

# 「近視眼的行動の抑制」により高まる投資家リターン

投信の投資家が実際に受け取るリターンは、投信自体のパフォーマンスより遙かに低い。リターンを高めるためには、何よりも近視眼的な投資行動の抑制が重要である。抑制機能が内包されているサービスの例としてファンドラップをとりあげ、バランス型投信と比較した結果、ファンドラップの方が投資家リターンが大きかったことがわかった。

## 近視眼的行動抑制の重要性

分散投資の重要性は個人の資産形成においても従前より指摘されてきた。このため、金融機関には、個々のアセットクラスの運用に対する緻密なデューデリジェンスやアセットクラスの組み合わせ比率の最適化（ポートフォリオが有効フロンティア上に位置することや個人のリスク許容度に応じてポートフォリオが選定されていること）を行うことが期待されている。

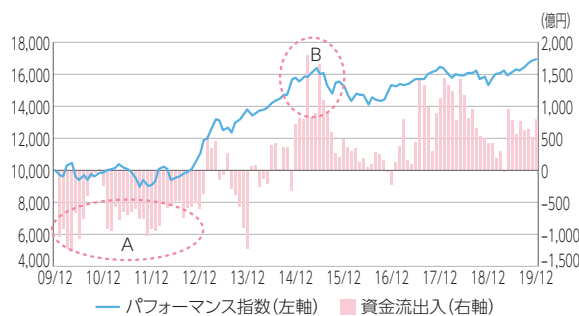
しかし、現実には金融機関がその期待通りのサービスを提供したとしても、それだけでは顧客に長期に安定した資産運用を提供することにつながっていない。顧客が途中で運用を止めてしまうことがあるためだ。

このため、金融機関は積立投資なども併せて推奨している。これは顧客の意識を少しでも長期運用に向けようとしているものであり、より一般化して言えば、顧客の近視眼的な行動の抑制につながるものだからである。

## 低いバランス型投信の投資家リターン

図表1の折れ線は実際に存在するバランス型投信の平均的なパフォーマンスを示したものだ。長期にわたって保有すればそこそこのリターンが享受できることを示している。直近10年保有し続けていれば60%以上（年率換算では5.4%）の収益率を得たことがわかる（図表2）。この投資収益率は時間加重収益率と呼ばれ、ファンド自体の収益率を表している。ところが実際には、この間バランス型を保有した投資家は平均的にみると、投信自体の収益率より遙かに低い収益率しか享受できていない。

図表1 バランス型投信のパフォーマンスと資金流出入



(注) パフォーマンス指数は、2009年末を10,000としている  
(出所) 野村総合研究所Fundmark

投資家の購入・売却の金額や時期を考慮した投資収益率は金額加重収益率と呼ばれ、俗に投資家リターンとも呼ばれている。これを計算すると、直近10年間ではマイナスになる（図表2）。販売手数料を控除する前でも年率-0.1%であり、さらに販売手数料を差し引けば-0.8%まで低下する。計測期間を変えても傾向は同じで、例えば直近3年の場合はファンド自体の収益率は年率3.4%であるのに対し、投資家リターンは販売手数料を控除する前でも年率0.8%と低い。

このようにファンド自体の収益率に比べ投資家リターンが低くなるのは、安値で売却したり（例えば図表1のAの期間）、高値で購入（図表1のBの期間）するなど悪

図表2 バランス型投信とファンドラップの収益率（年率）

	バランス型投信			ファンドラップ		
	時間加重収益率	金額加重収益率 販売手数料 料控除前	金額加重収益率 販売手数料 料控除後	時間加重収益率	金額加重収益率 ラップ手数料 料控除前	金額加重収益率 ラップ手数料 料控除後
直近3年	3.4%	0.8%	0.0%	3.7%	3.0%	1.3%
直近5年	1.4%	-1.1%	-1.8%	2.1%	1.7%	0.1%
直近10年	5.4%	-0.1%	-0.8%	4.9%	2.7%	1.1%

(注) 計測時点は、2019年末。すべての収益率は投資信託の信託報酬を控除した値。金額加重収益率は内部収益率（IRR）により計算。手数料控除後の金額加重収益率は、バランス型投信については販売手数料の上限値が、ファンドラップについては残高に対して年率1.5%+税の手数料が掛かるとして計算している。バランス型投信とはETFやDC、ラップ専用ファンド以外のバランス型ファンドを指す  
(出所) 野村総合研究所Fundmark

## NOTE

- 1) 例えば、日本証券業協会が3年おきに実施している「証券投資に関する全国調査」のデータを分析すると2012年から2018年に掛けて、証券投資に対して「資産を増やす」ことをイメージする人が減り、「将来の生活資金の備えに役立つ」とイメージする人が増えていることがわかる。詳しくは「NISAの長期・分散投資の普及への貢献度を検証する」(金融ITフォーカス 2019年4月号)。

いタイミングで売買する傾向があるためだと考えられる。いずれも、冒頭挙げた投資家の近視眼的な投資行動がもたらした結果である。ただし、投資家の自発的な行動だけが原因とは言えない。売買約定に伴う手数料(コミッション)を主たる報酬とする従来の投信販売では販社にとって近視眼的な行動はむしろ好都合といえる。実際に多くの販売員がそう考えているかはともかく、少なくとも近視眼的行動を助長する方にインセンティブが働きかねないという構造が存在している。

## 近視眼的行動を抑制する ファンドラップ

それでは、近視眼的な行動の抑制により、どこまで投資家のリターンを高められるだろうか。ここでは先に挙げたバランス型投信とファンドラップを比較して検証したい。なぜならファンドラップは、バランス型投信と同様に分散ポートフォリオを提供しているが、主たる収益が売買手数料ではなく、投資資産額の一定割合で決まる報酬であることから、近視眼的な行動を助長するインセンティブが働き難いサービスとなっているからだ。

ファンドラップではスタート当初にライフステージや経済状況、リスク回避性向、資産運用の目的などにより顧客に最も適したポートフォリオを策定し、想定と実績の評価を繰り返す。このため、一時的な気分の方針転換をすることが抑制される機能が内包されている。

図表2のファンドラップをみるとファンド自体の収益率を表す時間加重収益率と投資家のリターンを表す金額加重収益率の差がバランス型投信に比べかなり小さいことがわかる。直近10年の場合だと時間加重収益率は年率4.9%であるのに対して、金額加重収益率はラップ手数料

控除前で2.7%である。計測期間を変えて、直近5年や直近3年でみても、時間加重収益率と金額加重収益率の差がバランス型投信に比べ小さい傾向は変わらない。

もっとも、実際のファンドラップではラップ手数料も掛かるため、現実に顧客が享受した投資家リターンは図表2のラップ手数料控除後の金額加重収益率で、直近10年の場合で、1.1%にまで低下する。ラップ手数料の水準の妥当性については議論の余地がないわけではないが、バランス型投信に比べれば、投資家リターンは高い水準となっている。近視眼的な投資行動を抑制する機能が内包されているサービスが投資家リターンの低下を食い止めている一つの証拠と言えよう。

以上に示したように投資家に長期にわたって高い投資収益を提供するためには、投資家の近視眼的な行動を抑制することが大切である。冒頭にも触れた積立投資にも一定の効果がある。もっとも業界関係者によると、その積立投資も価格の急激な上昇時などには、好ましくないことだが、近視眼的な行動の抑制が難しくなり、利食い売りの増加が見られるという。特にノーロード投信では顕著に見られるという。しかし、こうしたケースを除けば総じて、ここ数年で個人の投資信託に対するイメージが利殖の手段から長期的な運用手段に変化してきている<sup>1)</sup>ことは間違いない。顧客の期待に応えるためにも、投資家の近視眼的な行動の抑制を内包するサービスについて一層の創意工夫が求められる。

## Writer's Profile



金子 久 Hisashi Kaneko  
金融イノベーション研究部  
上級研究員  
専門は個人金融マーケット調査  
focus@nri.co.jp