



### 三人の有識者に聞く、「投信の質」の見分け方

資産運用に一家言お持ちの尾藤峰男さん、竹川美奈子さん、島田知保さんに投資信託の質の見分け方について個人的ご意見を伺いました。投資信託は個人投資家が人生を通じて資産運用をしていく上で避けて通れない投資商品です。三人の有識者のご意見がみなさまの参考になれば幸いです。

#### 「投信の質」をどう見分けるか

びとうファイナンシャルサービス株式会社  
代表取締役 尾藤 峰男

最初に念を押しておきたいことは、まず「投信の質」を見るに値する投資信託を選ぶ必要があるということです。そういう投信を選ぶだけで、ほとんどの投資信託がなくなり、よい投信を選ぶプロセスが簡略化されます。そこで「投信の質」を見るに値しない投資信託とは、どういうものを最初に取り上げなければなりません。

「投信の質」を見るに値しない投資信託とは：

1. 証券会社や銀行が勧める投資信託  
勧めてくる投資信託は売りたい投資信託→手数料収入が多い投資信託→運用パフォーマンスの足を引っ張る。売りやすい人気のテーマものも多く、高値掴みの危険もある。
2. 新しく設定された投資信託  
当然、過去の運用実績がなく、「質」の判断材料がない。また、どの程度資金が集まるか募集の時点ではわからない。設定してみたら数億円ということもあり、小額設定の場合、早期償還リスクもある。
3. 投資信託の信託期間が5年、10年と有期のもの。  
5年、10年で償還されたら、本来の長期の資産運用にそぐわない。

一般投資家が「投資信託の質」を見分ける上で、ある程度簡単に判断でき、重要な点は、次の点が挙げられるでしょう。ここでは、専門家が投信を評価する上で吟味する投資哲学、運用体制、リサーチ能力などの定性的な考察は、一般投資家には難しいと考えます。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

1. 長い運用実績があること。  
最低3年以上の運用実績があるべきでしょう。その実績については、市場環境もあり、上げ下げは避けられませんので、3年以上実績があれば了とします。運用実績の評価で、もちろんベンチマークとの乖離率、市場パフォーマンス+アルファという専門家が使う基準はありますが、一般投資家が見る上では3年以上の実績がある投信で、まず絞るということでしょう。
2. 純資産残高が少ない長期低落傾向でないこと、あるいは急減していないこと、純資産残高100億円以上で残存口数が漸増していることが望ましい。  
残高が少なくなると、運用採算の判断から早期償還リスクが出てきます。また売買手数料などのコストが大きくなり、運用の足を引っ張ることになります。また、投信の解約が多くなっても、運用の足を引っ張ります。
3. 信託期間は、当然ながら無期限であること。
4. 運用会社や証券会社が、新聞、自社のサイトなどで継続してプロモートしている投信  
こういう類の投信は、既存投信を育てようとしていて、むしろ好ましい。ただし、プロモートしている投信でなければならぬということではない。
5. 投信運用を再委託していないこと。  
投信運用を再委託していると、コスト高の要因になります。
6. 通貨選択型、オーバーレイ(絶対収益確保戦略)など投信が多層階型になっていないこと。
7. 分類が資産別(債券・株)、カントリー、業種、大型・小型、バリュー・グロース、高配当型、バランス型など区分けがきちんとできていて、資産運用のツールにパーツとしてあるいはトータルとして、利用しやすいもの。

このうち、1、2、3、5、6、7は必須の条件といえ、こうなっていない投信は、「質」を見分ける上で「質」が落ちる投資信託といってよいでしょう。皆さんが投資信託を選ぶ上で、一つの参考になれば幸いです。

### 「5つのP」で運用の一貫性をみよう！

ファイナンシャル・ジャーナリスト  
竹川 美奈子

投信の質を見る上で一番大事なものは「運用の一貫性」だと考えています。この数年、フランスの運用ブティックであるコムジェストや米国バンガードをはじめ、海外の運用会社のかたにお話を伺う機会がありましたが、質のいい投信は一貫性があると感じます。

例えば、岡本さんのご紹介で以前お話を伺った米国の年金運用を行うある会社。全世界の大型



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

成長株に特化し、スクリーニングと現地での面談による定性評価に重点を置いている会社でしたが、印象に残ったのは

- ・ 投資哲学が明確でブレていない。創業者の理念がゆきわたっている
- ・ スクリーニング→ファンダメンタルズ分析→ポートフォリオ構築というプロセスが明確。売り時も明確に定めている。
- ・ アナリストを経験してからポートフォリオマネジャーになる。ポートフォリオマネジャーは経験年数が長い。
- ・ 非上場で、従業員の多くが株主になっている。
- ・ 長期的に安定した運用成績

でした。運用スタイルや規模などは異なりますが、これはコムジェストやバンガードなどと同じものがあります。つまり、運用理念・投資プロセスが明確で一貫していて、人材があまり入れ変わらない(=理念、経験や技術が継承)、そして、きちんと実績を残しているということです。

年金基金や金融機関など機関投資家が運用会社を選定するときのチェック項目として「5つのP」が使われます。これは個人が投信の品質を判断する上でも活用できるのではないのでしょうか。具体的には以下の5つです。

- ① Philosophy(フィロソフィー); 運用理念・投資哲学
- ② Process(プロセス); 運用スタイル・投資プロセスは明確か
- ③ Portfolio(ポートフォリオ); ①②に沿った中身になっているか、どのようなリスク・リターン特性があるか
- ④ People(ピープル); 運用体制や運用担当者の経歴は、人材は定着しているか
- ⑤ Performance(パフォーマンス); 運用実績

この①から⑤を冷静に、そして、総合的にみることが大切です。社長やファンド・マネジャーの話を聞いて「理念に共感したから」とすぐに購入を決めてしまったり、あるいは目先の成績だけに飛びついてしまったりするケースもありますが、それはどちらも違うと思うのです。

例えば、同じ日本株に投資する投信でも、どんな運用方針で、どんな企業に、どういう投資プロセスを経て投資をするのか。集中投資なのか幅広く投資するのか、値動きは大きいのか小さく抑えるのか、購入した会社は持ち続けるのか・頻繁に入れ替えるのか、銘柄を入れ替えるのはどんな時か、組入上位銘柄が大きな比率を占めるのか・ほぼ均等に持つのか、現金を持つのかフルインベストメントか(現金を持つ場合は柔軟に比率を変えるか否か)、上昇相場に強い・下げ相場に強いのか等々、特徴は全く異なります。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

どちらがいい・悪いではなく、特徴が明確であること、そしてブレないことが大事なのだと思います。逆にいえば、①から④までをきちんと理解していれば、仮に短期的に⑤成績が奮わなかったとしても慌てて解約するといった事態にはならないはずです(もちろん、①から④が変わってしまった場合は別です)。

では、①から⑤は何をみたら、わかるのでしょうか。

### ■情報開示資料を読む

①と②については、交付目論見書の「委託会社情報」や「ファンドの目的・特色」のところに記載されています。商品によって懇切丁寧に説明が書かれている投信もあれば、それほど詳しく書かれていない投信もあります。さらに詳しい説明は請求目論見書の「第二部ファンド情報」の「投資方針」に記載されています。③については月次レポートや運用報告書等で中身を知ることができます。

### ■ホームページを併せて確認する

HPに投資哲学や投資スタイル、運用プロセスなどが記載されている会社もあります。開示情報があるか否か、しっかりした内容が書かれているのかを確認しましょう。

問題は④です。日本では開示義務がないため、開示資料に運用担当者等に関する情報は大部分の投信では記載されていません。ただ、一部の運用会社ではHPに社長や運用担当者が写真を掲載して、経歴などを記載している会社もあります。また、月次レポートなどで、運用担当者が名前を出して現状について解説したり、新しい投資先を選んだ理由・売却した理由を説明したり、今後の方針を語ったりしているケースもあります。こうした開示姿勢には注目しましょう。特に、運用担当者や体制に変更があったときに投信保有者にきちんと開示をするか否かは一貫性という観点からも重要だと思います(今は気付いたら変わっていたということも多いので)。

ちなみに、米国ではポートフォリオカウンセラーの経歴が開示されています。例えば、大手独立系運用会社キャピタルのHPをみると、要約目論見書にポートフォリオカウンセラーたちの名前や担当するファンドの経験年数、役割などが記載されています。さらに「Statement of Additional information」という資料では、経営陣や運用担当者が投信を保有しているか否か、そして、保有金額(レンジで表示)なども開示されています。

### ■投信評価会社のサイトをみる

⑤成績は開示資料や投信の評価サイトをみます。インデックスファンドはベンチマークと乖離が少ないか、アクティブファンドはトータルリターンやインフォメーションレシオなどを参考にします。ただ、



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

成績は過去のものなので、成績だけを見て購入を決めるのはやめたいもの。あくまでも①から④とのセットで考えましょう。

### ■運用会社や販売会社のセミナーに参加する

運用会社や販売会社主催のセミナーに参加する方法もあります。①から⑤について、不明点があれば、積極的に質問してみるとよいでしょう。

投信の評価会社は、定量評価だけでなく定性情報についても、もっと言及してほしいと思いますし、運用会社も5つのPに基づいた情報をわかりやすく開示・発信していただきたいと思います。そして、個人投資家も、そうした情報をもとに判断できる力を養いたいもの。いい作り手、売り手、そして、いい買い手が育ってこそ、投信の質も向上していくのではないのでしょうか。

## 「投信の質」をどう見分けるか

月刊「投資信託事情」発行人・編集長  
島田 知保

投資信託は資産運用という「機能」を提供する商品です。その商品の「質」は目で見て、触れて確かめることができない分、見極めることがやっかいです。運用商品ですから、多くの方は「投資の結果」、つまり運用成績こそが「質」であるとお考えになることでしょう。確かに、投資をするのは資産の増大を期待してのことですから、投資成果は重要です。ただ、運用成績は同種の類似商品との比較で評価することは可能ですが、それ以上に市場環境に大きく左右されるものです。

私が理想とする投資信託は、以下のようなものです。

- ① 投資対象の性格に応じて妥当なリスク水準の範囲で、堅実に運用をする
- ② 同種の投信の中で、中の上以上の成績を長期で上げている
- ③ 運用方針が一貫していて、十分な情報開示がある
- ④ 販売政策に左右されずに、継続的に投資資金が流入する
- ⑤ 販売政策に左右されずに、長期投資の良質な資金がメインとなっている
- ⑥ その結果、投資対象の性格に応じた範囲で妥当な純資産の規模を保っている

ところが、残念ながらなかなかそのような投資信託に出会うことはできません。個人的にはアクティブ運用が好きなのですが、上記のような投資信託があまりにも少ないため、「投信はインデック





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

スで十分だ」というインデックス投資派に自信を持って反論できない状況が続いています。

上記の注目ポイントの中で④と⑤に「販売政策」という言葉があります。これは、投資信託の悲しい宿命に基いた事実です。投資信託の運用者であるファンド・マネジャーは、「給料さえもらえれば、運用成績などどうでもいい」と思っている人はほとんどいないはずですが、それなのに、なぜ多くのアクティブ運用の投資信託がインデックスに負けてしまうのでしょうか。もちろん、相場や銘柄を「当てる」ことの困難さもあるでしょう。それに加えて、信託報酬などのコストが差し引かれた結果、インデックスに負けるという場合もあります。しかし、日本の投資信託の場合、投資資金の流出入への対応が、運用成績を引き下げてしまう場合も多々あります。

投資信託の運用会社はごく一部のケースを除いて、自社で直接投資信託を投資家に販売していません。銀行や証券会社、保険会社などを通じて、投資信託を「売ってもらっている」状態です。いくら良い商品でも、誰も売らなければ製造元は収益を得られませんから、売ってくれる金融機関が、運用会社にとって第一の「お客様」です。ところが、販売金融機関にとって、投資信託から得られる大きな収益は投資信託を販売したときに投資家が支払う「販売手数料」です。金融機関にとっては、長期で投信を大切に保有する投資家よりも、短期で購入・解約を繰り返して目新しい投資信託に乗り換える投資家の方が「良いお客様」なのです。

この収益構造のため、投資信託は「売しやすいもの」を「売しやすいとき」に「売しやすい相手」に大量に販売することが常態化しています。販売担当者に目標販売額などを掲げやすく、投資家に時流に乗った話題を提供しやすい、新しい投資信託が販売の中心に据えられがちになります。そして、新たな投資資金を新たな投資家から集めるより、既存の投資家が保有投資信託を売却した資金で、新しい投資信託を購入してもらい、いわゆる「乗り換え営業」や「回転売買」が、いまだに当たり前のように行われています。その結果、投資信託は新規スタート時に大量の資金を集めても、すぐに売却対象となって、資金がどんどん流出する一方になってしまいます。これが、多くの投資信託が背負った、悲しい宿命なのです。販売政策に翻弄されることがないようにという思いを持って、ブティック運用会社が投資信託を直接投資家に販売する流れが生まれたのも、この宿命から解放されるためでした。

④と⑤が「投信の質」として重要なポイントになることが、おわかりいただけたでしょうか。

しかし、最近「温故知新」といった風情で、販売会社が既存の運用実績のある投資信託をメインメニューに加える流れが出てきました。基本的には、良い傾向であると言えるでしょう。ただし、選ばれる既存の投資信託のほとんどは、現在の投資家の主流である富裕な高齢者層に訴える「高分配の毎月分配型」投資信託です。それでも、投資信託を使い捨てにして、次々に作り、大々的に販売し、やがて流出で残高が激減する、ということを繰り返すことに比べれば、遥かにマシかもしれません。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

…… などと考えていたら、最近、既存投資信託の販売で、またもや目を疑うようなことが起きました。長期にわたって日本株が不振であった中で、中小型株などにも積極的に投資をして、株式市場が上昇する際に繰り返し良好な成績を上げてきた投資信託に降りかかった悲劇です。

アベノミクス(このマスコミの造語はあまり好きではありませんが)効果とやらで、日本株が好調に値上がりした中で、ある巨大金融機関が「そうだ、過去に抜群の成績を上げているあの投資信託が、今なら売れるし、売しやすい！」とこの投資信託を販売推奨商品として掲げました。そのとたん、あっという間にそれまでの純資産の倍以上の資金が流入して、株価上昇と相まって募集上限額に近づき、新規募集を停止しました。そして4月1日に募集上限額を倍にして新規募集を再開しましたが、何と募集再開一週間(5営業日)だけで、推定で360億円が流入し、株価上昇も手伝って、またもや新規募集停止となりました。それもそのはずで、実は1回目の募集停止期間中に、複数の私の知り合いのお年寄りも、数千万円単位でこの投資信託に4月の募集再開と同時に乗り換えることを勧められていたのです。

こうした営業によって流入した資金のほとんどは、「今の日本株ブームに乗って儲けて、適当に上昇したらタイミングを見計らって、暴落しないうちに売却しましょう(そして、その時に“良さそう”な別の投資信託に乗り換えましょう)」という戦略の資金でしょう。株価上昇時に大量に流入し、どこかでまた大量に流出に転じる可能性の高い投資資金……、このような投資が、「質」の高かったはずの投資信託を、変質させてしまうのを見るのは、本当に悲しいものです。果たしてこの投資信託の運用責任者は、どんな気持ちで運用をしているのでしょうか。あるいは、もしかしたら、この変質に伴って運用チームのメンバーにも変動が起きているのでしょうか。ぜひとも、運用会社からの、また現在の運用担当者からのメッセージを聞いてみたいものです。

ですから、先のポイントにあと2つ追加しておきましょう。

- ⑦ 販売金融機関が、力任せの販売をしないこと、
- ⑧ 運用会社が、積極的に運用状況の開示を運用担当者に行うことを許すこと。