日興リサーチセンター
SMBC日興証券グループ

ファンドの純資産総額とリターン
～規模の大きさはパフォーマンスに よい影響を与えるか～

Research Report
2019 年 10 月

資産運用研究所
藤原　崇幸

要　約

2018 年末における公募追加型株式投資信託（除く ETF）の純資産総額は 59 兆 3,535 億円、ファンド数は 5,600 本となった。ファンド数は 1997 年以降で過去最高を記録した一方、純資産総額は頭打ちの状況となっており、ファンドの純資産総額は近年小型化してきている。

ファンドの純資産総額が小型化することによって、ファンドに対する管理費用や調査費用の相対的な増加、運用パフォーマンスの低下などが懸念される。

そこで、本稿では国内株式に投資するアクティブファンド（以下、「国内株式ファンド」）を対象に、国内株式ファンドの純資産総額と運用パフォーマンスの関係について 2005 年末～2018 年末までの 14 年間の期間データを用いて検証し、運用パフォーマンスに規模の経済がみられるのか、または純資産総額が小さい方が収益機会を機動的に捉えるのかについて検討した。

その結果、国内株式 一般 小型を除いた各スタイルでは、純資産総額が大きいグループの平均リターンが、純資産総額が小さいグループの平均リターンを上回る傾向が見受けられたものの、統計的な観点からは運用パフォーマンスに規模の経済が働いているとまではいえなかった。

また、国内株式 一般 小型のファンドでは純資産総額が小さい方が収益機会を機動的に捉えていた可能性が考えられるが、こちらも統計的な観点からは有意とまではいえなかった。

本稿の分析では、純資産総額の大きさと運用パフォーマンスとの間に有意な関係は見いだせなかったが、多くのファンドで純資産総額が管理費用や調査費用などを賄える必要最低限の水準を確保し、運用会社がファンド運用に一層注力できる環境が整うことで、受益者である投資家に運用成果として還元される好循環が形成されることを期待したい。

目次

1．はじめに
2．国内株式ファンド（スタイル別）の純資産総額の状況
3．国内株式ファンド（スタイル別）のリターンの状況
4．国内株式ファンド（スタイル別）のリターンと純資産総額の関係
5．おわりに

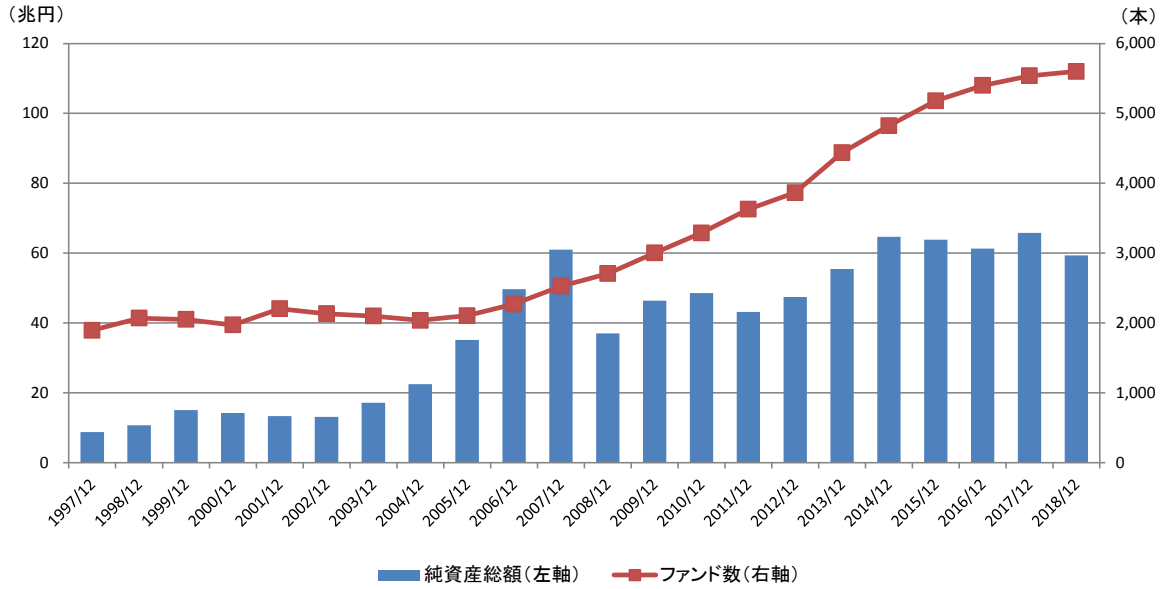
本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

1．はじめに

2018 年末における公募追加型株式投資信託（除く ETF）（以下、「オープン投信（除く ETF）」）の純資産総額は 59 兆 3,535 億円、ファンド数は 5,600 本となった。ファンド数は 1997 年以降で過去最高を記録した一方、純資産総額は 2017 年末の約 66 兆円が最高で、2018 年末は約 59 兆円となるなど、やや頭打ちとなっている（図表 1）。

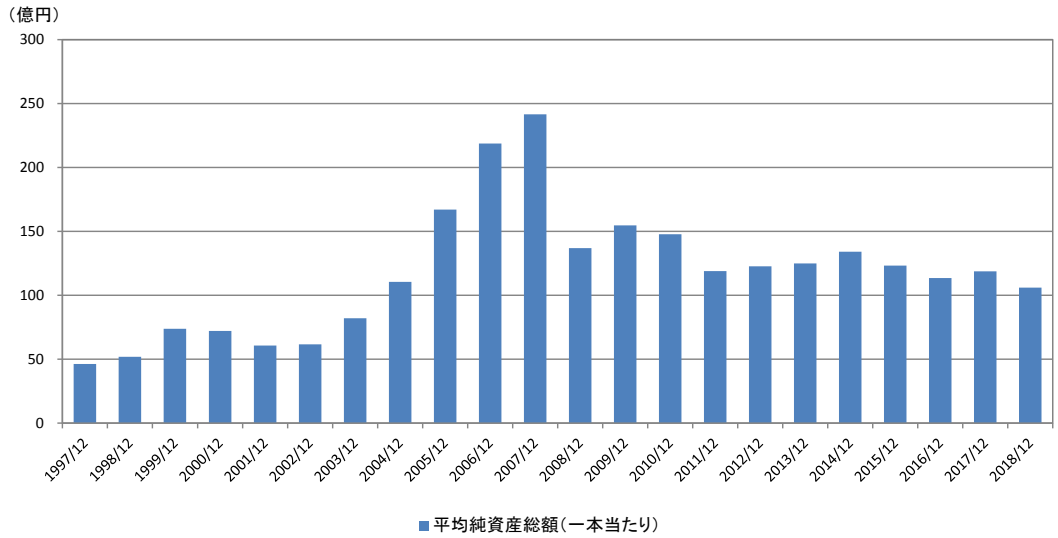
また、オープン投信（除く ETF）一本当たりの平均純資産総額は 2007 年末に 240 億円を超えていたが、2008 年のリーマンショックを境に減少傾向となり、2018 年末は 106 億円となっている（図表 2）。

図表 1　オープン投信（除く ETF）の純資産総額とファンド数の推移



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

図表 2　オープン投信（除く ETF）の一本当たりの平均純資産総額の推移



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

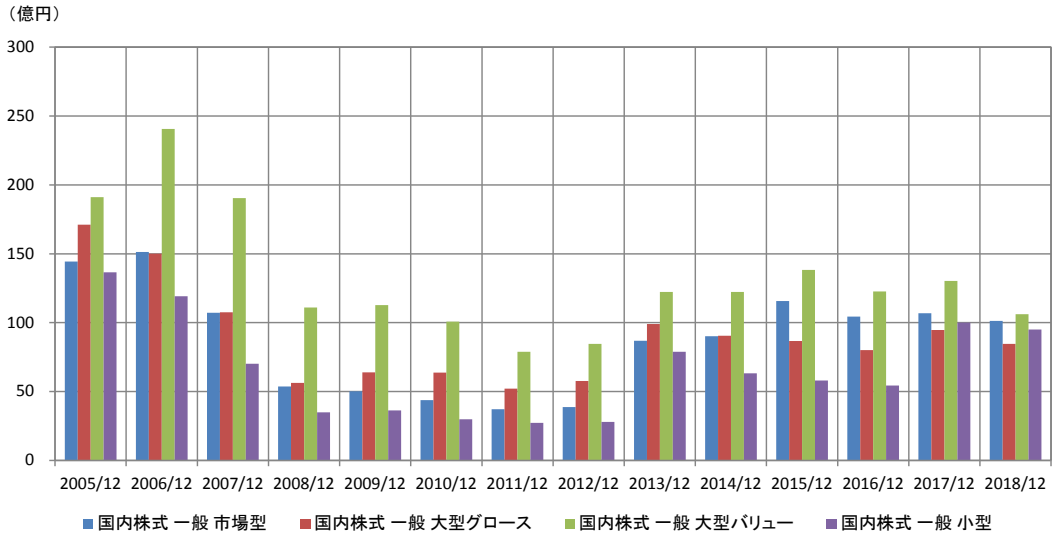
このようにオープン投信（除く ETF）一本当たりの平均純資産総額は近年小型化してきている。ファンドの資産規模が運用パフォーマンスに与える影響についての先行研究であるニッセイ基礎研究所の年金ストラテジー（1999）は、米国のミューチュアル・ファンドを対象に資産規模別にファンドを 10 グループに分け、ファンドの資産規模と運用パフォーマンスの関係を検証した。それによると、ファンドの資産規模が大きい方がリターンの平均が高く、標準偏差が小さい傾向がうかがえることを報告している。

ファンドの純資産総額が小型化すると、ファンドに対する管理費用や調査費用が相対的に増加し、運用パフォーマンスの低下も懸念される。そこで、本稿では国内株式に投資するアクティブファンド（以下、「国内株式ファンド」）を対象に、当社ファンド分類に基づき国内株式ファンドを４つのスタイル[1]に区分し、スタイル別で国内株式ファンドの純資産総額と運用パフォーマンスの関係について 2005 年末～2018 年末までの 14 年間の期間データを用いて、運用パフォーマンスに規模の経済がみられるのか、または純資産総額が小さい方が収益機会を機動的に捉えるのかについて検証する。

２．国内株式ファンド（スタイル別）の純資産総額の状況

本章では、スタイル別に国内株式ファンドの純資産総額の状況を確認する。はじめに、国内株式ファンドの一本当たりの平均純資産総額推移をスタイル別にみると、2005 年末～2006 年末をピークに、その後、各スタイルとも大きく減少し、2011 年末～2012 年末にはすべてのスタイルの一本当たりの平均純資産総額が 100 億円を下回った。なお、2013 年末～2016 年末の間は小型を除き 100 億円前後で推移したが、2018 年末時点ではスタイル間の差異は縮まり、概ね 100 億円前後となっている（図表 3）。

図表 3　国内株式ファンド（スタイル別）一本当たりの平均純資産総額推移



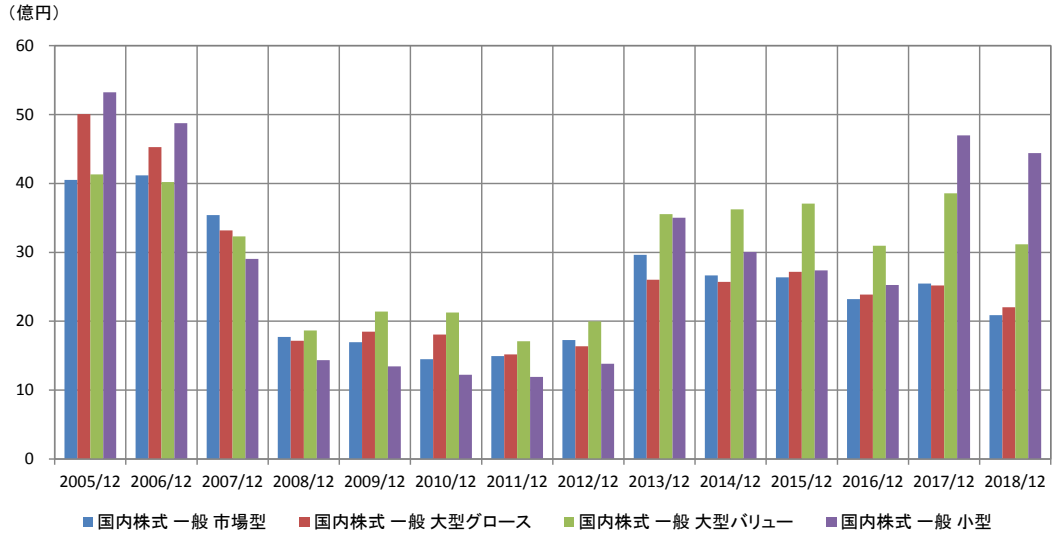
（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

[1] 対象とするスタイルは、国内株式　一般に含まれる市場型、大型グロース、大型バリュー、小型の４つ。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

図表３ではスタイル別に国内株式ファンドの一本当たりの平均純資産総額を確認したが、次に、純資産総額の中央値も確認する。どの年もすべてのスタイルで純資産総額の中央値が平均値より小さく、かつスタイル間の差異も小さかった。つまり、国内株式ファンドはすべてのスタイルにおいて、純資産総額が大きいファンドは一部で、多くは純資産総額が小さいファンドであり、純資産総額の分布に偏りがあることが分かる（図表４）。

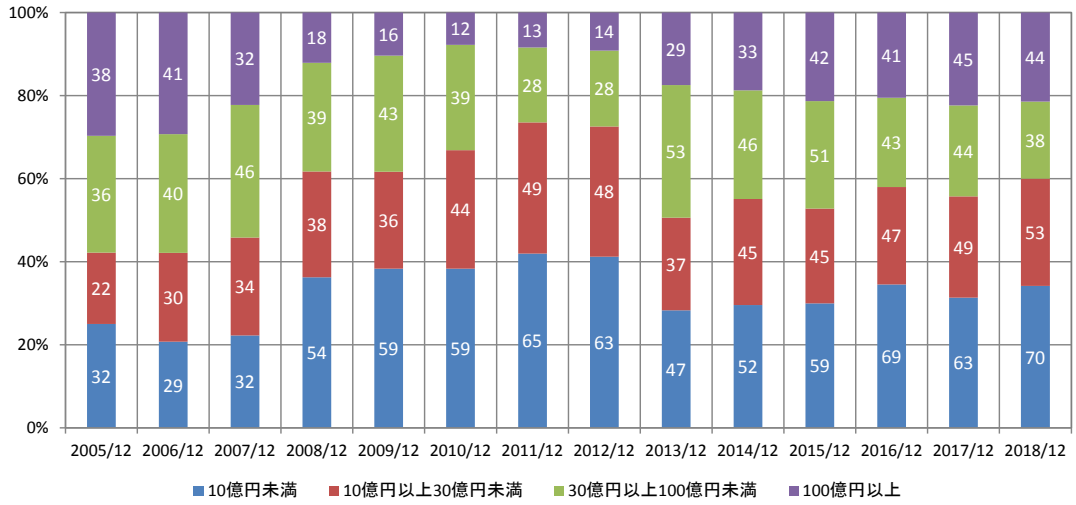
図表４　国内株式ファンド（スタイル別）の一本当たりの純資産総額（中央値）推移



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

続いて、各スタイル内の純資産総額区分別ファンド数シェア（グラフ内の数値はファンド数）を確認する。

図表５　国内株式 一般 市場型の純資産総額区分別ファンド数シェア推移

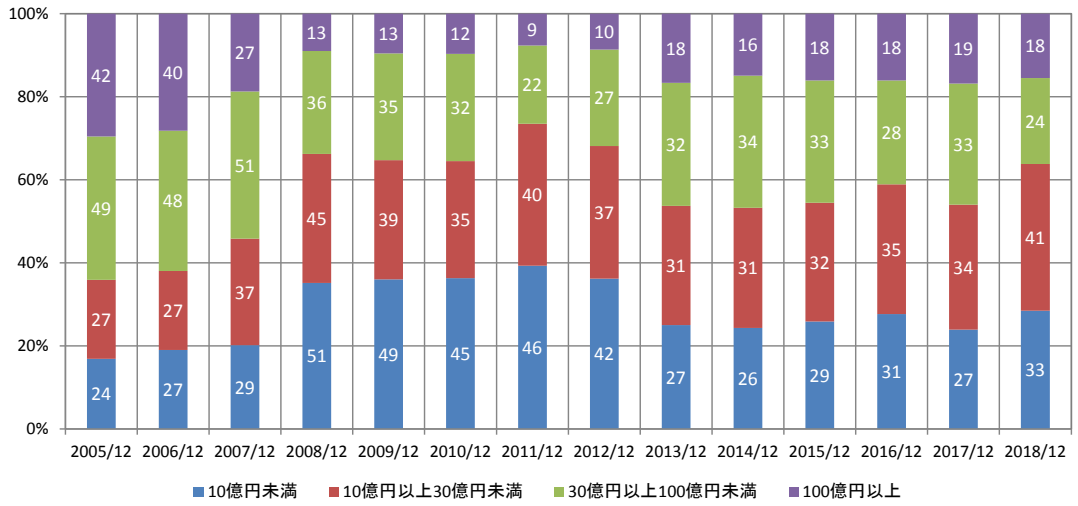


（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

最初に、国内株式 一般 市場型のファンドについて、当該スタイルの純資産総額区分別ファンド数シェアを確認する（図表 5）。2018 年末時点では、純資産総額が 10 億円未満のシェアが最も高く 34%（70 本）を占める。

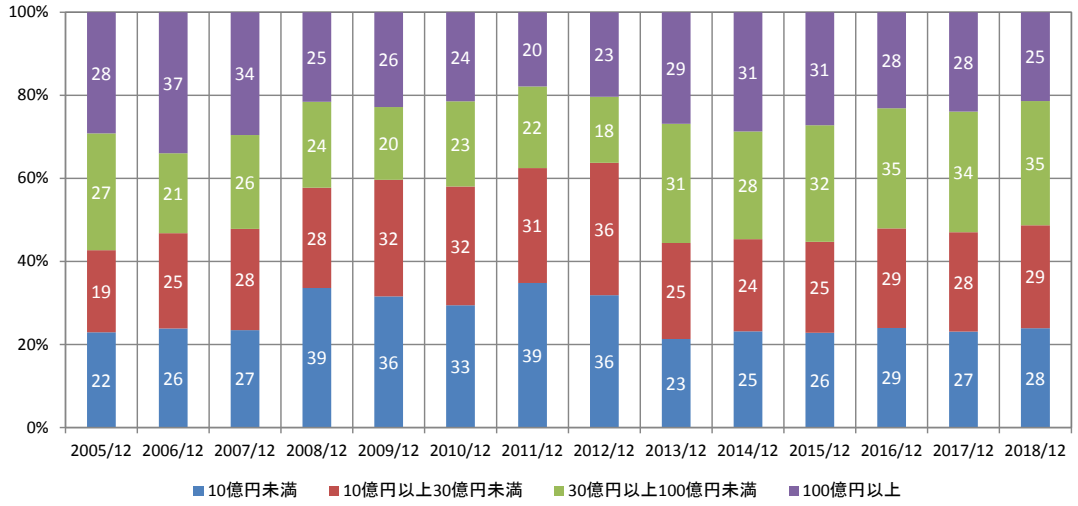
図表 6　国内株式 一般 大型グロースの純資産総額区分別ファンド数シェア推移



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

次に、国内株式 一般 大型グロースのファンドについて、当該スタイルの純資産総額区分別ファンド数シェアを確認する（図表 6）。2018 年末時点では、純資産総額が 10 億円以上 30 億円未満のシェアが最も高く 35%（41 本）を占める。

図表 7　国内株式 一般 大型バリューの純資産総額区分別ファンド数シェア推移

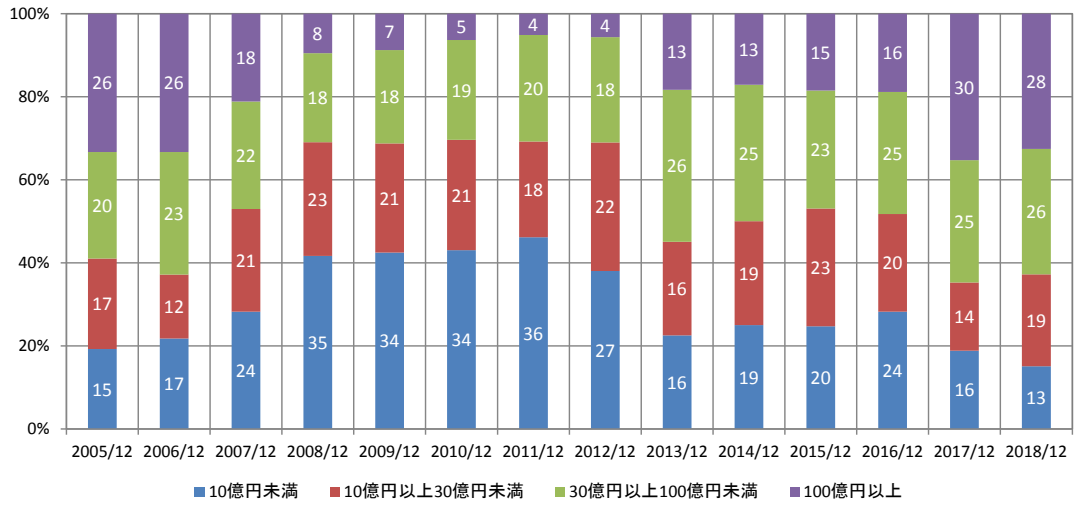


（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

さらに、国内株式 一般 大型バリューのファンドについて、当該スタイルの純資産総額区分別ファンド数シェアを確認する（図表 7）。2018 年末時点では、純資産総額が 30 億円以上 100 億円未満のシェアが最も高く 30%（35 本）を占めるが、他の区分も比較的シェアが高く、どの区分も 20%以上のシェアとなっている。

図表 8　国内株式 一般 小型の純資産総額区分別ファンド数シェア推移



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

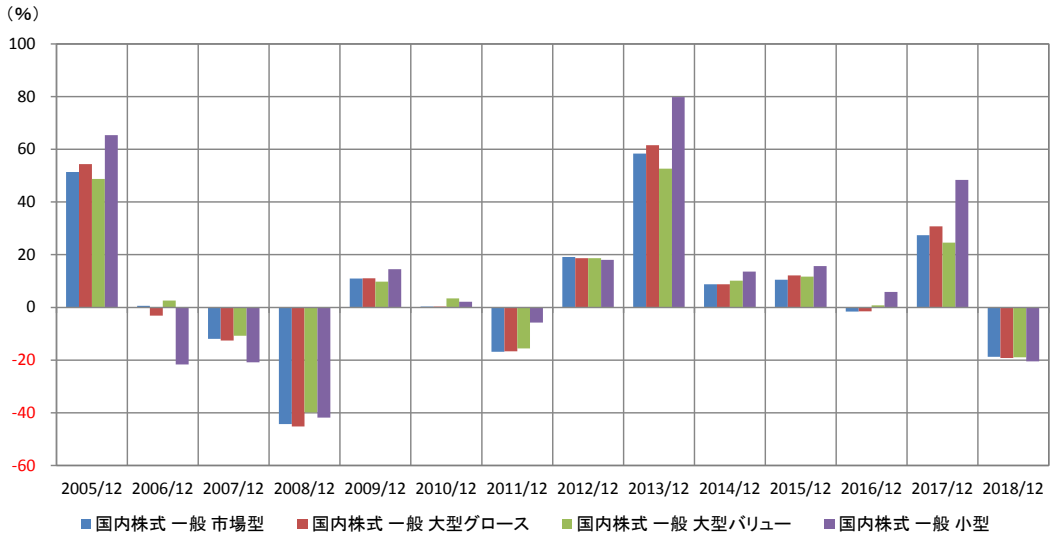
最後に、国内株式 一般 小型のファンドについて、当該スタイルの純資産総額区分別ファンド数シェアを確認する（図表 8）。2018 年末時点では、純資産総額が 100 億円以上のシェアが最も高く 33%（28 本）を占め、30 億円以上 100 億円未満のシェアが 30%（26 本）と続く。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

3．国内株式ファンド（スタイル別）のリターンの状況

本章では、はじめにスタイル別に国内株式ファンドの平均リターン（１年騰落率）を確認する。

図表９　国内株式ファンド（スタイル別）の平均リターン推移



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

国内株式ファンドの平均リターンは、2006 年および 2016 年を除き、すべてのスタイルで符号が一致している（図表 9）。なお、2005 年～2018 年までの 14 年間のうち 8 年間で国内株式 一般 小型の平均リターンが他のスタイルの平均リターンを上回っている。一方、国内株式 一般 大型グロースは同期間で平均リターンが各スタイルと比較して最大となることは一度もなかった。

続いて、2018 年末を基準として各スタイルの純資産総額区分別平均リターン[2]を期間別（1 年・3 年・5 年・10 年の 4 期間（年率換算））で確認する。

最初に、期間 1 年の純資産総額区分別平均リターン（図表 10）をみると、国内株式 一般 市場型、国内株式 一般 小型は、ともに純資産総額が 10 億円未満、100 億円以上の区分の平均リターンが相対的に高い。一方、国内株式 一般 大型グロースは純資産総額が大きくなるにつれて緩やかに平均リターンが高く、国内株式 一般 大型バリューは平均リターンが低くなる傾向がみられる。

次に、期間 3 年の純資産総額区分別平均リターン（図表 11）をみると、国内株式 一般 大型グロース、国内株式 一般 小型は純資産総額が大きくなるにつれて相対的に平均リターンが高い傾向がみられる。また、国内株式 一般 大型バリューも緩やかながら純資産総額が大きくなるにつれて相対的に平均リターンが高い傾向がみられる。

さらに、期間 5 年の純資産総額区分別平均リターン（図表 12）では、国内株式 一般 大型グロース、

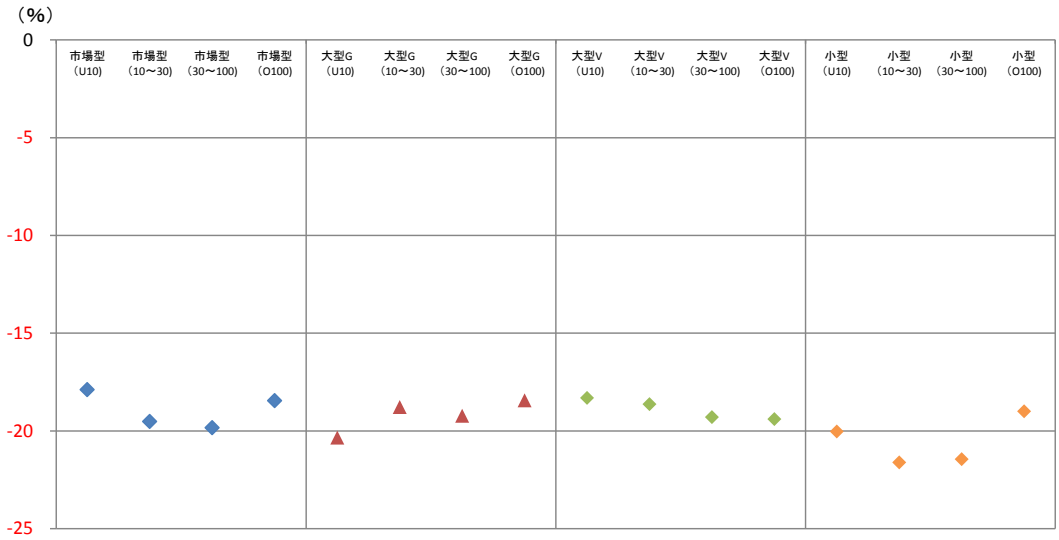
[2] 市場型は「国内株式 一般 市場型」、大型 G は「国内株式 一般 大型グロース」、大型 V は「国内株式 一般 大型バリュー」、小型は「国内株式 一般 小型の略」。また、U10 は「10 億円未満」、10～30 は「10 億円以上 30 億円未満」、30～100 は「30 億円以上 100 億円未満」、O100 は「100 億円以上」の略。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

国内株式 一般 大型バリューは、緩やかながら純資産総額が大きくなるにつれて相対的に平均リターンが高くなる傾向がみられる。

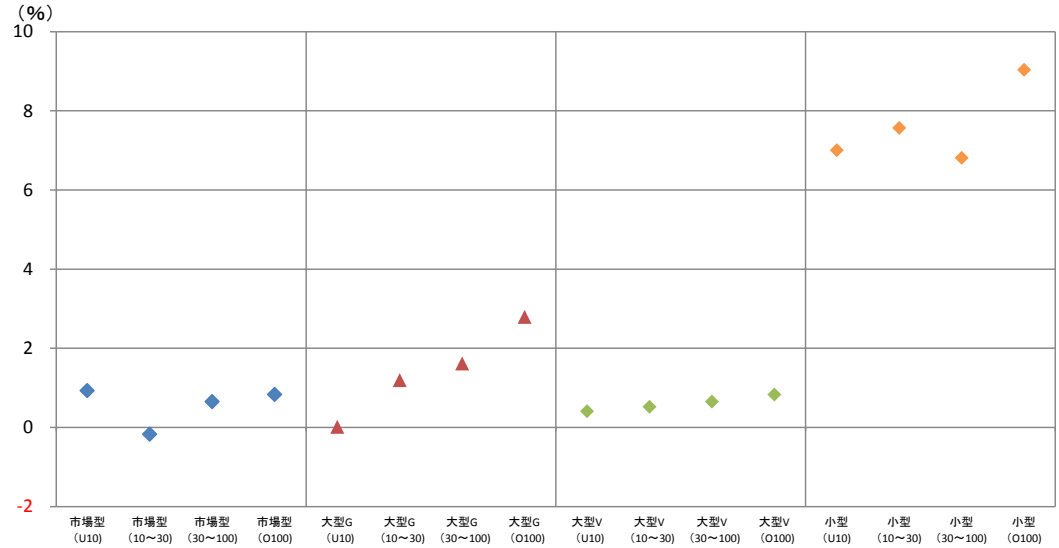
最後に、期間 10 年の純資産総額区分別平均リターン（図表 13）をみると、国内株式 一般 大型グロースは純資産総額が大きくなるにつれて相対的に平均リターンがやや高くなる傾向がみられる。一方、国内株式 一般 小型は純資産総額が大きくなるにつれて相対的に平均リターンが低い傾向がみられる。

図表 10　各スタイルの純資産総額区分別平均リターン（1 年、年率換算、2018 年末基準）



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

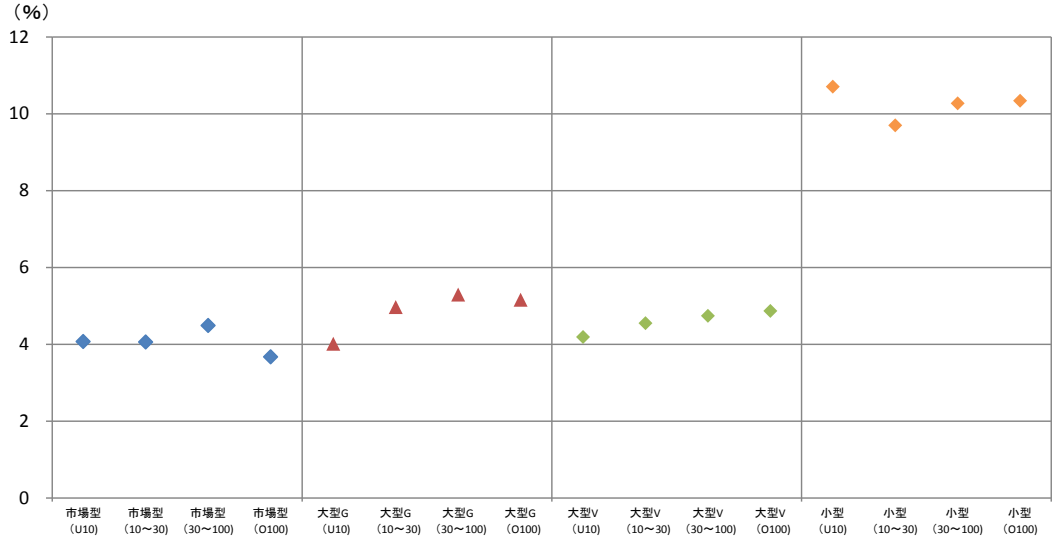
図表 11　各スタイルの純資産総額区分別平均リターン（3 年、年率換算、2018 年末基準）



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

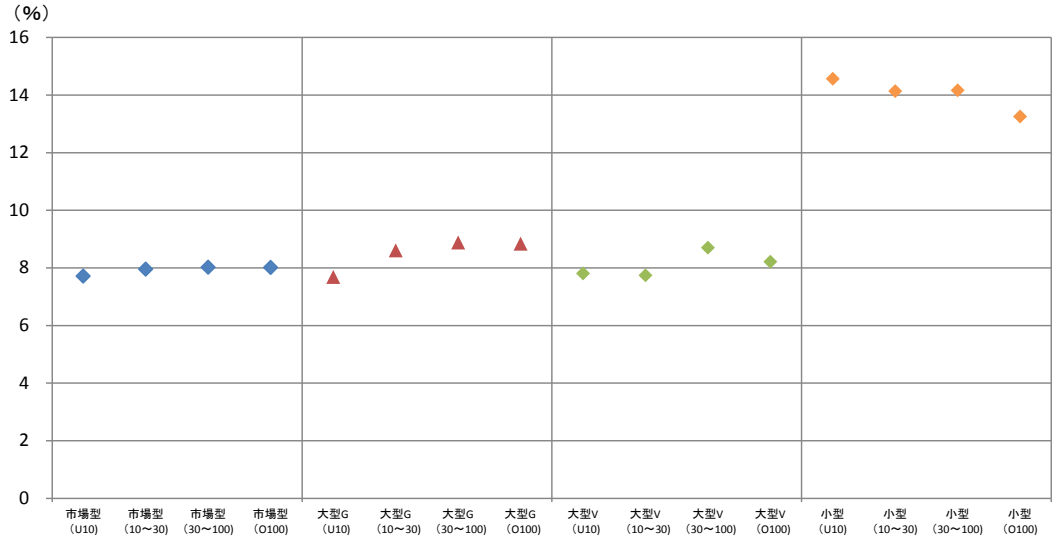
本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

図表 12　各スタイルの純資産総額区分別平均リターン（5 年、年率換算、2018 年末基準）



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

図表 13　各スタイルの純資産総額区分別平均リターン（10 年、年率換算、2018 年末基準）



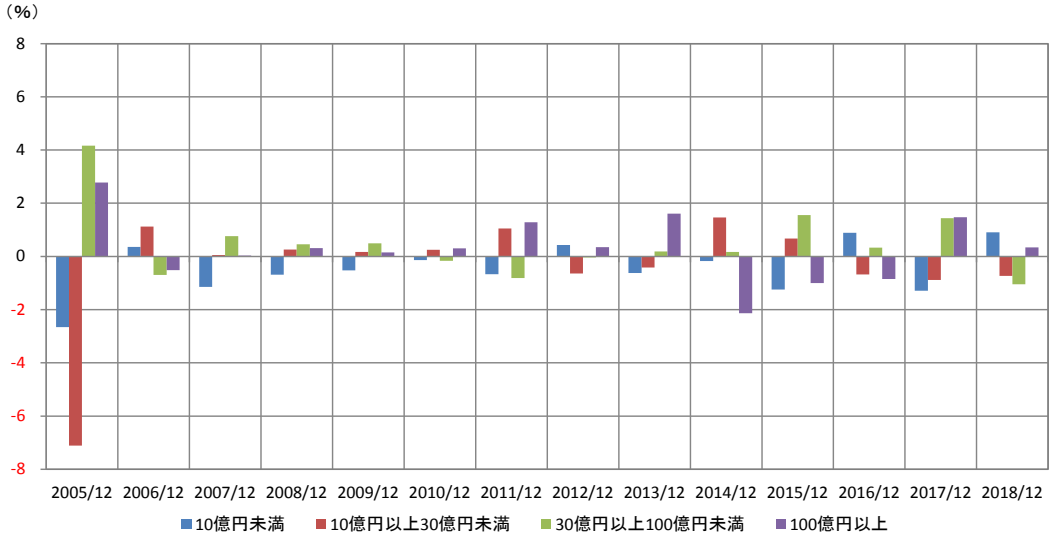
（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

上記では、スタイル別に国内株式ファンドの平均リターン（1 年騰落率）および期間別の純資産総額区分別平均リターンを確認した。以下では、さらに各スタイルの平均リターンとスタイル内の純資産総額区分別平均リターンの差異を各年で確認する。

最初に、国内株式 一般 市場型のファンドについて、当該スタイルの平均リターンと純資産総額区分別平均リターンの差異を確認する（図表 14）。純資産総額が 10 億円未満の区分では、過去 14 年間のうち 10 年間で平均リターンの差異がマイナスとなっている。以下同様にみると、10 億円以上 30 億円未満の区分ではマイナスは 6 年間、30 億円以上 100 億円未満の区分ではマイナスは 5 年間、100 億円以上の区分ではマイナスは 4 年間であった。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

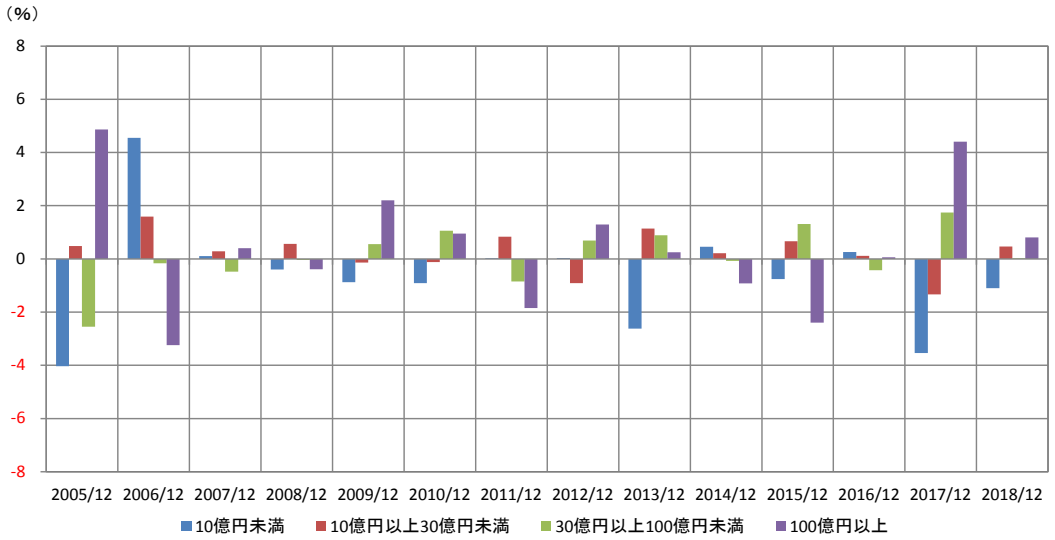
図表 14　国内株式 一般 市場型の純資産総額区分別の平均リターンの差異



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

次に、国内株式 一般 大型グロースのファンドについて、当該スタイルの平均リターンと純資産総額区分別平均リターンの差異を確認する（図表 15）。純資産総額が 10 億円未満の区分では、過去 14 年間のうち 8 年間で平均リターンの差異がマイナスとなっている。以下同様にみると、10 億円以上 30 億円未満の区分ではマイナスは 4 年間、30 億円以上 100 億円未満の区分でマイナスは 7 年間、100 億円以上の区分ではマイナスは 5 年間であった。

図表 15　国内株式 一般 大型グロースの純資産総額区分別の平均リターンの差異



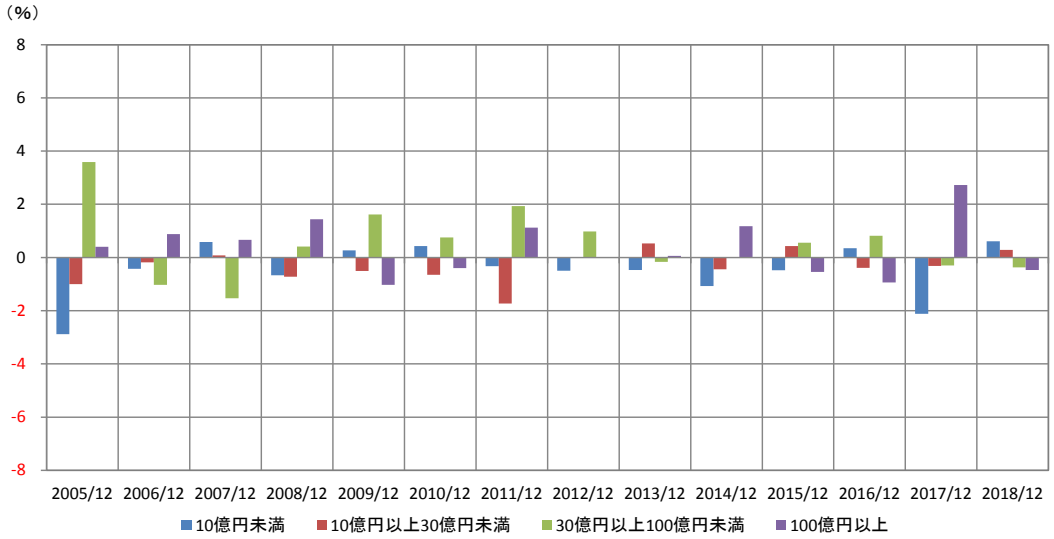
（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

さらに、国内株式 一般 大型バリューのファンドについて、当該スタイルの平均リターンと純資産総額区分別平均リターンの差異を確認する（図表 16）。純資産総額が 10 億円未満の区分では、過去 14

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

年間のうち 9 年間で平均リターンの差異がマイナスとなっている。以下同様にみると、10 億円以上 30 億円未満の区分ではマイナスは 9 年間、30 億円以上 100 億円未満の区分ではマイナスは 5 年間、100 億円以上の区分もマイナスは 5 年間であった。

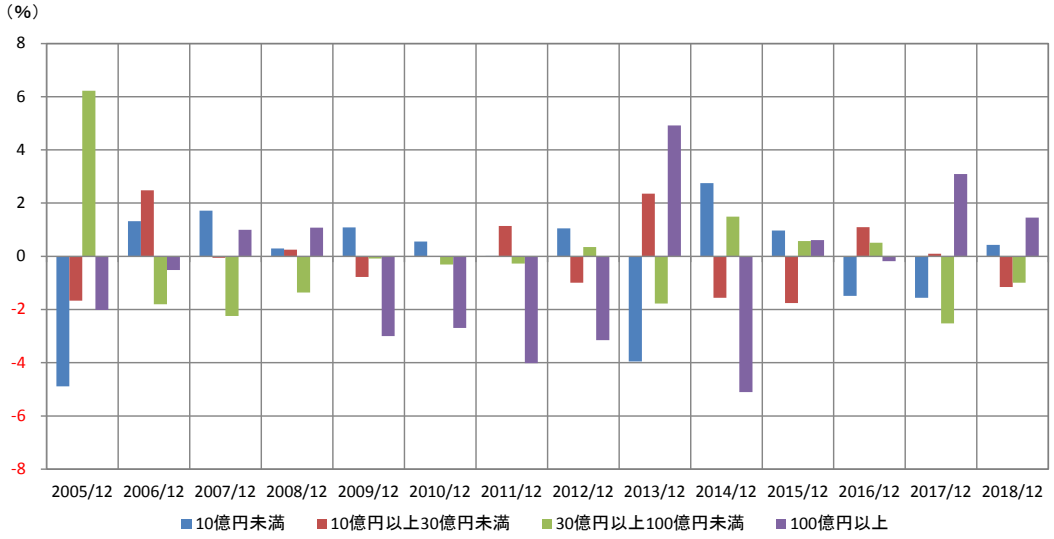
図表 16　国内株式 一般 大型バリューの純資産総額区分別の平均リターンの差異



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

最後に、国内株式 一般 小型について、当該スタイルの平均リターンと純資産総額区分別平均リターンの差異を確認する（図表 17）。

図表 17　国内株式 一般 小型の純資産総額区分別の平均リターンの差異



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

純資産総額が 10 億円未満の区分では、過去 14 年間のうち 4 年間で平均リターンの差異がマイナス

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

となっている。以下同様にみると、10 億円以上 30 億円未満の区分ではマイナスは 7 年間、30 億円以上 100 億円未満の区分ではマイナスは 9 年間、100 億円以上の区分ではマイナスは 8 年間であった。

国内株式 一般 小型では他のスタイルと異なる傾向を示し、純資産総額が小さい区分の方がマイナスとなる回数が少なかった。

東京証券取引所によると、2018 年 12 月の 1 日当たりの平均売買代金は、東証 1 部が 2 兆 9,904 億円に対し、東証 2 部は 333 億円、マザーズは 951 億円、JASDAQ スタンダードが 493 億円であった。つまり、株式の時価総額が小さい、いわゆる小型株式の割合が多い市場の流動性が低かった。

小型株式は市場での注目が低いため割安に放置されやすいとか、今後の成長が期待できる銘柄が相対的に多いため、大型株式と比較して相対的に高いリターンが得られやすいなどといった「小型株効果」が経験則として存在すると語られることが多い。これを踏まえると、国内株式 一般 小型で純資産総額が小さい区分の方がマイナスとなる回数が少なかった背景には、国内株式 一般 小型に含まれるファンドのうち相対的に純資産総額が大きいファンドは、流動性の観点から「小型株効果」が高いと予想される銘柄だけでなく、その他の銘柄も保有する必要性があり、結果として純資産総額の高い区分のリターンが劣後している可能性も考えられるが、これに関しては本稿では深堀せず、今後の課題とする。

４．国内株式ファンド（スタイル別）のリターンと純資産総額の関係

本章では、3 章で傾向を簡単に確認した各スタイル内の純資産総額区分別平均リターンの差異について、統計的な観点から確認する。

仮説検定を用い、各スタイル内の純資産総額区分別平均リターンの差異について、「差異がない」ことを帰無仮説、「差異がある」ことを対立仮説とする。2005 年～2018 年までの各年において差異が有意（有意水準 10%）であったかどうかを検定（両側検定）し、その結果を確認する。

最初に、国内株式 一般 市場型のファンドについて確認する（図表 18）。2005 年は、純資産総額が 10 億円未満の区分の平均リターンは、10 億円以上 30 億円未満の区分の平均リターンより高く、30 億円以上 100 億円未満および 100 億円以上の区分の平均リターンより低く、それぞれ帰無仮説は棄却された。また、10 億円以上 30 億円未満の区分の平均リターンは、他の区分の平均リターンより低く、帰無仮説は棄却された。2014 年は、純資産総額が 100 億円以上の区分の平均リターンは、それ以下の区分の平均リターンより低く、帰無仮説は棄却された。ただし、その他の年については、どの区分間の平均リターンも概ね帰無仮説は棄却されず、有意な差異は認められなかった。

次に、国内株式 一般 大型グロースのファンドについて確認する（図表 19）。2006 年は、純資産総額が 10 億円未満の区分の平均リターンは、他の区分の平均リターンより高く、帰無仮説は棄却された。また、100 億円以上の区分の平均リターンは、他の区分の平均リターンより低く、帰無仮説は棄却された。ただし、その他の年については、どの区分間の平均リターンも概ね帰無仮説は棄却されず、有意な差異は認められなかった。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

さらに、国内株式 一般 大型バリューのファンドについて確認する（図表 20）。2007 年は、純資産総額が 30 億円以上 100 億円未満の区分の平均リターンは、他の区分の平均リターンより低く、帰無仮説は棄却された。ただし、その他の年については、どの区分間の平均リターンも概ね帰無仮説は棄却されず、有意な差異は認められなかった。

最後に、国内株式 一般 小型のファンドについて確認する（図表 21）。2006 年は、純資産総額が 30 億円以上 100 億円未満の区分の平均リターンは、他の区分の平均リターンより高く、帰無仮説は棄却された。2014 年は、純資産総額が 100 億円以上の区分の平均リターンは、それ以下の区分の平均リターンより低く、帰無仮説は棄却された。ただし、その他の年については、どの区分間の平均リターンも概ね帰無仮説は棄却されず、有意な差異は認められなかった。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

図表 18　国内株式 一般 市場型の純資産総額区分別の平均リターンの差異

20051230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却		
100億円以上	棄却	棄却	棄却しない	

20061229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20071228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20081230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20091230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20101230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20111230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

20121228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20131230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20141230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却	棄却	

20151230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却	

20161230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

20171229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

20181228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

（出所）日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

図表 19　国内株式 一般 大型グロースの純資産総額区分別の平均リターンの差異

20051230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却	

20061229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却	棄却	

20071228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20081230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20091230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20101230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

20111230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却	棄却しない	

20121228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20131230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20141230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20151230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却	

20161230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20171229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却	棄却しない	

20181228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

（出所）日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

図表 20　国内株式 一般 大型バリューの純資産総額区分別の平均リターンの差異

20051230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20061229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20071228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却	

20081230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20091230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却	

20101230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20111230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却		
100億円以上	棄却しない	棄却	棄却しない	

20121228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20131230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20141230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

20151230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20161230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20171229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却しない	棄却しない	

20181228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

（出所）日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

図表 21　国内株式 一般 小型の純資産総額区分別の平均リターンの差異

20051230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却	

20061229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20071228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20081230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20091230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20101230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20111230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20121228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20131230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20141230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却	棄却	棄却	

20151230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20161230	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20171229	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

20181228	10億円未満	10億円以上30億円未満	30億円以上100億円未満	100億円以上
10億円未満				
10億円以上30億円未満	棄却しない			
30億円以上100億円未満	棄却しない	棄却しない		
100億円以上	棄却しない	棄却しない	棄却しない	

（出所）日興リサーチセンター作成

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

５．おわりに

本稿では、国内株式ファンドを対象に、スタイル別に純資産総額の大きさで 4 つに区分し、2005 年～2018 年までの 14 年間について、各年においてそれぞれの区分の平均リターンについて仮説検定を行い、平均リターンの差異を確認した。

国内株式 一般 市場型のファンドでは、純資産総額が大きいグループの平均リターンが比較的高く、純資産総額が小さいグループの平均リターンが比較的低い結果となったが、統計的には区分間の平均リターンについて概ね差異はなかった。

同様に、国内株式 一般 大型グロース、国内株式 一般 大型バリューのファンドも純資産総額が大きいグループの平均リターンが比較的高く、純資産総額が小さいグループの平均リターンが比較的低い結果となったが、統計的には区分間の平均リターンについて概ね差異はなかった。

一方、国内株式 一般 小型のファンドでは、他のスタイルとは異なり、純資産総額が小さいグループの平均リターンが比較的高く、純資産総額が大きいグループの平均リターンが比較的低い結果となった。

今回の分析では、国内株式 一般 小型を除く各スタイルでは、純資産総額が大きいグループの平均リターンが、純資産総額が小さいグループの平均リターンを上回る傾向が見受けられたものの、統計的な観点からは有意とまでは言えず、運用パフォーマンスに規模の経済が働いているとまではいえなかった。

また、国内株式 一般 小型のファンドでは、純資産総額が小さい方が収益機会を機動的に捉えていた可能性が考えられたが、こちらも統計的な観点からは有意とまではいえなかった。なお、他のスタイルと異なり、国内株式 一般 小型で純資産総額が小さいグループの平均リターンが、純資産総額が大きいグループの平均リターンを上回る傾向が見受けられたことについて、本稿では深堀しなかったが、今後の課題としたい。

昨今は、ファンドの口数が 10 億口や 30 億口など、当初取り決められた水準を一定期間下回った場合、繰上償還される事例が散見されるようになってきた。また、金融庁では令和元事務年度の金融行政方針において、「投資信託協会等と連携し、併合に向けた投資運用業者の取組みに対してサポートを行う」と述べている。本稿の分析では、純資産総額の大きさと運用パフォーマンスとの間に統計的に有意な関係は見いだせなかったが、多くのファンドで純資産総額が管理費用や調査費用などを賄える必要最低限の水準を確保し、運用会社がファンド運用に一層注力できる環境が整うことで、受益者である投資家に運用成果として還元される好循環が形成されることを期待したい。

参考文献

ニッセイ基礎研究所　年金ストラテジー[1999],「ファンドの資産規模とリターン」
https://www.nli-research.co.jp/files/topics/35308_ext_18_0.pdf
太田 八十雄[2007],「投資信託の最適サイズ」,証券アナリストジャーナル（2007 年 9 月号）

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。