

私の独り言 今さら聞けないファンドの話

大阪大学名誉教授

長谷川 晃

要旨：リーマンショックの後遺症が世界のマーケットでようやく収束し、ニューヨークダウの値は史上最高値をつけている。日本経済もアベノミクスの助けを借りて回復基調に入った。諸外国に比較して日本人の多くは安全志向が強く、リスクを避けて資産の大半を銀行預金に置いている。しかし、経済が上向きインフレ基調に入ると、リスクを避けようと低金利の銀行預金を続けることから来るリスクが問題になる。リスク資産を避けること自体がリスクになると言うわけだ。今回はリスク資産と言われる色々なファンドについて、ファンドとは何か、どんな種類のファンドがあるのか、それぞれのファンドのリスクはどうなのか、ファンドを選んだり、売買するにはどうするのか、さらにはファンドに関する税法などについて述べてみたい。

1. ファンドとは

ファンドとはファンドの運用会社（投信会社）が投資家の資金を基に、投資家を選んだ投資対象分野の中での債券や証券などの金融商品を売買しながら、投資家に代わってその利益を追求するものである。運用会社は投資対象分野（例えば日本株、欧州国債、アジア株、米国債券など）の中で独自のファンドメニューを用意して安全性も考えながら利益を追求する。投資家は用意されたファンドメニューの中から好みのファンドを販売業者（銀行や証券会社）を通じて購入する。投資家にとりファンドを購入する（ファンドに投資すること）のメリットは、その道のプロに運用を任せることで、個別の証券（色々な会社の株式）を選んだり、債券（色々な会社の社債や色々な国の国債や公社債）を選んだりする手間が省け、同時に分散投資をすることで、安全性が期待できることにある。投資家にファンドの売買を仲介する業者（販売会社）は直接ファンドを運用するわけではなく、ファンドの運用会社が用意した各種のファンドを手数料を取って売買する仲介

業務をする。ファンドを購入、維持する経費にはファンドを購入する時の申し込み手数料と毎年必要な運用管理費用や保管費用がある。ファンドの売却時には普通手数料を支払わない。ファンドを売却（解約）すると通常4～5営業日で現金化され、所定口座に入金される。ファンド購入時の申し込み手数料は販売会社によって、また同じ販売会社でも申し込み方法（ネットで申し込むか電話で申し込むかなど）、さらには預けである総資産によって異なる。また販売会社によっては時々申し込み手数料ゼロのキャンペーンをするので、販売会社のサイトを注意して見ていることで申し込み手数料は節約できる。申し込み手数料は通常ファンド申込額の1～3.5%である。運用管理費もファンドによって異なり、通常年1～2%である。

2. ファンドの種類

新聞のオープン基準価格欄を見ると、運用会社が用意しているファンドの一覧表とその基準価格（後に説明する）がでている。ファンドメニューの数は発行株式の数ほどあるので、欲しいファンドを見つけるのは気に入った個別の株式を見つけるほど手間がかかる。このため、ファンドを探すにはまず好みの投資対象分野を決めてから探すのが良い。ファンドがカバーする分野（アセットクラスと呼ばれている）は普通、日本国内株式（証券）、国際株式、バランス、国内債券、国際債券、不動産投信（リート）、それに各国のダウ平均などに連動させるインデックスファンドなどがある。英語では株式に投資するファンドはEquity Fund、債券に投資するファンドはBond Fundと呼んでいる。バランスファンドは株式と債券などを適度にバランスして投資するファンドである。

国際債券の中には外国の国債を集めたソブリン債（Sovereign Fund）と社債を集めたボンド債がある。個別の国債や社債は通常満期まで換金できないし、約

束された利息も支払われない、いわゆるクローズドファンドである。しかし、債券ファンドは何時でも解約できるオープンファンドになっている。それは債券自体の価格がマーケットの金利動向で上下し、満期までにマーケットでトレードされているからだ。ファンドには通常基準価格というものがある。ファンドが売り出された時点での基準価格は通常1本（1万口）当たり1万円の価格が付けられており、最低1ファンド1万円で購入できる。新聞やネット上のオープン基準価格欄にはファンドの名称の後にその日の基準価格が記載されているが、この基準価格が1万円以上（以下）になっている場合はそのファンドが発売日当日から値上がり（値下がり）していることを表している。株式の場合には業種別にリストされているが、ファンドの場合には運用会社ごとにリストされている。基準価格の決まり方については第3章で詳しく述べる。

ファンドの中には分配金付きのファンド（分配金受け取りコース）と分配金のないファンドがある。債券ファンドの多くは分配金がついている。ファンドの名前からネットでそのファンドを検索すると、運用会社の名称とファンドの投資目的や内容、さらには分配金、過去のファンド価格の変動の様態などを知ることが出来る。分配金は25円から150円ほどの額が示されているが、これは毎月のファンド1本（1万口）当たりの分配金の金額を示している。もしファンドの基準価格が10,000円で分配金が100円であれば、月1%（年率にして12%）の分配金があることを示している。しかしここで注意しなければならないのは、まず分配金の額は運用会社の判断で常に変り得るものであること、また、分配金はファンドに対する金利（或は配当）ではないことである。このことは運用会社が分配金を公表していても、分配金を運用利益から出す場合と、これが出来ない場合には個別元本を切り崩して支払われることを意味している。前者の分配金は「普通分配金」、個別元本を切り崩して支払われる場合には「特別分配金」と呼ばれている。普通分配金は10%（2014年からは20%）の分離課税が引かれた分が支払われる。特別分配金は個別元本を使って支払われる為に税金は控除されない。ファンドから支払われた分配金から税金が取られてないと喜んではいけない。税金が控除されていないのは利益が出ていない証拠なのだ。後

に示すように分配金に対する税金は、申告時に分離課税か総合課税かを選ぶことができ、また、過去3年にわたっての損益通算の対象にもなる。同じ分配金付きファンドでも分配金を受け取らずに再投資を選択することも出来る。

3. ファンドの基準価格

ファンドの価格は毎日変動し、その日の価格は基準価格として公表されている。新聞のオープン基準価格欄を見ると其々のファンドの前日終値の基準価格が表示されている。普通ファンドは、最初1口1円で1万口単位で売り出されるので、最低1万円から購入できる。新聞に出ている基準価格はその日の1万口当たりの価格を示している。ファンドが発売された時の基準価格は全て1万円であるのに、基準価格が毎日変動する要因は何かを説明しよう。その為にファンドの基準価格がどうして決まっているかを説明しなければならない。

まず、分配金を支払わないファンド（主に株式投資ファンド）の基準価格から説明しよう。運用会社がファンドを売却して集めた資金（各ファンドの総資産）は運用会社の担当責任者（ファンドマネージャー）がそのファンドの投資目的に掲げてある範囲（例えば日本成長株）の中からは有望と思われる株式（普通数百社）に分散投資する。投資対象の企業はファンドの目録の中に明記されている。投資先が株式であるためファンドの総資産は毎日変動する。またファンド毎に決められている運用手数料は日割りにして毎日差し引かれる。ファンドのその日の基準価格は、その日の総資産をその日の総口数で割った値で決まる。総資産は本来的にはその日のファンドの持つ総株式（又は総債券）の価格と累積配当金マイナス運用経費（分配金付きファンドの場合は累積分配金と運用経費）で決まる。株式の価格がマーケットにおける需要と供給のバランスで決まるのと違い、ファンドの基準価格自体には需要と供給の関係は直接には入らない。すなわちファンドの基準価格が上がる（下がる）のは、あくまでも1口当たりの総資産が上がった（下がった）場合で、ファンドのマーケットでの人気、不人気には関係ない。株式ファンドの場合にはファンドマネージャーは毎日のごとくファンド内の株式を入れ替えて値上がりを目指

す。このためファンドの総資産はファンドマネージャーの力量で大きく左右され、結果としてファンドの基準価格の変動に跳ね返ってくる。投資先が日本株式の場合には日経ダウの値が参考になる。ファンドが売り出された時点での日経ダウが仮に1万円だったとし、現時点での日経ダウが13,000円だったとすると基準価格が13,000円以上（以下）になっていればファンドマネージャーの力量が良い（悪い）ということになる。ここで注意しなければならないことは、ファンドは市場で毎日売買されるので、総資産も総口数も毎日変化することである。基準価格が上がって（下がって）いると投資家は同じ資金を用意しても購入できる口数は少なく（多く）なる。この為、基準価格は総資産が同じでも総口数が少ない（多い）と上がる（下がる）。

外国株式ファンドの場合には、基準価格を決める要因に為替レートが入ってくることも注意しなければならない。投資対象の株価が同じでも円安（円高）になると基準価格は上昇（下降）する。

次に分配金付きのファンドの基準価格について説明しよう。この場合はファンドの総資産は支払った分配金（普通毎月一回）だけ目減りするので分配金を支払った後では減少し、結果として基準価格はその分低下する。このため、分配付きのファンドの基準価格は1万円を切っている場合が多い。基準価格が下って（上がって）いる時点でそのファンドを購入すると口単価が安く（高く）なるので同じ資金でより多い（少ない）口数が購入できる。この結果、同じ投資資金に対する分配金は多く（少なく）なる。一方ファンド側から見れば、総資産に対する口数が増えるので基準価格を下げる要因になる。これに対抗する為ファンドマネージャーは、1口当たりの分配金を減らして価格の低下を防ごうとするので、分配金の額は低下する。ファンドの投資先がソブリン債の場合にはリターンが少ない上にリスクも決して少ないわけではないので、一般的には分配金も少ないし、基準価格も低下している。一方、近年では不動産価格が上がっているのでリートファンドの収益は多くなり、結果としてリートファンドの基準価格は、結構大きい分配金を出しているにもかかわらず上昇している。

4. ファンドの選び方

ファンドは運用会社が投資家に代わって資金を運用するので個別の株式や債券を購入するのに比べ、投資家にとっては投資対象の調査の手間が省けるメリットがある。反面、運用が下手な投信会社のファンドを購入すると経営の下手な会社の株式を購入するのと同じ失敗をする。しかし、個別株式や債券を購入するのに比べ、運用会社は其々に明記された範疇の株式や債券に分散投資するので、個別の証券や債券を購入するのに比べリスクが分散される。また、運用会社は投資対象の証券や債券を常に入れ替え、利益を上げるように努力するので、個別の株式や債券を選んで売買しなくて済む。

ファンドの選択は基本的にはハイリスクハイリターンまたは、ローリスクローリターン、つまり、リスクの大きい（小さい）ファンドはリターンも大きい（小さい）ことが伴う。ファンドを選ぶ場合、比較的安定したリターンを望む場合には債券ファンド、値上がり期待する場合には株式ファンドや不動産（リート）ファンドを、また安定したリターンとある程度の値上がり期待する場合はバランス（ド）ファンドを選ぶ。さらに最近では退職者用に、より安全な（しかし利回りがその分少ない）ファンドも出回っている。同じ債券ファンドでも企業債券に投資するボンドファンドと諸国の国債や公社債に分散投資するソブリン債ファンドがある。ソブリン債は国債を対象にするから安心かといえれば決してそういうわけではなく、国によっては発行した国債を不履行（default）にする場合がある。それに国債を発行する国の数は限られているのでリスクの分散がしにくい問題もある。ボンドファンドには投資対象の社債のレーティングによって発行債券の金利が異なるため、ファンドの分配金の額が異なる。格付けがBやCなど（Aが最高格付け）の比較的低い企業債券を対象に投資するファンドはハイイールド債ファンドと呼ばれ比較的大きなリターンが期待できる。といってリスクが大きいかといえれば必ずしもそうではなく、数百社の債券に分散投資するため、債券を発行している会社が債務不履行に陥っても、多くても数%の損失で済む場合が多い。つまり安全とされているソブリン債は決して安全ではなく、一方リスクが高いとされているハイイールド債ファンドは必ずし

も危険とは言えないのだ。ソブリン債に比べ、ハイイールド債のリターンはほぼ3倍あるので、高利回り目当てで債券ファンドを購入する場合にはハイイールド債ファンドが良い。

一方株式に投資するファンドにはどの国の株式か、どの地域の株式かなどでファンドメニューが異なる。世界の株式に投資するグローバルファンドもある。企業業績は地域によって大きく異なるのでどの地域か、どの国か、どの業種か、さらにはどの時期かで株式投

資ファンドの値動きは大きく異なる。一般に途上国の株式は値上がり率が大きいリスクも大きいし、先進国のものは値上がり率は低いリスクも低い。また、同じ先進国でも米国の株式は値戻りが早く、不況に対して強く、日本の株式は失われた10年、20年と言われるように戻りが極めて遅い。しかし、為替レートの変動があるので外国債券や外国証券ファンドは、円高(円安)になると値が下がる(上がる)ことにも注意しなければならない。



NY ダウの年次変化 2008年のリーマンショック後の戻りが日経ダウ(後述)より早いことが分かる。

ここで、ファンドを購入する時の注意事項を述べておこう。ファンドを購入した場合、購入したファンドは運用会社が預かってこれを運用する。従って、運用会社が倒産しても、投資先の株式や債券が担保されているため、ファンドの資金は回収できる。4月に紙面を賑わせたMRIは、ファンドの運用会社ではなく債権取り立て会社だから、この紙面で対象とするファンドには該当しないことを断っておく。人気のあるファンドは運用会社が予め決めたファンドの総資産額に達すると、一時的に売り切れになる場合があることも注意しなければならない。

歴史のある日本の証券会社が運用しているファンドは、安心だが私の経験では運用が下手で、あまり勧められる会社はない。やはり経験があり、運用の上手な米国の運用会社のファンドを勧めたい。これには米国の企業年金資金や401kを長年手がけている会社が良い。運用会社の名前は普通ファンドの名前の前についている。私は米国在住時代から30年以上ファンドの

購入に関わってきたので、その実績から米国のフィデリティ投信(Fidelity Investment)の運用するファンドを主に選んでいる。例えば同じ日本株ファンドに投資するファンドで殆ど同じ時期(1998年頃)に発売されたフィデリティ・日本成長株ファンドと日興証券のジパングの5月現在の価格を比較すると前者が約14,200円になっているのに対し後者は7,700円台だ。アベノミクスで日本株が大分値上がりしたと言っても、失われた20年のせいで現在の日経ダウは1998年時(約15,000円)のレベルまで戻っていないが、フィデリティの日本成長株ファンドは発売当時より4割上がっている。これに対し、同様の日本成長株に投資する日興証券のジパングは2割以上値下がりしている。ファンドの運用手数料が年間で約1~2%なので、10年間いい加減な運用をしていたらファンドの総資産は十数%ダウンする。つまりジパングはろくに運用もせず、無作為に日経ダウの対象となっている株式を購入していたのと変わらないと思われても仕方がない。実

NIKKEI 225

■ ^N225



日経 225 の株価の変動 バブルのピーク時の 1990 年を境に下降をたどっている。2000 年の IT バブル後や 2008 年のリーマンブラザーズ倒産後の回復が極めて遅いのが分かる。

際発売来の両者のファンド価格を比較すると、どの時点でもフィデリティの日本成長株ファンドの価格の方が上回っていることが分かる。

ファンドを選択する場合の大きな要素は基準価格である。第 2 章で説明した通り、基準価格はファンドの総資産と総口数の比で決まる。分配金のない株式ファンドでは、基準価格が上がっているファンドは同じ資金で少ない口数のファンドしか購入できない。この点株式の購入に似ているが、株式と違い、ファンドの基準価格はマーケットでの需要と供給のバランスで決まっているわけではない。

分配金付きのファンドを購入する場合には、基準価格だけではなく分配金の額を参考にしなければならない。大きい分配金に注目してファンドを購入してもファンドの基準価格が低下すると実質的な利回りは下がるから、ファンドを選ぶ時には分配金の額だけではなくファンドの基準価格の過去の変動も見なければならない。基準価格が下がっている（1 万円以下になっている）ファンドでも分配金の多いファンドは同じ投資金額に対する利回りが大きい場合が多い。ファンドの実質的な利回りは、支払われた累積普通分配金とその時の基準価格を購入時の基準価格で割った値で決まることに注意しなければならない。

外国債券に投資するファンドの基準価格は為替レートによっても変動するので、基準価格がどの程度為替

要因の影響を受けているかを推定することも大事である。ファンドマネージャーの力量がなくても、円安になれば外国債券ファンドの基準価格は自然と上がる。為替変動リスクをなくしたい場合にはヘッジ付きファンドを選ぶ。ヘッジ付きファンドの種類は少ないがこれを所有していると円高に振れた時には助かる。

一般論として株式に投資する証券ファンドか、各種債券に投資する債権ファンドを選ぶかは、投資家の年齢による。普通年齢が増すに従って債券ファンドの割合を増やすようにするのが良いとされている。株式に比べ債券の価格は変動が少ないからだ。また、日本で販売されている債券ファンドの多くは分配金付きであるため、ある程度毎月決まった収入が期待できる。ファンドマネージャーの力量が約束された分配金を支払う能力以下であれば基準価格は下がり、結果、口数に変化がなくても手持ち資産は下がる。その結果、ファンドを売却した時には譲渡損（キャピタルロス）が発生する。しかし、ファンドを売却せずにじっと持っている限り、手持ちのファンドの口数は変化しないので、分配金の額もそれほど変動せずに受け取り続けることが出来る。この点特に注意したいのは、個別元本を切り崩して分配金（特別分配金）が支払われているとファンドへの投資金額が減少するので、基準価格が購入時のそれを下回っていても譲渡益が発生することになることだ。また同時にこの時点で分配金は課税され、普

通分配金となる。

現在のように不動産価格の上昇局面ではリートファンドが良い。多くのリートファンドは、比較的多額の分配金を出しているにもかかわらず、基準価格は1万円を超えているので、分配金と譲渡益（キャピタルゲイン）の両方が期待できる。外国の不動産に投資するリートファンドの場合にも為替変動の影響を受けるので、ヘッジ付きを選ぶ選択肢もある。

初めて投信を始める場合には専門家と相談するのも良いが、いわゆる専門家は偏った意見を持っている場合が多いので自分で選ぶのが良い。参考になるのが良い証券会社のサイトだ。例えばフィデリティ証券株式会社のサイト、<https://www.fidelity.jp/> に入り画面上の「資産運用」をクリックすると左のコラムに取り扱いファンドのリストが地域、アセットクラス、購入時手数料、モーニングスターレーティング、リスクレベル、決算期のカテゴリー別に分けられて出てくる。フィデリティ証券株式会社は前述の運用会社のフィデリティ投信株式会社とは別会社であるから、ファンドメニューには、フィデリティ投信が運用するファンド以外にも多くのファンドメニューがリストされている。初めての場合にはファンドの運用成績の良いものか、安全性で選ぶのが良い。運用成績はモーニングスターという第三者機関がレーティングを付けているもので、5星が最高で、1星が最低である。はじめは5星から選ぶのが良いだろう。5星のファンドを選ぶと30本ぐらいのリストが出てくる。リストには当日の基準価格、純資産、リターン、リスクレベルなどが示される。リストのファンド名を見ても債券ファンドか証券ファンドか、或は分配金があるのかないのかは分からないので、これらの情報は各ファンド名をクリックして詳細画面から調べる。レーティングが良く、過去の利回り実績の良いファンドを選ぶのが良い。過去3年間の年平均利回り実績が10%を超えるファンドもいくつか存在する。

この章の最後にファンドの購入の仕方について述べておこう。株式が上昇基調にある時には、バブルの時もそうだったが、よく大もうけした話を耳にする。こうした自慢話をする人は大抵大損もしているのだが、そのことは言わない。一般論として男性の投資の仕方は女性より下手で、実際統計的にも女性の方が成功し

ていると言われている（日経新聞5月5日号）。その理由の一つは、男性は自信過剰になりがちだからだ。実際いい掘り出し物を見つけて来たと言って得意になって投資して損をする場合が多い。ファンドの場合でも基準価格は常に上下しているので、同じ失敗をする場合がある。値下がり時に買って値上がり時に売るという鉄則通りにやっているつもりが、その逆になる場合が多い。もう一つの理由は、男性は女性よりせっかちでじっと待っておれないからだとも言われている。こうした失敗をしない比較的確実な投資方法は、毎月同じ金額を同じファンドに投資することである（積み立て型投資）。この方法で投資すれば、例えそのファンドが値上がりせずに単に値動きが周期的に上下しているだけでも、利益が出る。ちょっとした計算で分かることだが、仮にファンドの値が周期的に $1 + a \sin t$ のような変化をしていたとして、定期的と同じ額を投資すると $a^2 t$ に比例した収益が得られることが分かる。この方法は若い人に向いていて、値動きの幅 a の大きい証券ファンドに適している。退職金でファンドを購入する場合も、全額一括投資するより、数年間は資金を分割して定期的に決まったファンドを購入するのが良いだろう。定年後には投資する資金も少なくなるので、過去の運用実績が良く（モーニングスターレーティングが4星以上）リスクレベルが2～3星の先進国の債券ファンドに資産を移すのが良い。中でもヘッジ付きファンドを選べば、為替変動によるリスクが避けられる。分配金付きのファンドだと、基準価格は多くの場合減少していくが、比較的安定した分配金が定期的に得られる。

5. ファンドに関する税法

ファンドを購入する場合の検討事項に税法がある。前述の通りファンドの譲渡益や普通分配金収入は課税の対象となる。納税者は所得税申告時に分離課税か総合課税かを選択する。申告時に他の収入の多い場合は分離課税、少ない場合は総合課税を選ぶ。総合課税を選択すると普通分配金の税金に対しては配当控除を受けることが出来る。電子申告を行うと税金の額は自動的に計算してくれて画面に出てくるので、総合課税が有利か、分離課税が有利かは簡単に判断できる。また、配当収入（普通分配金）や譲渡益に対しては3年前ま

でさかのぼって損益通算できるので、その年を含め、以前に譲渡損（キャピタルロス）を出していた場合には課税額は減少する。ただし、譲渡益や分配金益を前年以前の譲渡損と相殺するには、損失額を毎年申告しておく必要がある。ファンドの口座のある銀行や証券会社に特定口座を作っておけば各年の分離課税額を自動的に計算して申告してくれるので便利だが、過去の譲渡損との通算は自分で申告しなければならない。分離課税の税率は平成25年までは10%、26年から20%に上がる。このため、小額投資家を保護し投資を促進する目的で、平成26年から10年間にわたり日本版ISA（小額投資非課税制度、愛称NISA）と呼ばれる減税措置が実施されることが報じられている。NISAは「ニーサ」と呼ばせ、「無いさ」とは呼ばせていない。ISAは同様な目的で英国で始まったIndividual Savings Accountから来ている。

ここで、小額投資非課税制度について少し説明しておこう。詳しいことは国税庁、あるいは銀行や証券会社から資料を取り寄せたりして調べて欲しい。この制度を利用するには、まずそれ用の口座を取引銀行や証券会社に作る。そうすると、20歳以上の口座に対して毎年1人100万円までの投資額に対する収益（分配金と譲渡益）の税金は全額控除（0）されるというものだ。投資額は毎年100万円ずつ増やすことができ、最高5年間で500万円まで増額できる。制度自身は10年間なので、5年後に100万円分売却し、無税の譲渡益を得て、再度100万円投資することが出来るが、途中で限度額を超える収益が出ると、超えた分の生み出した収益は課税される。課税を免れるには毎年の基金の額を100万円以下になるように収益分を取り出さ

ねばならない。また、この口座をファンドで作った場合、普通分配金に税金はかからない。投資対象は国内外の株式、国内外の債券、さらにはインデックスファンド、リートファンドなど自由だが、この間になるべく大きな譲渡益や普通分配金を得られそうなファンドや個別株式に投資するのが良いだろう。例えば、100万円で購入した株式や投信が5年後に2倍の200万円になったとするとこれを売却し、100万円の利益を残して再度100万円をこの口座に戻すと、100万円の譲渡益の税金はゼロになり分離課税の20万円分を得ることになり、さらに5年後に同様のメリットが期待出来る。

結言：今回はタイムリーな話題としてファンドの話を取りあげた。日本にファンドが紹介されたのは1990年代後半だが、アメリカでは、遙か以前から存在していて、私自身もファンドへの投資には長年関わってきた。今回の話の内容はよくご存知の読者もおられると思うが、私の長年の経験をベースとした話も参考になるだろう。また、リスク資産への投資を始められない方には、リスクを取らないことから来るリスクもあることを念頭にお考え頂きたい。とくに停（定）年を迎えられた読者には、適切な資産運用が欠かせない問題である。今回はこうした方にも役立つことを願って書き上げてみた。内容に具体性を持たせる為に実名の会社を挙げたが、私自身これらの会社とは何の関わりも持っていないことを断っておく。

（通信 昭和32年卒 34年修士）