

*** レポート ***

過熱する分配金競争への一考察（2）

資産運用研究所 松原 大樹

要 約

本稿は、NFI リサーチ・レビュー2011年4月号の続編として、毎月分配型ファンドの分配原資の健全性、分配水準の継続性につき、そのファンドが属する投資対象グループごとに特徴がみられるのか否か、分析する。分析対象のグループとしては、毎月分配型ファンドの純資産総額のうち99%を占める「グローバル株式」、「エマージング債券」、「ハイイールド債券」、「グローバル債券その他」、「複合」、「リート」の6グループを取り上げ、ここでは、各グループに属するファンドのうち、2010年6月末時点での純資産総額上位10本の状況を調査する。

分配原資の健全性を示す「インカムゲインレシオ」で見ると、「リート」グループでは20%未満（健全性が低い）のファンドが多い。一方、「ハイイールド債券」のグループでは100%以上（健全性が高い）のファンドが多くみられる。また、分配水準の継続性を示す「分配可能期間」では、「複合」グループ内では2年未満（継続性が低い）のファンドが多く、「グローバル株式」と「ハイイールド債券」のグループでは10年以上（継続性が高い）のファンドが多くみられる。特に分配可能期間が短いファンドは、その後分配金額の引き下げを行っていることも多く、安定した分配金を求める立場からは留意が必要だろう。

目 次

1. はじめに
2. 分配原資の健全性と分配水準の継続性
 - 2.1 健全性～インカムゲインレシオ
 - 2.2 継続性～分配可能期間
3. まとめ

1. はじめに

NFI リサーチ・レビュー2011年4月号では、毎月分配型ファンドのうち「債券型」ファンド全般について、分配原資の健全性、分配水準の継続性が、過去3年間に渡って低下傾向にあることを示した。今回、本稿では分析対象とするファンドの範囲を広げ、一時点ではあるが、これらの指標が示す特徴について分析を行う。債券型毎月分配型ファンド以外の毎月分配型ファンドも対象として、2010年6月における分配原資の健全性と継続性の状況を、ファンドの投資対象グループごとに評価する¹。

図表1に毎月分配型ファンドの投資対象グループ名と、調査時点（2010年6月）における純資産総額を示す。

図表1 毎月分配型ファンドの投資対象グループ別純資産総額

グループ名	本数	純資産総額(億円)	純資産総額比
国内株式	9	722	0.25%
国内債券	7	1,417	0.48%
グローバル株式	40	19,772	6.72%
グローバル債券	418	211,360	71.87%
うち エマージング債券	154	63,741	21.67%
うち ハイイールド債券	78	32,102	10.92%
うち グローバル債券その他(主に先進国債券)	186	115,518	39.28%
複合	96	30,931	10.52%
リート	78	29,793	10.13%
コモディティ	8	90	0.03%
オルタナ投資	2	6	0.00%
その他	0	0	0.00%
合計	658	294,090	100.00%

(出所) 社団法人投資信託協会のデータより NFI 作成

図表1において、「グローバル債券」は単独で純資産総額が大きいことから、これを「エマージング債券」、「ハイイールド債券」、「グローバル債券その他」の3グループ

¹ ここで分析時点を2010年6月基準としているのは、情報開示上の事情による。分配原資の状況を知るためには、ファンドの「運用報告書」若しくは「有価証券報告書」による開示を待たなければならないが、これらの交付・提出頻度は年2回である。例えば2010年6月の分配原資の状況は、2010年6月から11月までの半年分の運用報告書、有価証券報告書によって、翌年2～3月に初めて開示されることがある。本稿ではできる限り多くのファンドを分析対象としたため、最も開示の遅いファンドに分析期間を合わせる必要があり、分析時点を2010年6月基準とした。

のように独立したグループとする。これに、「グローバル株式」、「複合」、「リート」の3つのグループを加えると、この6グループで、全毎月分配型の99%を占める（純資産総額比）。本稿では、これら6グループそれぞれに属する毎月分配型ファンドのうち、純資産総額上位10本を分析対象とする²。

2. 分配原資の健全性と分配水準の継続性

ここでは、毎月分配型ファンドの分配原資の健全性、分配水準の継続性を、以下のような指標で評価する³。

2.1 健全性～インカムゲインレシオ

支払われる分配金額のうち、配当等収益（経費控除後）の占める比率を、分配原資の健全性の評価指標とする。これを、ある決算期t期における「インカムゲインレシオ」とし、以下の式によって定義する。

$$R_t = \frac{I_t}{D_t} \times 100 \quad \dots (1)$$

R_t : インカムゲインレシオ (%)

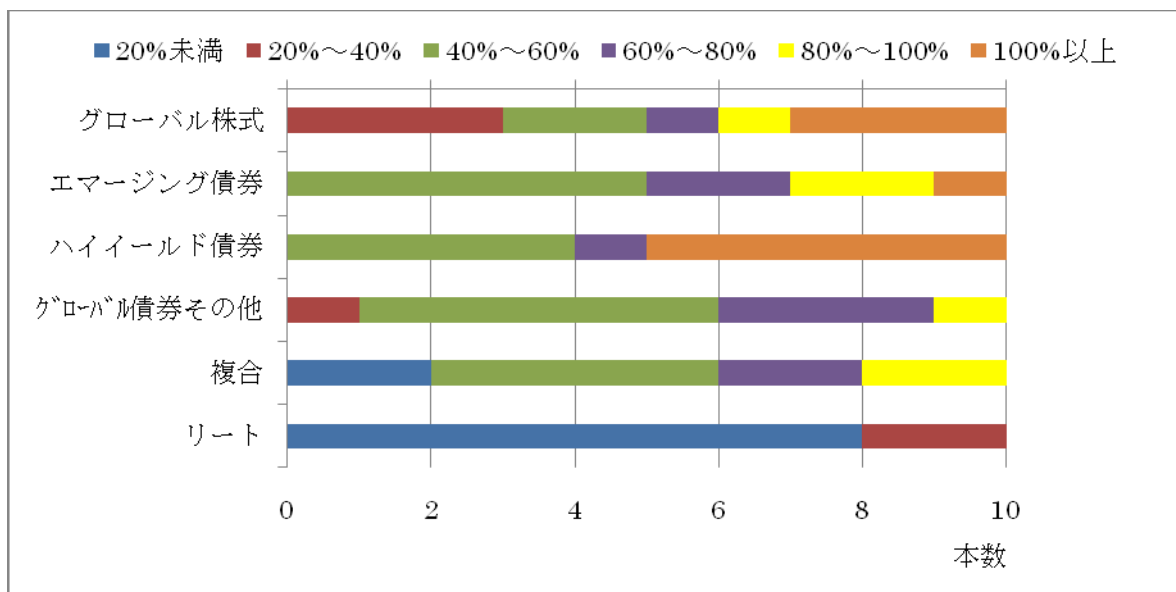
I_t : 配当等収益（経費控除後）(円)

D_t : 分配金額 (円)

図表2に、2010年6月における、各ファンドの「インカムゲインレシオ」の分布を示す。

² 分析対象としたグループは、「グローバル株式」はNFI大分類の「グローバル株式（ヘッジなし）」と「グローバル株式（フルヘッジ）」をひとつのグループとした。「エマージング債券」はNFI小分類の「グローバル債券 エマージング（ヘッジなし）」および「グローバル債券 エマージング（フルヘッジ）」をひとつのグループに、「ハイイールド債券」においては、NFI小分類の「グローバル債券 ハイイールド（ヘッジなし）」および「グローバル債券 ハイイールド（フルヘッジ）」をひとつのグループとし、この2グループに属さないグローバル債券型ファンドを「グローバル債券その他」とした。「複合」、「リート」においては、それぞれNFI大分類の「複合」、「リート」とした。
³ 国内籍追加型株式投資信託の分配金の支払いルールについては、NFIリサーチ・レビュー2011年4月号を参照。

図表2 「インカムゲインレシオ」の分布



(出所) 各社運用報告書より NFI 作成

図表2より、インカムゲインレシオは、ファンドのグループによって異なる様相を示していることが分かる。インカムゲインレシオが20%未満のファンドは、リート、複合の順に多く、100%以上のファンドは、ハイイールド債券、グローバル株式の順に多い。

特にリートにおいては、調査対象10本中8本のファンドで、インカムゲインレシオが20%未満であり、残りの2本においても40%未満である。また、リートでは、インカムゲインレシオが20%未満のファンド8本のうち3本は、5%を下回っており、支払い分配金のほとんどを配当等収益(経費控除後)以外の原資に頼っているというように、健全性という観点では望ましいとは言えない。

逆に、ハイイールド債券では、10本中5本のファンドで、インカムゲインレシオが100%以上であり、健全性は比較的高い。

全体的な傾向として、インカムゲインレシオが100%を超えているファンドは、どのグループでも半数以下となっている。

2.2 継続性～分配可能期間

前節では、分配原資の健全性を「インカムゲインレシオ」を用いて評価したが、ここでは、「分配可能期間」を用いて、分配水準の継続性についてみることにする。

現在の分配原資の状況が今後も変わらないとした場合、現行の分配水準を維持できる期間を、「分配可能期間」とし、以下の式によって定義する。

$$T_t = \frac{C_t + A_t + R_t}{D_t - I_t} \times \frac{1}{N} \quad \dots (2)$$

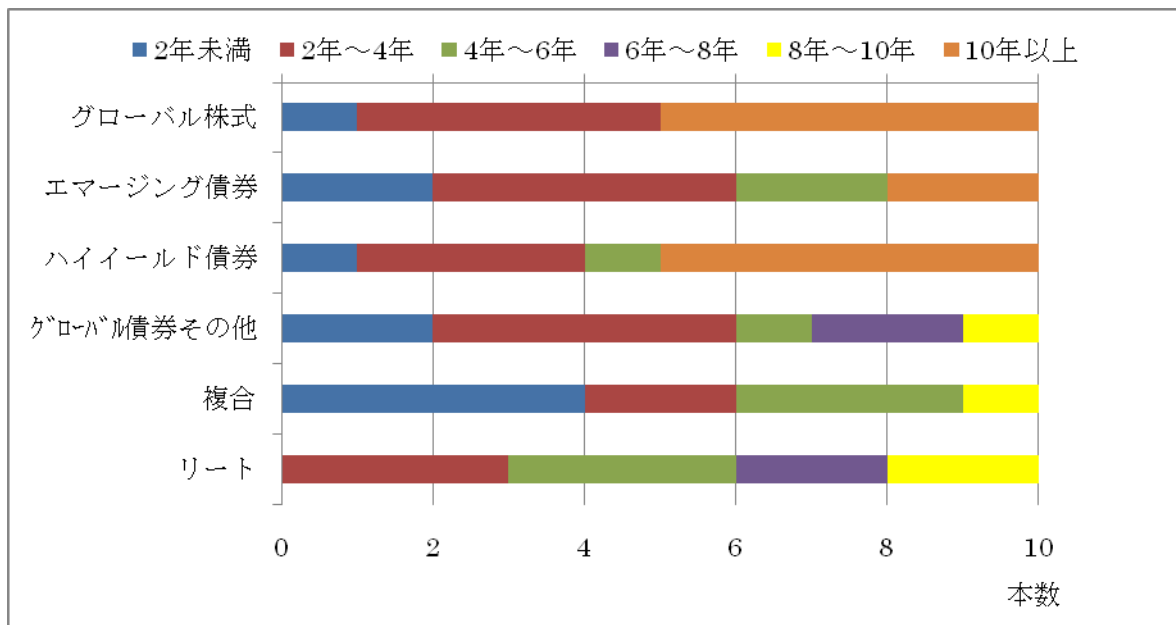
- T_t : 分配可能期間 (年)
 C_t : 有価証券売買等損益 (経費控除後) (円)
 A_t : 収益調整金 (円)
 R_t : 分配準備積立金 (円)
 D_t : 分配金額 (円)
 I_t : 配当等収益 (経費控除後) (円)
 N : 年間分配回数 (回/年)

式(2)における分子は、配当等収益 (経費控除後) 以外の分配原資であり、この金額に頼った分配を続けられる期間を、ある決算期 t 期における「分配可能期間」(単位: 年) とする⁴。ただし、配当等収益 (控除後) が分配金額よりも大きい場合は、その状態が続く限り、分配水準が維持できるものとする。

図表3で、2010年6月における、各ファンドの「分配可能期間」の分布を示す。

⁴ ファンドの会計処理上、分配準備積立金や収益調整金の額、またはそれらの合計額が、純資産総額を上回ることがある。この場合、純資産総額以上の分配を行うことは不可能であるが、「分配可能期間」の算出において、この点は考慮していない。すなわち、分配準備積立金と収益調整金の合計額が、純資産総額を上回っているファンドでは、実際に分配水準を維持できる期間は更に短くなる。

図表3 「分配可能期間」の分布



(出所) 各社運用報告書より NFI 作成

同じグループの中でも、ファンドによって大きな違いがあるが、分配可能期間が長いファンドは、グローバル株式やハイイールド債券のグループで多い。分配可能期間が10年以上のファンドは、グローバル株式、ハイイールド債券で10本中5本存在する。一方、分配可能期間が短いファンドは、グローバル株式、エマージング債券、グローバル債券その他、複合のグループにおいて、4年未満のファンドが半数以上となっている。

更に、各グループについて詳しくみると、分配可能期間が2年未満のファンドは、複合に最も多く、10本中4本に上る。また、グローバル株式の調査対象ファンドでは、分配可能期間が4年未満の短いものと、10年以上の長いものとに二極化していると言えよう。

分配可能期間は、定義式の分母に「配当等収益（経費控除後）－分配金額」が入っているため、インカムゲインレシオが高いと長くなり、低いと短くなる傾向がある。例えば、グローバル株式に属するファンドのうち、分配可能期間が10年以上のファンド5本は、全てインカムゲインレシオが70%以上であり、反対に、分配可能期間が4年未満のファンド5本は、全てインカムゲインレシオが60%未満である。

ハイイールド債券の分配可能期間が10年以上であったファンド5本は、いずれもインカムゲインレシオが100%を超えていたため、投資環境に大きな変化がない限り、現在の分配水準を維持し続けられる状態にあると考えられる。このようなファンドは、他のグループでも、グローバル株式では3本、エマージング債券では1本みられる。

尚、上記分析において、2010年6月時点で分配可能期間が2年未満であった10ファンドのうち6ファンドが、その後2011年6月までに分配金額を引き下げている⁵。分配水準との兼ね合いで、健全性、継続性をチェックし、総合的に安定した分配金を、継続的に得られるかどうかを評価する意義はあろう。

3. まとめ

本稿では、毎月分配型ファンドの分配原資の健全性と分配水準の継続性を、ファンドのグループごとに分析した。本分析では各グループの対象ファンドが10本とサンプル数が少ないため、分配原資の全容を示しているとは言い切れないが、大まかにグループごとの特徴が出ていたと考えられる。

分配原資の健全性を示す「インカムゲインレシオ」でみると、リートでは20%未満の健全性の低いファンドが多く、ハイイールド債券では100%以上の健全性の高いファンドが多くみられる。分配水準の継続性を示す「分配可能期間」は、複合では2年未満の継続性が低いファンドが、グローバル株式とハイイールド債券では10年以上の継続性が高いファンドが多くみられる。特に分配可能期間が短いファンドは、その後に分配金額の引き下げを行っていることも多く、安定した分配金を求める立場からは留意が必要だろう。

NFI リサーチ・レビュー4月号でも述べたが、これらの分析に必要な情報は、開示の頻度が高くなく、投資家が利用しにくい面がある。例えば、分配原資の状況が掲載される運用報告書や有価証券報告書の交付および提出頻度は、毎月分配型ファンドの場合は

⁵ ただし、2010年6月時点で、インカムゲインレシオが100%以上、分配可能期間が計算上は無限大であったファンドの中にも、2011年6月までに分配金額を引き下げたファンドが存在する。逆に、分配可能期間が2年以上4年未満であったファンドで、その後分配金額を引き上げたファンドもある。本稿における分配可能期間は、ある特定の時点における状況から算出したものであり、その後の分配水準を決定する絶対的な指標ではない。

半年ごとであるため、投資家が分配原資の情報を得るには、分配金の受け取りから最長で8~9ヵ月を要してしまうことになる。支払われた分配金の内訳などの情報開示頻度が高くなり、開示スピードが早くなれば、投資家の投資判断に一層役立つようになるであろう。分配金については投資家の関心が高いテーマであり、こうした情報開示が迅速、かつ積極的に行われるようになることが望まれる。

参考文献

松原大樹(2011) 「過熱する分配金競争への一考察」『NFI リサーチ・レビュー』
2011年4月号