

CFA 協会ブログ

No.507

2021 年 1 月 8 日

ファンド選びは低コストファンドが正解か Are Cheaper Funds Really Better Bets?

[ジョーダン・ボスレゴ \(CFA\)](#)

何を購入する場合でも、品質と価格の間にはほとんどいつも正の相関があります。

では、なぜ、よりによってウォール街で、最高のマネージャーの手数料の方が安いのでしょうか？

数々の調査の結果、アクティブファンドの手数料が低いほど、平均してそのネットパフォーマンスは高くなると結論付けられています。それゆえ、個人投資家と機関投資家の両方が、投資対象を選択する際に経費率を重視することが一般的になっています。実際、最新のモーニングスターファンドによる手数料調査 (Morningstar [Fund Fee Study](#)) では、2019 年にアクティブ戦略への純新規資金のなんと 93% が、最も低コストである 1 割のファンドに流れ込んだことが分かりました。明らかに、投資家は平均以上の手数料を支払うことにアレルギーがあります。

高度に標準化され均一な品質を備えたコモディティ化した市場では、価格は安い方が確かに良いです。たとえば、隣接するガソリンスタンドが 2 つある場合、ほとんどの人は高オクタン価ガソリンを少しでも安く販売しているガソリンスタンドから喜んで購入します。

パッシブインデックスファンドも、十分な流動性を提供し、近似させる対象のベンチマークと密接に連動している限り、コモディティ化した商品です。経済学の入門レベルのクラスでは、商品の価格は限界費用に等しいことを学びます。では、フィデリティ

のアルゴリズムを使って、インデックス連動型ミューチュアルファンドを 1 単位組成するのにどのくらいの費用がかかるのでしょうか？コストはそれほど多くはかからないことは明らかです。その手数料は今や[ゼロ](#)に下がったのですから。

対照的に、アクティブ運用のファンドはコモディティ化された商品ではありません。アクティブ運用ファンドの目的は、競合他社と比較して差別化された収益源を提供することであり、同じカテゴリー内の上位と下位のファンドでは大きなパフォーマンスのばらつきがあります。

ファーストクラスのチケットはエコノミークラスよりも安くはなく、テニスのチャンピオンの収入がボールボーイやボールガールよりも少ないことはありません。それは当然のことです。したがって、アクティブファンドでコストとパフォーマンスが一貫した逆相関となることは、直感的には非常に理解しづらいです。スターマネージャーを探している時にどうして安売りのファンドの中から選別しようとするのでしょうか？

実際、高度なスキルを持つマネージャーはより多くの手数料を要求します。彼らはヘッジファンドと呼ばれています。もし手数料水準が上位 4 分の 1 のミューチュアルファンドが高額と思われる場合は、[ルネサンステクノロジーズのメダリオン戦略に投資できる対価として、5%の管理費と 44%の成功報酬を支払ってみてください](#)。

平均的には経費率とパフォーマンスの間に確かに逆相関の関係がありますが、それを低コストのファン
ドを選ぶ理由とすることは誤りです。その理由は次のとおりです。

仮に、あるファンドマネージャーには優位性がない
とします。言い換えると、彼らの相対的なパフォーマンスは、その時々で変動する運次第ということ
です。時間が経つにつれて、彼らのファンドはグロ
スベースでベンチマークに連動することが見込まれま
す。マネージャーは何の価値も付加しないため、同
業他社と比較して請求する手数料の分だけファンド
のランキングが低くなります。最終的に、ネットパ
フォーマンスはベンチマークからマネージャーの手
数を差し引いたものに等しくなります。

残念ながら、この現象はほとんどのロングオンリー
のアクティブ運用ファンドに当てはまります。調査
で使ったサンプルとメソドロジーによりませんが、
60%から90%以上のマネージャーはパッシブのベン
チマークを継続的に上回ることはないようです。

ここから前述の逆相関が来るのです。最高のマネ
ージャーがディスカウントをするわけではありません。
マーケットはコストを超える価値を付加できない多
数の戦略で溢れているということです。その結果、
マネージャーのスキルを観察せずにアクティブなフ
ァンドをランダムに選択する必要がある場合、最善
策は単に最も安いファンドを選択することになりま
す。なぜなら、多数あるパフォーマンスの低いフ
ァンドの1つを選ぶ可能性が高く、その場合は支払い
が少なければ少ないほどよいからです。

ここで、この推論は崩れます。投資家がそもそもア
クティブファンドに合理的に資金を割り振るため
には、デューデリジェンスプロセスにより品質を正
確に測定できると考える必要があります。投資家が
スキルを見極める方法がない場合、アウトパフォー
ムするファンドを選ぶ可能性はほとんどありません。

その代わりに、単にパッシブインデックスを購
入すればいいだけです。なぜなら、ベンチマークの
エクスポージャーを実質的にコストゼロで取れる
場合、未熟なマネージャーには手数料がどんなに
安くても支払う価値がないからです。

投資家がいつも品質を評価している場合、経費
率はそれほど重要ではありません。むしろ、投資
家が気にしているのは、ファンドが手数料差引
き後でベンチマークを上回るパフォーマンスを提
供できるかどうかです。たとえば、ルネサンスが
メダリオンファンドに新規資金を受け入れる場
合、投資家はそれを買付けのために殺到します。
手数料はリターンとの対比でのみ意味があります。

熟練したマネージャーは投資家に価値を提供する
ため、彼らは一般的に、熟練していない競合相
手よりも多い手数料の形でより価値を生むのは当
然です。これにより、最高のマネージャーが最低
コストのファンドに集まっている可能性は低くな
ります。結果として、手数料に基づくスクリー
ニングは特に悪い考えであり、最初から最強の
ファンドを排除することになる可能性があります。

ちなみに、ファンド投資家が手数料に近視眼的
に注目し続ける場合、能力の高いポートフォリオ
マネージャーが時間の経過とともに市場から撤
退し、雇用主が彼らをより低コストの代役に置
き換えるでしょう。極端なケースは、「欠陥中古
車」だけが残る市場の失敗です。もしそれが起
きた場合、アクティブファンドはいかなる価格
でも購入する価値がありません。

これらの議論における重要なポイントは何でし
ょうか。それは、投資家は絶対手数料にとら
われず、その代わりにコストを差し引いた付加
価値に基づいて投資の選択肢をランク付けす
る必要があるということです。それを正確に行
う準備が整っていない場合は、アクティブ運
用のリスクと費用を回避し、低コ

ストのインデックス運用を選ぶことで、より適切に対応できるでしょう。

この投稿が気に入ったら [Enterprising Investor](#) のご購入をお願いいたします。

(翻訳者：田中秀雄、CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/01/04/a-re-cheaper-funds-really-better-bets/>

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。