

FP 協会継続単位認定講座
実務力 UP!最適の投資信託を見つけるための比較分析

2009年8月16日(日) 10:00~16:00

主催：有限会社 FP 教育研究所

この資料(以下、本書面といいます。)は、有限会社 FP 教育研究所の委託を受けて、バームスコーポレーション有限会社(以下、当社といいます。)が作成しています。本書面は、経済・市況動向およびファイナンスに関する理論等について解説を行うものであり、有価証券の取得の勧誘を目的としたものではありません。また、本書面に記載する内容は、当社が信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その内容の正確性・完全性・網羅性を保証するものではありません。さらに、本書面記載の内容は、特定の経済状態、市場状態を示唆するものではありません。

目次

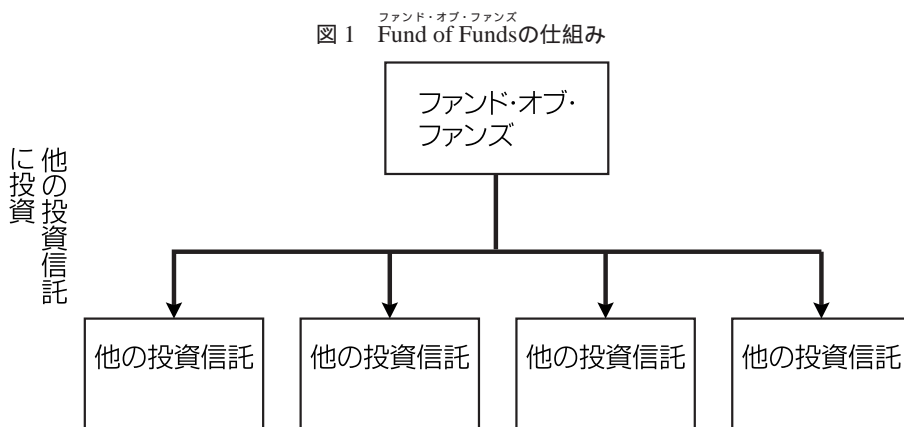
第Ⅰ部	基礎編	1
1	FOF (Fund of Funds) <small>ファンド・オブ・ファンズ</small>	1
2	ファミリーファンド方式	5
3	ファンドの仕組み	7
第Ⅱ部	ファンドの評価分析	12
4	ファンドに投資してどの程度の運用成果が得られるだろう	12
4.1	ファンドの仕組みを詳しく見る	12
4.2	手数料を考える	14
4.3	他のファンドと比較する	17
4.4	2つのファンドを比較してみよう	19
4.5	シミュレーションしてみよう	20
5	資料編	21

第1部 基礎編

1 FOF (ファンド・オブ・ファンズ Fund of Funds)

ファンド・オブ・ファンズ
(Fund of Funds (FOF)) は、外国では一般的なファンドの形態ですが、日本では最近(2000年)になって解禁されたものです。

その仕組みは、図1のようになります。FOFはそれ自体が1つのファンドになっています。普通のファンドと異なるのは、投資するものが他のファンドという点です。他のファンドは、一般のファンドになりますから、それぞれ個別の有価証券(株式や債券など)あるいは不動産などに投資します。



ところで、投資先の他のファンドが有価証券や不動産などに投資するのであれば、「FOFなどという複雑な仕組みを用いる必要がないじゃないか?」という疑問がわいてきます。結果的に有価証券や不動産などに投資するという点は同じですが、それとは別に、FOFという形態を用いることにより、さまざまなメリットを享受することができます。FOFを用いる主なメリットには次のようなものがあります。

FOFを用いる主なメリット

- ① 既存の資産(すでに設定されているファンド)を効率的に利用する
- ② FOFを運用する運用会社が、他の運用会社のノウハウを利用する
- ③ 海外におけるノウハウを日本に持ち込む
- ④ ファンド設定時に多くの資金を要しない

①について、投資家、運用会社、販売会社それぞれの観点から FOF の長所を捉えると、表1のようになります。

表1 FOF を用いる理由～既設ファンドの効率的利用

区分	主なメリット
投資家	投資するファンドの運用実績を、投資する前に確認することができる
運用会社	ファンドを新たに設定するとき必要となる時間とお金を節約できる 投資するファンドが既設のものなので、既に良い運用成果を上げているファンドを調べて投資することができる
販売会社	運用成績の良いファンドを組み入れたことをアピールできる

②については、表2のように考えられます。

表2 FOF を用いる理由～他の運用会社のノウハウの利用

区分	主なメリット
投資家	複数の運用会社の得意な運用分野・手法に投資することができる
運用会社	自社にないノウハウを効果的に補うことができる
販売会社	運用成績の良いファンドを組み入れたことをアピールできる

③に関しては主として運用会社にメリットがあります。投資家のメリットは間接的なものになります。

表3 FOF を用いる理由～海外におけるノウハウを日本に持ち込む

区分	主なメリット
投資家	海外において運用実績のあるファンドを組み入れたファンドを購入できる
運用会社	海外において運用実績のあるファンドを日本のファンドとして持ち込むことができる
販売会社	運用成績の良いファンドを組み入れたことをアピールできる

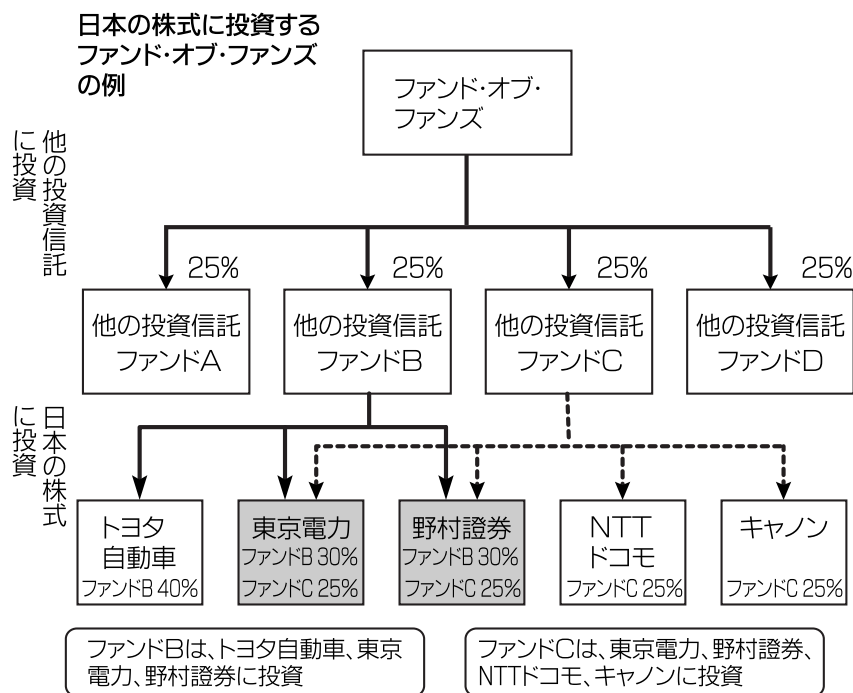
④についても直接的なメリットは運用販売サイドにあり、投資家のメリットは投資機会の拡大という間接的なものになります。

表4 FOF を用いる理由～ファンド設定時に多くの資金を要しない

区分	主なメリット
投資家	投資の選択肢が拡大する
運用会社	ファンドの初期コストを大幅に削減できる
販売会社	ファンドの設定時に多くの投資家・資金を確保する必要がない

FOF (ファンドオブファンズ) を分解してみる～その1 日本の株式に投資する^{ファンドオブファンズ} FOF を例にとって、どのように投資が行われているのか確認してみることになります。

図2 ファンド・オブ・ファンズの分解～その1



FOF は、ファンド A～D までに 25 % ずつ投資します。これらのファンドは、日本の株式に投資します。どの株式に投資するかは、それぞれのファンドの判断になります。

ここでは、ファンド B は、トヨタ自動車、東京電力、野村証券に、それぞれ 40 %、30 %、30 % の割合で投資しています。一方で、ファンド C は東京電力、野村証券、NTT ドコモ、キャノンに、それぞれ 25 % ずつ投資しています。結局、FOF は、東京電力と野村証券について、ファンド全体のうち $25 \% \times 40 \% + 25 \% \times 25 \% = 16.25 \%$ を投資していることとなります。

一般的に、FOF の長所は、FOF が複数のファンドに分散投資することに加えて、投資先のファンドでも分散投資が行われているから、全体として十分に分散投資が行われているということが言われます。しかし、それは FOF が投資するファンドの選択によることが図 2 の例からわかります。

投資家が FOF を選ぶときに気をつけたいのは、同じ資産クラスの本ファンドに投資する FOF は、結果として同じ個別証券に投資してしまうこと可能性があるということです。また、投資するファンドがそれぞれ別の特長を持っていたとしても、FOF のレベルになるとその特長が相互に打ち消されているだけということも生じる可能性があります。たとえば、日本の株式に対するグロース株^{*1}ファンドと小型株ファンドを組み合わせた FOF が、結局、日本株式全体に投資するファンドになっていたというような場合です。

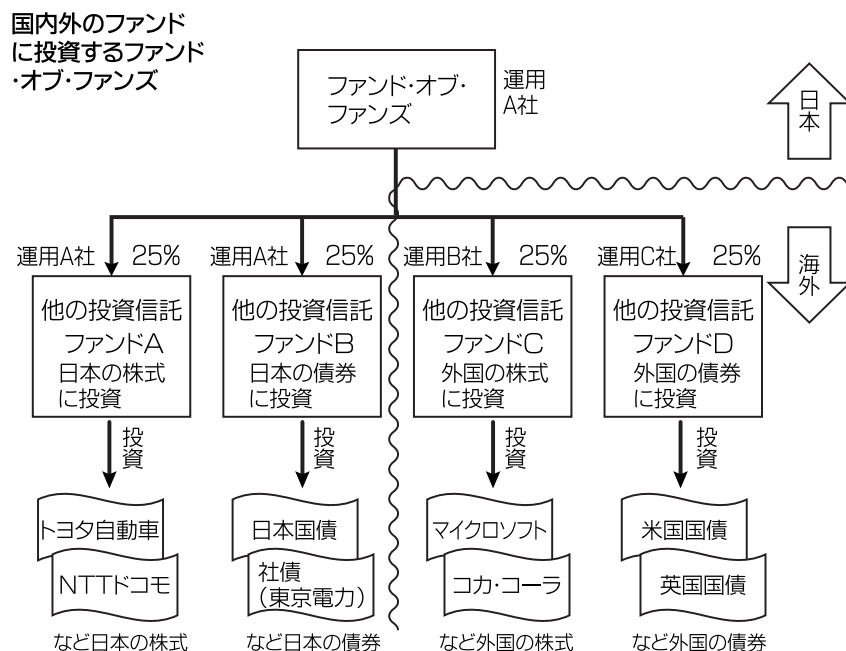
FOF (ファンドオブファンズ) を分解してみる～その2 もう一つの FOF のケースを見てみます。この FOF は国内外の株式債券に投資するファンドです。前述のケースでは、投資する対象が日本株式のみでした

*1 比較的高い成長が見込まれる株式をいいます。グロース株の反対がバリュー株です。

から、最終的に投資する個別銘柄（東京電力と野村證券）のレベルで、投資割合が大きくなっていました。しかし、こちらのケースでは、（FOF が）相互に重複することのない資産クラスに投資しますので、個別銘柄のレベルで重複することはありません。

このような FOF は、ちょうど“ バランス型ファンド ”（1 つのファンドで国内外の株式や債券に投資するファンド）と同じ投資内容になっています。

図3 ファンド・オブ・ファンズの分解～その2



さらに、FOF で実現できている点は、運用会社の分散です。図3では、FOF を運用する会社が、日本の株式と債券の運用も担当していますが、外国の株式と外国の債券については、それぞれ B 社および C 社に運用を任せています。これが、FOF の一番の利点です。運用会社はそれぞれ得意分野があります。株式の運用に強い会社もあれば、債券の運用に強い会社もあります。そして、そういった強みのある分野をそれぞれの運用会社に任せることのできる仕組みが FOF という仕組みです。

B 社および C 社の運用するファンドは、海外のファンドである場合が一般的です。海外のファンドで魅力的なものがあれば投資したいと考える日本の投資家も多いと思いますが、こういった投資家に代わって、ファンドが魅力的な海外のファンドに投資していると考えれば良いと思います。そして、B 社あるいは C 社からすれば、既存のファンドに投資する人が増えるだけですから、ありがたいお話ということになります。

2 ファミリーファンド方式

図4 ファミリーファンド方式の例

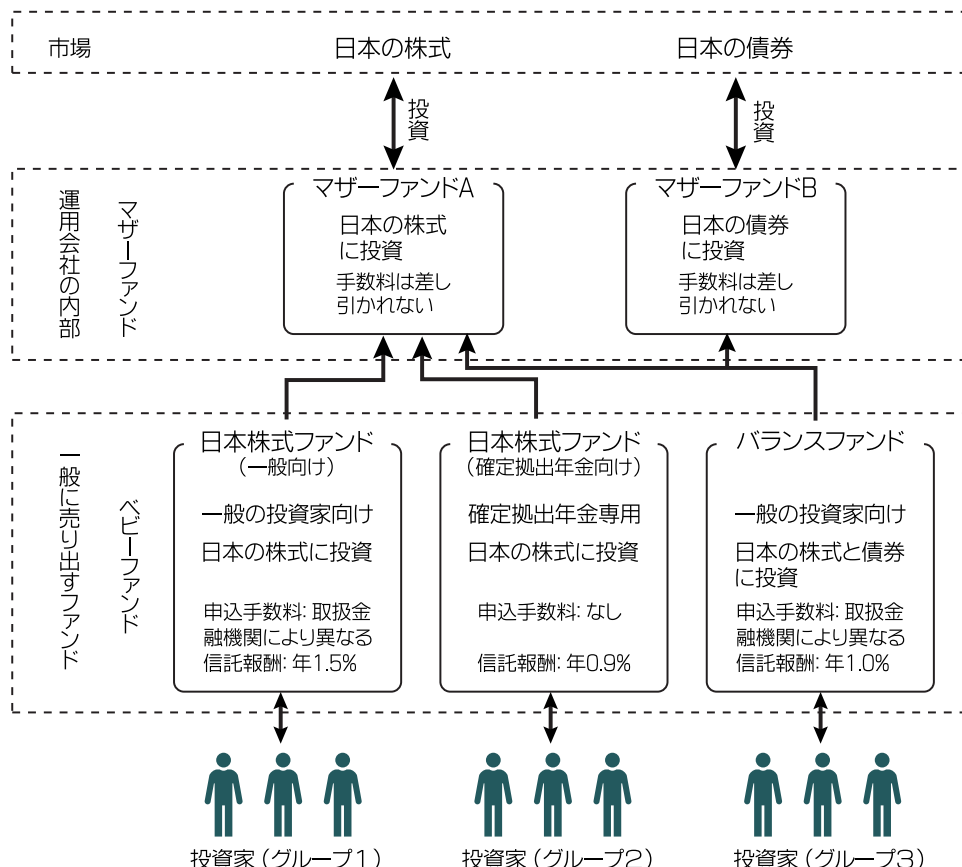


図4はファミリーファンド方式と呼ばれるものの全体を図示したものです。ファミリーファンド方式とは日本独自の運用方法です。たとえば、投資家(グループ1)と投資家(グループ2)の人たちは、日本の株式に投資するファンドを購入したいと考えます。このグループの違いは、グループ1の人たちは一般の投資家であり、グループ2の人たちは確定拠出年金の中での運用を考えているということです。一般的に、確定拠出年金用のファンドは、一般向けのファンドに比べて手数料が抑えてあります。

この例でも、一般向けのファンドでは、ファンドの購入時に申込手数料^{*2}を支払い、また、信託報酬^{*3}が1.5%(年)差し引かれることとなります。一方で、確定拠出年金向けのファンドは、ファンド購入時に申込手数料が不要であり、さらに、信託報酬も0.9%(年)と抑えられています。

こういった場合、この2つのファンドを1つに結合することはできません。なぜなら、ファンドではすべての投資家(受益者)を平等に取り扱う必要があるからです。一部の投資家のみの手数を低く設定することは

^{*2} ファンドを購入するときに支払う手数料のことをいいます。申込手数料は取扱金融機関、つまり、ファンドを購入する金融機関で金額が決められる場合が少なくありません。

^{*3} ファンドを保有している限り日々差し引かれる手数料をいいます。手数料は、委託会社(運用会社)、受託会社(受託銀行)および販売会社(取扱金融機関)で分配されます。

きません。しかし、手数料の話をもとにすれば、グループ1の投資家とグループ2の投資家の目的は、「日本の株式に投資する」というものであり、同じです。

そこで、これらの2つのファンドが投資するマザーファンドAというものを設定します。このマザーファンドは運用のためのファンドであり、このファンドでさらに手数料を徴収するようなことはしません。なぜなら、このファンドで手数料を徴収すれば、手数料の2重取りになってしまうからです。しかし、委託会社（運用会社）サイドから見れば、運用の効率化を測ることができます。2つの運用チームが必要なところを、1つにまとめることができるからです。

さらに、投資家（グループ3）は日本の株式と債券にバランスよく投資したいと考えている投資家です。この投資家のグループは、図4の「バランスファンド」に投資します。さて、このグループの投資家も投資した資金の一部を日本の株式で運用したいと考えるはずですが、そこで、「バランスファンド」は、その一部を、前述のマザーファンドAに投資することになります。

逆に、マザーファンドAから見れば、その資金は3つのファンドから集められているということになります。マザーファンドでは、実際の有価証券（株式や債券）に投資を行います。この段階で初めて有価証券への投資が実現するわけです。

したがって、もし、投資したファンドの目録見書に、「このファンドはファミリーファンド方式を採用しています...」と書いてあれば、マザーファンドに関する記述を読まなければ実際にどの銘柄に投資しているのかわからないこととなります。投資したファンド（ベビーファンド）レベルでは、「マザーファンドの受益証券に99.8%投資しています...」というような記載しか見つかりません。

営業上の利点 ところで、ファンド供給サイドから見たファミリーファンド方式の利点はもう1つあります。それは、ファンドを設定する^{*4}とき、必要となる初期資金の問題を解決できるというものです。なぜなら、ファンドを設定するときには相応の資金（日本株式に投資するのであれば5億円程度^{*5}）が必要となりますが、全くの新しいファンドでこれだけの資金を集めることはかなり大変です。

そこで、ファミリーファンド方式が用いられます。作ろうとするファンドとよく似た既成のマザーファンドがあれば、初期コストをかけることなくファンドを設定することができます。また、ある特定の金融機関だけで売するために、その金融機関の指定する愛称の付いたファンドを設定することも可能になります。

^{*4} ファンドを全くはじめて創設することを設定するといえます

^{*5} 日本の上場企業の主だったところの売買最小単位は50万円程度です。ポートフォリオを構成するときには、少なくとも0.1%刻みで各銘柄のウェイト付けをしたいとすると、50万円÷0.1% = 5億円となります

3 ファンドの仕組み

ファンドの目論見書^{もくろみしょ}や運用報告書には、ファンドの仕組みとして、図5のようなものが掲載されています。

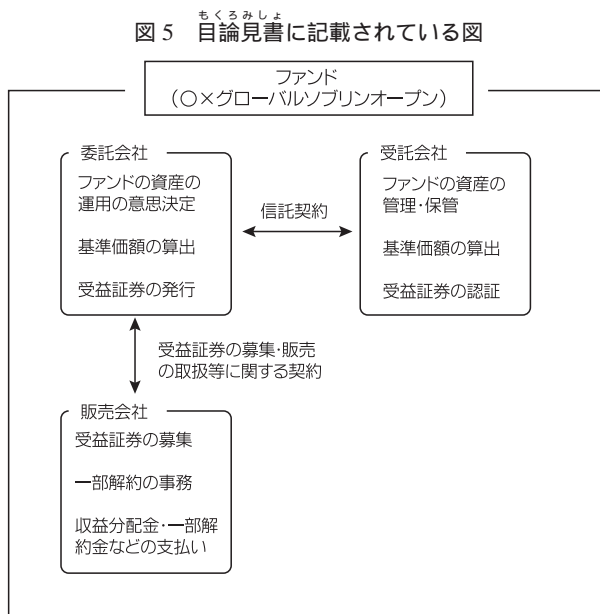


図5中に出てくる会社を平易な言葉で言い直すと、次のようになります。

表5 ファンドに関する金融機関

図5での記載	平易な言い方	仕事
委託会社	運用会社	ファンド資産の運用を担当します
受託会社	信託銀行	ファンド資産を実際に保管します
販売会社	証券会社など	販売とアフターフォローをします

委託会社 委託会社あるいは運用会社と呼ばれる会社はファンドの運用を担当することになります。 投信株式会社とか アセットマネジメントといった名前が付いていることが一般的です。

一般的に“投信会社”というときには、それは委託会社を指しています。ファンドマネージャーと呼ばれる人たちも委託会社に所属しています。委託会社で、主として、運用そのものにかかわっている人たちは表6のような役職に就いている人たちです。ファンドマネージャーは単なる運用の1つの歯車であり、彼(女)がすべての運用を取り仕切っているわけではありません。

そのほか、運用会社はファンドの計理も担当しています。ファンドの計理というのは、毎日、持っている資産を時価で評価して、最終的にはファンドの基準価額を計算する仕事です。基準価額は、受託会社も別途計算を行っており、委託会社と受託会社の計算が一致するよう運用されています。

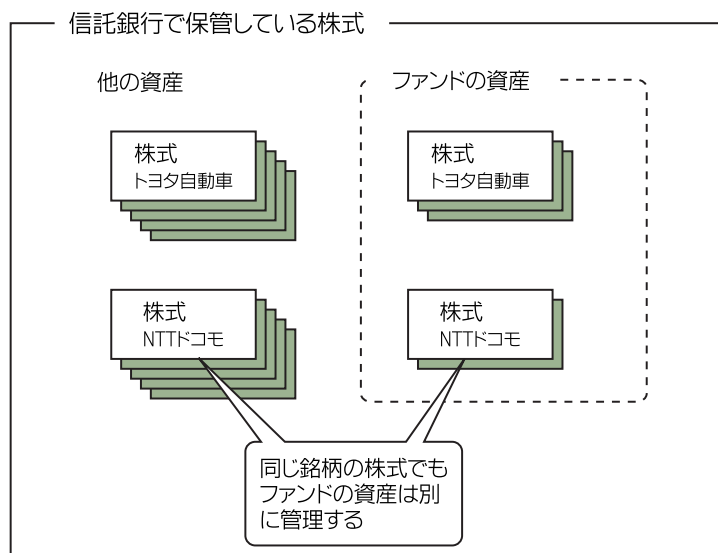
さらに、委託会社はファンドの報告書や目論見書^{もくろみしょ}の作成も担当しています。

表 6 委託会社の運用担当者たち

役職	業務内容
チーフインベストメントオフィサー	運用に関する最終決定
ファンドマネージャー	運用に関する意思決定
アナリスト	個別企業の分析
ストラテジスト	経済動向の分析
トレーダー	有価証券売買

受託会社 法令上、信託銀行でなくとも受託会社になれますが、実際上は、ほとんどすべてのファンドで受託会社といえば、信託銀行がその業務についています。その理由は、信託銀行は年金等の資産の運用・保管を業務としており、有価証券の売買・保管のノウハウがあることに加えて、信託法の規定により資産の分別管理が義務付けられており、ファンドの資産を確実に保管する体制が整っているからです。

図 6 信託銀行における分別保管

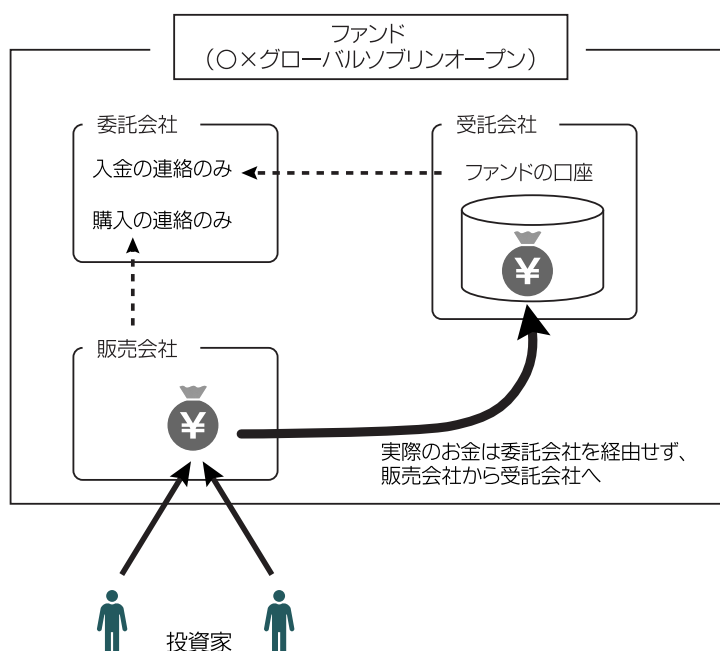


お金を中心に見た場合、信託銀行はファンドの主人公になります。委託会社のファンドマネージャーなどは、さしずめ、^{おおだな} 大店のお坊ちゃんに思えてきます。お坊ちゃんは、配下の何人か（アナリスト）を、街中（市場）でうろつかせます。時には、自ら街中に出て何か良いもの（有価証券）がないかどうか掘り出し物を探しに行きます。配下の者たちは定期的にお坊ちゃんの下に帰ってきて報告をします。

お坊ちゃんはよさそうな掘り出し物があれば、別の配下のものに、「大体いくらで買っておいてよ」と指示を出します。指示を受けた配下の者（トレーダー）は、早速店の主人（証券会社）と交渉してその値踏みをします。交渉が成立すればそれを“つけ”で買います。配下の者は、「代金は別のところ（信託銀行）からとってくれ」といって買い物は終わりです。

お坊ちゃんの買い物の精算を行うのが信託銀行です。つまり、お金は信託銀行しか取り扱っていないのです。お坊ちゃんにお金まですべて渡してしまうと何かあったとき大変なので、お金は別のところで管理していると考えられます。そういう意味で、信託銀行はファンドのお金の中心になっています。

図7 ファンドを買ったときのお金の流れ



販売会社 証券会社をはじめ、銀行、生命保険会社などが販売会社になっています。大手の証券会社などに行けば、数百種類ものファンドを取り扱っている場合があります。販売会社の役割はなんと言っても、投資家（受益者）の窓口としての機能です。ファンドを買うためには販売会社に行かなければなりません。また、売却するときも同じになります。

ただし、販売会社の役割はそこまでです。ファンドの運用にかかわっているわけではありません。また、お金もシステム的に受託会社へ送金して完了となります。逆に、どの投資家の方が、どのファンドをどれだけ持っているのかといった情報は販売会社しかわかりません。

投資家（受益者）と販売会社の関係 投資家（受益者）に販売会社（証券会社）有価証券の保護預かりを申し込んでいることが一般的です。保護預かりとは、ファンドの受益証券などの有価証券を投資家に代わって証券会社などが保管する仕組みです。ファンドの受益証券は有価証券であり、仮にそれを紛失して、結果的に、第三者の手に渡ったときは、所有権が第三者に移転してしまうことになります。

ただし、受益証券の保護預かり自体は、ファンドとは関係ない話です。（特定のファンドに対して決まっている仕組みではなく、有価証券すべてに適用される仕組みです。）

委託会社と受託会社の関係 委託会社と受託会社の関係には、契約が存在します。その契約の約款が信託約款というものです。信託約款の内容は、ファンドによっては目論見書等ですべて公開しているものもありますし、必要な部分を目論見書にすべて記載しているものもあります。

委託会社と販売会社の関係 委託会社と販売会社の間にも契約が存在します。販売会社に委託するファンドの事務の細部や、それによって販売会社が受け取る報酬の額などが決められています。

運用の委託 ファンドの名前に、「（日本の運用会社の名前） - ××（外国の運用会社の名前）ファンド」となっているものがあります。これらの一部は、日本の委託会社（運用会社）が、外国の運用会社

に運用をお任せ（委託）しているファンドです。したがって、日本の委託会社は委託した部分（全部の場合もあれば一部の場合もある）の運用を行わずに、日本で集めた資金をそのまま海外に送金して、海外で運用してもらっているわけです。もちろん、海外の運用会社は相応の手数料を受け取っています。

このような場合では、海外の運用会社は、^{もくろみしょ}目論見書に、「投資顧問会社」として記載されています。

図 8 運用の委託

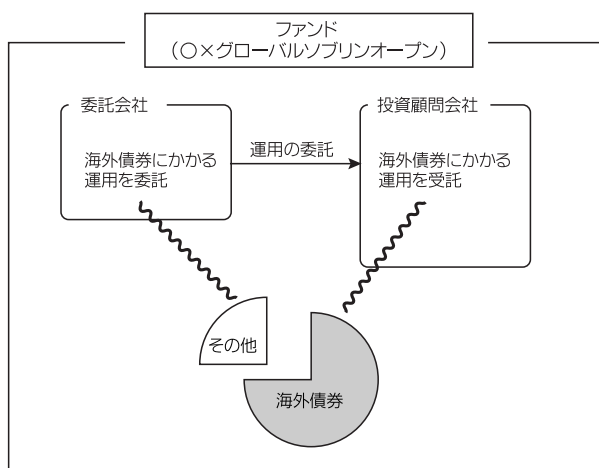


図8は、海外債券への投資に関する運用の権限を海外の運用会社に委託したケースです。日本で運用されているのは、「その他」の部分だけになります。運用の権限の全部を委託したときには、運用は海外で行われ、日本の委託会社はファンドの枠組みだけを提供しているという位置付けになります。

また、目論見書^{もくろみしょ}に、ファンドの仕組みとして（海外に投資する）ファンドオブファンズ（参考 図3:4ページ）が使われていることが記載されているときも実質的には同じになります。ファンドオブファンズが投資するファンドが海外にあり、海外の運用会社によって運用されているのであれば、結果的には「運用の委託」と全く同じになります。

第II部

ファンドの評価分析

4 ファンドに投資してどの程度の運用成果が得られるだろう

4.1 ファンドの仕組みを詳しく見る

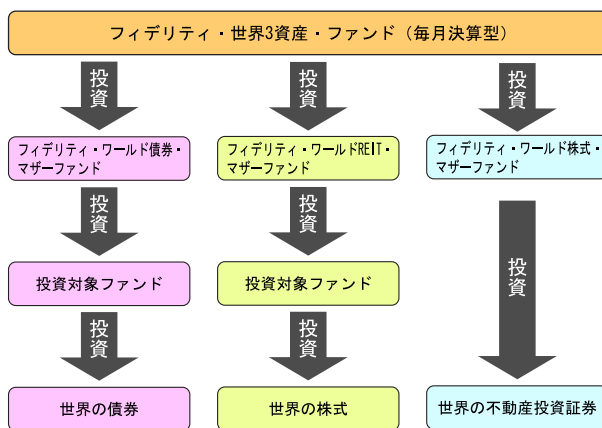
郵便局で販売されている「野村世界6資産分散投信」の純資産額が2,000億円をこえたそうです。このファンドは、世界の株式、債券そしてREIT^{*6}に分散投資するタイプのファンドです。永らく、景気が低迷し、販売が好調なのはグローバル・ソブリン^{*7}だけでしたが、ここに来てようやく投資信託の主流ともいえるべきバランス型^{*8}の販売が好調なようです。

ところで、バランス型ファンドの主流を占めているのが、「ファンド・オブ・ファンズ」という運用形態を採用し、さらに、株式、債券、キャッシュ（現金）といった従来のアセット（資産）クラスのほかに、代替投資として不動産（REIT）を組み入れているタイプのファンドです。

このようなファンドの代表例として、フィデリティ投信が運用する「フィデリティ・世界3資産・ファンド（毎月決算型）」の仕組みを見てみましょう。どのようなファンドでも、ファンドの仕組み図は（交付）目論見書^{*9}に掲載されています。このファンドについては、図1が掲載されています。

この図で、「投資対象ファンド」と書いてあるファンドが存在することが、ファンド・オブ・ファンズの特徴です。

図1 フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型）の仕組み



フィデリティ投信交付目論見書より作成

ところで、投資対象ファンドとフィデリティ・世界3資産・ファンド（毎月決算型）の間にももう一つファンドが挟まっていますよね。たとえば、「フィデリティ・ワールド債券・マザーファンド」。このファンドは何でしょうか？

このファンドは、フィデリティ投信が運用するファンドですが、一般の投資家が投資することのないファン

^{*6} Real Estate Investment Trust：不動産投資信託

^{*7} 国際投信が運用設定する日本最大の公募型ファンド。海外のソブリン債（国債など）に投資するファンド

^{*8} 複数のアセットクラスに分散して（バランス）投資するファンドの総称

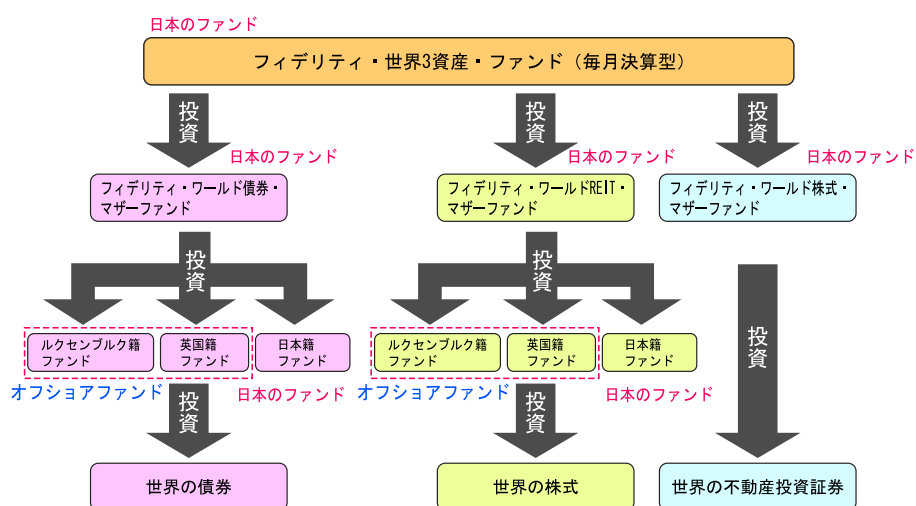
^{*9} ファンドを購入するとき事前に受領するファンドの説明書です

ドです。フィデリティ・世界3資産・ファンド（毎月決算型）のようなファンドが投資するために作られたファンドです。一般的に、このファンドにはフィデリティ・世界3資産・ファンド（毎月決算型）のような複数のファンドが投資することを目的にしているのです。

なぜなら、そのほうが効率的な運用ができるからです。同じ「世界債券」に投資するために集められたお金は、さらに大きなプールに蓄えられて運用される仕組みになっています。このようなファンドのことを「マザーファンド」と呼びますが、このマザーファンドはあくまでも日本の国籍を持ったファンドになっています。

このマザーファンドが、さらに「投資対象ファンド」に投資する仕組みになっています。さて、この投資対象ファンドの実態は何でしょうか？実は、投資対象ファンド2種類のタイプのファンドが混在しています。日本のマザーファンドと海外のオフショアファンドです。前者の場合、マザーファンドがさらにマザーファンドに投資するという仕組みになります。後者の場合は、フィデリティの海外の資産（ノウハウという意味で、投資対象の資産という意味ではありません）を効果的に使うことになります。

図2 フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型）の詳しい仕組み



フィデリティ投信交付目論見書よりバームスコーポレーション作成

オフショアファンドを使うことの意味は、集合運用による（世界的な）効率化のほかに、日本国内で行うよりファンドの設定が容易であること、ファンド設定が柔軟にできることなどがその理由となっています。もちろん税金も安くなることがありますが、これはファンドが支払う税金という意味であり、投資家の税金が安くなるあるいは無税になるということの意味しているわけではありません。

4.2 手数料を考える

さて、フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型）の手数料について考えてみましょう。一般的な公募型のファンドの場合、表1のような手数料が考えられます。

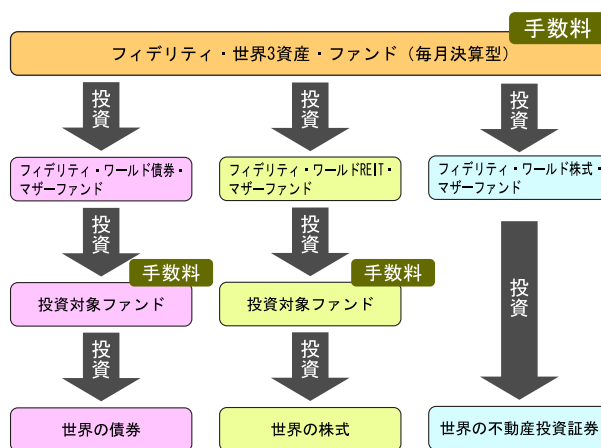
表1 ファンドの手数料の種類

種類	受取るのは	手数料の水準	発生するタイミング
販売手数料	販売会社	販売会社によって異なる	ファンドを購入する時
信託報酬	委託会社 (販売会社) 信託銀行	ファンドによって決められた額	毎日
信託財産留保額	ファンド	ファンドによって決められた額	ファンドを換金する時

ここで考えてみたいのは、上記手数料のうち「信託報酬」と呼ばれる部分です。この手数料は、ファンドの資産残高に対して毎日発生する手数料（コスト）、すなわち、ランニング・コストになっています。単に、ファンドのコストという場合には、この信託報酬のことをいうのが一般的です。この手数料は、委託会社（運用会社のことです）と信託銀行がその受領者になります。そして、販売会社は、委託会社の受け取る金額の一部を受取ることが多くなっています。

さて、ファンド・オブ・ファンズの形態をとるファンドの場合、ファンドがファンドのに投資する仕組みになっていますから、この手数料を引き去られる回数も必然的に増えることになります。フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型）の場合であれば、図3のようなタイミングで手数料を引き去られることになっています。

図3 フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型）で控除される手数料



フィデリティ投信交付目論見書より作成

マザーファンド以外のファンドで手数料を引き去られていることがわかります。マザーファンドとは、日本のファンドで、複数のファンドの資産を集合運用することを目的としたファンドですが、このファンドで手数料を差し引かれるようなことはありません。

結局、このファンド(フィデリティ・世界3資産ファンド(毎月決算型))とこのファンドが投資する「投資対象ファンド」の段階で手数料が差し引かれることになっています。このように、ファンドがファンドに投資する「ファンド・オブ・ファンズ」の場合、手数料の2重取りという問題が存在することになります。この問題について、このファンドでは、投資対象ファンドの段階で差し引かれる手数料を半分にする取扱いをしています。たとえば、投資対象ファンドの1つである「フィデリティ・ファンズ - ユーロ・ボンド・ファンド」について目論見書には次のような記載があります。

フィデリティ・ファンズ - ユーロ・ボンド・ファンドに関する記載

設定形態 ルクセンブルク籍証券投資法人(SICAV)/オープンエンド型/ユーロ建
費用 管理報酬 0.75%

管理報酬は0.75%となっておりますが、代行手数料相当分である0.375%については、マザーファンドに割戻しを行います

ここで記載されている「代行手数料」とは、日本でいえば、証券会社が取る手数料のようなものです。この部分については、フィデリティ投信は、日本のファンドで手数料を差し引くのでこの段階で発生する手数料は受取らないということが書いてあります。その他の投資対象ファンドについても、代行手数料部分については受取らない旨の記載があります。

2006年6月末現在の投資対象ファンドと実際に引き去られる手数料(調整後手数料と表記)は、表2と表3のとおりになります。

表2 投資対象ファンドと手数料(債券)

投資対象ファンド	ファンドの国籍	手数料	調整	調整後手数料	比率
FF-Euro bond fund	ルクセンブルク	0.70%	50%	0.35%	36.15%
米国投資適格債ファンド	日本	0.62%	100%	0.62%	35.78%
FF-emerging mkt debt	ルクセンブルク	1.00%	50%	0.50%	9.97%
FID sterling bond fund	イギリス	0.75%	50%	0.38%	7.95%
FF-Euro high yield	ルクセンブルク	1.00%	50%	0.50%	5.01%
US ハイ・イールド・ファンド	日本	0.80%	100%	0.80%	4.97%

表3 投資対象ファンドと手数料(株式)

投資対象ファンド	ファンドの国籍	手数料	調整	調整後手数料	比率
FID Income plus fund	イギリス	1.00%	50%	0.50%	37.72%
US エクイティ・インカム・ファンド	日本	0.76%	100%	0.76%	24.98%
FF Asia Pacific growth & income	ルクセンブルク	1.50%	50%	0.75%	19.97%
FF Australia fund	ルクセンブルク	1.50%	50%	0.75%	10.06%
日本配当成長株ファンド	日本	0.57%	100%	0.57%	9.95%

これまでの分析で、投資対象ファンドのレベルで差し引かれる手数料がだいたいわかりました。なお、REIT（不動産投資信託）部分では手数料は差し引かれていません。なぜなら、この資産クラスには投資対象ファンドが設定されていないからです。（図3参照）

表2と表3についてそれぞれ、2006年6月末の投資割合で加重平均して資産クラスごとの手数料の水準を計算し、そして、基本投資割合（それぞれの資産クラスへの原則的な投資割合）でこれらの手数料を加重平均してみると、ファンド全体で差し引かれる手数料が表4のように計算できます。

表4 投資対象ファンド段階で引き去られる手数料

資産クラス	基本投資割合	手数料
債券	70%	0.49%
株式	15%	0.66%
REIT	15%	
ポートフォリオ（加重平均）		0.44%

さらに、このファンド（フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型））では、独自の信託報酬（0.819%）が定められていますから、これも含めてこのファンドに投資する投資家が負担する手数料は、表5のようになります。これが、このファンドにかかるランニングコスト（維持費用）ということになります。

表5 投資家が負担する手数料

	手数料
ポートフォリオ（加重平均）	0.44%
ファンド（信託報酬）	0.819%
合計	1.263%

最後に、このファンドを購入するとき、解約するときに必要な手数料を併せて考えると、表6のようになります。

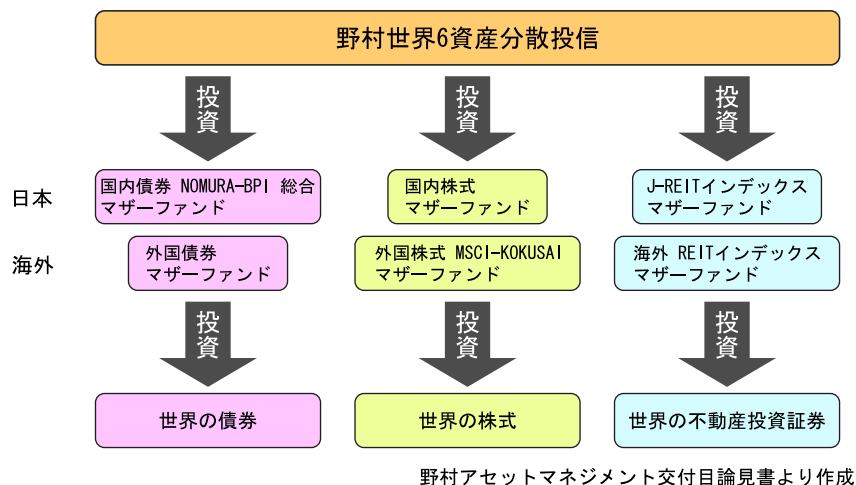
表6 すべての手数料

費用の種類	タイミング	手数料率	手数料受領者
申込手数料	購入時	2.625% 以下	販売会社
維持費用	ファンド保有期間	1.263%	委託会社/信託銀行
信託財産留保額	解約時	0.20%	ファンド

4.3 他のファンドと比較する

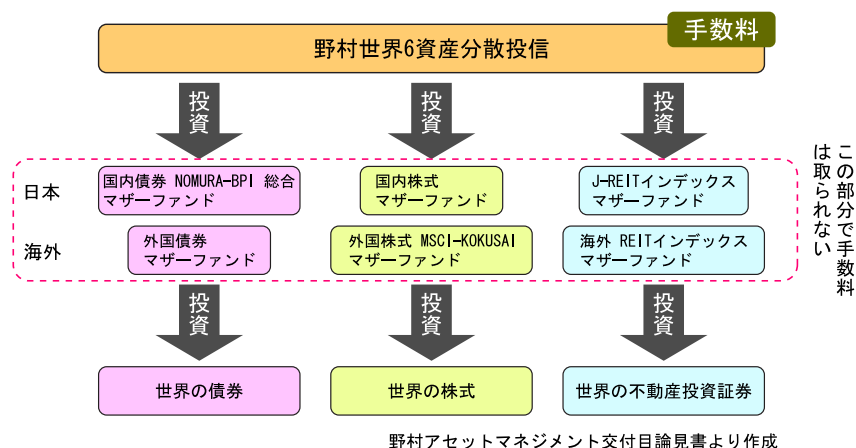
同じような仕組みのファンドをもう1つ見ることにしましょう。ここで取り上げるファンドは、「野村世界6資産分散投信」です。このファンドは、郵便局で最初に販売されたファンドの1つです。2005年10月に設定されたファンドですが、ほぼ1年経過した現在（2006年9月12日）純資産額は約2,300億円に達しています。このファンドも、フィデリティ・世界3資産ファンド（毎月決算型）と同じようなスキーム（構造）を持ったファンドになっています。目論見書から図4のようなスキームのファンドであることがわかります。

図4 野村世界6資産分散投信の仕組み



ここで、押さえておきたいのは、このファンドがファミリーファンド方式を採用していることです。ファミリーファンド方式の場合、マザーファンド^{*10}の段階では、手数料が引き去られないということです。

図5 野村世界6資産分散投信の手数料



そして、このファンドには3つのコースが用意されています。これはリスクリターン特性の異なるバランス型ファンドを提供するためです。その内容は、表7に記載するとおりです。一般的に、「信託財産の成長...」

^{*10} ファンドが投資する自社で設定され、運用されているファンド。マザーファンドが実際の有価証券への投資を行う

とあれば、“リスクを高めにして高いリターンを目指す”ことを意味し、「着実な成長…」とあれば、“リスクを抑える代わりに高いリターンも望めない”という特性を意味します。

表7 用意されている3つのコースと投資家が負担する手数料

コース	手数料		
	安定コース	分配コース	成長コース
目的	信託財産の着実な成長	インカムゲイン(利子配当収益)の獲得と信託財産の成長	信託財産の成長
ファンド(信託報酬)	0.6510%	0.7245%	0.7980%
合計	0.6510%	0.7245%	0.7980%

もちろん、表7のほかにも投資家は手数料を負担しなければなりません。表7に書いてあるのは、ランニングコスト、つまり、ファンドへの投資を維持しておくのに必要な手数料です。そのほかにも、ファンドを購入するとき、あるいは、解約するとき必要になる手数料もあります。これらを含めて考えると表8のようになります。

表8 すべての手数料

費用の種類	タイミング	安定コース	分配コース	成長コース	手数料受領者
		手数料率	手数料率	手数料率	
申込手数料	購入時	1.575%	1.575%	1.575%	販売会社
維持費用	ファンド保有期間	0.6510%	0.7245%	0.7980%	委託会社/信託銀行
信託財産留保額	解約時	0.30%	0.30%	0.30%	ファンド

4.4 2つのファンドを比較してみよう

これまで「フィデリティ・世界3資産・ファンド(毎月決算型)」と「野村世界6資産分散投信」を個別に見てきましたが、ここでこの2つのファンドを比較してみることにします。野村世界6資産分散投信は3つのコースがありますので、後々の比較のため最も手数料が高い「成長コース」を比較対象として取り上げます。

表9 2つのファンドの比較

	フィデリティ・世界3資産ファンド (毎月決算型)	野村世界6資産分散投信(成長コース)
投資対象	債券/株式/REIT	債券/株式/REIT
投資地域	日本/世界	日本/世界
申込手数料	2.625% 以下	1.575%
維持手数料(年間)	1.2625%	0.7980%
解約時手数料	0.20%	0.30%
ファンドの仕組み	ファミリーファンド方式 + ファンド・オブ・ファンズ	ファミリーファンド方式

「野村世界6資産分散投信(成長コース)のほうの手数料が安いのでは？」と感じられるかもしれませんが、大切なことが一つ抜け落ちています。それは、これら2つのファンドがアクティブ運用なのかパッシブ運用なのかという点です。野村世界6資産分散投信のほうは目論見書に明確に記載があります。たとえば、国内株式マザーファンドの説明では、「主として東京証券取引所第一部上場株式に投資することにより、東証株価指数(TOPIX)の動きに連動する投資成果を目指します」とあります。つまり、野村世界6資産分散投信は、定められたベンチマークの動きに連動するような投資を目指す“パッシブ運用”であることがわかります。

一方、フィデリティ・世界3資産ファンド(毎月決算型)のほうには明確な記載がありません。もし、このファンドがパッシブ運用のファンドであれば、間違いなく野村世界6資産分散投信のほうが魅力的です。理由は簡単、手数料が安いからです。したがって、目論見書には明確に記載されていませんが、フィデリティ・世界3資産ファンド(毎月決算型)は、市場を超える運用成果を目指すアクティブ運用のファンドであるということが推測できます。フィデリティの運用スタイルから考えても、アクティブ運用を採用していると推測されます。

もし、フィデリティ・世界3資産ファンド(毎月決算型)がアクティブ運用のファンドであるなら、どちらのファンドが魅力的であるかはフィデリティのファンドがどの程度市場を上回った成果を上げることができるかにかかってくることになります。フィデリティのファンドが市場を大幅に超越するようなリターンを継続的に実現できるのであれば、パッシブ運用の野村のファンドに勝ち目はありません。逆に、フィデリティのファンドが市場をあまり上回ることができないのであれば、手数料が安い分野村のファンドのほうが魅力的という結果になります。

4.5 シミュレーションしてみよう

少し具体的にシミュレーションしてみましょう。バームスコーポレーションでは、2006年9月より、資産運用シミュレーション (<http://barms.jp/parts/calc1.php>) をネット上で公開しています。誰でも手続きすることなく無料で使用することができます。

さて、シミュレーションの仮定は表10のとおりです。毎年3万円ずつ10年間投資を続けていればどうなるかというシミュレーションになっています。

表10 シミュレーションの仮定

	フィデリティ・世界3資産 ファンド(毎月決算型)	野村世界6資産分散投 信(成長コース)
ファンドの予想利回り	表11のとおり	
投資期間	10年	
毎月の投資額	3万円	
金融機関に支払う手数料(毎年)	1.25%	0.75%
税金(値上がり益に対する課税)	10%	
購入時に支払う手数料	2.50%	1.50%
解約時に支払う手数料	0.20%	0.30%

そして、結果は表11のとおりです。ここでは、

- ケース1: フィデリティのファンドの運用利回りが野村のファンドより1.0%上回っていたとき
- ケース2: フィデリティのファンドと野村のファンドが同じ運用利回りのとき

という2つのケースについて比較しています。

表11 シミュレーションの結果

	ケース1			ケース2		
	運用利回り ^{*11a)}	実際の利回り(b) ^{*12}	差異(a-b)	運用利回り(a)	実際の利回り(b)	差異(a-b)
フィデリティ・世界3資産 ファンド(毎月決算型)	6.0%	4.1%	1.9%	5.0%	3.2%	1.8%
野村世界6資産分散投信	5.0%	3.6%	1.4%	5.0%	3.6%	1.4%

分析結果からわかるように、仮に手数料・税金控除前で1%の利回りの差があれば、フィデリティ・世界3資産ファンド(毎月決算型)のほうが魅力的と考えられます。そして、その差があるかどうか、最終的に判断するのはあなた(投資家)自身ということになります。当社が提供するサービスは、こういった分析を提供することであり、漠然と「どの商品がよい」といったことを指南することではありません。

^{*12} ここでいう運用利回りとは、手数料を差し引く前の利回りを指します

^{*12} ここでいう実際の利回りとは、表10で仮定した手数料、税金等を差し引いた後の利回りを指します

5 資料編

表 12 ファンドのリスク・リターン特性まとめ

作成基準日	7月31日							
略称	6資産分	年G積成	資産形成	日好配当	世好配当	J A日債	外国債券	グ毎月
運用タイプ	パ	ア	ア	ア	ア	パ	パ	ア
運用会社	野村	日興	セゾン	大和	大和	農中	三菱UFJ	国際
騰落率								
1か月	1.6%	3.4%	2.8%	2.1%	7.3%	-0.2%	-0.3%	0.4%
ランク	5	2	3	4	1	7	8	6
3か月	5.4%	11.2%	8.0%	11.2%	15.9%	0.6%	1.6%	1.6%
6か月	15%	20%	18%	15%	29%	0%	14%	12%
ランク	4	5	6	7	8	1	3	2
1年	-15.9%	-20.2%	-20.5%	-30.5%	-35.7%	2.7%	-13.1%	-10.4%
2年	-21.3%	-38.5%	-30.2%	-55.6%	-55.3%	5.1%	-11.0%	-9.5%
期間騰落率								
2007-Q3	-1.7%	-4.6%	-2.3%	-7.5%	1.0%	1.6%	-0.6%	-0.6%
2007-Q4	-0.5%	-4.7%	0.1%	-10.2%	-1.9%	1.3%	2.4%	1.9%
2008-Q1	-8.7%	-16.1%	-13.2%	-16.5%	-23.8%	1.4%	-5.5%	-4.9%
2008-Q2	2.6%	3.5%	3.4%	8.0%	2.0%	-1.6%	3.7%	2.9%
2008-Q3	-8.2%	-14.3%	-9.8%	-18.9%	-20.8%	1.0%	-6.1%	-5.4%
2008-Q4	-15.4%	-21.2%	-23.9%	-19.6%	-37.3%	2.4%	-10.4%	-8.4%
2009-Q1	-0.7%	-2.1%	2.1%	-10.7%	-3.0%	-0.7%	2.9%	2.8%
2009-Q2	7.6%	13.8%	7.8%	14.7%	17.8%	0.5%	2.1%	1.4%
年換算リターン	-10.6%	-19.2%	-15.1%	-27.8%	-27.7%	2.6%	-5.5%	-4.7%
年換算リスク	14.8%	20.9%	19.8%	22.7%	31.0%	2.6%	14.5%	12.9%
下方リスク								
月数	41.9%	54.8%	44.8%	54.8%	52.0%	35.5%	38.7%	35.5%
対 TOPIX	46.7%	73.2%	60.9%	91.2%	108.3%	5.5%	37.1%	33.5%
TE	0.9%	1.9%						
シャープレシオ	-58.0%	-79.6%	-61.0%	-100.1%	-94.6%	64.4%	-27.8%	-28.3%
Info ratio		78.2%						

著者略歴



バームスコーポレーション代表

- 略歴** 陸上自衛隊（北部方面隊）勤務
陸上自衛隊北部方面隊にて運用訓練幹部等歴任
アイエヌジー生命保険株式会社にて生命保険商品の開発に従事。1999年、同社が日本で初めて販売した変額年金保険の開発担当
アイエヌジー投信株式会社にて、ファンドの開発、海外拠点との折衝、ファンドの評価分析システムの開発等を担当
2003年バームスコーポレーション有限会社を設立し独立
防衛大学校卒業、青山学院大学（国際マネジメント研究科）修了、日本FP学会、日本リアルオプション学会所属
修士（ファイナンス）、国際公認投資アナリスト（CIIA®）、証券アナリスト、CFP®
- 著書** 「1000億円を動かす！痛快！ ファンドマネージャー塾」（こう書房）
「かしこいお金の育て方」（績文堂出版）
「マーケティング・ノート」（績文堂出版）
- 執筆/発表** FPジャーナル「2009年注目の金融商品を利用したアセットアロケーションとは」（日本FP協会）
運用ガイドラインとパフォーマンスの決定要因に関する一考察（第9回日本FP学会）
投資家の属性と投資態度に関する研究（第7回日本FP学会）
- URL** <http://www.barms.jp>
- mail** fpsugiyama@gmail.com