

角川総一の 金融 逆さメガネ

世の中には「額面どおりには受け取れない」ことがままあるもんだ。つまり、額面に対して正味がある。

今でも時折見かけるのが風袋。肉屋さんの秤に「風袋は5グラム」といったメモ書きをみるのがままある。正味の肉が180グラムであっても、風袋が5グラムあれば秤の上では185グラムと表示されてしまうのは当然だ。

経済の世界でも似たような言葉がある。名目と実質である。先ごろ経済成長力の解釈を巡って、主務大臣と与党自民党の幹部がちょっとした議論を展開（というほど）

第24回

収益の「額面」と「正味」から見える 投資信託のコスト構造の現実

世の多くのものと同じように、金融商品にも「額面」と「正味」がある。今回、投資信託について、額面上の収益と、買い手が受け取る正味の収益を比べてみると…。

実質よりも名目値の方が実感に近いんだから（もうちょっとちゃんとして）と主張する一幕であった（数字は第1次速報値）。

名目と実質といえは金利もそう。日米の1年金利で言うと、名目金利は明らかに米国のほうが高い（1年定期預金は円預金が0・03%であるのに対して米ドルは2%程度）。ところがインフレ率はそれぞれマイナス0・3%、プラス3・0%（ともに1月消費者物価指数の対前年比）。つまり実質金利は日本の方が高いのだ。

そう言えば、この手の用語は他にもある。「貸出約定金利」と「実効金利」もそう。もちろんこの間には「貸出約定金利より低い金利での」拘束預金によるコスト負担（借り手にとっての「）が存在することは言うまでもない。

さて、こうしたことは金融商品においても言える。「まず額面上の収益」があり、そこからいろいろなコストが控除されて、金融商品の買い手にとっての「正味の収益」が計算され、それを受け取る

ことになる。本欄でかつて「外貨預金における表面金利と為替コスト控除後の実質コストの差」については述べた。同じような視点を投資信託に向けてみるかどうか。今回はこのテーマに取り組んでみたい。

名目上の運用成績と 受益者リタインの関係は？

投資信託の運用成績については、一般に、分配金込みの基準価額によって計算された騰落率という概念が用いられる。言うまでもなく、基準価額は信託報酬控除後の価額だ。

一方、受益者が受け取ることになるリターン（収益）は、この騰落率からさらに購入手数料や信託財産留保金を控除したものだ。ここまではどんな教科書にも書いてある。

では、現実には存在するあくまで具体的なファンドの現実の運用成績に照らせば、「名目上の運用成績」と「受益者が享受するリターン」はどのような位置関係にあるのだろうか。

投資信託のコスト構造をどのように理解するか(国内株式一般型の純資産額上位ファンド) 2月末現在

ファンド名	運用会社名	当初 設定日	基準 価額	純資産 百万円	騰落率 (%)			ネット騰 落率 (%)	受益者の獲得取 得益(税引き前%)
					1年	2年	3年 (a)		
フィデリティ・日本成長株 ファンド	フィデリティ 投信	98/4/1	13,074	437,976	8.07	58.30	19.75	24.57	16.60
ノムラ日本株戦略 ファンド	野村AM	00/2/2	6,011	362,264	11.94	47.15	17.04	23.02	13.59
フィデリティ・ジャパン・ オープン	フィデリティ 投信	95/12/22	10,478	334,270	7.97	58.99	20.33	25.06	17.18
日興ジャパンオープン	日興AM	98/8/28	6,452	134,667	9.47	39.90	6.15	10.94	3.00
ノムラ・ジャパン・ オープン	野村AM	96/2/28	5,811	113,226	9.75	43.55	12.07	16.86	8.62
アクティブ・ニッポン	大和証券 投信委託	98/11/20	5,526	100,827	9.54	39.98	2.68	7.47	-0.47
利益還元成長株オープン	日興AM	91/6/26	8,275	92,993	10.79	47.48	16.88	19.46	14.78
日興エポリューション	日興AM	00/4/21	9,966	91,854	34.58	101.99	67.10	73.08	63.45
デジタル情報通信革命	大和証券 投信委託	99/9/1	5,303	81,698	-1.27	39.31	6.97	11.76	3.82
三井住友・日本株 オープン	三井住友 AM	94/9/28	7,719	52,987	6.32	35.49	9.44	11.96	7.34
平均(総合)					10.72	51.21	17.84	22.42	14.79

*AMはアセットマネジメント
*収益分配金は再運用を前提として騰落率は計算されている。
*信託報酬や募集手数料などのコストもそれを受益者が負担した時期を考慮せず、単利の考え方にに基づき計算した。
*「フィデリティ・ジャパン・オープン」の信託報酬は、1000億円以上の部分に適用される1.575%の料率を用いた。
*「日興エポリューション」の信託報酬は、基準価額が前月末と同じだった場合に適用される中位レベルのそれぞれ1.506%、1.955%の料率を用いた。
*信託財産留保金は野村アセットのファンドにつき0.3%、「日興エポリューション」は0.5%、これ以外はゼロ。
*信託報酬と購入手数料は消費税込みで計算してある。

できるだけ恣意性を排除するために、図表で取り上げたファンドは、いずれも以下の条件で機械的に選り出されたものとした。

- ①対象ファンドは投資信託協会分類で言う「追加型株式投信」「国内株式一般型」
- ②2月末で3年以上の運用期間を

有するファンドに限定
③2月末で純資産額が大きい順に10本

さて、これらのファンドの各レベルにおける運用パフォーマンスの見方を、まずご紹介しておかねばなるまい。

まず、「騰落率」とある欄中の数字は、いずれも、分配金込み基準価額ベースでの各期間における絶対的な運用パフォーマンスだ。

この数字は、ファンドマネジャーのレベルで一体いくら稼いだのかを知るには、この数字に各期間において徴収された信託報酬を加算してやればよい。期間3年の騰落率を基準に、信託報酬を加算した数値をその右の「ネット騰落率」の項に掲げておいた。

ファンドの稼ぎの 平均3分の1が「コスト」に

次に、実際に受益者が受け取るリターンは以上の騰落率ではない。そこから、購入時に支払った購入手数料、さらにはファンドによって解約時にかかる信託財産留保金という名のコストを控除し

たものが最終的に受益者が受け取る収益だ（さらに税金がかかるのだが、ここではあえて無視する）。例えば、最上段の「フィデリティ・日本成長株・ファンド」についてみると、ファンドマネジャーのレベルでの運用収益は過去3年間で24・57%に達した。しかしこれから各種コストが控除されて、受益者の手にわたる収益は16・60%だ。つまり、大雑把に言って元来得られた収益のうち3分の2が受益者の取り分だ。

なかには、年率で2・5%程度は稼いできているのに、受益者が受け取る段になればマイナスになるファンドがあったり、稼ぎの3分の1以下のリターンしか受け取れないファンドがあったりすることが分かる。

平均的に言えば（これらのファンドの05年2月末時点での過去3年間の実績だけから言えば）、22・4%の稼ぎに対し、その3分の1に当たる7・6%分がコストとして徴収されているのだ。さて、これをどう考えればよい？