

手数料料に問題 投資信託はお得な金融商品か

投資の専門家に任せても
成果は低い

消費者として商品を選択する時、私たちはより高品質の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。その事情を説明すると同時に長期投資に徹した資産形成のポイントを示そう。

不特定多数の大衆投資家から小口の資金を集める公募投資信託は家計の「貯蓄から投資へ」のトレンドを

代表する投資商品である。本家の米国ではヘッジファンドやプライベートエクイティファンドと区別され、ミューチュアルファンドと呼ばれ、長い歴史がある。とりわけ家計資産に占める比率は過去30年間に急速に高まった。

世界全体の投信の純資産残高は2007年末の26・1兆_{ドル}から、金融危機の影響で09年第1四半期末には18・2兆_{ドル}まで減少したが、10年第3四半期には23・7兆_{ドル}まで回復した。日本でも00年代に大きく伸びた後、欧米の金融危機の影響で08年末には50兆円台前半まで減少したが、10年末には64兆円まで回復している（データ・投資信託協会）。

紆余曲折はあるものの00年代にな

って投信が日本でも拡大している背景には、次のような事情があるだろう。

①長期にわたるデフレ基調の結果、預金金利もゼロ%に近い水準が続き、リスクをとつても高いリターンを求めるニーズがある。

②1998年12月から銀行窓口での投資信託販売が解禁された。銀行もゼロ金利の長期化により預金を受け入れてマネーマーケットで運用しても利ざやを得られないので、投信販売に傾斜している。

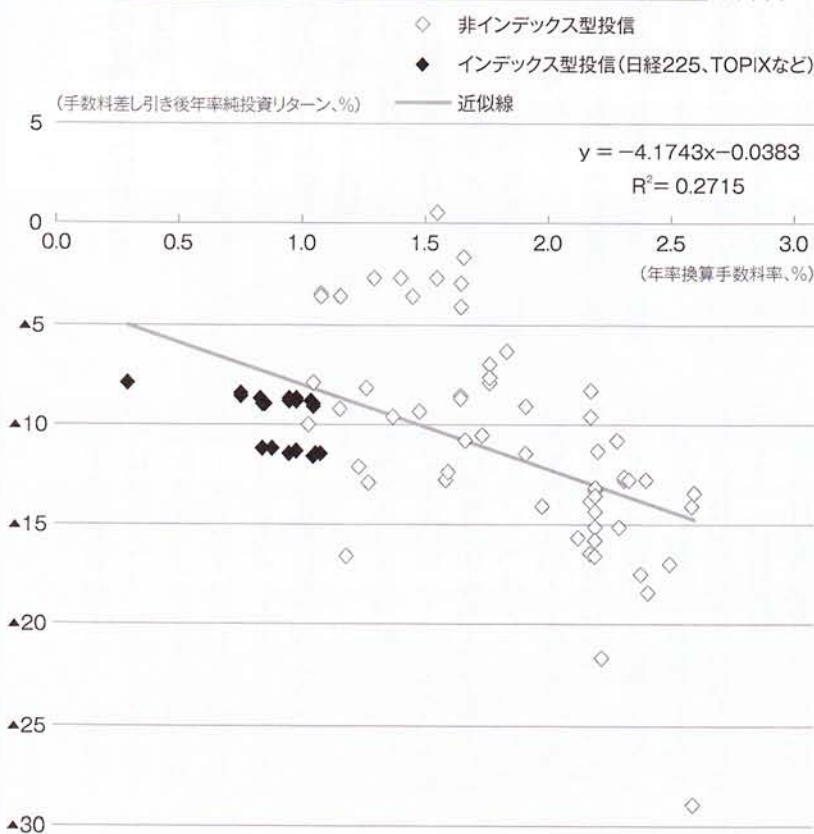
③年金不安を背景にしているのだろうか、年金のように毎月配当が得られる「毎月分配型」の投信がブームになっている。

利用者は投信を
正しく選んでいるか？

しかしながら、個人投資家の投信の選択は「市場の非合理性」の見本市のような有り様だ。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。投信の手数料は主に2種類ある。1つは販売時（あるいは解約時）の手数料である。もう1つは信託報酬であり、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など株式市場全体の動きを示す株価指数（インデックス）に連動するインデックス型投信と、それ以外の非インデックス型投信に大別でき

図1 投資信託(国内株式)のリターンと手数料率



(注)1. 純資産額100億円以上82銘柄
2. 2011年1月まで過去5年間
3. 図上のR²とは、決定係数と呼ばれる数値で、横軸(手数料率)の度合いによって縦軸(純投資リターン)の変化がどの程度説明できるか(この場合は27%)を示している

2011年1月まで過去5年間の実績(国内株式投信)

	手数料差し引き前の 投資リターン	年率換算 手数料率	純投資リターン (手数料差し引き後)	リスク (シグマ)
インデックス投信	▲8.7	0.9	▲9.6	20.0
非インデックス投信	▲9.0	1.9	▲10.9	19.4

(出所)モーニングスター

インはマイナスである。そのことよりも82銘柄の分布の近似線が右肩下がりであることに注目していただきたい。

黒い点はインデックス型投信であり、日経225とTOPIXに連動した2種類がある。一方、白い点はそれ以外のさまざまな非インデックス型投信だ。インデックス型の手数料差し引き前の純投資リターンは▲8.7%、非インデックス型は▲9.0%でほとんど違いはない。しかし非インデックス型投信の手数料率はインデックス型よりも平均で1.0%ほど高く、その結果として純投資リターンは1.3%低い。すなわち投信の世界では世の中の常識とは逆に「高コスト(高価格)・低リターン(低パフォーマンス)」という傾向が成り立っているのだ。

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でなく、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。そのため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の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、「運用のプロが銘柄選別をするのだ

「投資のプロ」に払う 手数料は投資の浪費

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82銘柄を投信評価・情報会社のモーニングスター社のサイトで検索したデータを使って検証し

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。

てみよう。図1は5年間の手数料差し引き後の年率投資リターン(以下「純投資リターン」と記す)を縦軸に、手数料率(年率換算)を横軸にとつて散布図にしたものである(11年1月時点)。期間中の配当は再投資したものとして純投資リターンに反映されている。また、販売・解約時手数料は5で割って年率換算した。

過去5年の期間で見ると日本の株式市場は、08年の暴落から十分回復していないので、全体の純投資リタ

筆者は同じ検証を07年、09年、そして今回と3度している。07年のように株価全体の上昇局面で多くの投信がプラスのリターンを出している時も、あるいは09年や今回のように株価の大きな下げ局面があり、マイナスのリターンの時も、結果は同じで、分布の近似線は右肩下がりである。すなわち非インデックス型は手数料が高いだけで、純投資リターンではインデックス型投信に劣るのだ。こうした奇妙な事情は日本の投信だけではない。高手料のミュー

買ってはいけない こんな金融商品

チュアルファンドほど純投資リターンが低い傾向があることは本家の米国でも同様だ。

「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。2つの理由が考えられる。まず、投信の営業マンにとって、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勧めるインセンティブが営業マンに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、営業マンが勧める高コストファンドに誘惑されてしまうのだから。

それでも非インデックス型はリターの相違が大きく、相対的に高いリターンを上げるものもある。こうした投信を選んで投資すれば、高いリターンを上げることができるのではないかと、と考える読者もいるだろう。モニタリングスターのサイト上のデータでは残念ながら、直近5年以前の期間の各投信のパフォーマンスがどうであったかを見ることはできない。

しかし、ミューチュアルファンドの長い歴史を持つ米国ではこの種の調査は、過去長期間にわたってさまざまに実施されてきた。その結果判

明したことは、ある5年間、あるいは10年間に相対的に運用リターンが高かったファンドが次の期間に高いリターンを上げるという相関関係はないという事実だ。例えば、90年代後半の5年間はIT関連銘柄に投資するファンドが高リターンとなったが、00年代前半にはこうしたファンドのリターンは著しいマイナスとなった。市場はそうしたことを繰り返してきたのだ。

市場平均リターンを持続的に上回ることは原理的に困難

こうした事実に対して「投信のファンドマネジャーははじめに働いていない」「専門性が劣る」と憤るのは的外れかもしれない（それが妥当な場合もあるだろう）。全ての情報が瞬時に市場参加者に共有され、市場参加者はみな合理的であるという前提の下では、投資のプロであっても継続的に市場全体の投資パフォーマンスを出し抜くことはできない。これは「効率的市場仮説」として知られている。この概念を日本で普及させた本はバートン・マルキールの『ウォール街のランダム・ウォーカー』株式投資の不滅の真理である。

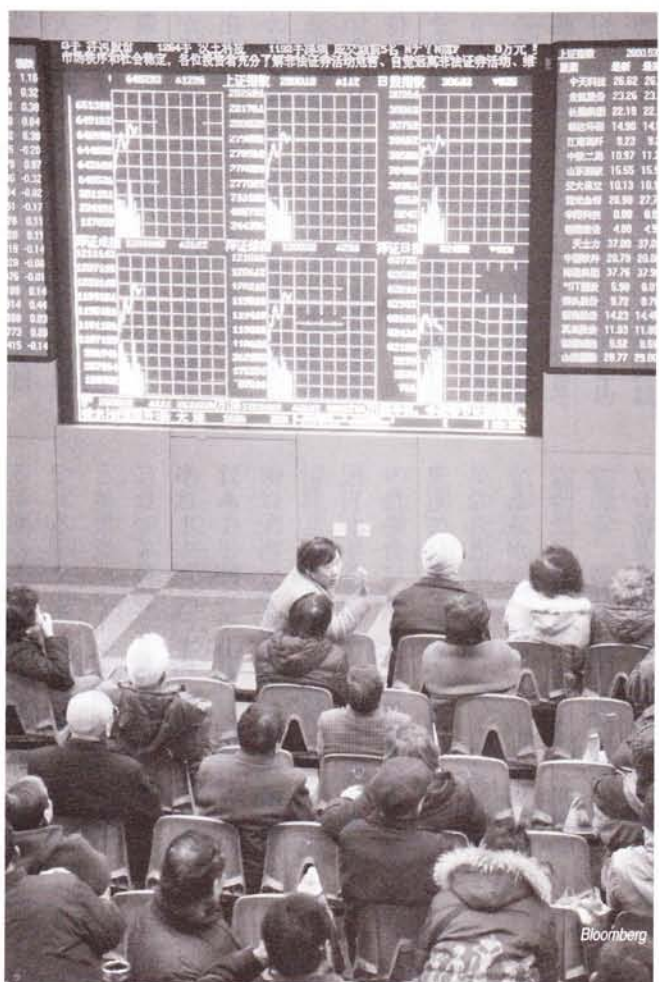
この本は73年に米国で初版が発刊され、以後5年ごとに改訂版が出され続けているロングベストセラー書だ。日本で初の邦訳版はバブル崩壊

後の93年に出版されて、筆者はその時に読んだ。効率的市場仮説による限り、効率的な市場では株価は予測不可能であり、従ってその変動はランダムである。もっとも、効率的市場仮説の「原理主義者」でない限り、現実の市場が完全に効率的であるとは考えないだろう。仮説が現実の有効な近似として認めることができる程度に現実の市場が効率的であるかどうかが問題になる。

今日では効率的市場仮説への信頼度は大きく揺らいでいる（あるいは崩壊している）ように思える。というのは人間の行動選択の非合理的なさまざまなバイアスが行動ファイナ

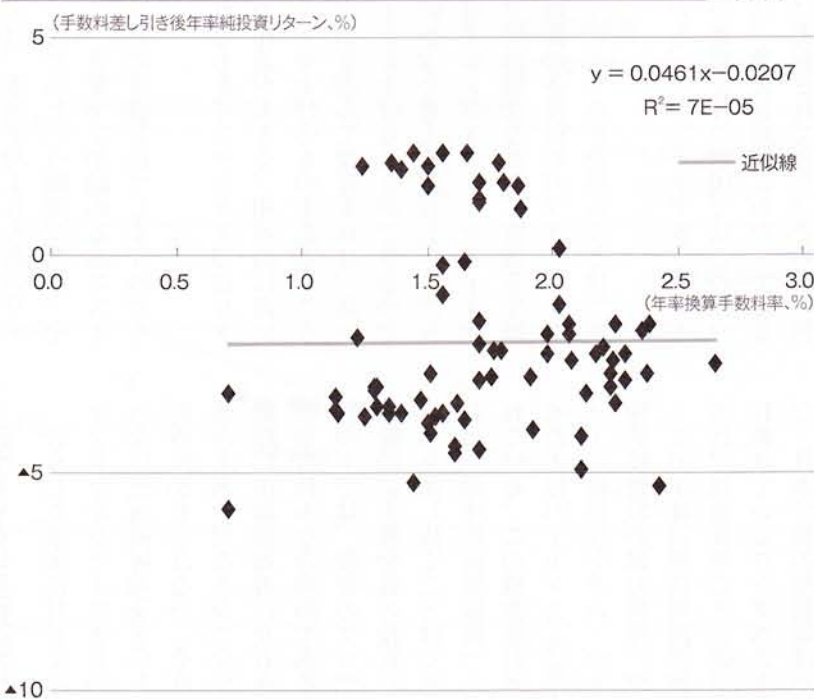
ンスの研究成果として明らかにになり、また金融投資商品をめぐる売り手と買い手の間の情報の著しい非対称性などが問題になってきたからだ。しかし一方で、行動ファイナンスの成果として、市場の非合理性を逆手にとって持続的に市場平均の投資リターンを出し抜くような投資手法が開発できているわけでもない。

現実の市場は時に多少、あるいは甚だしく非合理的になり、バブルの形成と崩壊を繰り返してしまうが、その非合理性を逆手にとって継続的に出し抜くことも困難であるのだ。それは4つの事情によると筆者は考える。



ETFを通じて新興国の株式にも投資できる上海株式市場の株価モニター

図2 投資信託(海外債券)のリターンと手数料率



(注) 1. 純資産額100億円以上77銘柄
 2. 2011年1月までの過去5年間
 (出所) モーニングスター

第1に市場とは躁鬱病のミスター・マーケットであると考えてみていただきたい。ある日、ミスター・マーケットは躁状態で先行きに超楽観的であり、強気で株を買いまくる。ところが別の日には突然鬱になり、先行きを悲観して、投げ売りし、今にも首をつりそうである。市場のセンチメントの移ろいが、躁から鬱へ、また鬱から躁へと偶然的な出来事で不規則に変移するようなものならば、予測不能性と市場の価格形成の

非合理性は同時に成り立つ。第2の事情として、例えばある種の株は割安で、そうでない株は割高であるというような非合理的なバイアスによって生じた株価のアノマリー(anomaly、異常)はこれまでさまざまなに発見されてきた。ところが、そのアノマリーが裁定取引による利益をもたらすほどに大きい場合、その事実が世に知られて普及すれば、自由な市場では裁定取引が働いてアノマリーは消えてしまう。

第3の事情は、第2の事情とは反対に株価が異常であると認識されても、裁定取引による株価の調整が働かない場合がある。例えば、90年代末のITバブルの最中、少なくともヘッジファンドが割高過ぎるIT銘柄を売って、割安と思われる非IT銘柄を買う投資戦略(ロング・ショート)を試みた。ところが、IT銘柄の高騰の勢いの方がはるかに強く、拡大する損失に耐えられなくなつて、みな撤退したという。躁状態のミスター・マーケットによって正気の投資家が押し倒されてしまったようなものだ。

第4の事情は最も根本的なもので、自然現象と異なる人間が行う市場・経済活動の性質である。例えば、天気予報と同様に相場予報片が信頼できる相場予想を出すという。来週の東京株式市場は今週末比5%下がる確率が80%です」という予報が出たら、あなたはこうするだろうか? 来週末まで待たずに株を今週売るだろう。あるいは買おうと思つていた場合は、今週買わずに来週末まで待つだろう。しかもみなそうする。その結果、相場は来週末ではなく今週下がる。

その結果、翌週になると相場の需給関係は買いたい人ばかりになり、相場は下がらずに反騰する。つまり相場の中ずると信頼されている予測は

ど、それが公表されれば最終的には外れるというパラドックスが、自然現象と異なる人間の営む市場・経済活動の本質なのだ。ではどうするのが合理的な投資なのか。それは後述するが、紙面の制約で全ては語れないので、関心のある方は文末の拙著をご覧いただきたい。その前に他のジャンルの投信の状況も見ておこう。

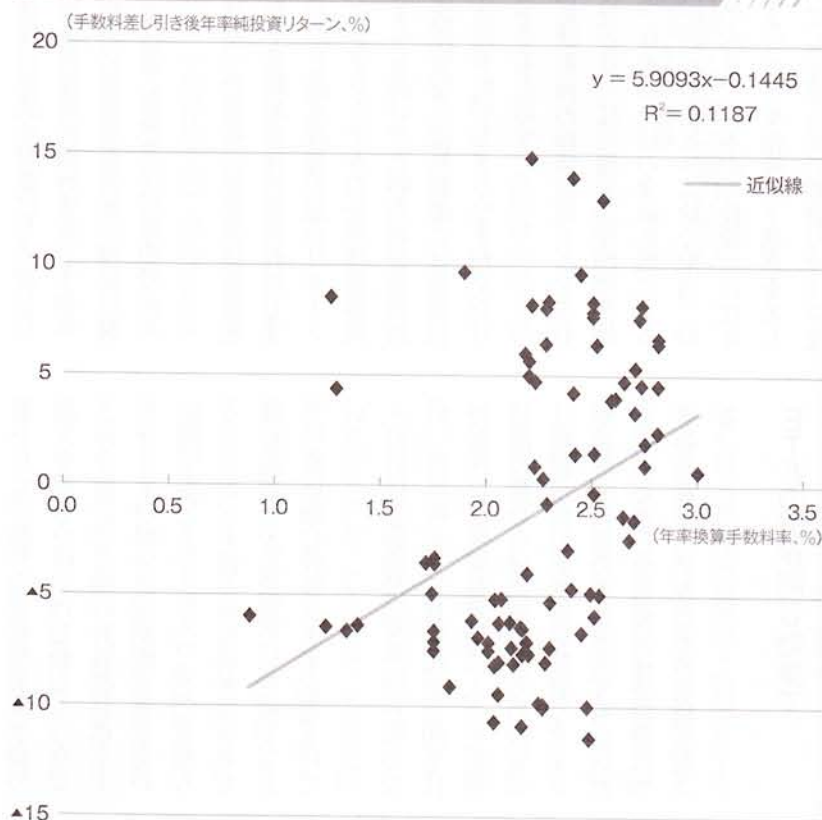
金利格差は為替相場の下落で長期的には相殺される

まず海外の債券に投資する投信を見てみよう。図2は海外の債券に投資する純資産100億円以上の77投信(為替リスクヘッジなし)の過去5年間の手数料率と純投資リターンである。このジャンルでは手数料率と純投資リターンの関係はフラットになっている。5年間の平均手数料率は1.73%、平均純投資リターンは▲1.99%である。純投資リターンは配当分を再投資したものととして計算しているので、毎月受け取った配当が年5%で、それを使ってしまった場合には、元本は25%以上目減りしていることになる。

なんともさびしいパフォーマンスであるが、これを「たまたま円高になつたからだ」と考えるのは的外れである。為替相場と金利格差(インフレ格差)の間には次のような長期

買ってはいけないこんな金融商品

図3 投資信託(海外株式)のリターンと手数料率



(注)1. 純資産額50億円以上92銘柄
2. 2011年1月までの過去5年間

海外株式対象の投資信託(2011年1月時点)

	手数料差し引き前の 投資リターン	年率換算 手数料率	純投資リターン (手数料差し引き後)
過去5年	1.1	2.3	▲1.2
過去2年	24.6	3.1	21.5

(出所)モーニングスター

法則が働いているからだ。
同じ信用力で同じ期間の債券、例えば国債に投資する限り、資金の移動が自由な2国間の金利格差は長期的には為替相場の変化で相殺される。もっと具体的に言うと、過去30年間、日本と米国の10年物国債の間には平均で約3%の金利差があったが、ドル・円の為替相場も年率平均3%で下落している。このため金利の高い米国債に投資しても、長期では低利の円国債に投資したのと同じ

結果に収斂するということだ。これは「金利平價の原理」として国際金融論のテキストには必ず記載されている標準的な命題だ。ところが日本の投信のマネジャーらはなぜかみなそろって国際金融論を大学時代に勉強してこなかったらしい。
また、77の投信銘柄のうち14銘柄は投資リターンが2%前後のプラスとなっているが、これらはほとんど全てオーストラリアドル債に投資する投信だ。オーストラリアドルは円

に比べると趨勢的にインフレ率が高く、その金利水準も高い。そのため高金利通貨投資ブームとその破綻を幾度も繰り返してきた花形銘柄だ。そして長期的にはやはり名目金利差(「インフレ格差」の分だけ下落している。過去5年間で2%前後という日本国債より若干高いリターンを出せたのは、たまたま現在は幾度目かの資源国ブームでオーストラリアドルが堅調になっているにすぎない。最近ではブラジルの通貨レアル買

い・ドル売りなど各種の高金利通貨(選択可)の為替持ち高を組み込んだ「通貨選択型」と呼ばれるタイプの投信がにわかにブームになった。この種の投信のベースになる投資対象は米国の社債(リスクの高い低格付けの社債を「ハイイールドボンド」とハイカラな名称で呼ぶことがあるので注意)、途上国の国債、ゴールド先物などさまざまだが、高金利通貨を買う為替持ち高とセットにし、2重のリスクを負うことで高い配当を狙う仕組みになっている。

レアル買い・ドル売り持ち高がブラスの利回りを生み出すのは、ブラジルのインフレ率が米国よりも高く、レアル金利がドル金利よりも高いためであるが、これも長期的にはレアル相場の下落で相殺される運命にある。そういう意味で一時的には高配当を出せても、長期で保有すれば元本が毀損するのは必定である。そして払った高手数料の分は投資家のコストとして残るのだ。

海外株式への分散投資が長期的には有利

海外株式はどうだろうか(図3)。こちらは海外債券に比べるとプラスからマイナスまで投資リターンの分布が広い。手数料率と純投資リターンの関係も、国内株投信のような逆の関係にはなっていない。おそらく

新興諸国の株式を対象にした投信は先進国株式投資の場合よりも手数料率は高めに設定されるが、同時に株価の成長率も高かったためである。

既に述べた通り、金利差は為替相場変動で長期的には相殺されてしまう。しかし株式投資の総合リターンはリスクプレミアムの分だけ債券利回りよりも高い。そのため分散された株式投資ならば長期的には為替相場で相殺されてしまう分を超えたりターンをもたらす。

例えば米国の株価指数S&P500で見ると、過去30年間の平均年率上昇率は今回の金融危機による暴落を経ても約8%（除く配当）の高さであり、日本から投資すれば年率約3%のドル相場下落率を差し引いても年率5%の投資リターンを得られた（約2〜3%程度の配当による利回りを含めれば7〜8%程度になる）。図3に示した海外株式に投資する92の投信の平均純投資リターンは、過去5年で▲1.2%、過去2年では21.5%である。

ところが、おめでたいことに、日本人は機関投資家も、個人投資家も、政府（外貨準備の運用）も対米投資は圧倒的に債券に傾斜しており、ドル相場の減価で総合リターンでは日本国債並みの低リターンに甘んじてきた。米国は超金融緩和でドル安誘

導をして、海外投資家にドル下落の損失を押しつけ、けしからん」などと言う前に、自国の対外投資ポートフォリオの配分自体が低リターンの原因であることに気づくべきだろう。一方、米国の対外資産は世界で最も株式と直接投資に傾斜しており、高い総合投資リターンを上げている。

対外株式投資は対米国に限らない。日本の1950年代から60年代のような高度成長過程に入った新興諸国の株ならば（海外からの投資には規制が多いが）高い投資リターンが長期的に望めると考えてもいいだろう。ただし先進国の株式同様に、その過程でバブルとその崩壊も起こる。

ETFの方が同じ効果で手数料ははるかに安い

以上の通り、長期投資で高いリターンを望むなら、海外株式に分散投資することが欠かせない。その目的のためには投資信託よりもずっと手数料が低いETF（Exchange Traded Funds＝上場投資信託）の方が効率的だ。東京証券取引所は近年続々とETFを上場させている（文末の東証サイト参照）。ご存じの方も多いだろうがETFとは、特定の株価指数（日本のTOPIXや米国のS&P500など）、債券指数、

商品価格指数などに連動して運用される投資ファンドの一種である。ただし取引所に上場されているので通常の株式と同じようにいつでも売買できる。つまり証券取引所に上場されたインデックス投資ファンドである。

例えば、日本を除く先進諸国の株式に分散投資するならば「海外先進国株式（MSCI-EUROPE）」、「新興国の株式に投資するならば「海外新興国株式MSCI-Emerging」が昨年スタートした。その信託報酬はわずか年0.2625%だ。図3に示した海外株式投信92銘柄の信託報酬の平均値は1.67%なので、なんと安いことか。しかも投信は購入時手数料が高く、92銘柄の平均値は2.9%である。ところがETFの購入は一般の株式と同じだから、インターネット証券を利用すれば、100万円でも1000万円でも手数料は数百円から2000円の水準であろう。もちろん、ETFは海外投資銘柄だけではない。東証のサイトを見れば分かる通り、日本株式のTOPIX指数に連動するETFもある。やはり同種のインデックス型投信に比べて手数料率はずっと安い。

さあ、ここまでお分かりいただければ、手数料の高い投資信託などを買うのは資産形成上の愚策中の愚策

とご理解いただけただろう。これに気がついて投信からETFにシフトする投資家が増えれば、競争上投信の手数料も安くなるだろう。

また「日本は低金利だから資産形成できない」と嘆く必要もない。グローバルな投資手段が個人投資家にもかつてない便利さと安価な手数料で利用可能になったのだ。そして不況や危機の時にこそ株式やREITに投資する半歩の勇気と、好況が続いた時にはそうしたリスク性資産を多少でも売り抜く冷静さがあれば、賢い資産形成が実現できる。多少の勉強と半歩踏み出す勇気を持って、あなたも「資産形成の勝ち組」への道を歩もうではないか。



＜参考サイト＞

△モーニングスター（MORNINGSTAR）
<http://www.morningstar.co.jp/>

△東証ETF銘柄
<http://www.tse.or.jp/rules/etf/pamphlet.html>

＜読者への推薦文献＞

△バートン・マルキール「ウォール街のランダム・ウォーカー 株式投資の不滅の真理」
Random Walk Down Wall Street 日本経済新聞出版社、2007年（原著第6版）

△ジャスティン・フォックス「合理的市場という神話 リスク、報酬、幻想をめぐるウォール街の歴史（The Myth of The Rational Market）」東洋経済新報社、2010年

△竹中正治「今こそ知りたい 資産運用のセオリー まず投資の魔物を退治しよう」光文社、2008年