

「投資信託を巡る虚妄」

「～あなたは本当に正しい選択をしているか～」

投資信託、本当に儲かっていますか? : 掲載タイトル

【貯蓄から投資への流れを代表する投資信託ブームだが…】

消費者として私たちは商品を選択する時、より高い機能や質を備えた商品には劣位の商品よりも高い対価を払う。反対に、劣位の商品により高額の対価を払うことは「馬鹿げている」ので、そんな非合理的なことは誰もしないと考えている。ところが、金融・投資商品にはそうした「馬鹿げた」価格が存在するのだ。投資信託である。

投資信託は90年代のバブル崩壊ですっかり人気は離散していた。しかし、2003年以降、株価の回復もあり、人気を急回復している。過去4年間で残高は43.4兆円増加し、残高は78.4兆円(2007年5月末)に達した。今や公募投資信託は家計の「貯蓄から投資へ」のトレンドを代表する投資商品となった。こうした変化の背景には、①90年以降、投信への外資系の参入が自由化されたこと、②98年12月から銀行窓口での投資信託が解禁されたこと(今日、投信残高の半分近くは銀行経由販売されたものである)、③インターネットの普及で多数の投資信託の実績(投資リターン)や手数料が簡単に比較できるようになったことなどがある。これらの変化は、いずれも投信の投資商品としての透明性を増し、競争環境の改善や効率化をもたらしたと考えられる。投信は、小口・中口の個人投資家でもリスク分散された投資ポートフォリオを購入できるという利点がある。またマクロ経済・金融の視点からは、投信の拡大は資本市場を拡大・活性化し、銀行預金と貸出にマネーが偏在しすぎている日本の金融システムを改善する効果が期待できる。そういう意味で私は日本の投信の成長・拡大を期待している。

しかしながら、個人投資家は投資信託の選択を本当に合理的にするようになったのであろうか? この点を検証するために、投信の手数料と投資リターンの実績を比較してみよう。ご存知の通り、投信の手数料は2種類ある。ひとつは販売時及び解約時の手数料である。もうひとつは信託報酬及び監査報酬であり、これは年率で運用金額に対してかかる。また株式投信は日経平均やTOPIXなど特定の株式市場指標(インデックス)に連動するインデックス型投信と非インデックス型投信に大別できる。前者の場合、インデックスが代表する市場の銘柄構成をそのまま反映した投資ファンドを運用するだけなので、運用会社はファンドに組み込む投資銘柄の判断・選定はしない。その結果、手数料は安く設定されている。一方、非インデックス型は運用会社(ファンドマネジャーら)が何らかの投資銘柄の判断・選定、そのための調査などを行うので、手数料は高く設定される。手数料は高くても、「運用のプロが銘柄判断をするのだから、投資リターンは高くなる」と一

般投資家は期待しているはずだ。ところがそうした期待は見事に裏切られている。

【「投資のプロ」に払う手数料は投資の浪費か】

図表 1 は、国内の株式を対象にした純資産規模 100 億円以上、運用実績 5 年以上の公募投信 106 銘柄を投信評価・情報会社のモーニングスター社のウェブサイトで見つけ、5 年間のグロス投資利回り(年率)と総手数料(年率換算)を筆者が分布図にしたものである。投資リターンには期間中の配当も反映されている。また、販売・解約時手数料は 5 で割って年率換算した。

横軸の手数料で見ると、手数料が 1%前後に分布するファンドと2%台に分布するファンドがあり、垂直軸の投資リターン(年率%)の分布は「ふたこぶラクダ」のような形をしている。更に年率手数料 2%未満の低コストファンドと2%以上の高コストファンドに分けて、両者の平均グロスリターン、年率換算手数料、ネットリターンを示したのがグラフの下段の表である。

ここで2つの事実に注目して頂きたい。ひとつは、平均のグロス投資利回り 10.62%が市場全体のリターンを代表する TOPIX のリターン 11.8%(対象期間:2002 年 6 月 20 日~07 年 6 月 20 日)よりも低いこと。ふたつ目は 5 年間のグロスリターンは、低コストファンドと高コストファンドで 10.5 %~10.6%と大差がない。その結果、ネットリターンは低コストファンドが 9.50%で、高コストファンドの 8.23%を上回っていることである。長期ではこの差はかなり大きくなる。10 百万円を投資した場合、9.50%と 8.23%の差額は 10 年後には複利運用すると 273 万円もの差になる。

これでは投信を購入する投資家は一体何のために高い手数料を払っているのか判らない。国内株の投信などを買うよりも、TOPIX の ETF を買って持っている方がましである。ETF(Exchange Traded Fund)とは、日経平均や TOPIX に価格が連動するように株式銘柄をパッケージにして上場されている銘柄である。実際、ここで集計した低コストファンド 49 銘柄の内 25 銘柄は TOPIX や日経平均に連動したインデックス型ファンドである。

「より高い手数料を払ってより低いネットリターンを得る」というような不合理な投資家の選択がどうして起こっているのだろうか？ おそらく 2 つの理由が考えられる。まず、投信のセールスマンにとって、高い手数料は高いセールス報酬を意味する。高い手数料の投信を積極的に顧客に薦めるインセンティブが強く働いているのである。一方、個人投資家の側には、市場平均よりも高いリターンを得たいという願望がある。その結果、セールスマンが薦める高コストファンドに誘惑されてしまうのである。しかし、この願望は満たされているかというと、現実には既にご覧頂いた通りである。勿論、中にはネットリターンで突出して高い実績を上げているファンドもある。「では、それに投資すれば成功できる」と早合点してはいけない。過去 5 年間パフォーマンスの良かったファンドが次の 5 年も同様に良好である理由はどこにもない。

【米国でも見られるミューチュアルファンド選択の非合理性】

こうした状況に対して、「やはり日本は投資後進国だ」と卑下する必要はない。実は全く同じ現象

が米国でも見られるのだ。米国での公募投資信託は、ミューチュアルファンドと呼ばれ、その歴史は長く、純資産総額は10兆ドル(1200兆円)を超える。日本と米国の名目GDP規模が約1対3であることを考えても、現在の日本の公募投信残高78兆円は、米国のミューチュアルファンド市場に比べれば、ひよこのような存在である。ところが「投資先進国」の米国でも、個人投資家のミューチュアルファンドの選択には同じ非合理性が指摘されている。

添付表2をご覧頂きたい。高コストファンドから低コストファンドまで4分位にした過去10年の米国株式ファンドのグロスリターンは年率12%台で大差がない。差があるのは手数料コストだけである。その結果、高コストファンドは低コストファンドよりもネットリターンが低いという「逆転現象」が生じているのである。この表は本件問題について米国の草分け的な権威であり、ミューチュアルファンド業界を批判し、投資家に対する啓蒙活動をしているジョンCボーグル氏によるものである。

経済論的な視点で言えば、株式市場が完全に競争的であると仮定するならば、投資のプロでも継続的に市場全体のパフォーマンスを超過することはできない。そうであるならば、「市場リターンを上回るリターンが期待できますよ」と言うのは、「錬金術を可能にする賢者の石を手に入れた」と言うことと同じである。しかし、市場は完全には効率的ではないので、投資に工夫の余地が残ることは否定できない。一方で、錬金術を期待する一般投資家の願望も尽きない。その結果、錬金術を騙る手品師にむらがる人達が後を尽きないということだろう。

【賢明な投資のための指針】

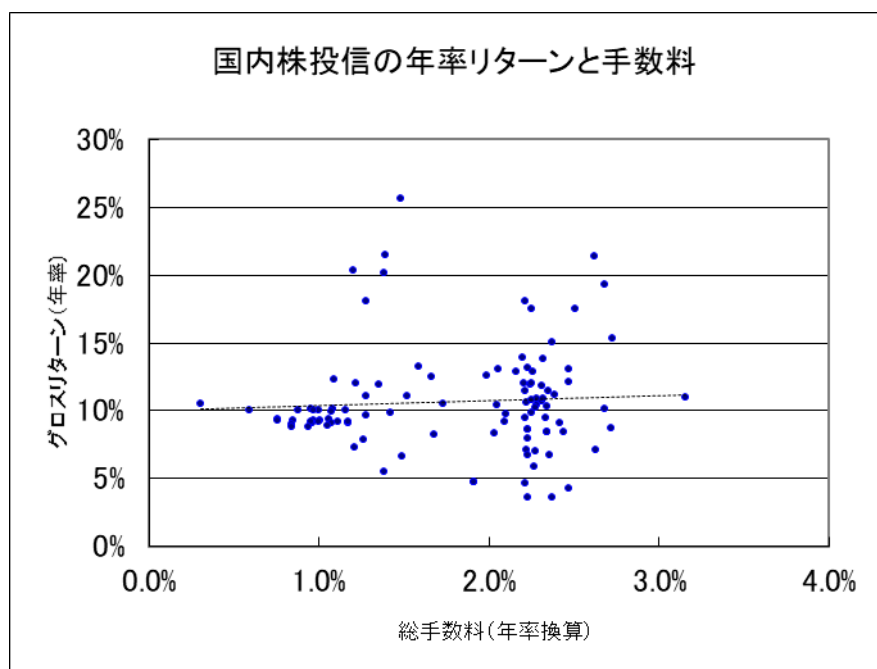
こうした投信市場の実状に対して投資家はどうか対応すべきだろうか。私の投資指針は以下の通りである。

- ① 投資・金融商品を含むあらゆるセールスマンは投資家(ユーザー)の利益のためではなく、自身の販売利益のために働いていると肝に銘じよ。
- ② 年率1~2%程度のコスト格差でも長期では大きな相違になると認識せよ。
- ③ 株投資はTOPIX(米国ならS&P500など)のETF、もしくは手数料の安いインデックス投資信託を主体にすえる。
- ④ 市場平均リターンを超えることを狙いたいという欲望があるならば、手数料の安いインターネット証券トレーディングで、自分で選んだ個別株式銘柄に投資することを③に加えることで充足する(成功しない場合もあるが、少なくとも余計な手数料は最小限にできる)。

さて、既に投資信託を保有の方は、モーニングスターのサイトでご自身の保有投資信託の手数料とリターンをご点検、比較されてみてはどうだろうか。

以上

図表 1



	全体平均 106銘柄	低コスト投信 年率手数料 2%未満 49 銘柄	高コスト投信 年率手数料 2%以上 57銘柄	TOPICS
5年間のグロスリターン	10.62%	10.69%	10.56%	11.80%
年率換算手数料	1.80%	1.19%	2.33%	
ネットリターン	8.83%	9.50%	8.23%	

リターンは年率表示

出所: モーニングスターのウェブサイトより筆者が作成 (2007年6月20日時点)

図表2

米国の株式ミューチュアルファンドのリターンとコスト
(過去10年間の年率リターン、2005年2月末時点)

コスト4分位	グロスリ ターン	コスト年 率	ネットリ ターン	リスク	リスク調 整後リ ターン
最低コスト25%	12.6%	0.9%	11.7%	16.0%	11.9%
第2分位	12.5%	1.5%	11.0%	17.0%	10.9%
第3分位	12.8%	2.0%	10.8%	18.5%	10.1%
最高コスト25%	12.0%	3.0%	9.0%	21.4%	8.1%
全体平均	12.50%	1.90%	10.60%	18.20%	9.10%

出所: John C. Bogle, *The Battle for the Soul of Capitalism* New Haven: Yale University Press, 2005, 160-2.