



### FIWA®マンスリー・セミナー講演より 資産運用の不都合な真実

講演：岡本 和久  
レポーター：赤堀 薫里

一般的に投資のコストというと、投資信託の信託報酬や売買に伴う手数料といったものです。実はもっと幅広いコストが掛かっているということ、今日はご紹介します。

我々は生活者です。私有財産制に基づく資本主義においては、世の中のお金は究極的には全て生活者が提供したものです。企業もありますが、最終的には全ての資金を個人が提供しています。銀行がお金を貸しているといっても、そのお金のもと個人です。法人がお金を預けているといっても、その法人は最終的には個人が所有しています。国がお金を持っているといっても、法人税もありますが、最終的には税金で、法人税を払っている法人も個人が所有しています。個人のお金が国にいて、我々の生活、あるいは企業活動経済活動の効率性を高めるために我々の安全を守る仕事をしてくれている。



個人、生活者の企業との係り合いは主に消費者、従業員、資本の出し手です。つまり、生活者はCEO(C=consumer 消費者・E=employee 従業員・O=owner 資本のオーナー)なのです。世の中の全てのお金は生活者が所有している。生活者のお金を企業が活用して、世の中に付加価値を創造している。その付加価値が投資のリターンとして生活者に還元されています。

問題は、お金が個人から離れてグルッと回って投資のリターンとして戻ってくる間に、ものすごくたくさんの仲介者がいるということです。ジョン・ボーグルさんがこんなことを言っています。

『金融市場から生まれるグロス(名目リターン)から金融システムに掛かるコストを差し引いたものが、投資家が実際に得るネット(実質的な)リターンに等しい』

『投資家は投資という巨額のコストが掛かる食物連鎖の底辺におかれ、食べ物にされている』

本当にそうだなと思います。





## FIWA®通信「インベストラ이프」

資本の提供者(生活者・投資家)は、現在の報酬の一部を、時間をかけてできるだけ安全に増やしてリタイア後に備えたい。企業のオーナーとなって、できるだけ企業の成長と共に資産を増やしたい。良い世の中づくりの貢献をしたい。このような漠然とした希望があるわけです。

一方で商品販売企業。銀行、証券会社、投資先企業。こちらはすぐに得られる利益に飛びつき、自分が高額な報酬を得る傾向を否めません。短期的な視点で見れば投資対象の価値よりも価格の変動が重要である。できるだけ早く利益を自分が得たいというのが本音でしょう。

投資業界の頭脳、ウィリアム・バーンスタイン、ジョン・ボーグルの投資に関する金言を少し紹介しておきましょう。

ウィリアム・バーンスタインは、『マーケット全体を買うということは、金融の世界で最も強力な知識、集団的英知を利用できるということだ』と喝破しています。つまり、今のマーケットというのは、世界中の優秀な人たちが自分の資金を投下して良いと思うものを買っている。その最終的に出来上がっている形というのが今のマーケットです。

『本当に必要なアドバイスは、ライフプランにあった資産全体の資産配分。他の人々が理性を失っている時に自制心を保つ。メディアで得られる情報のほとんど全ては、投資業界とジャーナリストの相互依存から生まれている。投資を学ぶ上で何よりも有効なのは歴史を学ぶことだ。』とバーンスタインは言っています。

ボーグルさんは『販売精神(セールスマンシップ)より受託責任(スチュワードシップ)を！投資家と公正な取引をすること。生涯にわたって投資家の役に立つこと。長期的投資の視点をもつこと。長期投資に徹すること。ファンド投資家を中心とすること』と言っています。

投資家がいって金融機関を通じて商品、例えば投資信託を買う。そのお金が投信会社に行く。それが発注という形で証券会社や銀行へ行く。それで投資家は間接的ではありますが上場企業の一部を保有したことになります。そして、その上場企業が生み出した付加価値が投資のリターンとして投資家に戻っていくはずですが、実は途中でいろいろなコストが掛かります。

販売手数料。信託報酬は金融会社と投信会社と信託銀行で分ける。投信会社が発注すれば売買手数料が掛かります。証券会社が注文を出せばマーケットの中で売買のためのコストが掛かります。金融機関が IFA などにコミッションを払うこともある。もう一つ。投資リターンの一部は税金にもなっています。

ポイントは金融機関が役員報酬や資料、セミナー、IFA に支払うコミッションが適正なモノなのか。そして投信会社は適正に理論的に正しく、実証的に有効な投資戦略をもって 5 つの P



## FIWA®通信「インベストラ이프」

(philosophy、people、process、portfolio、performance)の最良執行、ESGエンゲージメント、わかりやすい運用方法がちゃんとなされているのか。

証券会社は、印刷、輸送料をきちんと管理しているのかどうか。議決権行使、ESG投資に関連するコンサルタント料もそうです。ファンドマネージャー報酬、リサーチ費用すべてこれらの資金の流出は投資家の資金から支払われています。

そして、もっとも重要なのが、本当に投資先企業が最終投資家にとって良いことのために資金を使っているのかという点です。大企業である自動車メーカーのトップが巨額の報酬を得て逮捕されて海外に脱出したことは記憶に新しいところです。彼の資金は(全額とは言いませんが)本来、生活者が受け取るリターンであったはずで、妥当な報酬なのかどうかは別としてトップに支払われたお金は最終的には投資家のお金であることを忘れてはいけません。

また、ESGという視点からも上場企業の役員報酬や、サプライチェーンの業務の管理ができていないか、長期的な成長のための設備投資や研究開発費が短期的な利益のために犠牲にされていないか、等々。こういう全てのものが実はコストなのです。このようなコストがすべていけないというわけではありません。要するに投資家にきちんと説明がつくものであることが必要なのです。

あるべき姿は、生活者・投資家の資金が企業によって、現在および未来の世の中のために役立つ使われ方をしているということです。そして上記の過程で本当に必要とされる仲介者がプロとして適正な報酬を得ていること。これが一番重要であると思います。講演の最後にヒポクラテスの誓いをご紹介いただき、「あらゆる資産運用に関わる人たちの心にとめておくべきことだ」と結ばれました。

*医の神及び全ての神々よ、私自身の能力と判断に従って、この誓約を守ることを誓う。*

- 自身の能力と判断に従って、患者に利すると思う治療法を選択し、害と知る治療法を決して選択しない。
- 依頼されても人を殺す薬を与えない。
- 生涯を通じて純粋と神聖を貫き、医術を行う。
- 自由人と奴隷の相違を問わず、不正を犯すことなく、医術を行う。
- 医に関するか否かに関わらず、他人の生活についての秘密を遵守する。

*この誓いを守り続ける限り、私は人生と医術とを享受し、全ての人から尊敬されるであろう。しかし、万が一、この誓いを破る時、私はその反対の運命を賜るだろう。*

(Wikipedia より抜粋)