

# 投信ビジネスの悪弊を考える

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



**前田 昌孝**（まえだ まさたか）  
1957年生まれ、1979年東京大学  
教養学部教養学科卒、日本経済新  
聞社に入り、産業部、神戸支社、  
証券部、ワシントン支局勤務など  
を経て1997年証券部編集委員、  
2010年日本経済研究センターに出  
向、2013年4月から現職。

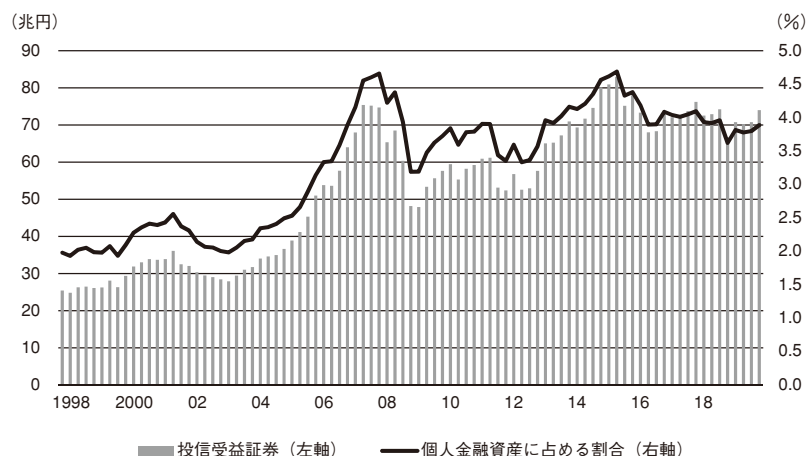
投資信託の個人向け販売が伸び悩んでいる。日銀の資金循環統計によると、家計が持つ投信受益証券は2019年12月末現在で74兆315億円と、過去のピークだった2015年6月末の83兆68億円を10.8%も下回っている（図表1）。購入者層にコストにシビアな若年層が増え、不明朗な手数料体系などが嫌われている可能性もある。新型コロナウイルスによる感染症の拡大で世界の金融市場が混乱し、運用成績も急速に悪化した。信頼回復への長い道のりを余儀なくされそうだ。

## 〈許されない報酬体系〉

日本の投信ビジネスにとって悩ましいのは、米国のように独立フィナンシャル・アドバイザーが低コストの商品を組み合わせて顧客に推奨するような文化がないため、運用管理費用（信託報酬）が低い投信を作っても、投資家に「発見」されず、採算ラインまでなかなか残高が増えないことではないだろうか。

実際、日本には運用管理費用が0.2%未満の株式投信（ETF、DC専用、SMA専用、ラップ専用を除く）が63本ある。このうち2020年2月末現在の純資産残高が100億円以上なのは21本だけで、残りの42本は純資産が100億円に満たない。100億円以上の投信は年間に1本当たり平均5,043万円の運用管理費用が入るが、100億円未満の投信は平均410万円し

(図表1) 家計が保有する投信



(出所) 日銀「資金循環統計」

か入らない。これでは採算に合わない。

となると、アリバイ的に低コストの投信をある程度、用意しながらも、やはりビジネスの主軸は一定の運用管理費用が確保できる商品を、資金力がある顧客に、販売会社を通じて売ることになるのではないか。野村證券は3月16日にグループ会社が販売・運用・管理のすべてを請け負うことで、運用管理費用を10年間無料にした積み立て型の少額投資非課税制度(つみたてNISA)向けの商品「野村スリーゼロ先進国株式投信」を売り出したが、広告宣伝費と割り切った戦略だと思われる。

実際の商品をみると、運用会社の姿勢が想像できる。業界関係者ならば、どの商品かすぐにわかるだろうが、この商品に限った話ではないので、個別商品名は伏せておく。ある大手運用会社が2019年秋に設定した株式投信は、1つのマザーファンドを買い付ける割合によって、低リスク低リターン型から高リスク高リターン型まで4段階のリターンを狙えるように設計したシリーズ商品だった(図表2)。

運用管理費用(税込み)は目標リターンが低い方から0.803%、1.133%、1.463%、1.793%となっている。この報酬は運用会社、販売会社、受託会社の3者で分ける。高リターン型の商品の方がマザーファンドの組み入れ割合が高いため、運用の手間を反映し、高リターン型の方が運用会社の取り分が大きいのは理解できる。

受託会社は受益証券を管理しているだけなので、商品の目標リターンの高低に応じて取り分が変わる理由はない。このファンドではいずれも0.033%と決まっている。問題は販

(図表 2) ある大手運用会社の国際分散投資戦略ファンド  
(内外の株式、債券、REITなどさまざまな資産に分散投資するマザーファンドを買い付ける)

|                | マザーファンド<br>の買い付け割合 | 運用管理費用 | 委託会社の取り分 | 販売会社の取り分 | 受託会社の取り分 | 購入時手数料 |
|----------------|--------------------|--------|----------|----------|----------|--------|
| 目標リスク 2% のファンド | 25                 | 0.803  | 0.385    | 0.385    | 0.033    | 3.3    |
| 目標リスク 4% のファンド | 50                 | 1.133  | 0.440    | 0.660    | 0.033    | 3.3    |
| 目標リスク 6% のファンド | 75                 | 1.463  | 0.550    | 0.880    | 0.033    | 3.3    |
| 目標リスク 8% のファンド | 100                | 1.793  | 0.715    | 1.045    | 0.033    | 3.3    |

(注) 単位%、運用管理費用や購入時手数料は税込み

売会社の取り分だ。目標リターンが低い方から0.385%、0.66%、0.88%、1.045%となっていて、高リターン型を売れば、残高ベースの報酬が低リターン型の2.7倍も入ることになっている。

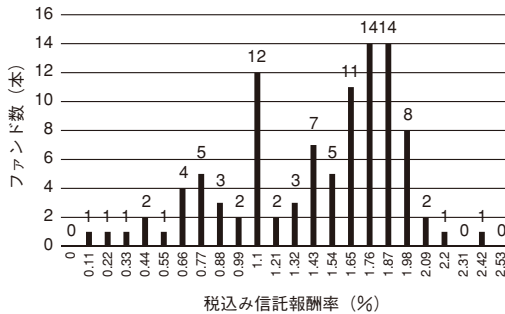
いくつか問題がある。販売会社の取り分は「購入後の情報提供、交付運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理等の対価」であると説明されている。このなかで、料率が変わる理由として説明がつきそうなのは、購入後の情報提供だけだろう。高リターンを狙う商品の方がリスクは大きい、つまり、基準価格の振れ幅が大きくなると予想されるので、顧客により多くの説明が必要だという理屈だ。

しかし、一般に金融市場に対する知識が豊富な顧客が高リスク高リターン型の商品を求め、リスク許容度が低い顧客は低リスク低リターン型の商品を求めるのではないか。とすれば、仮に高リターン型の商品の基準価格が大きく振れたとしても、知識が豊富な顧客に丁寧な説明など不要だろうし、必要だとしてもそれほど手間はかからないだろう。

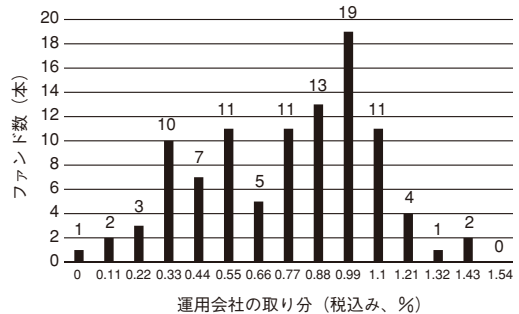
説明に手間がかかるとすれば、金融市場に対する知識をあまり持ち合わせていない顧客に高リスク高リターン型の商品を販売するからだ。これは金融商品取引法上の適合性原則に違反するのではないか。法律に違反して販売した商品についての情報提供に手間がかかるから、コストを負担してもらおうというのは、正しいありようではない。

適合性原則違反を促すような報酬体系自体も問題ではないだろうか。多くの販売会社は営業担当者の成績評価の際に「運用管理費用の取り分が大きい投信をどれだけ販売したか」などは考慮していないと信じるが、社員として所属支店の収益目標を気にすることはあるだろう。今回とりあげた商品のように、高リターン型は低リターン型に比べて取り分が2.7倍といった商品は、顧客のリスク許容度を軽視した商品販売につながりやすい。

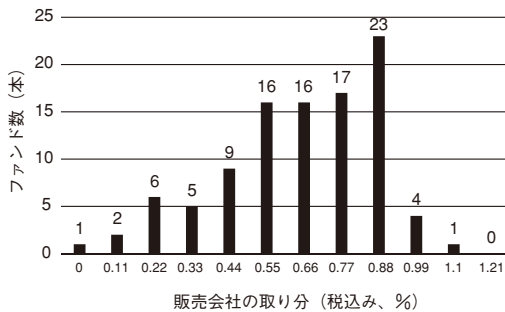
(図表 3) 税込み運用管理費用の分布



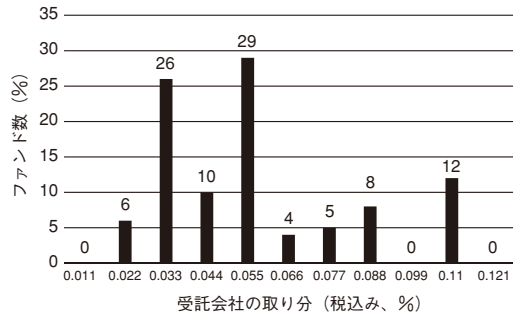
(図表 4) 運用会社の取り分の分布



(図表 5) 販売会社の取り分の分布



(図表 6) 受託会社の取り分の分布



### 〈販売会社の取り分の差異〉

株式投信（ETF、DC専用、SMA専用、ラップ専用を除く）の純資産総額上位100本について、実質運用管理費用（ファンド・オブ・ファンズの子ファンドの運用管理費用を含む総コスト）を個別に調べてみると、インデックスファンドは税込みで0.66～0.77%に山がある。アクティブファンドは1.65～1.87%のところ、山があるほか、1.1%にとどめている商品も12本ある（図表3）。つみたてNISAの対象商品として金融庁の指定を受けるには、運用管理費用を税別で1%以内に抑える必要があるからだ。

運用会社の取り分に正当性があるかどうかは、のちに議論をすることとして、インデックスかアクティブかの運用手法の違いや、情報が得やすい証券に投資するのかどうかによって、運用経費のかかり方に違いがあるのは理解できる。ただ、ばらつきがあると言っても、全体の100本中、54本が0.77～1.1%の範囲に集まっている（図表4）。

問題は販売会社や受託会社の取り分に大きな差異があることだ。ニッセイアセットマネジメントの戦略商品「ニッセイ外国株式インデックスファンド」のように、販売会社の取

---

り分が四捨五入すると0.0%（四捨五入前で0.03825%）になる商品はともかくとして、100本中、72本は販売会社に0.55～0.88%を渡している（図表5）。

ただ、取り分が低い方をみると、0.22%に6本、0.33%に5本、0.44%に9本ある。適合性原則を守って顧客に商品を販売しているのならば、購入後の情報提供の手間などはあまり変わらないはずであり、低い方に収束していくべきではないか。

「昔は販売会社の取り分には、商品ごとに大きな差はなかった。外資系の運用会社が日本で商品を販売するために、高めの報酬を払うようになったのが、販売会社の取り分増加の最大の要因」と語る業界関係者もいる。証券会社は株式の売買委託手数料収入が減り、銀行は預貸利ざやが縮小するなかで、投信の運用管理費用への依存度を高めた面もある。何の対価か説明しにくい購入時手数料（販売手数料）の撤廃圧力が高まっているため、オンライン証券を含め、販売会社の取り分はあまり下げたくないようだ。

しかし、ゼロに近いところから1.1%までばらつきがあることに対して、不信感を抱く投資家もいるのではないか。運用にかかるコストを負担してもいいと考える投資家も、販売会社に多額の報酬がわたっていることを知れば、あまり気持ちはよくない。

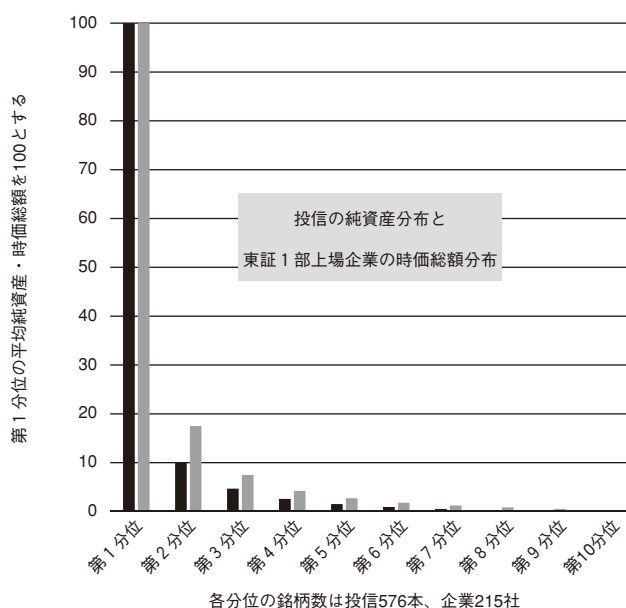
受託会社の取り分にも0.022%から0.11%まで5倍もの格差がある（図表6）。しかも、0.11%が必要な投信をみると、海外REIT（不動産投信）型もあれば、米高利回り債型もあれば、日本株型もあれば、外国株型もある。投信が組み入れる商品によって受託会社の手間は変わるのかもしれないが、手間に応じて受託会社の取り分が決まっているようにはみえない。低い方に収束していくべきではないか。

### 〈なんちゃって投信への疑問〉

投信の運用管理費用のうち、運用会社の取り分はごく一部の商品を除き、純資産総額の一定割合であり、運用にかけた手間の対価と考えることができる。専門のファンドマネジャーを配置し、アナリストからの情報も点検して投資先を選別するアクティブ投信は高くなりやすく、株価指数などに連動するインデックス投信は低くなりやすい。

問題は、同じアクティブ投信なのに、あまり手間暇をかけていないのではないかと推定される投信が多いことだ。第一に運用にコストをかけられない小さい投信が多すぎる。追加型公募株式投信5,766本を純資産総額が多い順に10グループに分け、各グループに属する投信の平均純資産総額をみると、第1分位は1,549億円、第2分位は154億円だが、第5分位～第10分位は24億円、14億円、8億円、4億円、2億円、3,500万円となってしまう（図表7）。

(図表 7) 投信の純資産分布



(注) 対象は追加型公募株式投信5,766本と東証1部上場企業2,152社

第1分位の投信の純資産総額の平均を100とすると、第10分位は0.02にすぎない。東京証券取引所では第1部上場企業が2,152社と多すぎることから、市場区分の見直しに乗り出したが、上場企業の時価総額の違いは第1分位の平均と第10分位の平均との比較で、100対0.29だ。これよりも投信の大小のばらつきは大きい。小さすぎてまともに運用できない投信を整理しないと、投信全体のイメージが悪くなる。

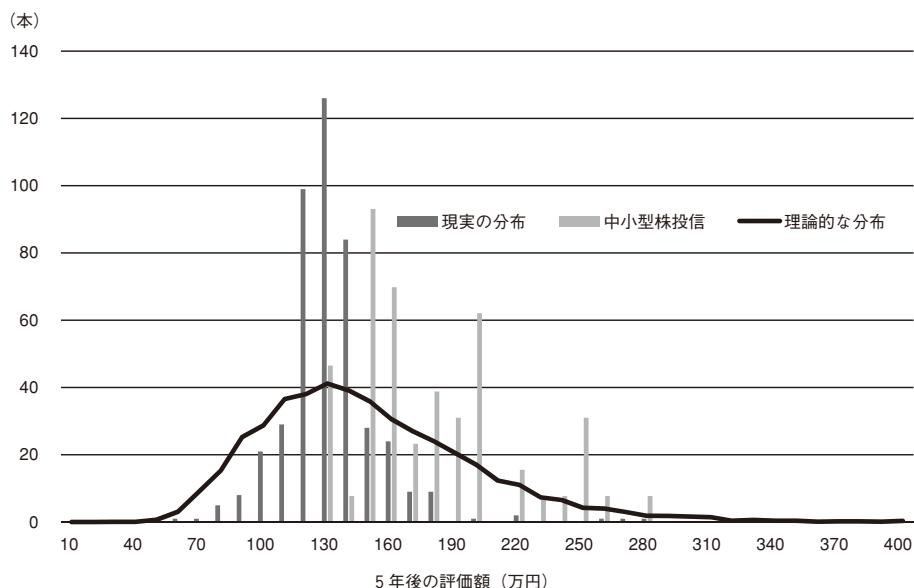
もう1つの問題はアクティブ投信の看板を掲げながら、本当のアクティブ運用をしていないのではないかと懸念だ。5年間の運用実績がある日本株投信のうち、中小型株型とラップ専用、SMA専用を除く450本について、2014年末に100万円を投資した場合の2019年末の評価額の分布は棒グラフのようになる(図表8)。基準価格の単純な変化ではなく、税引き前分配金を再投資したと仮定した値だ。

10万円の位を四捨五入して130万円のところが126本と最も多く、次いで120万円が99本、140万円が84本、110万円が29本、150万円が28本という分布になっている。ベストは280万円、ワーストは60万円だった。

一方、過去5年間の配当込み日経平均株価のリターンは年率8.35%、リスク(標準偏差)は年率15.99%だったので、こうしたリスク・リターン特性の金融商品に投資していた場



(図表 8) 国内株投信の5年リターンの理論と現実



(注) 現実の分布は5年間の運用実績がある国内株投信（中小型株型とラップ・SMA専用を除く）450本と、中小型株投信（同）58本に2014年末に100万円を投資した場合の19年末評価額（税引き前分配金を再投資したと仮定）。理論的な分布は期待リターン8.35%、標準偏差15.99%の金融商品（配当込み日経平均の過去5年の実績）に1万回投資した場合の成果。いずれも全体の本数が450本になるように調整してグラフ化

合の成果の分布を、投資理論に基づくモンテカルロ・シミュレーションによって、はじき出してみた。1万回の試行をしたが、450本のファンドと比較しやすいように、試行回数を450回に換算して結果を折れ線グラフで示している。

それによると、最も度数が多いのは130万円で現実の分布と同じだが、度数は42回にすぎない。次いで140万円が40回、120万円が39回、110万円が38回、150万円が35回となっている。現実の分布に比べて全体になだらかだ。ベストは330万円（1回）、ワーストは60万円（3回）だった。

筆者が利用した投資理論は、投信の連続複利収益率（保有期間を極限まで短くしたときの計算上の収益率）が正規分布することを前提にしている。リスク商品の運用成績は下膨れの分布（対数正規分布）になり、平均値＞中央値＞最頻値になることが知られている。なぜ投資理論に基づく分布に比べて、現実の分布は中央に集中するのか。

専門家のなかには実際の運用成果が理論ほどばらつかないことの原因として、「平均回帰性」があるという人もいる。身長が平均よりもかなり高い父親たちの息子の身長の平均

(図表 9) アクティブ・シェアを求める 2 つの計算式  
(どちらも結果は同じになる)

$$active\ share = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^{N+1} abs(wfund_i - windex_i)$$

$$active\ share = 1 - \sum_{i=1}^N min(wfund_i, windex_i)$$

(注)  $i$  = 銘柄番号、 $N$  = 保有銘柄数、 $wfund_i$  = ファンドでの銘柄  $i$  の構成比率、 $windex_i$  = 指数での銘柄  $i$  の構成比率

上の式での  $N+1$  番目の銘柄はファンドでの構成比率を 0 %、指数での構成比率を「ファンドが保有していない銘柄の構成比率の合計値」とする

は、父親たちよりも、平均から離れていないといった理屈のようだ。ただ、資産運用にこの法則があてはまるのかどうかかわからない。

別の仮定として、アクティブ運用の看板を掲げながら、実際にはインデックス投信と大差がない運用をしている「隠れパッシブ投信」、別名「なんちゃってアクティブ投信」が多いことも、運用成績が中央に過度に集中する要因かもしれない。

日経平均や東証株価指数 (TOPIX) といった適当な指数がないために、インデックス運用をしにくい日本株の中小型株投信の 5 年間の運用成績を同様に調べてみると、かなりばらつきが大きい。これも中小型株型を除く日本株投信に「なんちゃって運用」が多いことを示す補強証拠ではないかと考えられる。

### 〈アクティブ・シェアを計算〉

組み入れ銘柄の選択がインデックス投信とどれだけ違うかを示す尺度に「アクティブ・シェア」という考え方がある。インデックス投信が組み入れている銘柄をまったく保有していなければ、アクティブ・シェアは 100%、インデックス投信の組み入れ銘柄と同一の銘柄をまったく同じ比率で持っている場合は 0 % という具合だ。同じ市場で運用していれば、100% ということはなかなかありえないが、それでも銘柄選択に独自性が高ければ、100% に近い数字が出てくる。

米ノートルダム大学とニューヨーク大学の研究者が 2009 年に発表したもので、2 通りの計算方法がある (図表 9)。1 つはアクティブ投信が組み入れている各銘柄の保有比率がインデックスウエートとどれだけ違うかを一つ一つ計算し、差の絶対値を足し合わせて 2



---

で割る。もう1つは各銘柄の保有比率をインデックスウェイトと比べ、低い方の比率だけを取り出し、これを全部足し合わせた比率を1から引く。どちらの方法で計算しても同じ結果が出てくる。

実際に日本株投信でこれを計算しようとする、表計算ソフトでの計算自体は容易だが、投信の運用報告書は一般にPDFファイルで提供され、データをダウンロードできない。すべての保有銘柄の保有比率を表計算ソフトなどに書き出し、当該の投信の決算日現在の個々の銘柄のインデックスウェイト（TOPIXとの比較であれば、浮動株ベースの時価総額比率）と比較しなければならないので、かなりの作業になる。

ただ、アクティブ・シェアの高さに自信がある運用会社は、自ら計算して月次レポートなどで公表している。例えばレオス・キャピタルワークスは主力投信の「ひふみ投信」について、2020年2月末のTOPIXと比べたアクティブ・シェアは96.2%だったと書いている。ポートフォリアも「みのりの投信」のアクティブ・シェアは98.64%だったと開示している。

筆者の試算では鎌倉投信が運用する「結い2101」の決算日（2019年7月19日）現在のアクティブ・シェアは98.8%だった。一方、つみたてNISAにも採用されているニッセイアセットマネジメントのアクティブ投信「ニッセイ日本株ファンド」の決算日（2019年5月20日）現在のアクティブ・シェアは51.9%だった。どちらもTOPIXと比較した。

米国ではアクティブ・シェアが80%以上の投信を「真のアクティブ投信」、60～80%の場合を「とりあえずアクティブ投信」ととらえ、60%未満は「疑似インデックス投信」とみなしている。アクティブ・シェアがアクティブ投信の優劣を測る唯一の指標ではないのに、安易に公表すると投資家が誤解しかねないとの理由で、日本の多くの運用会社は公表をためらっている。しかし、「運用成績の優劣を示す指標ではない」と断ったうえで、公表を義務付けるべきではないだろうか。

情報が公表されれば、投信プロガーなどがアクティブ・シェアと運用成績の関係などを分析し、投資家に有用な情報を提供してくれるかもしれない。消極的なディスクロージャー姿勢は、投資家の間に「支払っている運用管理費用に見合うだけのコストをかけて運用しているとは思えない」との疑心暗鬼を招く一因になっている。

### 〈相変わらずの誇大広告〉

筆者は2019年11月27日付の日本経済新聞電子版で、純資産総額500億円以上の日本株アクティブ投信（SMA専用とラップ専用を除く）20本について、月次レポートなどで過去の運用成績をどんな指数と比較して掲載しているかを紹介した。7本は比較対象の指数を

(図表10) 運用成績の比較対象を配当別TOPIXにしている主な日本株アクティブ投信

|      | MHAM新興成長株オープン<br>(アセマネOne) | トヨタ自動車／トヨタグループ株式ファンド<br>(三井住友DS) | 三井住友・げんきシニアライフ・オープン | ノムラ日本株戦略ファンド | DC・ダイワ・バリュー株・オープン | 配当別TOPIX  | 配当込みTOPIX |
|------|----------------------------|----------------------------------|---------------------|--------------|-------------------|-----------|-----------|
| 1 カ月 | ▲ 16.0                     | ▲ 7.7                            | ▲ 14.3              | ▲ 10.8       | ▲ 10.9            | ▲ 10.3    | ▲ 10.3    |
| 3 カ月 | ▲ 19.2                     | ▲ 11.1                           | ▲ 16.3              | ▲ 13.6       | ▲ 11.7            | ▲ 11.1    | ▲ 10.9    |
| 6 カ月 | ▲ 7.3                      | 1.2                              | ▲ 6.5               | 0.1          | 1.4               | ▲ 0.1     | 1.1       |
| 1 年  | ▲ 13.7                     | ▲ 1.1                            | ▲ 17.7              | ▲ 5.2        | ▲ 8.4             | ▲ 6.0     | ▲ 3.6     |
| 3 年  | 27.7                       | 1.9                              | 4.0                 | 2.5          | ▲ 9.3             | ▲ 1.6     | 5.3       |
| 5 年  | 90.5                       | —                                | —                   | —            | ▲ 8.2             | ▲ 0.9     | 10.6      |
| 10年  | 358.5                      | —                                | —                   | —            | —                 | 69.0      | 109.5     |
| 設定来  | 134.4                      | 163.0                            | 54.3                | ▲ 7.2        | 51.2              | 投信によって異なる |           |

(注) 単位％、収益率は税引き前分配金再投資ベース、いずれも年率換算前の値、2020年2月末現在

掲載していなかったが、残りの13本はTOPIXと比較していた。

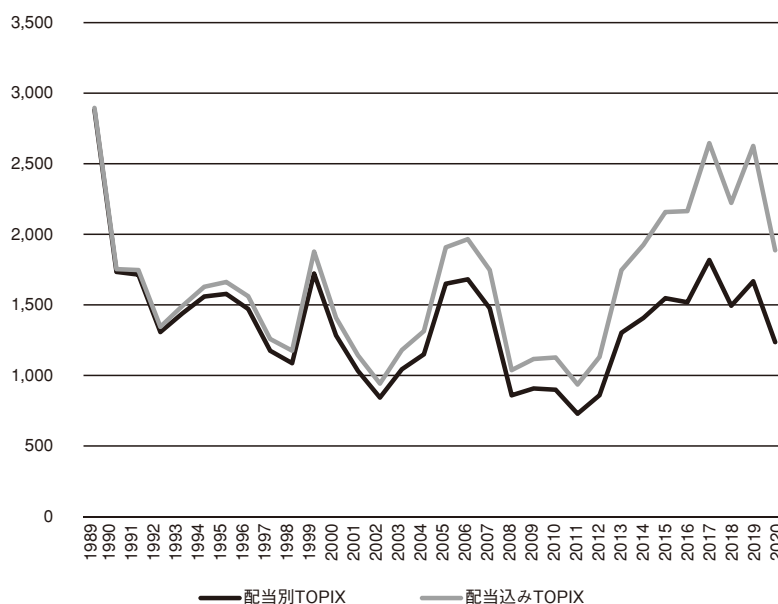
問題はTOPIXといっても、配当別の通常のTOPIXと、配当込みのTOPIXの両方があることだ。個々の投信の過去の運用成績は新聞などで公表している基準価格ではなく、「税引き前分配金再投資基準価格」だから、比較対象の指数は配当込みTOPIXでなければ、運用力について投資家の誤解を招く。ところが、13本中5本の投信は配当を含まない通常のTOPIXと比較していた(図表10)。

例えば、三井住友DSアセットマネジメントが運用している「トヨタ自動車／トヨタグループ株式ファンド」の2020年2月28日現在の月次レポートをみてみよう。ファンドの騰落率として過去1カ月はマイナス7.7%、過去3カ月はマイナス11.1%、過去6カ月はプラス1.2%、過去1年はマイナス1.1%、過去3年はプラス1.9%、設定(2003年11月14日)来は163.0%という数字が掲載されている。

その横に参考指数として過去1カ月はマイナス10.3%、過去3カ月はマイナス11.1%、過去6カ月はマイナス0.1%、過去1年はマイナス6.0%、過去3年はマイナス1.6%、設定来はプラス48.3%という数字も出ている。この2系列のデータを比較すれば、過去3年の騰落率はベンチマークと同じマイナス11.1%だったが、設定来を含むその他の期間では、ベンチマークを上回る実績を上げていたように読める。

しかし、投信の運用成績は分配金を再投資した前提で記述しているのだから、本来、比較対象は配当込みTOPIXであるべきだ(図表11)。配当込みTOPIXの騰落率は過去1カ月がマイナス10.3%、過去3カ月はマイナス10.9%、過去6カ月はプラス1.1%、過去1年はマイナス3.6%、過去3年はプラス5.3%、設定来はプラス100.4%である。設定来ではベ

(図表11) TOPIXの配当別と配当込み



(注) 年末終値、2020年は3月16日

ンチマークを上回る成績を残しているが、過去3カ月と過去3年では市場平均を下回っていたことがわかる。

他にも投信によっては、配当別のTOPIXとの比較では運用成績が良好なようにみえても、配当込みのTOPIXと比較するとアンダーパフォームしている投信がある。希望小売価格よりも安いと思って商品を買ったのに、実は割高だったというようなものだ。約款でベンチマークを決めている投信では、いまさら変更できないのかもしれないが、月次リポートは法定書類ではないのだから、表現上の工夫ができるのではないかな。

投資信託協会が2017年5月30日に採択した「投資信託の信認のための行動憲章」の情報開示の項目には「投資信託委託会社は、投資信託の透明性を確保し、投資者の投資判断に資するべく、適切な情報開示を行います」という記述がある。誇大広告はこの行動憲章の精神に反している。

### 〈にじむ販売会社側の都合〉

投信が本当に優れた金融商品ならば、銀行や証券会社が営業担当者を配して必死に売らなくても、残高は自然に増えていくのではないかな。金融商品に関する情報はインターネッ

ト上にあふれており、つみたてNISAや個人型確定拠出年金（iDeCo＝イデコ）などの税制優遇措置も用意されているので、購入者はどんどん出てきてもおかしくない。

ところが実際は、増えたといってもつみたてNISAの口座数は2019年12月末で188万8,946口座、iDeCoの加入者数は2020年1月末現在で149万2,728人にすぎない。過半は20～40歳代の資産形成層とみられるが、20～40歳代の総人口は4,523万人（2月1日現在、総務省調べ）なので、普及率は極めて低水準にとどまっている。

基本的に「待ちの営業」をしているオンライン証券の投信販売残高は5社合計で2019年12月末に3兆9,225億円になった。約5年前の2015年3月末には2兆2,506億円だったから、5年間の伸び率は75%に達した。2017年4月からのiDeCoの加入対象者拡大と、2018年1月からのつみたてNISAの導入が追い風になったことは間違いない。楽天スーパーポイントでの投資ができることがうたい文句の楽天証券では、毎月7万～8万口座のペースで、主として若年層の口座が増えている。

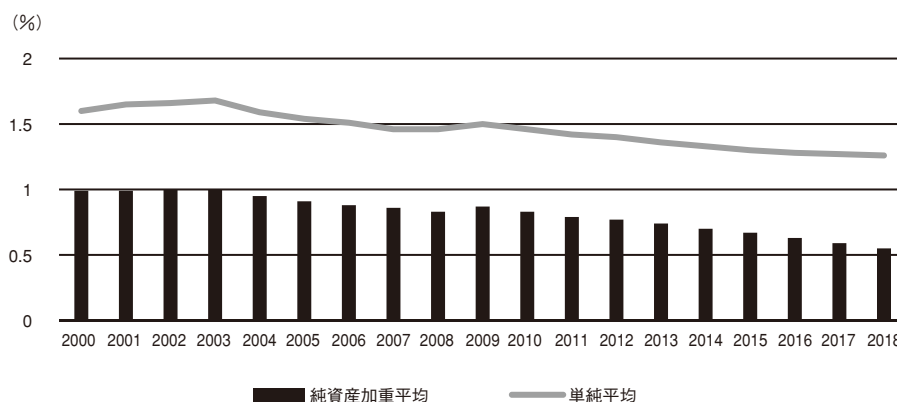
しかし、個人の投信保有額に占めるオンライン5社の販売残高の割合は、2019年12月末に5.5%程度になったにすぎない。2014年3月末の2.8%からは大幅に伸びたものの、まだ投信は大半が販売会社の営業担当者の手で売られている。だから、コスト面などで投資家にメリットがある商品が買われるのではなく、営業担当者が売りたい商品が大量に売られる状況には大きな変化がない。

投資家がほしい投信は基本的に良好な運用成績が見込める商品だ。これに対し、営業担当者が売りたい商品は購入時手数料や、運用管理費用のうち販売会社の取り分が大きい商品だ。このミスマッチが解消され、投資家がほしい商品を営業担当者が積極的に売ようになれば、営業担当者が大して努力をしなくても、SNS（交流サイト）などで「あそこにはいい商品がそろっている」という情報が広がり、顧客が増えていく可能性がある。

米投資信託協会（ICI）のファクトブックには米国の株式ミューチュアルファンドの運用管理費用がどう低下してきたかのグラフが掲載されている（図表12）。注目すべきは単純平均と純資産加重平均との差だ。単純平均は2000年の1.60%からじわじわと低下し、2018年には1.26%になった。加重平均も2000年の0.99%からじわじわと低下し、2018年には0.55%になった。両者の差は2000年に0.61ポイントあったが、2018年には0.71ポイントに広がった。それだけ運用管理費用が低い投信がよく売れたことを示している。

日本でも運用中の国内株投信（ETF、DC専用、SMA専用、ラップ専用を除く）723本について、同様に実質運用管理費用の水準を調べると、最低はニッセイアセットマネジメントの「〈購入・換金手数料なし〉ニッセイTOPIXインデックスファンド」など8本の

(図表12) 米国の株式ミューチュアルファンドの運用管理費用



(出所) 米投資信託協会 (ICI)

0.154%から、最高は日興アセットマネジメントの「日興アクティブ・ダイナミクス」の2.2%までかなりの幅がある。

単純平均は1.39%、純資産加重平均は1.27%で、差は0.12ポイントとなっている。ETFも含めて同じ計算をすると、純資産加重平均はもっと低くなった可能性もあるが、ETFは日銀が大量に購入して純資産総額が膨らんでいるため、個人投資家が購入している投信の実態を反映しない可能性がある。いずれにしても米国ほどの差はない。

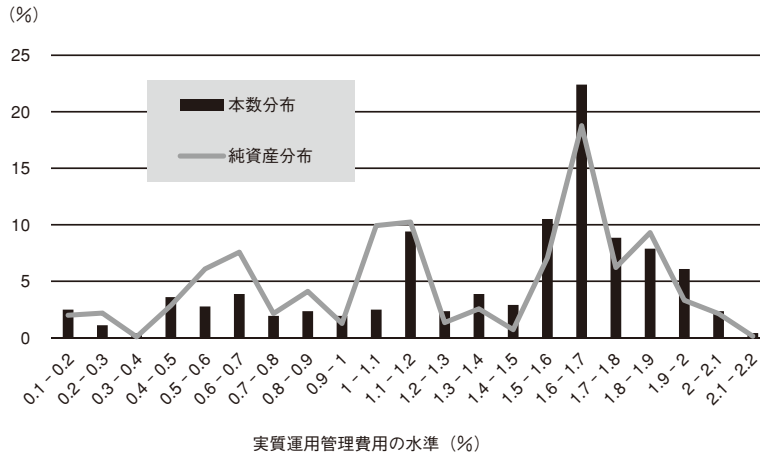
同じ分析を国内で売られている外国株投信（ETF、DC専用、SMA専用、ラップ専用を除く）1,188本についても試みたが、単純平均は1.66%、純資産加重平均は1.74%で、国内株投信よりも運用管理費用の水準が高い投信が積極的に売られていることがわかった（図表14）。販売会社の都合が優先されている間接的な証拠といえるだろう。

### 〈相場急落で失った信頼〉

新型コロナウイルスによる感染症の拡大で内外の株式相場や不動産価格が急落し、株式や不動産投信（REIT）を組み入れていた投信も運用成績が大幅に悪化した。多くの投信はフルインベストメントを前提にしており、保有資産の急激な現金化などはできないため、金融市場の混乱から逃れることはできなかっただろう。

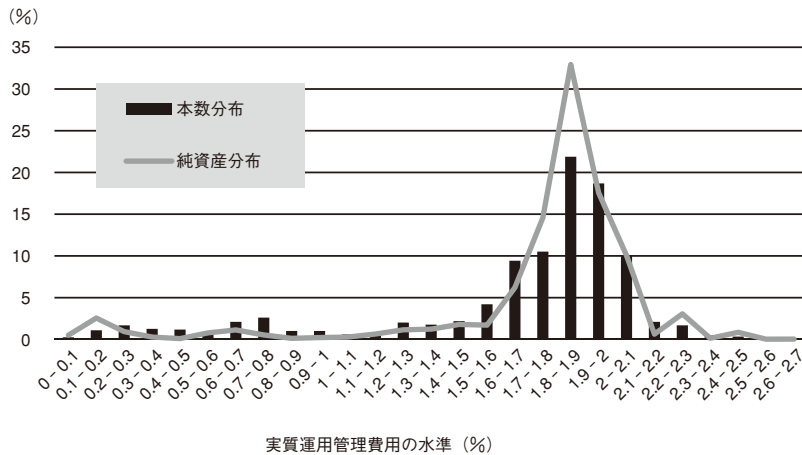
ただ、問題は運用プロセスのすべてにわたって、投資家の資金を預かって運用する会社としての責務を果たしたかどうかである。例えば、「相場急変をどう受け止め、どう対処するのか」といった情報を遅滞なく投資家に伝えたかどうかが問われる。この観点から、

(図表13) 国内株投信の実質運用管理費用の分布



(注) 対象は国内株投信 (ETF、DC専用、SMA専用、ラップ専用を除く) 723本

(図表14) 外国株投信の実質運用管理費用の分布



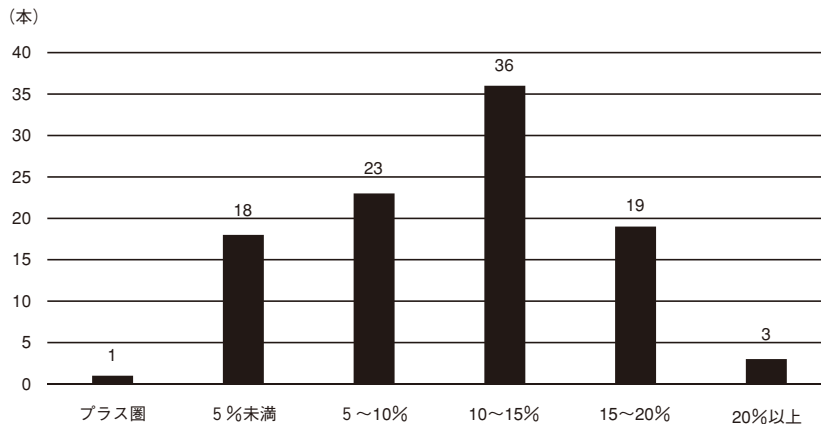
(注) 対象は外国株投信 (ETF、DC専用、SMA専用、ラップ専用を除く) 1,188本

2月末までの運用状況を説明する月次リポートをいつ出したかを点検すると、日本株アクティブ投信上位29本（純資産総額300億円以上）のうち、15本は3月第1週（3月7日まで）に月次リポートを出していなかった。

3月第1週に月次リポートを出した投信では「前例のない不確実な事象」（ひふみプラス＝レオス）、「短期的には景気に相当の悪影響」（フィデリティ・日本成長株・ファンド）



(図表15) バランス型投信上位100本の年初来リターン



(注) 対象はSMA・ラップ専用を除くバランス型投信の純資産総額上位100本（うちDC専用は32本）。リターンは3月16日の基準価格に年初来の分配金を加え、2019年末の基準価格で割って算出

などと受け止めているところが多かった。今後の対処方針では「潜在成長力の高い企業を割安に買う好機」（新成長株ファンド＝明治安田アセットマネジメント）、「平常心を保ち、基本姿勢に立ち返る」（結い2101＝鎌倉投信）などの説明が目立った。

こうした情報をいち早く伝えた運用会社は、一応、投資家に遅滞なく情報を伝えるという責務を果たした。ただ、投信のなかには、早く情報を伝えたといっても、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う相場急落には一切触れていないところもあった。また、29本中9本は最新（1月末基準または2月末基準）の月次リポートをホームページに掲載する段階で、過去の月次リポートを消去していた。ファンドマネジャーの判断がどう変化してきたのかを振り返ることができず、情報価値が乏しくなっている。

もう1つ失ったのは、投信初心者からの信頼だ。今回の相場急落前には内外の株式相場がかなり高水準まで買われていたこともあり、初心者は株式投信の代わりにバランス型投信を買い求めるケースが多かった。投資信託協会の統計では「資産複合型」の投信の残高は2020年2月末現在で13兆6,604億円と、3年前に比べて42.4%多い。

ところが、株式も債券もREITも値下がりしたため、「定期預金代わり」などと称して売られてきたバランス型投信の多くは、基準価格が急落した。純資産総額上位100本の3月16日現在の年初来騰落率をみると、10～15%の下落が36本、15～20%の下落が19本、20%以上の下落が3本を数えていた（図表15）。

バランス型投信は企業型確定拠出年金で選ばれる投信のなかでは1番人気、個人型確定

---

拠出年金（iDeCo）では国内株投信に次いで2番人気だ。金融庁もホームページで老後に向けた資産形成に最適だと訴えていただけに、基準価格の低迷が長期化した場合、投資初心者を中心に、投信への信頼を大きく損ねることになると思われる。

投信ビジネスが投資家の信頼を回復するのは、長い道のりになるだろう。運用成績の改善はもちろんだが、ほかにも説明がつかない手数料の見直し、純資産総額が小さい商品の整理、アクティブ投信らしい誠実な運用、誇大広告の廃止、供給側の都合を優先した販売の是正などに謙虚に取り組んでいく必要があるのではないだろうか。

