



一般社団法人 投資信託協会
広報部 調査広報室 調査広報室レポート

投資信託の費用・収益構造の一考察

－ 顧客と目的を一にする費用体系 －

1. 問題意識
2. 現在の公募投資信託の費用・収益構造
3. IOSCO の考え方と顧客と目的を一にする費用体系の一案
4. 類似例
5. 結び

2024年7月10日

一般社団法人投資信託協会 広報部調査広報室長 青山直子

(協力者：広報部調査広報室 主任 篠原仁)

1. 問題意識

調査広報室レポート「インデックスファンドが席卷する日本の投資信託－日本の特異事情と求められるアクティブファンドの活性化－」において、アクティブ運用の活性が求められることについて述べた。

顧客のコスト意識が高まり、インデックスファンド志向が強くなると同時に、運用管理費用（信託報酬率）のほかに、販売会社を得る販売手数料も低下あるいは非課税制度においては無料化されることは、ある意味自然な流れと言えよう。こうした流れが今後もさらに強まっていけば、投資信託を提供する金融機関の収益力低下に繋がる懸念されるが、運用会社はアクティブ運用を強化することによって、インデックスと同じリスクで高いリターン（もしくは同じリターンで低いリスク）を提供することで付加価値を獲得できると考えられる。

さらに、アクティブ運用を通じて株式市場の効率性が高まり、これによりインデックスへの信頼も保たれ、投資信託の運用会社が社会的役割を果たすことが期待される。

その際に、超過リターンの獲得への期待を含め、アクティブファンドへの信頼に繋がる費用体系は考えられないだろうか。

費用体系とは、投資信託を提供する金融機関（運用会社・販売会社・受託会社）にとってはすなわち収益体系である。真に顧客と目的を一にする費用体系・収益体系について一考察する。

2. 現在の公募投資信託の費用・収益体系

図表¹に見てとれるように、公募投資信託の販売手数料率及び運用管理費用率（信託報酬率）はこの数年間、低下の一途を辿っている。販売手数料にあっては、非課税制度の利用において、無料化もされていることから、従来のモデルでは投資信託を提供する金融機関は、ビジネス上立ち行かなくなっていると言われる向きもある。そのモデル、すなわち現行の費用・収益体系を示したい。

公募投資信託の費用体系を、 t 時点の顧客の残高を A_t とすると以下の式のようになる。 A_0 は初期投資額、 (R) はグロス・リターン、 (τ) は販売手数料、 (ε) は信託報酬を表す²。

¹ インデックスファンドは、指数に連動する運用成果を目指すファンドを示し、アクティブファンドは、インデックスファンド以外を示す。

² Naoyuki Yoshino and Naoko Aoyama (2017) “REFORMING THE FEE STRUCTURE OF INVESTMENT TRUSTS TO INCREASE DEMAND” ADBI Working Paper Series, No. 658, February 2017

$$A_0 - \tau + R - \varepsilon = A_t \quad \dots \dots \dots (1)$$

これは、初期投資額（ A_0 ）から販売手数料（ τ ）が販売会社で差し引かれて投資信託の運用資産となり、運用によってグロス・リターンが得られ、信託報酬（ ε ）が差し引かれた額が、 t 時点の顧客の残高となることを示す。

これを展開すると、グロス・リターンは、顧客にとってのネットリターンと販売手数料と信託報酬であることが分かる。

$$A_t - A_0 = R - \tau - \varepsilon \quad \dots \dots \dots (2)$$

ここで販売手数料（ τ ）とは、初期投資額に販売手数料率（ ρ ）を乗じた値であり、信託報酬（ ε ）は、投資評価額に信託報酬率（ θ ）を乗じた値であり、それぞれおおよそ次の式になる。

$$\tau = A_0 \times \rho \quad \dots \dots \dots (3)$$

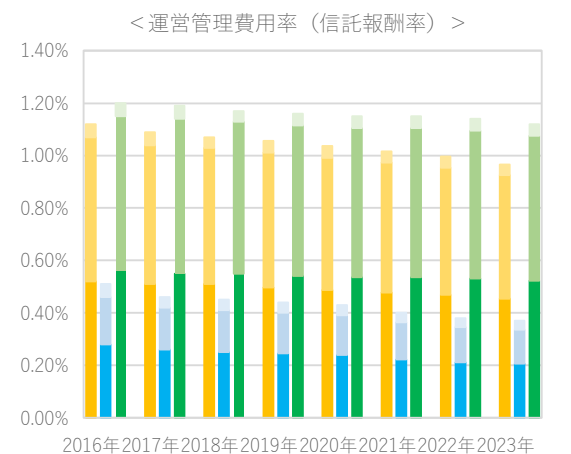
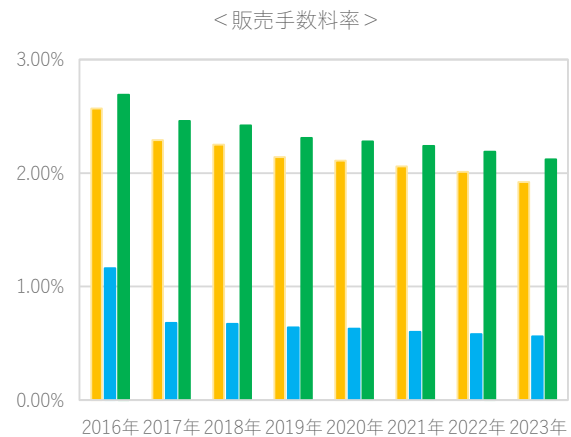
$$\varepsilon = (A_0 - \tau + R) \times \theta \quad \dots \dots (4)$$

（ただし、 θ は、委託者報酬率、代行報酬率、受託者報酬率の合計である³）

（ τ ）は初期投資額（ A_0 ）が正の値であるので必ず正の値である。信託報酬（ ε ）は、（ $A_t - A_0$ ）がマイナスであっても、（ $A_0 - \tau + R$ ）がプラスであれば正の値となる。つまり、 $A_t - A_0 = R - \tau - \varepsilon$ のうち、（ τ ）と（ ε ）は必ず正の値であり、（ R ）がマイナスの場合、あるいは（ R ）が（ τ ）+（ ε ）より少ない場合にマイナスとなるのは、左辺の（ $A_t - A_0$ ）である。顧客が販売手数料と信託報酬の合計額を上回るプラスのリターンを得られない場合でも、運用会社、販売会社、受託会社は、プラスの信託報酬を受け取ることができる構造とな

（図表）販売手数料率と運用管理費用率（信託報酬率）

左から 追加型株式投信 インデックスファンド アクティブファンド



各棒グラフは、下から委託者報酬、代行報酬、受託者報酬の積み上げ

（出所）投資信託協会ファクトブックより作成

³ 図表の運用管理費用率（信託報酬率）における委託者報酬、代行報酬、受託者報酬の割合は、2019年から2023年の内訳の比率は非公表のため、2016年から2018年の平均で按分している。

っている。顧客の目的である $(A_t - A_0)$ と、運用会社、販売会社、受託会社の目的は一致しているとは言い難い体系になっていると言えよう。

そこで、顧客と目的を一にする体系があれば、より信頼を得る投資信託になり得ないだろうか。すでに、値上がり率に応じて、運用会社の信託報酬に加算・減算されるハイ・ウォーター・マーク方式⁴が採用されたファンドは現存するが、顧客のネットリターンと金融機関の収益が同じ目的であるコスト体系は考えられないだろうか。

3. IOSCO の考え方と顧客と目的を一にする費用体系の一案

IOSCO からはかつて次のような考えが示されている⁵。すなわち、パフォーマンスフィーがもたらす投資家の平等原則の侵害について、「ファンドへの投資の事実上のパフォーマンスは、その投資家の設定解約の日に依存するという事実により生じる。従って、パフォーマンスフィーは理論的にはファンドの購入日に基づいて投資家毎に計算されるべきである。しかしながら、実務上の困難から、この方法を採用した規制当局はこれまでにない⁶」ことが記述されている。その解決策のひとつとして、純資産評価額の計算日毎にパフォーマンスフィーを積み立てることが示されている。すなわち、現行の日々の純資産基準価額に信託報酬率を乗じて控除した額を口数で除して基準価額を算出する方法と考えられる。

本来、顧客毎にフィーを徴収することが望ましいという考え方に基づけば、次のような体系は考えられないだろうか。

$$\tau = \bar{C} + R \times \rho \quad \dots \dots \dots (5)$$

$$\varepsilon = \bar{C} + R \times \theta \quad \dots \dots \dots (6)$$

システム等のインフラ費や人件費など、必要な一定額を「固定費」として「固定報酬」(\bar{C})を徴収し、投資家のリターンに依存した「変動費」として「変動報酬」を合わせる体系である。顧客が目的とするリターンに対して報酬を徴することによって、顧客と目的を一にする

⁴ 基準価額が過去最高値（ハイ・ウォーター・マーク）を上回った際に、その超過額の一定割合を実績報酬として徴収する方式。

⁵ THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2004) “FINAL REPORT ON ELEMENTS OF INTERNATIONAL REGULATORY STANDARDS ON FEES AND EXPENSES OF INVESTMENT FUNDS” IOSCO

⁶ 同レポートにおいて、「スイスの規制当局はこの方法の実施を要求することを検討している」と記述されている。

ことになる。それによって、顧客にとってのリターンを考慮した体系となり得よう⁷。

上記の場合、(R) がマイナスであれば、(τ) も (ε) もマイナスとなり、その場合はロスシェアとなる。金融商品取引法では損失補填の禁止の条項がある⁸。しかし、個別の顧客に対する補填でなければ、公平性を削ぐことにはならないと考えられるのではないだろうか。

米国では、過度なリスクテイクに繋がることからパフォーマンスフィーは禁止されている⁹が、ロスシェアがあるとすれば、プラスのパフォーマンスフィーを狙った過剰なリスクテイクの抑止になるのではないだろうか。

4. 類似例

米国での類似例としては、フィデリティ・マゼラン・ファンドの運用報酬は、ファンドの運用成績と S&P 500 指数に基づいて上下 0.2% の範囲で上下し、しばしば変更される。2023 年 3 月の Prospectus (目論見書) では、ベーシックフィーは 0.55% (group fee 0.25% + individual fee 0.30%) に対して Management fee (fluctuates based on the fund's performance relative to a securities market index) は 0.39% であり、ベーシックフィーから減算されている。

このほか、2017 年には、ファンドマネージャーが新規に立ち上げた運用会社¹⁰においてパフォーマンスフィーを採用している。それは、パフォーマンスがベンチマーク以下の場合、ETF と同等のフィーとなり、ベンチマークを超えた場合、超過分のリターンに対し 30% のフィー (上限有り) がかかる体系であり、同フィーは日々計算されている。

日本においては、2018 年に GPIF が、新しい実績連動報酬体系の導入を決定した際、「パッシブ運用は効率的な市場が前提であり、市場が効率的であるためにはアクティブ運用は不可欠。新実績連動報酬の導入がアクティブ運用機関の一層の高度化につながることを期待」との考え方を示している¹¹。

また、公募投資信託においても、基本報酬を低く設定し、設定来と四半期の運用成績がイ

⁷ 昭和 42 年には、単位型投資信託において、委託会社が収受する報酬について運用の巧拙が反映されるべく、元本基準と純資産基準による部分とに分けられ、従来「元本×7/1000 以内」であった報酬率が、「元本×3.55/1000+純資産×3.3/1000 以内」とされた。しかし、本文中の (\bar{C}) とは、投資金額に左右されない定額が相応しいと考える。

⁸ 金融商品取引法第 39 条

⁹ 1940 年投資会社法

¹⁰ アパーチャー・インベスターズ (<https://apertureinvestors.com/>)

¹¹ 「GPIF の新しい実績連動報酬」(GPIF ワーキングペーパー、2018 年 6 月)

https://www.gpif.go.jp/investment/research/pdf/20180611_new_performance_based_fee_structure_jp.pdf

ンデックスを上回る場合に超過分の 33%を成功報酬として徴収するファンド¹²が設定されたり、「顧客と利益を共有する体系」として、顧客と目的を一にする取り組みが考えられている¹³。

5. 結び

「顧客の最善の利益」とは何か、議論のあるところであろうが、「リスクに見合ったリターン」はその一つではないか。もちろん、顧客それぞれのゴールを設定することや、ゴールまで市場の変化のなかで顧客に寄り添うことも「顧客の利益」に繋がるであろう。

一般に、ビジネスにおいては、企業の株主と顧客・消費者の利益を両立させることは容易ではないが、現在の投資信託の費用構造においては、先述の式の通り、運用の結果次第ではあるが、運用会社や販売会社の利益が顧客の利益よりも優先されている。顧客の観点からすれば、現在の体系は、顧客の利益が優先される構造ではないと言える。投資信託を運用・販売する側としては、顧客の利益が増えれば金融機関のそれも増え、顧客の利益が減れば金融機関のそれも減ることから、win-win であるとの見方があるが、述べてきた通り、金融機関の利益は常にプラスで維持され、グロス・リターンがマイナスの場合にマイナスになるのは顧客のみであり、果たして win-win と言い切れるものだろうか。金融機関は常に利益を得られる構造であり、そのようなビジネスモデルのなかでは、顧客の利益が最優先され得ないことは無理からぬことであろう。

多くのアクティブファンドの目的は「信託財産の成長」にあり、顧客に対して、実際には予測が困難かもしれない基準価額の値上りを期待させながら販売しているのが実態である。しかし、現実には、過半のアクティブファンドがインデックスを上回るリターンを顧客に提供できていない。

(4) 式の (θ) は、委託者報酬率、代行報酬率、受託者報酬率の合計であり、リターンを生むのは運用会社であり、販売会社、受託会社は、それに寄与するものではない。特に受託会社は、信託財産の保管・管理が主たる業務であって、顧客のリターンに沿うことは不釣り合いであり、(6) 式においては (\bar{C}) のみが相応しいかもしれない¹⁴。

¹² 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 (<https://www.smtam.jp/special/smt-iplus/>)

¹³ 2024年1月15日 株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ「三菱UFJフィナンシャル・グループの資産運用ビジネスの取り組みについて」別紙 p.3 (FM(ファンドマネージャー)の報酬の一部を自己運用ファンドに投資、顧客と利益を共有する枠組を導入)
https://www.mufg.jp/dam/pressrelease/2024/pdf/news-20240115-001_ja.pdf

¹⁴ ただし、証券投資信託三十五年史によれば、かつては「委託者と受託者の報酬配分率は、ファンドによって異なるが、36年12月以前に設定されたファンドについては、純資産残高によって配分率が変動し、純資産残高が増加するにしたがって受託者報酬の率が逡減する方式となっている」との考え方がとられていた。

販売会社は、分配金の支払い、運用報告書や取引残高報告書の送付、さらに2014年以降はトータルリターン通知等々を担っており、また、資産形成における積立投資の提供も重要なサービスである。その点では、主たる業務は口座管理であって、運用結果の責を負うものではないかもしれない。しかし、販売会社において、自社の営業戦略としてファンドラインナップを充実させる時、すなわちファンド採用時点では、RFP (Request for Proposal) 等で選定されているものであろう。その点では、ファンドの「目利き」としての役割を果たすべき立場にあるのではないか。運用結果は運用会社に依るものであって、販売会社は責を問われないとの議論がある。しかし、もし、一時の資金流入を得るため、すなわち(3)式の (τ) の獲得のために、“カンフル剤”的に、十分なファンドの調査なく採用するとすれば、それは顧客本位とは言い難いだろう。販売会社を利用する顧客に対して、まずは目利きとしての役割を果たすことにおいては、(5)式及び(6)式における顧客リターンに連動する体系によって、販売会社がファンドを見極めることに、よりインセンティブが働くことになるのではないだろうか。

アクティブファンドの運用によって、インデックスと同じリスクで高いリターン（もしくは同じリターンで低いリスク）を目指し、運用会社は付加価値を獲得でき、株式市場の効率性が高まり、これによりインデックスへの信頼も保たれ、投資信託の運用会社は社会的役割を果たすことができるようになるのではないかと考える。その際に、「顧客の最善の利益」や「顧客利益の最優先」を、如何に並列して実現するかを思索する際に、費用体系から逃れることはできない。

前章で挙げた公募投資信託の例は、投資信託を提供する運用会社が、顧客利益を最優先にする姿勢や、投資信託の超過リターン追求に向け最大の努力を払っていることを示すことで、顧客からの信頼に繋がると思われるが、それは指数との比較であって、顧客リターンを意識したものではない。もちろん、どのようなタームで計るか、どのように徴収するか、どのように公平性を保つのか、提供の持続性、フィジビリティ含め、それらを勘案した体系の構築は容易ではないであろう。何より、全てのアクティブファンドで可能な体系ではないであろう。しかし、現れた取り組みを事端として、投資信託を提供する金融機関が顧客利益を最優先にする姿勢や、投資信託の超過リターンへの信頼に繋がる手段の一つとして、顧客と目的を一にする費用体系すなわち収益体系は長考に値するのではないだろうか。

【参考文献】

- ・ Naoyuki Yoshino and Naoko Aoyama (2017), REFORMING THE FEE STRUCTURE OF INVESTMENT TRUSTS TO INCREASE DEMAND, ADBI Working Paper Series, Asian Development Bank Institute, February 2017
- ・ THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2004), FINAL REPORT ON ELEMENTS OF INTERNATIONAL REGULATORY STANDARDS ON FEES AND EXPENSES OF INVESTMENT FUNDS, IOSCO
- ・ 陣場隆 (2018) . 「GPIF の新しい実績連動報酬」 . GPIF ワーキングペーパー . 年金積立金管理運用独立行政法人 . 2018 年 6 月 11 日 (最終アクセス: 2024 年 7 月 8 日)
- ・ 株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ . 「三菱 UFJ フィナンシャル・グループの資産運用ビジネスの取り組みについて」 2024 年 1 月 15 日 (最終アクセス: 2024 年 7 月 8 日)
- ・ 田村威 (2023) . 二十訂 投資信託 基礎と実務 . 経済法令研究会
- ・ 証券投資信託協会 (1975) . 証券投資信託二十年史
- ・ 証券投資信託協会 (1987) . 証券投資信託三十五年史 1951-1986

(問い合わせ先)

一般社団法人 投資信託協会

広報部 調査広報室

03-5614-8455

jita-research@toushin.or.jp