

## パッシブファンドの一物多価に関する考察

Short Review  
2022年10月資産運用研究所  
主任研究員  
藤原 崇幸

## 1. はじめに

金融庁は2022年5月に公表した「資産運用業高度化プログレスレポート2022」において、国民の長期的な資産形成に資するため多くの金融機関が「顧客本位の業務運営」を経営の指針に取り入れる中、信託報酬の引下げや適切な水準への変更に向けた協議を進めるなど好ましい事例がみられていることを挙げている。一方で、同一のベンチマーク<sup>1</sup>に連動するパッシブファンドについて同一の運用会社・販売チャネルの中で信託報酬にばらつき（一物多価）がみられることを課題として取り上げており、運用会社、販売会社、受託会社を含めた業界全体で、さらに一步踏み込んだ取り組みがなされることを期待すると述べている。

アクティブファンドと異なり、パッシブファンドはベンチマークに連動することを目的とするため、同一のベンチマークを採用しているにもかかわらず、信託報酬が異なれば、信託報酬の相違がそのままリターンの相違に直結する。

そこで本稿は、国内で設定されているファンドで、国内外の代表的な株式指数に連動することを目的とするパッシブファンドを対象とし、2022年8月末時点の信託報酬の状況について調査、分析を行う。

## 2. パッシブファンドの信託報酬の状況

本章では、パッシブファンドの信託報酬<sup>2</sup>の分布をベンチマーク別、純資産総額別の視点から確認する。図表1は、国内外の代表的な株式指数のうち、「日経平均株価」、「TOPIX」、「MSCI KOKUSAI」、「S&P500」それぞれに連動することを目的とするパッシブファンド<sup>3</sup>の信託報酬の分布である。

例えば、「日経平均株価」に連動するパッシブファンドをみると、信託報酬が最も高いものは0.88%、最も低いものは0.0495%、中央値は0.44%であった。信託報酬が最も高いものと最も低いものの差は0.8305%あり、パッシブファンドではこれがそのままリターンの差となって現れる。具体例を挙げると、2022年8月末を基準として、信託報酬が最も高いファンドの1年間の騰落率が1.15%であるのに対し、信託報酬が最も低いファンドの同期間の騰落率は1.85%であった。

また、「MSCI KOKUSAI」に連動するパッシブファンドをみると、信託報酬が最も高いものは1.045%、

<sup>1</sup> ここでいうベンチマークとは、TOPIXや日経平均株価を代表とする金融市場の動きを示す指数を指す。

<sup>2</sup> 今回分析に用いた信託報酬は、税込みの信託報酬とした。

<sup>3</sup> 「MSCI KOKUSAI」、「S&P500」に連動するパッシブファンドは為替ヘッジを行わないファンドを対象とした。

最も低いものは0%、中央値は0.275%であった。

図表1 パッシブファンドの信託報酬の分布（2022年8月末基準）

ベンチマーク	ファンド数	信託報酬（%）			
		平均値	中央値	最大値	最小値
日経平均株価	86	0.4081	0.4400	0.8800	0.0495
TOPIX	90	0.3269	0.2750	0.8800	0.0495
MSCI KOKUSAI	73	0.4026	0.2750	1.0450	0.0000
S&P500	22	0.2371	0.2200	0.6050	0.0638

（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

次に、パッシブファンドの信託報酬を純資産総額の視点から確認する。図表2は、図表1の信託報酬状況をさらに純資産総額の区分で集計したものである。

図表2 パッシブファンドの信託報酬の分布（純資産総額別、2022年8月末基準）

ベンチマーク	純資産総額	ファンド数	信託報酬（%）			
			平均値	中央値	最大値	最小値
日経平均株価	30億円未満	25	0.3744	0.3850	0.6600	0.1430
	30億円以上100億円未満	18	0.4724	0.5115	0.7700	0.1870
	100億円以上1,000億円未満	30	0.4185	0.4400	0.8800	0.1320
	1,000億円以上1兆円未満	9	0.4345	0.5500	0.8800	0.0495
	1兆円以上	4	0.1911	0.1925	0.2475	0.1320
TOPIX	30億円未満	20	0.3851	0.4070	0.6600	0.0880
	30億円以上100億円未満	24	0.3666	0.3383	0.8800	0.1210
	100億円以上1,000億円未満	36	0.3237	0.2750	0.6820	0.0660
	1,000億円以上1兆円未満	6	0.1536	0.1474	0.2750	0.0495
	1兆円以上	4	0.0864	0.0913	0.0968	0.0660
MSCI KOKUSAI	30億円未満	17	0.3666	0.3190	0.8250	0.0715
	30億円以上100億円未満	11	0.4670	0.5500	0.9900	0.0000
	100億円以上1,000億円未満	32	0.4673	0.4070	1.0450	0.1199
	1,000億円以上1兆円未満	13	0.2357	0.2200	0.5500	0.1023
	1兆円以上	0	-	-	-	-
S&P500	30億円未満	6	0.2363	0.2420	0.4785	0.0836
	30億円以上100億円未満	6	0.2893	0.2310	0.6050	0.0770
	100億円以上1,000億円未満	8	0.2376	0.2063	0.4950	0.0638
	1,000億円以上1兆円未満	1	0.0638	0.0638	0.0638	0.0638
	1兆円以上	1	0.0968	0.0968	0.0968	0.0968

（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

先ほどと同様に、「日経平均株価」に連動するパッシブファンドを例にみる。一般的に、ファンドの純資産総額が大きいほど規模の利益が働いて徐々に信託報酬が下がり、それに伴い投資家からの資金がさらに流入して純資産総額が大きくなると思われるが、純資産総額が1兆円未満のファンドでは信託報酬は概ね同水準となっていた。ただし、1兆円以上のファンドでは、他の純資産総額の区分と比較して信託報酬が低い傾向がみられた。また、「TOPIX」に連動するパッシブファンドも、純資産総額が1,000億円以上のファンドで他の純資産総額の区分と比較して信託報酬が低い傾向がみられた。この傾向は、「MSCI KOKUSAI」や「S&P500」に連動するパッシブファンドでも同様であった。なお、純資産総額の大きいファンドの中には、一部に規模の拡大に伴い徐々に信託報酬を下げているものもみられた。

### 3. 運用会社別パッシブファンドの信託報酬の状況

それでは次に、「日経平均株価」と「MSCI KOKUSAI」に連動するパッシブファンドを対象として、「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2022」でも課題として取り上げられた同一の運用会社における同一のベンチマークに連動するパッシブファンドの信託報酬の状況について詳しくみていく。

図表3 「日経平均株価」パッシブファンドの信託報酬の分布（運用会社別、2022年8月末基準）

運用会社	ファンド数	信託報酬 (%)				
		平均値	中央値	最大値	最小値	乖離幅
A社	10	0.4868	0.5500	0.8800	0.1705	0.7095
B社	5	0.4323	0.4290	0.8800	0.1705	0.7095
C社	7	0.4919	0.6600	0.7700	0.1540	0.6160
D社	8	0.4104	0.3575	0.7920	0.1870	0.6050
E社	12	0.3772	0.4400	0.5720	0.1320	0.4400
F社	4	0.3231	0.2805	0.5830	0.1485	0.4345
G社	3	0.5243	0.6600	0.6600	0.2530	0.4070
H社	10	0.4279	0.5500	0.5500	0.1540	0.3960
I社	4	0.3245	0.3080	0.5280	0.1540	0.3740
J社	2	0.6490	0.6490	0.8250	0.4730	0.3520
K社	4	0.3300	0.2503	0.5720	0.2475	0.3245
L社	2	0.3383	0.3383	0.4895	0.1870	0.3025
M社	2	0.4125	0.4125	0.5500	0.2750	0.2750
N社	2	0.1650	0.1650	0.2805	0.0495	0.2310
O社	4	0.2060	0.1975	0.2750	0.1540	0.1210
P社	3	0.5720	0.5830	0.5830	0.5500	0.0330
Q社	2	0.4950	0.4950	0.4950	0.4950	0.0000

(出所) 投資信託協会より日興リサーチセンター作成

図表 3 は、「日経平均株価」に連動するパッシブファンドの信託報酬を、運用会社別（運用ファンドが 1 本しかない運用会社を除く）にまとめ、最も高い信託報酬と最も低い信託報酬の乖離幅の大きい順としたものである。

各運用会社のパッシブファンドの信託報酬をみると、乖離幅が最も大きい運用会社では 0.7095%の乖離がみられた。また、各運用会社の信託報酬の乖離幅の平均は 0.3724%であった。

図表 4 「MSCI KOKUSAI」パッシブファンドの信託報酬の分布（運用会社別、2022 年 8 月末基準）

運用会社	ファンド数	信託報酬 (%)				
		平均値	中央値	最大値	最小値	乖離幅
A社	11	0.4635	0.4455	1.0450	0.1540	0.8910
B社	3	0.6307	0.7700	0.9900	0.1320	0.8580
C社	4	0.6463	0.6600	1.0450	0.2200	0.8250
D社	10	0.5701	0.5500	0.8800	0.1023	0.7777
E社	3	0.4143	0.1650	0.9240	0.1540	0.7700
F社	11	0.3523	0.2200	0.8250	0.1023	0.7227
G社	7	0.3723	0.2750	0.8250	0.1199	0.7051
H社	8	0.3231	0.3025	0.6490	0.0000	0.6490
I社	6	0.2591	0.1540	0.5500	0.1023	0.4477
J社	4	0.1617	0.1282	0.3190	0.0715	0.2475
K社	2	0.3300	0.3300	0.4400	0.2200	0.2200
L社	2	0.2833	0.2833	0.3575	0.2090	0.1485

（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

図表 4 は、「MSCI KOKUSAI」に連動するパッシブファンドの信託報酬を、運用会社別（運用ファンドが 1 本しかない運用会社を除く）にまとめ、最も高い信託報酬と最も低い信託報酬の乖離幅の大きい順としたものである。

各運用会社のパッシブファンドの信託報酬をみると、乖離幅が最も大きい運用会社では 0.8910%の乖離がみられた。また、各運用会社の信託報酬の乖離幅の平均は 0.6052%あり、前述の「日経平均株価」に連動するパッシブファンドと比較すると、同一の運用会社が運用するファンドでも乖離幅が大きかった。

ただし、「TOPIX」に連動するパッシブファンドは各運用会社の信託報酬の乖離幅の平均が 0.4869%、「S&P500」に連動するパッシブファンドは各運用会社の信託報酬の乖離幅の平均が 0.2189%であることから、株価指数の国内外の違いにより乖離幅に傾向があるとは言えない。

なお、一部では同一の運用会社が運用する同一のベンチマークに連動するパッシブファンドの信託報酬について、統一化される動きがみられている。

#### 4. おわりに

本稿では、「日経平均株価」、「TOPIX」、「MSCI KOKUSAI」、「S&P500」それぞれに連動することを目的とするパッシブファンドを分析対象として、「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」で取り上げられたパッシブファンドの一物多価について調査、分析を行った。

今回の調査では、同一のベンチマークに連動するパッシブファンドでも、ファンドごとに信託報酬の水準に相違があること、また、同一の運用会社が設定するファンドでも信託報酬の水準に相違があることを確認した。

一方で、純資産総額の拡大に伴って信託報酬が低下してきているファンドや、同一の運用会社が設定する同一のベンチマークに連動するパッシブファンドで信託報酬の統一化などの動きがみられることも分かった。

つみたて NISA<sup>4</sup>は若年層を中心に拡大しつつあり、また確定拠出年金も 2022 年 5 月から iDeCo の加入年齢が拡大されるなど、多くの国民にとって資産運用というものがさらに身近な存在となっている。つまり、国民が長期的な資産形成を行うにあたり、パッシブファンドの重要性はより増している。

アクティブファンドと異なり、パッシブファンドは信託報酬の相違がそのままリターンの相違に直結するため、やはり同一の運用会社が設定する同一のベンチマークに連動するパッシブファンドの信託報酬は適切な水準に統一化されることが望ましいと考える。

さらに言えば、同一の運用会社が設定する同一のベンチマークに連動するパッシブファンドの数はファンドの併合を通じてできるだけ少なく、理想的には一つとした方が分かりやすく、規模の利益の効果も得られやすいのではないかと思う。つみたて NISA や確定拠出年金などが浸透している中、多くの国民が利用しやすい方向に進むことを期待する。

ただし、ファンドの併合を進めていくためには法律面でハードルが存在する。ファンドの併合を行う場合には、「受託者を同一とする二以上の委託者指図型投資信託の信託財産を一の新たな委託者指図型投資信託の信託財産とすること」と「投資信託および投資法人に関する法律」の第十六条に定められている。この受託者とは信託銀行等を指し、同一の運用会社が設定するファンドでも受託者である信託銀行が異なれば併合ができない。また、2007 年 9 月末より施行されている「新信託法」では大正時代に施行された「旧信託法」で規定されていなかった併合について規定した。しかし、2007 年 9 月末以前に設定されているファンドは「信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」の第二条で規定されているように原則として「旧信託法」が適用され、「新信託法」の適用に切り替えるためには手続きが煩雑であり、2007 年 9 月末を挟んで設定されているファンド同士の併合は困難な状況にある。

国民の長期的な資産形成がますます重要となっている昨今において、ファンドの利便性を高めるために法整備面からの支援がなされることも期待したい。

(END)

<sup>4</sup> つみたて NISA の対象となるファンドには条件があり、例えば国内株式に投資するパッシブファンドの信託報酬は 0.5% (税抜) 以下などとなっている。

【参考文献】

金融庁[2022], 「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」

[https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527\\_1.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527_1.pdf)