

\*\*\* レポート \*\*\*

## 過熱する分配金競争への一考察

～債券型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に関する分析～

資産運用研究所 松原 大樹

### 要 約

毎月分配型ファンドへの顕著な資金流入が続いている。2010年の年間では、毎月分配型ファンドに対する資金フローは、約7.4兆円の純流入であったが、非毎月分配型ファンドは約1.1兆円の純流出であった。中でも債券型毎月分配型ファンドが脚光を浴びており、純資産総額ベースで毎月分配型ファンドの66%を占めるに至っている。

債券型毎月分配型ファンドが脚光を浴びる中で、支払われる分配金とその原資との関係において、分配原資はインカムゲインに裏付けられているか（健全性）、また、現状の分配水準はどの程度継続することができるのか（継続性）について、考慮されることは少ないようである。

本稿では、国内籍追加型株式投資信託のうち、純資産総額が1,000億円以上の債券型毎月分配型ファンドを対象にして、分配原資の健全性、分配水準の継続性の評価を試みた。ここでは、分配原資の健全性の指標として「インカムゲインレシオ」、分配水準の継続性の指標として「分配可能期間」を独自に定義し、2007年6月から2010年6月までの期間におけるそれぞれの推移を調べた。

分析期間とした3年間において、分析対象の債券型毎月分配型ファンド全体で見た場合、分配原資の健全性、分配水準の継続性は、共に低下基調にあることが明らかになった。

### 目 次

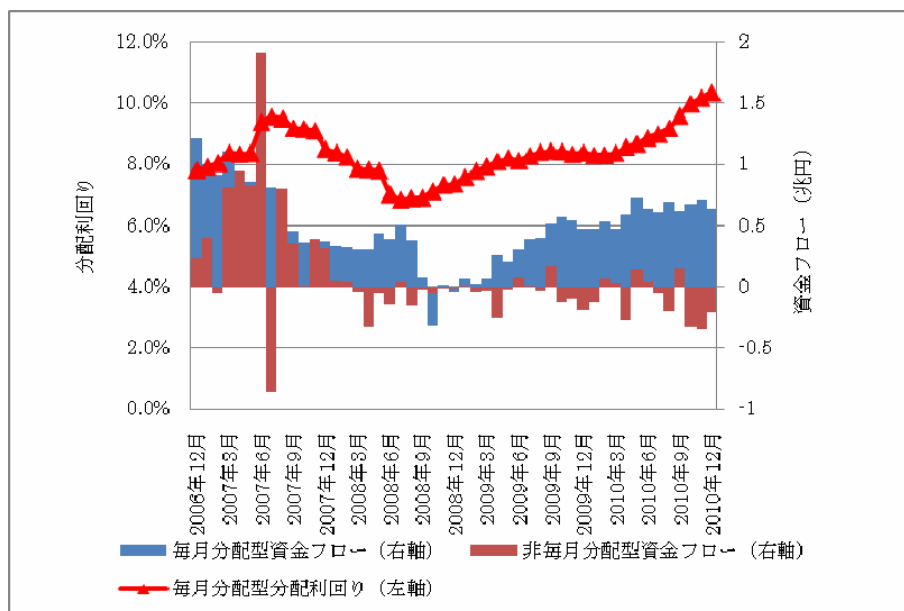
1. はじめに
2. 分配金の支払いルール
3. 債券型毎月分配型ファンドの分配原資の評価
  - 3.1 健全性～インカムゲインレシオ
  - 3.2 継続性～分配可能期間
4. まとめ

## 1. はじめに

我が国における国内籍追加型株式投資信託（以下、オープン投信）の2010年の市況は、とりわけ「毎月分配型ファンド」に資金が集中した一年であった。オープン投信全体では、約6.3兆円の純流入であったが、その内訳を見ると、毎月分配型ファンドは約7.4兆円の純流入であったのに対して、毎月分配型でないファンド（非毎月分配型ファンド<sup>1)</sup>は、約1.1兆円の純流出となっている。

図表1に、毎月分配型ファンドの分配利回り<sup>2)</sup>及び、毎月分配型ファンド（2010年末時点で766本）、非毎月分配型ファンド（同2,608本）の、資金フローの推移を示す。

図表1： 毎月分配型ファンドの分配利回りと資金フローの推移



(出所) 社団法人投資信託協会のデータより NFI 作成

図表1より、毎月分配型ファンドの分配利回りは、2007年7月から下落傾向に入っただものの、2008年8月より上昇に転じ、2010年11月には10%を超えたことが見てとれる。

<sup>1)</sup> ここでの「非毎月分配型ファンド」とは、隔月分配や四半期分配を行うファンドを含む。

<sup>2)</sup> ここでの「分配利回り」は、毎月分配型ファンド全てを対象に、各月末時点から遡って1年間の分配金総額を、同期間の純資産総額の月次平均で除して算出した、毎月分配型ファンド全体としての分配利回りを指している。

また、この間の資金フローは、非毎月分配型ファンドは2008年2月以降、資金が流出基調となっている。一方、毎月分配型ファンドは、リーマン・ショック直後の2008年10月には純流出となったものの、2009年4月以降、再び純流入となり、2010年4月以降は毎月5,000億円を超える純流入となっている。

この中でも、とりわけ脚光を浴びているのは、債券型毎月分配型ファンドである。2011年2月末現在、毎月分配型ファンドに占める債券型ファンドの割合は、本数ベースで52%、純資産総額ベースで66%である。

このように債券型毎月分配型ファンドが脚光を浴びる中で、支払われる分配金とその原資との関係において、分配原資はインカムゲインに裏付けられているか（健全性）、また、現状の分配水準はどの程度継続することができるのか（継続性）については、考慮されることは少ないようである。例えば、ファンドの分配金が将来的に減額される可能性を、事前に推察することはできないのであろうか。

そこで本稿では、債券型毎月分配型ファンドについて分配原資を調査し、分配原資の健全性と分配水準の継続性を、独自の指標で評価することを試みた。2007年6月から2010年6月の4時点の分配原資を、運用報告書や有価証券報告書を基に調査し、独自の指標「インカムゲインレシオ」、「分配可能期間」を用いて、分配原資の健全性と分配水準の継続性を評価した。分析対象は、毎月分配型ファンドのうち、純資産総額が1,000億円以上の債券型ファンドとした。

## 2. 分配金の支払いルール

債券型毎月分配型ファンドの分配原資を検証する前に、分配金の支払いルールを確認しておこう。オープン投信の分配金は、社団法人投資信託協会によって定められた一定のルールの範囲内で、運用会社の判断に基づいて決定される。分配原資に充てられるのは、ファンドの損益計算書に計上される項目のうち、図表2に示すものである。

図表 2： オープン投信の分配原資

| 項目                | 分配できる条件                              |
|-------------------|--------------------------------------|
| ①配当等収益（経費控除後）     | 全額を分配可能                              |
| ②有価証券売買等損益（経費控除後） | 繰越欠損金を補填した残額が分配可能                    |
| ③収益調整金            | 配当等収益部分と、有価証券売買等損益部分に分けられ、それぞれの処理に従う |
| ④分配準備積立金          | 全額を分配可能                              |

（出所） 社団法人投資信託協会の資料より NFI 作成

「①配当等収益（経費控除後）」とは、ファンドが保有する有価証券から得られる利子・配当収入（インカムゲイン）から、必要な経費を控除したものである。これは、計上された全額を分配に充てることができる。

「②有価証券売買等損益（経費控除後）」とは、ファンドが保有する有価証券の売買の結果得られる収入（キャピタルゲイン）から、必要な経費を控除したものである。これは、当該決算期において、繰越欠損金を補填した残額が分配可能となる。

「③収益調整金」とは、ファンドの追加設定や解約の際、受益者間に不公平が生じないように、他の受益者の資産や分配原資を変えないための勘定項目である。これは、配当等収益部分と、有価証券売買等損益部分に分けられ、前者は全額が分配可能、後者は繰越欠損金が補填されている場合のみ、残額が分配可能である。

「④分配準備積立金」とは、過去のインカムゲインやキャピタルゲインのうち、分配せずに積み立てられたものであり、以後の決算期に分配原資に充てることができる<sup>3</sup>。

これら 4 項目それぞれの金額は、運用会社が発行する運用報告書、有価証券報告書などで確認することができる。毎月分配型ファンドの場合、運用報告書、有価証券報告書において、通常年 2 回の情報開示がなされている。

<sup>3</sup> 貸借対照表上の概念であり、純資産と別枠で資産が積み立てられているものではない。

### 3. 債券型毎月分配型ファンドの分配原資の評価

#### 3.1 健全性～インカムゲインレシオ

まず、分配原資の健全性について考える。債券型毎月分配型ファンドは、月々のキャピタルゲインに応じて、その都度分配金額を変更することが可能である。しかし、実際の債券型毎月分配型ファンドは、そのような分配方針を採用しておらず、月々の決算時に一定の同じ額を支払うタイプが大半である。については、債券型毎月分配型ファンドの分配原資としては、毎月の運用先資産の騰落に左右されるキャピタルゲインよりも、安定的に得られるインカムゲインによって裏付けられていることが望ましいと考えることができる。

そこで、支払われている分配金額のうち、インカムゲインの占める比率を、分配原資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)

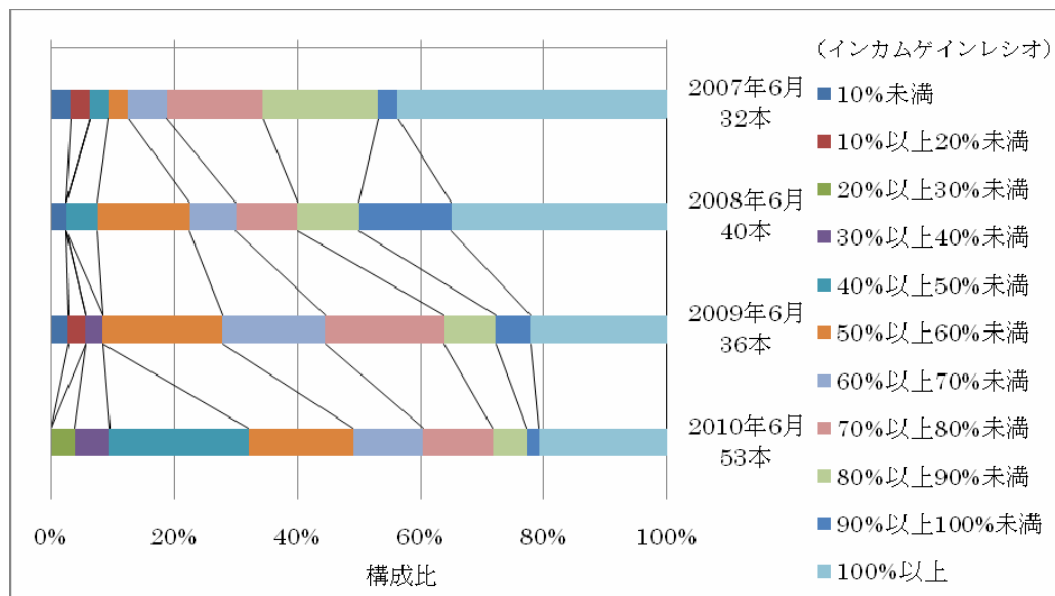
$D_t$  : 分配金額 (円)

式(1)において、例えば 10,000 口当たりの分配金額が 100 円、配当等収益 (経費控除後) が 20 円であった場合に、インカムゲインレシオは 20%となる。

インカムゲインレシオの値は、支払われる分配金に対する配当等収益 (経費控除後) の裏付けを表しており、この値が高いほど分配原資の健全性が高いと考えられる。この指標を用いて分配原資を評価する。

2007 年から 2010 年の各年 6 月時点において、純資産総額が 1,000 億円以上の債券型毎月分配型ファンドの「インカムゲインレシオ」の分布推移は、図表 3 のようになっている。

図表3： 「インカムゲインレシオ」の分布推移



対象： 各時点において純資産総額が1,000億円以上の債券型毎月分配型ファンド

(出所) 各社運用報告書より NFI 作成

図表3より、2007年6月から2010年6月にかけて、インカムゲインレシオの高いファンドが減り、低いファンドが増えていることがわかる。

例えば、2007年6月時点では、インカムゲインレシオが60%未満のファンドは、全体の15%弱であったが、2010年6月には約50%を占めている。反対に、インカムゲインレシオが100%を超えているファンドは、2007年6月には全体の40%強を占めていたが、2010年6月には20%強に半減している。

この結果から、毎月分配型ファンドにおける分配原資の健全性は、低下しつつあると言えよう。

### 3.2 継続性～分配可能期間

前節では「インカムゲインレシオ」指標を用いて、分配原資の健全性を評価したが、ここでは分配水準の継続性について見ることにする。

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。

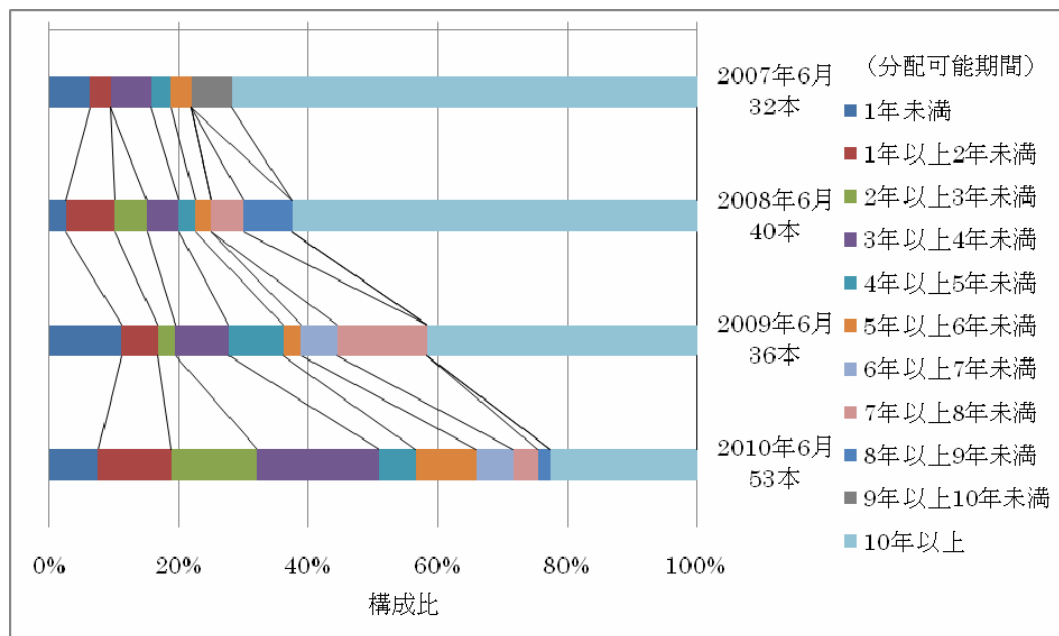
$$T_t = \frac{C_t + A_t + R_t}{D_t - I_t} \times \frac{1}{N} \quad \dots (2)$$

- $T_t$  : 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。この分配可能期間が長いということは、現状の分配水準をより長期間に渡って維持することが可能ということである。

図表 4 に、毎月分配型ファンドにおける分配可能期間の分布推移を示す。

図表4： 「分配可能期間」の分布推移



対象： 各時点において純資産総額が1,000億円以上の債券型毎月分配型ファンド

(出所) 各社運用報告書より NFI 作成

図表4より、分配可能期間の長いファンドは減少しつつあり、短いファンドが増えつつあることが見て取れる。

分配可能期間が10年以上のファンドは、2007年6月には70%強存在したが、2010年6月には20%強にまで減少している。一方、2007年6月には、分配可能期間が5年以下のファンドは、全体の約20%に過ぎなかったが、2010年6月には60%弱を占めるまでに増加している。

この結果から、債券型毎月分配型ファンドにおける分配水準の継続性は、低下しつつあると言えよう。

#### 4. まとめ

本稿では、オープン投信のうち、純資産総額が1,000億円以上の、債券型毎月分配型ファンドを対象に、2007年6月から2010年6月の4時点（年2回開示となる決算報



告をベースに、年に 1 回の定点観測を行った)における、分配原資の健全性と分配水準の継続性の推移を、独自の指標で評価した。

その結果、分配原資の健全性を示す指標「インカムゲインレシオ」、分配水準の継続性を示す「分配可能期間」は、共に低下していることが明らかになった。

債券型毎月分配型ファンドの大部分は、月々の決算時に一定額を支払うタイプである。したがって、その分配原資は、「健全性」という観点からは、利子・配当収入、すなわち安定したインカムゲインによって、賄われていることが望ましい。しかし、分配金に占めるインカムゲインの比率、すなわち「インカムゲインレシオ」が低下しているということは、配当等収益（経費控除後）以外の分配原資に頼った分配を行っていることを意味しており、分配原資の健全性が低下していると言えよう。

同様に、「継続性」という点では、ファンドの分配原資の状況が今後も変わらないという前提であるものの、現状の分配水準を維持できる「分配可能期間」も、短期化の傾向にあり、分配水準の継続性も低下している。分配可能期間の短いファンドにおいては、投資環境が好転しなければ、減配リスクが顕在化していくことになる。

個人投資家は債券型毎月分配型ファンドの主要な購入者であるが、上記のような分配原資の現状を正しく認識しているのであろうか。分配原資の健全性や分配水準の継続性は、運用報告書や有価証券報告書の情報を用いて分析しなければならない。しかしながら、これらのディスクロージャの頻度は必ずしも高くなく、その内容も十分ではない。そのため、個人投資家が分配原資の状況を容易に検証できる環境が整っているとは言い難い。投資は自己責任で行われるものである以上、個人投資家であっても、分配原資の健全性や分配水準の継続性を、容易に、かつタイムリーに検証できるような情報開示が望まれる。

なお、本稿では債券型毎月分配型ファンドをひとくくりにして調査したが、債券型ファンドと言っても、先進国債券型、新興国債券型、低格付け債券型など様々なタイプが存在する。これらの分類ごとに区分して調査を行えば、それに応じた異なる傾向も見られよう。この点は今後の課題としたい。