(chasing)、業績の良いファンドを買い、業績の悪いファンドを売る傾向は、ファンドの資金フローとパフォーマンスの関係性(flow-performance relationship)として豊富な研究が蓄積されてきた。本研究では、投資家が過去パフォーマンスをファンドの品質を示すシグナルとして捉える結果、資金フローと業績が正の相関をするという考え方を「情報シグナル仮説」として定義する。ここでの留意点として、「情報シグナル」は広い意味で用いている。狭義の情報シグナルという場合、使用された情報が事後的に有益な結果をもたらすことを意味する。今回の分析では、投資決定の将来パフォーマンスへの効果は検証・確認していないため、広義の意味での情報シグナル性を取り扱っている。この点は、後の今後の展望においても触れる。

ファンドの資金フロー・業績の関係性に関

する最も古典的な米国での研究に、Gruber (1996)、Ippolito (1992) や Chevalier and Ellison (1997) などがある。これらの研究では、ファンドパフォーマンスの向上に伴って、純資金流入が高まる傾向を報告している。また、もう一点重要な一般的傾向として、多くの先行研究は、資金フロー・パフォーマンス関係は線形ではなく、顕著に高い業績領域で反応度が高まる非線形性を示している。図5の概念図のように、たとえば実線のグラフでは、過去のパフォーマンスを低位・中位・上位と区分した場合、低位よりも上位の過去リターンのケースで傾きが大きくなる。破線のグラフは同様に、二次曲線で近似されるケースを示している。先行研究では、このような非線形の資金フローは、ファンド運用主体が過度にリスクテイキングな運用を行う誘因をもたすことを指摘している。

Sirri and Tufano (1998) は、区分回帰分析(piece-wise regression)を用いて、資金フロー・パフォーマンス関係の形状に対して、非線形関数形を当てはめて有意な結果を得ている。さらに、彼らの研究は、投資家にとってのサーチコストの影響を、ファンド規模、マーケティング関連支出、マスメディア

露出度を用いて分析しており、ある程度の整合性を得ている。Jain and Wu (2000) は、ファンドの雑誌広告が資金流入増加をもたらすこと、しかし、それは事後的なパフォーマンス向上と関連しないことを発見している。Barber *et al.* (2005) は、投資家の支払う異なる手数料形態に着目している。資金流入は、投資家にとって目につきやすい (salient) 販売手数料増加に対して、敏感にネガティブな反応をしている。他方で、運用管理支出 (operating expense) についてはそのような結果は見られていない。Del Guercio and Tkac (2009) は、個人向け投信に投資する個人投資家行動とは異なり、年金基金顧客は、低い業績に対しても資金引き上げ(売却行動)を強めている。Solomon *et al.* (2014) は、マスメディアによる報道によって、投資家が過去業績に依存するバイアスを強めることを示している。Ferreira *et al.* (2012) は、国際比較分析している。彼らの結果では、関係の非線形性は先進国では相対的に弱く、投資家の洗練度や市場への参加コストの低さに起因すると結論している。Shu *et al.* (2002) は、台湾のデータから、購入と売却を分離した分析を行い、小口投資家が多いと想定される大型ファンドでは、リターン増加後に購入が増加し、また、利益実現化と一致する形で、売却も増加することを示している。

個人投資家にとって、投信の各種リターン指標、リスク、運用内容などの複数の属性を単純な格付けに集約する評価会社の役割は大きいかもしれない。Del Guercio and Tkac (2008) は、過去リターンだけでなく、ファンド品質情報を提供する媒体としてモーニングスターレーティングを分析している。ここでは、情報提供効果をイベントスタディによって分析し、実際に、格上げのタイミングで資金流入が増加することを示している。Kaniel and Parham (2017) は、マスメディアによる注目効果を、回帰切断デザイン (Regression Discontinuity Design) によ

り因果推論を行っている。マスメディアに注目効果を分析する際には、ニュース自体の情報効果と注目効果を識別する必要があり、彼らの研究では、Wall Street Journal 誌上でのTop10ランキング (“Category Kings”) への掲載が、近傍の11位と比較して、顕著に純資金流入をもたらすことを示している⁽²⁾。

4. 資金フローに関する日本の先行研究

この節では、主に日本の投信を対象とした資金フローの決定要因や回転売買に関わる実証研究を整理する。意外にも、投信への資金フローに関しては海外と比較すると実証研究の数は少ない⁽³⁾。その中でも、全般的には、それぞれの実証結果から見ると、パフォーマンス向上は資金流入につながっている。山本・米澤・花村 (2004) は、「成果の良い投信は売られる」という投信の回転売買に関する通説を実証的に検証している。彼らの純資金フローを用いた分析によると、過去のパフォーマンスの上昇は、純資金フローを高めており、回転売買傾向には否定的な結果である。他方で、ファンド年齢が高い場合、純資金流出が高まっており、部分的に回転売買傾向を示唆している。半田 (2006) は、通常のリターン (時間加重収益率) と比較して、投資家全体が実際に受け取る投資家リターン (金額加重収益率) が劣っているとの分析結果を提示している。そして、その差異は、回転売買率 (解約率) が高いほど、拡大する傾向を指摘している。また、証券子会社のファンドの場合、回転売買率が相対的に高いことも指摘している。藤原・呂 (2012) は、リターン及び分配金利回りに関して、それらが高いファンド群において統計的に有意に設定額・純資金流入額が高いことを示している。俊野 (2012) は、新興国市場対象の投信では、過去の資金流入状況が継続的に資金流入を増加させる傾向や過去リターンの状況が資金流入を増加させる傾向を報告している。

5. 資金フローの決定要因分析

この節では、阿萬・高橋（2020）で報告した投信の資金フローデータを用いた実証分析の結果を要約する。投信の需要面、供給面から二つの仮説のテストを実施した。第一に、「情報シグナル仮説」は、数多くの国内外の先行研究を踏まえて、投資家が過去リターンを情報シグナルとして、投資判断の材料としているかどうかを分析する。具体的には、回帰分析において、過去リターンが上昇したときに設定額が増加すれば、購入決定面での情報シグナル仮説が支持される（正の推定係数）。また、過去リターンが下落したときに、解約額が増加すれば、売却面での情報シグナル仮説が支持される（負の推定係数）。第二に、「ファンド乗り換え仮説」は、日本の投信市場の固有の状況を反映した仮説設定である。販売会社・運用会社の資本系列関係が、投資家のファンド間の頻繁な乗り換え行動、つま

り、短期回転売買を促進しているかどうかを検証する。具体的には、業績が上がった時にファンドが売られる傾向を「回転売買」を示す指標とみなす。そして、販売・運用の系列関係があるときに、回転売買傾向が強いならば、仮説は支持される。

実証分析に用いるサンプルは、日本の追加型公募投信に対して、期間は2010年1月から2014年12月の4年間（48ヵ月）である。主なデータは金融データソリューションズより提供された。長期公社債投信とインデックス型投信は除外して最終的には、4,489ファンドを用いる。ファンド×月次の167,388のパネルデータである。資金流入量Buyは、設定額（購入額）を純資産額で除している。資金流出額Sellは、解約額（売却額）を純資産額で除している。過去リターンとして、過去1年間のファンドリターンからマーケットリターンを控除した超過リターン ExRtnを用いる。マーケットリターンは、金融業種を除く東証一部・二部に対して算出されている。ファン

表1 過去リターンと資金フローの回帰分析

	購入 Buy	売却 Sell
ExRtn	0.0424***	0.0161***
(超過リターン)	[36.21]	[14.08]
Risk	0.0970***	0.0257
(リスク)	[5.57]	[1.51]
lnAge	-0.0333***	-0.0382***
(ファンド年齢)	[-35.36]	[-41.31]
lnNAV	0.0079***	0.0010***
(純資産額)	[28.58]	[3.66]
Mkt Buy	0.6514***	
(市場購入)	[30.48]	
Mkt Sell		0.6129***
(市場売却)		[31.76]
R ² 決定係数	0.0453	0.0349
F 値	386.24***	294.13***
観測数	167388	167388

（出所：阿萬・高橋（2020））上段は推定係数、下段の括弧内はt値。*、**、***:10%、5%、1%水準で統計的に有意。推定方法は固定効果モデル。

ドリターンには分配金支払いは含まれており、信託報酬は控除されている。コントロール変数は、リターンの標準偏差で測ったリスク (Risk)、設立来月数によるファンド年齢 (Age)、純資産額 (NAV)、市場全体の購入 (Mkt Buy)・売却 (Mkt Sell) である。

表1は、情報シグナル仮説を検証する基礎的な回帰分析の結果を示している。最も顕著な傾向として、Buy に対する ExRtn の推定係数は正值かつ統計的に有意である。過去一年間の業績が向上しているファンドは積極的に買われる傾向があり、情報シグナル仮説を購入面から支持している。しかしながら、対照的に、Sell に対する ExRtn の推定係数を見ると、正值かつ有意な結果となっており、過去業績の向上したファンドが売られている。別の言い方をすれば、業績低迷したファンドがむしろ売られにくい傾向を示している。このことは、売却面の投資行動は、情報シグナル仮説とは整合的ではない。したがっ

て、購入・売却の分離した分析では、両者は異なるメカニズムで意思決定されている。

この結果を踏まえて、次に、ファンド乗り換え仮説を検証する。表2が、運用会社タイプ別の結果である。過去リターンが上がった時に売却が進む傾向「売却反応度」を、ファンド乗り換えによる回転売買傾向とみなす。売却反応度係数は、証券系列および銀行系列のファンドにおいて、とくに大きく、統計的に有意である。つまり、金融機関系列下で運用されているファンドでは、過去リターンの上昇があると、ファンドが売却される傾向が強い。他方で、独立系ファンドでは、負の推定係数を示しており、業績向上したファンドは売られにくい。これらの結果は、証券系列・銀行系列での回転売買と整合的であり、ファンド乗り換え仮説を支持している。

より直接的にファンド乗り換え仮説を検証するために、金融系列グループ内でのファンド間資金フローをモデルに取り込んだ形での

表2 運用会社タイプの影響

	購入 Buy	売却 Sell
Sec_D (証券) × ExRtn	0.0399*** [21.77]	0.0167*** [9.26]
Bank_D (銀行) × ExRtn	0.0465*** [26.64]	0.0210*** [12.29]
Insur_D (保険) × ExRtn	0.0575*** [16.60]	0.0010 [0.31]
Frgn_D (外資系) × ExRtn	0.0343*** [16.91]	0.0124*** [6.22]
Indep_D (独立系) × ExRtn	0.0293 [1.31]	-0.0474** [-2.16]
Misc_D (その他) × ExRtn	0.0550*** [6.19]	0.0414*** [4.75]
R ² 決定係数	0.0456	0.0352
F 値	311.03***	237.42***
観測数	167388	167388

(出所：阿萬・高橋 (2020)) 上段は推定係数、下段の括弧内は t 値。
*、**、***：10%、5%、1% 水準で統計的に有意。推定方法は固定効果モデル。

回帰分析も行った（表は省略）。新たな変数として Group Buy（Group Sell）を定義する。これは、当該ファンドを抱える投信運用会社が運用するファンド群の購入量（売却量）である。ただし、純資産額で標準化している。つまり、同じグループ内での購入（売却）を示している。Sell に対する、Group Buy の推計数は正值で有意であり、グループ内での購入が多いときに、当該ファンドの売却が増加している。このようなタイミングの一致は、ファンド乗り換え仮説と整合的である。また、交差項 Group Buy × ExRtn の係数も同様に正值で有意である。グループ内購入が大きくなるときに、売却反応度は高まっており、この点もまた、ファンド乗り換え仮説と整合的となっている⁽⁴⁾。

6. 今後の展望

本研究課題でのファンドレベルのデータを用いた実証分析では、主に、二つの結果を得た。一つ目に、過去の内外の先行研究の結果と一致して、購入意思決定に対して、情報シグナル仮説が支持されている。つまり、ファンド購入は、過去リターンが上昇したときに増加している。しかしながら、興味深いことに、ファンド売却行動もまた、過去リターンが上昇したときに促進されている。これは、情報シグナル仮説とは相反する。業績の好調なファンドを保有し続けるのではなく、むしろ、早々に売却して利益を実現する行動である。この観測事実は、ファンド乗り換えによる回転売買傾向と整合的である。二つ目に、このような購入面と売却面で異質なパターンを踏まえて、販売会社・運用会社の系列関係を分析に加味した。その結果、ファンド乗り換え仮説が全般的に支持されていた。

最後に、今回の研究結果を基礎として、今後の展望について整理する。

(1) 金融監督当局による積極的な制度改革の動きは、将来的に乗り換え行動の抑制に寄与

すると思われる。もっとも分かりやすい例が、積み立て NISA 制度である。周知のように、この制度では、事前に課せられた一定の要件（インデックス投信、ノーロード、信託報酬の上限など）を満たしたファンドのみが選定される仕組みである。ある意味で、当局による直接的介入措置に近く、金融機関にとっては、この枠組みに入ることのアナウンスメント効果・評判効果、そして実際の販売拡大効果により、長期資産形成への後押し圧力が強く働くことが期待できる。

(2) 金融機関が設定する手数料も変化している。販売手数料は、回転売買による収益源であるが、ノーロード投信が増加しており、このことは供給側主体の乗り換え営業のインセンティブを抑制する。たとえば、主要ネット証券会社のノーロード投信の比率は2016年8月時点で45%を超えるまでに増加している⁽⁵⁾。また、モーニングスターの調査では、新規設定のファンドのうちノーロード投信が占める比率は、2014年は5%未満であったものが、2017年には15%を超えるに至っている⁽⁶⁾。加えて、大手金融機関においては、従業員の報酬設計に対して、従来の手数料収入依存のノルマから、預かり資産残高にもとづく報酬体系、顧客満足度を利用した報酬体系への移行の取り組みが始まっている⁽⁷⁾。金融庁（2016、p.64）でも、預かり資産残高重視の業績評価体制の例が取り上げられている。販売手数料の低下および報酬体系の変革は両者相まって、頻繁な乗り換え営業を少なくする方向へ働くこと予想される。

(3) 金融機関と運用会社の資本関係については、一体化した総合金融サービスがグループとしての強みである以上、一定のメリットもあり、これを解消することは現実的ではない。現在は証券会社・銀行窓口店頭での販売経路が圧倒的シェアを有している。直販はたしかに成長するトレンドにあるが、金融機関を通じた多様な経路の拡張も望まれる。販売会社と運用会社の一定の資本関係は維持されなが

らも、系列運用会社であっても一層の直販チャンネルが実質的に機能すれば、現行の体制下においても、系列関係の弊害は除去されるかもしれない。

(4) 独立系投信について、今回の分析では、売却反応度は概して金融機関系列のファンドよりも小さいことが示された。このことの要因の一つとして、独立系投信が長期投資を強く推し進めることを大きな目標・特徴としており、そのために、積み立て投資の比率が高いことも考えられる。たとえば、モーニングスターの調べによると、主要5ファンドでは、50%台から70%台後半まで、高い比率を示している⁽⁸⁾。しかしながら、現在の独立系投信の規模では、急激にそのシェアが拡大するとは考えにくい。むしろ、急激な規模拡大は、独立系の多くがアクティブ型であるため、運用能力の制約の問題や流動性・売買コストの問題が発生するかもしれない。長い目で見て、金融機関系列投信と独立系投信との健全な競合関係を通じて、長期投資が個人投資家に受け入れられることが望ましい。

(5) 今回は、情報シグナル仮説が主張する過去パフォーマンスに依存した投資決定について分析している。他方で、実際に、投資家の投じるファンドへの資金フロー増加が、ファンドの将来パフォーマンス向上と関連しているのかという問題については、「スマートマネー」効果研究として多くの分析が存在する(Gruber (1996), Zheng (1999), Sapp and Tiwari (2004), Keswani and Stolín (2008) など)。要するに、これらの研究では、家計の投じる資金が「スマート」な賢い選択であるかを検証している。初期研究として、Gruber (1996) は、「スマートマネー」効果について、投資家に優れたファンドを選択する能力がありうることを示した。Zheng (1999) は、投資戦略を考慮した詳細な分析によって、短期かつ小規模ファンドにこの効果がありうることを示した。さらに、Keswani and Stolín (2008) は、機関投資家

だけでなく個人投資家であっても、この効果があることを報告している。ただし、Sapp and Tiwari (2004) は、「スマートマネー」効果の存在はモメンタム効果を反映したものに過ぎないと、その効果に疑問を示している。本研究課題における資金フロー分析では、資金流入が将来の業績と相関しているか、別の言い方をすれば、資金流入によって将来業績が予測可能であるかについては検討していない。したがって、狭義の意味での過去リターンの「情報シグナル性」の分析については今後の課題である。

(6) 本研究課題では、ファンド供給側の市場構造に焦点を当てており、投資家の行動バイアスについては触れていない。個人投資家の投資行動に関する海外の先行研究は、自信過剰などの個人の行動バイアスが短期売買を増幅させる点を強調している(Barber and Odean (2000))。とりわけ、インターネット取引を行うのは自信過剰な投資家が多い、あるいは、対面からインターネット取引に移行すると投資家の自信過剰度が増すことで、取引頻度の高い回転売買が発生する傾向があるかもしれない(Choi *et al.* (2002), Barber and Odean (2002))。阿萬・高橋(2020)の販売経路別の分析でも、ネット証券経由の場合の高い回転売買傾向がある。短期的な回転売買が自信過剰バイアスによってもたらされているかは、別途、投資家への直接的なアンケート調査・経済実験を要するであろう。また、損失回避バイアスが今回観察された投資行動に影響している可能性も検討に値する。この投資家の心理的傾向は、含み益がある場合には利益確定が容易であり、反対に、含み損がある場合には損失確定を忌避する傾向を指している。これは、いわゆる「プロスペクト理論」の一部を構成している(Kahneman and Tversky (1979))。つまり、過去リターン上昇に対する売却反応度が増加するパターンは、早めの利益確定と整合的である。このような投資家行動バイアスが、金融機関営業

姿勢とは独立の経路あるいは相乗効果として、回転売買を強めるかもしれない。ただし、ファンドレベルの資金フローデータからは、個々人の購入・売却タイミングが識別できないため、行動バイアスの分析は難しい面がある。いくつかの米国での研究は、個人レベルの証券口座データを活用し、精緻な分析を行っている (Ivković and Weisbenner (2009), Bailey et al. (2011))。

【参考文献】

- 阿萬弘行・高橋陽二 (2020) 「日本における投資信託の資金フローと市場構造」『証券アナリストジャーナル』58、76-87
- 金融庁 (2014) 「金融モニタリングレポート」2014年7月、金融庁ホームページ
<http://www.fsa.go.jp/news/26/20140704-5/01.pdf>, (最終アクセス 2020/6/25)
- 金融庁 (2015) 「金融庁モニタリングレポート」2015年7月
<https://www.fsa.go.jp/news/27/20150703-2/01.pdf>, (最終アクセス 2020/6/25)
- 金融庁 (2016) 「平成27事務年度 金融レポート」2016年9月
<https://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>, (最終アクセス 2020/6/29)
- 金融庁 (2017) 「平成28事務年度 金融レポート」、金融庁ホームページ
<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>, (最終アクセス 2020/6/25)
- 杉田浩治 (2019) 『投資信託の世界』金融財政事情研究会
- 首藤恵 (1999) 「日本の投資信託の構造的問題」『投資信託と資産運用—成長への戦略と課題—』第3章、蠟山昌一編、日本経済新聞社
- 俊野雅司 (2012) 「わが国の投信市場における投資の現状と課題：行動ファイナンス的な視点からの考察」『証券アナリストジャーナル』50、27-37
- 二上季代司・米沢康博 (1999) 「投資信託—成長への市場戦略」『投資信託と資産運用—成長への戦略と課題—』第2章、蠟山昌一編、日本経済新聞社
- 半田拓 (2006) 「個人投資家から見た投資信託の投資家リターン分析—投資家に真のリターンをもたらす投資行動を求めて」『証券アナリストジャーナル』44、71-81
- 藤原崇幸・呂潔 (2012) 「日本の投資信託市場の動向と課題—これまでの設定状況の分析から—」『証券アナリストジャーナル』50、17-26
- 松尾健治 (2020) 「Strategic Vistas 日本の投資信託手数料は海外に比べ割高？日本より「割高」と言われるカナダの投信協会は反論！「世界のミューチュアルファンド・ファイアー」2019年版を作成した所、ロードファンドで見ると日本の購入時手数料は最低、信託報酬は8カ国中7番目。」『投資信託事情』63、10-19
- 松本勇樹・松澤孝紀・丸淳子 (2004) 「銀行窓販と投資信託の普及—地方銀行の投信窓販から期待されること—」『証券経済研究』46、17-33
- 丸淳子 (2012) 「投資信託60年：飛躍のために過去に学ぶこと」『証券アナリストジャーナル』50、6-16
- 山本健・米澤康博・花村泰廣 (2004) 「わが国の株式投資信託の Flow-Performance 関係：序説」『証券経済研究』46、1-15
- Bailey, W., Kumar, A., Ng, D., 2011. Behavioral Biases of Mutual Fund Investors. *Journal of Financial Economics* 102, 1-27
- Barber, B.M., Odean, T., 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance* 55, 773-806
- Barber, B.M., Odean, T., 2002. Online Investors: Do the Slow Die First? *The Review of Financial Studies* 15, 455-488

- Barber, B.M., Odean, T., Zheng, L., 2005. Out of Sight, out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows. *The Journal of Business* 78, 2095-2120
- Chevalier, J.A., Ellison, G.D., 1997. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *Journal of Political Economy* 105, 1167-1200
- Choi, J.J., Laibson, D., Metrick, A., 2002. How Does the Internet Affect Trading? Evidence from Investor Behavior in 401 (K) Plans. *Journal of Financial Economics* 64, 397-421
- Del Guercio, D., Tkac, P.A., 2008. Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43, 907-936
- Del Guercio, D., Tkac, P.A., 2009. The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, 523-557
- Ferreira, M.A., Keswani, A., Miguel, A.F., Ramos, S.B., 2012. The Flow-Performance Relationship around the World. *Journal of Banking & Finance* 36, 1759-1780
- Gruber, M.J., 1996. Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *The Journal of Finance* 51, 783-810
- Ippolito, R.A., 1992. Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry. *The Journal of Law and Economics* 35, 45-70
- Ivković, Z., Weisbenner, S., 2009. Individual Investor Mutual Fund Flows. *Journal of Financial Economics* 92, 223-237
- Jain, P.C., Wu, J.S., 2000. Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows. *The Journal of Finance* 55, 937-958
- Kahneman, D., Tversky, A., 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 47, 263-291
- Kaniel, R., Parham, R., 2017. Wsj Category Kings – the Impact of Media Attention on Consumer and Mutual Fund Investment Decisions. *Journal of Financial Economics* 123, 337-356
- Keswani, A., Stolin, D., 2008. Which Money Is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors. *The Journal of Finance* 63, 85-118
- Sapp, T., Tiwari, A., 2004. Does Stock Return Momentum Explain the “Smart Money” Effect? *The Journal of Finance* 59, 2605-2622
- Shu, P.-G., Yeh, Y.-H., Yamada, T., 2002. The Behavior of Taiwan Mutual Fund Investors—Performance and Fund Flows. *Pacific-Basin Finance Journal* 10, 583-600
- Sirri, E.R., Tufano, P., 1998. Costly Search and Mutual Fund Flows. *The Journal of Finance* 53, 1589-1622
- Solomon, D.H., Soltis, E., Sosyura, D., 2014. Winners in the Spotlight: Media Coverage of Fund Holdings as a Driver of Flows. *Journal of Financial Economics* 113, 53-72
- Takehara, H., Yamada, T., 2003. The Impact of Fund Turnover on Japanese Mutual Fund Performance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=458761>
- Zheng, L., 1999. Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability. *The Journal of Finance* 54, 901-933

【注】

(※) 信託協会からの本研究課題への助成に対して改めて感謝したい。研究成果は、証券経済学会・日本ファイナンス学会・各種セミナーにおいて発表しており、また、阿

- 萬・高橋（2020）において公刊している。当論文の内容は、これら成果を参照・整理したものとなっている。
- (1) 丸（2012）によると、投信業界の系列関係の歴史的経緯について、戦後の時期には証券会社本体が運用を行っていたが、証券不況を契機として、運用会社が子会社として分離された。しかしながら、資本関係が維持され続けた結果、その後も完全な分離がなされていないと解説している。
 - (2) より近年の先行研究では、個人の証券口座情報を利用して、行動バイアスや節税効果がファンド売買に与える影響を考察している（Ivković and Weisbenner（2009）、Bailey *et al.*（2011））。
 - (3) 日本の投信のパフォーマンス研究は比較的多く存在する。本研究課題に関連の強いものとして、Takehara and Yamada（2003）は、回転売買による運用コストの増加が日本の投信のパフォーマンス低下要因の一つであることを分析している。
 - (4) そのほか、販売手数料の影響、販売チャネルの影響に関する分析結果の詳細は、阿萬・高橋（2020）を参照されたい。
 - (5) 日本経済新聞2016年10月1日付を参照。
 - (6) モーニングスター HP「アナリストの視点（ファンド）2018.12.5」を参照。
（<https://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2018/4q/MFA120181205.html>, 最終アクセス日2020/6/29）
 - (7) 週刊エコノミスト（2019.9.24、p73-74）での三井住友銀行の事例、日本経済新聞2019年11月21日付のフィデリティ証券の事例を参照。
 - (8) 出所：モーニングスター HP「独立系ファンドの特徴・強み」を参照。
（<https://www.morningstar.co.jp/event/1909/feature/index02.html>, 最終アクセス日2020/6/29）

（あまん・ひろゆき／たかはし・ようじ）