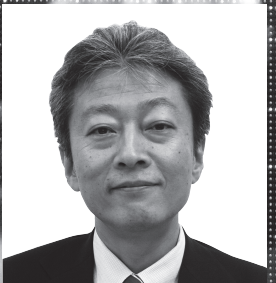


経営者目線で読む景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

金融庁が本年2月に投資信託（以下「投信」）販売会社の2018年3月～12月の運用実績を公表した。投信を販売している会社が購入者にどれだけの収益をもたらしたのかをランキングしている。投信会社の成績表だと思ってもらえ

連載
第52回

個人投資家は増えるか

ばよいだろう。

考えてみると、かなり酷なランキングである。一度だけの運用実績では投信会社の実力は分らないので、何回かのデータを見るべきだと思うからである。だから図には投信会社ランキングではなく、投信を購入した顧客は儲かったかどうかを掲げておく。何と、46%が元本割れしている。これはこれで困ったデータだが、こち

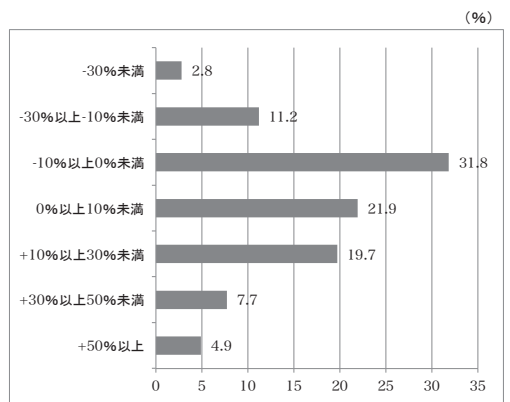


図 投資信託の運用損益別顧客比率（資料：金融庁）

どの投資信託もある）は存在するのか。株を買えばよいではないかと考える人もいるだろう。いくつか投信のメリットを挙げてみるなら、第1に株は高い。高いというのは株価が高いということではない。たとえば20000円の株式でも、売買は1000株単位だとすると、200万円ないと投資できないし、200万円の次は400万円である。これでは個人は手が出ない。投信なら小口投資ができる。第2に、年金ファンドなら数千億の株式投資をするので、分散投資、つまりいろいろな銘柄を買う。これに対して資金の少ない個人が買える銘柄は1つか2つだとすると、個人は年金ファンドより運用成果が低くなるのが数学的に証明されている。分散投資が勝ち、1点買いは負けるといえることである。だから投資信託が分散投資をしてくれる。

らも9カ月だけで評価するのは酷かもしれない。

心配は、しばらくはこの実績がいわば独り歩きして、成果が上がっていないと評価された投信会社が評判を落とすことと、投信全体の信頼性が下がることである。公表した金融庁の意図

も分からなかったのだが、最近になって、面白い成果が出始めていることに気づいた。どうやら投信会社は、顧客に投信の継続的な保有、つまり「売らないこと」を勧め始めたらしい。

○投信会社は顧客利益を求めるか

投信会社は何によって利益を得ているのかとい

まとめて言えば、投信はあまりお金を持たない個人向けの金融商品なのである。

また、投信は上場全企業の平均株価より上振れる可能性が高い。なぜなら、投信会社がすすめる銘柄で構成されているからである。もちろん私は、投信会社が目利くと思っているわけではない。少なくとも、ちょっとあぶない会社は投信に組み込まれないはずなので、そのぶん、投信全体としては株価全体より上に振れるのである。念のために言えば、日経平均は日経225銘柄、つまり東証の全銘柄の株価を反映しているわけではないので、「一種の投信の運用成果の指標」と言える。TOPIXも、あまり売買されない安定株は平均株価に加味される割合が低くなるので、日経225と同じ性格だといえるだろう。ニューヨーク・ダウはわずか30銘柄である。つまり、投信全体としては東証全株平均に勝てるが、日経平均やTOPIXといったインデックスには負けるかもしれないのである。

○投信は企業を選別する

重要なのは、投信は「経営不振の会社を排除する役割を持つ」という点であろう。もちろん、経営危機の会社を集めて「V字回復期待投信」「起死回生投信」みたいな投信を組成しても構わない。買う人はいるかもしれない。人間が多様であることによって市場は成り立っているのだが、一方で株式はよく美人投票と呼ばれる。値上がりするだろうと思って皆が買うと、本当に

うと、顧客からの手数料である。これは株式の仲介（売買）でも同じことで、投信や株の値上がり益は顧客のものである。投信会社や証券会社には売買に際して手数料が入ってこれが収入になる。だから株式であれば顧客に頻繁に売買してもらえば儲かる。投信も同じでいったん購入（契約）してもらった投信を解約し、他の投信に乗り換えてもらおうと儲かるいわゆる回転売買である。

結果として面白い現象が起きる。何かというと、販売されている投信の運用成績が良いか良くないかというのは、投信会社にとって、短期的にはどうでもよいことなのである。というより、顧客に販売した投信の運用成績が悪いほうが、乗り換えを勧めやすい。逆に儲かっている投信は顧客が保有し続けたいとすると、投信会社にとっては都合の悪い商品だということになる。もちろん、元本割れする投信ばかり販売しているといずれ顧客は逃げていくだろうが、重要なのは、現在のビジネスモデルでは、投信会社は顧客の利益を求めない構造になっているというところである。これは良くないので、金融庁は運用成績を公表し、運用成果を上げるインセンティブを投信会社に持たせようとした。運用成果が上がれば、頻繁な乗り換えは減少する。そんなことが起きていると理解すればよいのだろう。

○投信のメリット

ところで、なぜ投信（以下では株式投資信託について話を進める。これ以外に社債や国債な

上がってしまうのである。一種の予定調和である。逆に経営不振の会社はそこからは排除されることになり、これはこれで市場の健全性を実現する。つまり、投信会社の「常識的な判断」に基づく投信の設定は、顧客に利益をもたらす。常識的な判断の先を行くのが欧州市場で、ESG投資が投信の主流である。ESGは環境（Environment）、社会（Society）そしてガバナンスの頭文字を並べたもので、この3つの面で問題のある企業は投資対象にはならない。逆にこの3つの面ですぐれた企業が投信に組み込まれ、株価が上がる。そうだとわかれば、巨額の資金を運用しているファンドもESG投信に組み込まれた銘柄を買うことになるだろう。その意味では、投信は社会を誘導していくこともできるのである。

とはいえ、投信は元本割れするリスクがある。だから日本人は、金利がほぼゼロでも定期預金を続ける。脳科学者の中野信子さんの講演を聞いていたら、リスクテイクするかどうかという国民性は、遺伝子で決まっているらしい。日本は江戸初期に鎖国をして、リスクテイクが成功・繁栄することがなかったので遺伝的に保守的である。これに対して米国の初期の移民は、故郷を捨て、はるばるリスクをおかしてやってきた人々である。だから株式や投信に抵抗感がない。今のところ日本人はリスクテイクが少ないが、これだけ低金利が続くと、潜在的なリスクテイクカー、つまり遺伝的にはリスクをとるはずだがとっていない人が、次第に投信や株に向かうようになるかもしれない。