

# 信用の高い銀行ほど手数料の高い投資信託を販売できているか

1190537 堀内 美沙紀

高知工科大学 経済・マネジメント学群

## 1. はじめに

企業の信用をあげることは、企業業績の改善につながる。例えば、資金調達の際には、高い信用格付けをされている企業ほど、低いリスクプレミアムでの借入れや社債発行が可能である。

同様に、企業が商品を販売する際にも、信用の高い企業ほど、同じ価値の商品を、より高い価格で販売できている可能性がある。例えば、百貨店や、メーカー直営店は、その他の店舗で割引販売されている商品であっても、定価販売であることが多い。また、別の例として、不動産業の販売においても、同程度の間取りの住宅が、取り扱い企業の規模が大きいほど、分譲価格や賃料が高くなる傾向が見られる（野上, 2010）。

信用の高い企業ほど、高い価格で商品を販売できていることの理由として、次の二つの可能性が考えられる。一つ目は、信用の高い企業ほど、質の高い商品を取り扱う傾向があるから、というものである。質の高い商品ほど、そもそも仕入れ値が高い傾向があるので、これだけが高い価格で販売できている理由である場合、高い価格での販売が、その企業の利益につながっているとは必ずしも言い切れない。二つ目の可能性として考えられるのは、信用の高い企業ほど、同じ商品を高く販売できている、というものである。これが理由であるならば、高い価格での販売が、その企業の利益を生み出していると言えよう。

しかしながら、商品販売のデータから、上記一つ目の可能性と、二つ目の可能性を切り分けるのは困難である。まず、信用の高い企業と低い企業で取扱商品の質を比べるのは難しい。また、それができ、同一型番の商品間で価格を比較する場合であっても、信用の高い企業ほど、厳しい検品によって商品をスクリーニングしていたり、販売後の手厚いサポートなどを提供していたりする可能性もあり、同一の質の商品を提供しているとは言えないからである。これらの理由により、これまで、商品販売において、企業がその信用を、同一商品の高い価格での販売につなげることができているかは、十分

に検証されていなかった。

そこで、本研究では、そのような可能性の少ない商品として、銀行が取り扱う投資信託に着目して、信用の高い銀行ほど、同一の商品を、より高い価格で販売することができているのかを検証する。銀行で取り扱う投資信託が、信用と販売価格の関係を解明するのに適している理由は、投資信託という金融商品の特徴によるものである。すなわち、投資先が同じ投資信託は、どの銀行で購入しても収益は同じであるため、投資先が同じ投資信託の手数料の違いを、その投資信託の質以外の要因である信用等に帰することができるからである。

具体的には、次のような研究方法を用いる。まず、規模や信用の異なる次の4種類の金融機関を分析対象とする。すなわち、四国内の地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、そして3大メガバンクである。それらの銀行で取り扱われている投資信託の中で、手数料が高く、銀行にとっての重要な収入源となっているアクティブ・ファンドに分析対象を限定し、投資対象が同じ資産グループ（国内、国外、それぞれの、株式、債券、不動産、そしてそれらを複合したバランスファンド）属する投資信託の手数料を、銀行間で比較する。それによって、同様の投資先、すなわちリターンが同様である投資信託の手数料が、信用の高い銀行ほど高くなるのかが、統計的に検証可能となる。

分析結果からは、次のことが明らかになった。まず、銀行の規模が大きくなるほど、投資信託の手数料が高くなることが明らかになった。規模の大きい銀行ほど信用が高いとすると、この結果は、信用の高い銀行は、その信用を、高い手数料に結びつけることができていることを示唆する。

以降の構成は次の通りである。次節では、分析手法を説明する。第3節では、分析結果を示す。第4節で、議論をおこない、最終節で結論を述べる。

## 2. 検証対象と検証手法

### 2.1 検証対象

研究対象は、日本国内の都市銀行3行（三菱UFJ銀行、三井

住友銀行、みずほ銀行)、および、四国内に限定した地方銀行(伊予銀行、百十四銀行、阿波銀行、四国銀行)、第二地方銀行(愛媛銀行、香川銀行、徳島銀行、高知銀行)、信用金庫(観音寺信用金庫、高松信用金庫、愛媛信用金庫、幡多信用金庫)の計 12 行の、合わせて 15 行とする。

分析対象とする投資信託は、2018 年 10 月時点でそれら 15 行において取り扱われているアクティブ・ファンドである。銀行が取り扱う投資信託は、投資信託ごとに手数料の上限が決まっており、各銀行が上限までの範囲内で手数料を設定することができる仕組みになっている。そのため、どの程度の手数料水準の投資信託を取り扱うのかは、ゼロ金利政策等で手数料収入を収益の柱としている銀行にとって重要な意思決定対象である(日本銀行金融機構局, 2018)。その中でも、アクティブ・ファンドは、手数料を高く設定することができ、銀行にとって、手数料収入の大きな柱となっている。

投資信託の手数料としては、販売時にのみ発生する販売手数料、保有期間中に継続的に発生する信託報酬、そして解約時に発生する信託財産留保額の 3 種があるが、ここでは、信託報酬に着目する。投資信託は長期の資産形成として用いられる傾向があるので、継続的に発生する信託報酬の方が、一時的に発生する販売手数料や信託報酬よりも、銀行にとっての重要な収入源となっていると考えられるからである。

投資先の種別は、各投資信託の主な投資先により分ける。主に国内の債券に投資する投資信託を「国内債券」とし、主に外国の債券に投資する投資信託を「海外債券」とする。同様に、主に国内の株式に投資する投資信託を「国内株式」とし、主に外国の株式に投資する投資信託を「海外株式」とする。また、国内不動産に投資する投資信託を「国内不動産」とし、海外不動産に投資する投資信託を「海外不動産」とする。そして、これらを複合したものを投資先とする投資信託を「バランス」とする。

投資信託の取り扱い数が多い銀行が、分析結果への過度な影響を与えないように、各銀行について、投資資産の種別ごとの平均信託報酬を計算し、それを分析対象とする。

こうして得られる各資産グループの平均信託報酬に影響を与えうる変数として、時価総額、銀行の種別、店舗数あたりの人件費を考える。

時価総額は、企業信用調査にも用いられていることから、

その企業の信用を表す指標の一つとなっている。時価総額を計算する際に用いる株価は、2018 年 10 月 15 日の終値とする。ただし、株式会社ではない信用金庫は、時価総額を計算できないので、時価総額を用いた分析においては、信用金庫を分析対象から外す。

信用金庫も含めた分析を行う際には、時価総額の代わりとして、調査対象である 15 行を次の 4 種に分類することによって、信用を表す変数として扱う。三菱 UFJ 銀行、三井住友銀行、みずほ銀行の 3 行は「メガバンク」に分類し、伊予銀行、百十四銀行、阿波銀行、四国銀行の 4 行は「地方銀行」に分類する。また、愛媛銀行、香川銀行、徳島銀行、高知銀行の 4 行を「第二地方銀行」に分類し、観音寺信用金庫、高松信用金庫、愛媛信用金庫、幡多信用金庫の 4 行は「信用金庫」に分類する。最も規模の大きいメガバンクは信用が高く、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫の順に信用が低くなると考えられる。

平均賃金としては、平成 29 年度の有価証券報告書に記載されているものを使用する。ただし、平均賃金を用いる分析においては、それが公開されていない信用金庫を分析対象から外す。

企業の信用と信託報酬の関係を比較するために、信用金庫を含めない分析においては、時価総額と信託報酬の関係を検討する。また、信用金庫を含めた分析においては、銀行の種別と信託報酬の関係を検討する。

ただし、信託報酬の違いが、人件費の違いによるものではないことを確かめるために、信用金庫を含めない分析においては、店舗数あたりの人件費をコントロール変数としても用いる。ここでの店舗数あたりの人件費は、平均賃金を店舗数で割ったものとする。

## 2.2 検証手法

信用金庫を含めない分析においては、平均信託報酬を時価総額か時価総額の対数、店舗数あたりの人件費、そして投資先の資産グループを表すダミー変数に回帰する。ここでの平均信託報酬は、個別の投資信託の信託報酬を、各銀行・各資産種別について、単純平均することによって求めたものである。回帰分析の結果、時価総額、あるいは時価総額の対数の係数が有意に正であれば、自身の信用を、高い手数料へと転

嫁できているものと解釈できる。

信用金庫を含める分析においては、平均信託報酬を、銀行の種別を表す3つのダミー変数（メガバンク・ダミー、地方銀行・ダミー、第二地方銀行・ダミー）と、投資先の資産グループに回帰する。ここでの平均信託報酬は、個別の投資信託の信託報酬を、各銀行の種別・各資産種別について、単純平均することによって求めたものである。銀行の種別の3つのダミー変数の値は、信用金庫において、全て0をとる。回帰分析の結果、銀行の種別を表す3つのダミー変数の係数の値が「メガバンクの係数 > 地方銀行の係数 > 第二地銀の係数 > 0」という関係を満たしていた場合、自身の信用を、高い手数料へと転嫁できているものと解釈できる。

### 3. 結果

まず、図によって、信用金庫を除く各銀行の時価総額の対数と、そこで取り扱う各資産種別のアクティブ・ファンドの平均信託報酬の関係を確認する（図1）。資産種別ごとの回帰直線の傾きは、ほとんど右上がりであり、そのことから、時価総額の多い銀行ほど、手数料の高い投資信託を販売できていることがわかる。

信用金庫も含めた傾向を明らかにするために、金融機関の種別と、平均信託報酬の関係を確認する（図2）。信用金庫からメガバンクへと、規模の大きい銀行種別になるにつれて、平均信託報酬が高くなっていることが確認できる。

最小二乗法による推定結果からも、同様のことが確認できる（表1）。信用金庫を含めずに行った回帰分析の推定結果が（1）と（2）で、（1）では時価総額をそのまま説明変数の一つとして用い、（2）では時価総額の対数を説明変数の一つとして用いている。信用金庫を含めて行った回帰分析の推定結果が（3）で、時価総額の代わりに、銀行種別を表す3つのダミー変数を説明変数として用いている。

（1）および（2）の推定結果からは、時価総額および時価総額の対数の係数が有意に正であることが分かる。すなわち、時価総額（の対数）が大きいほど、平均信託報酬が、有意に高くなることが明らかになった。

（3）の推定結果からは、銀行種別を表す3つのダミー変数の係数が、いずれも有意に正で、「メガバンクの係数 > 地方銀行の係数 > 第二地銀の係数」という関係も見られた。すなわち、ここでも、銀行の規模が大きいほど、平均信託報酬が有意に高くなることが明らかになった。

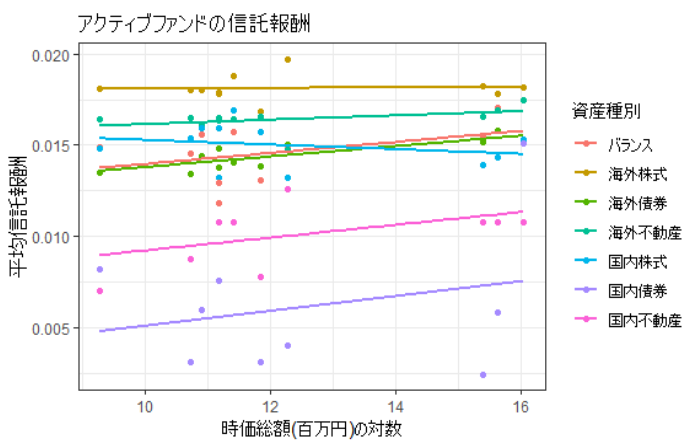


図1 時価総額と信託報酬の関係（信用金庫を除く）

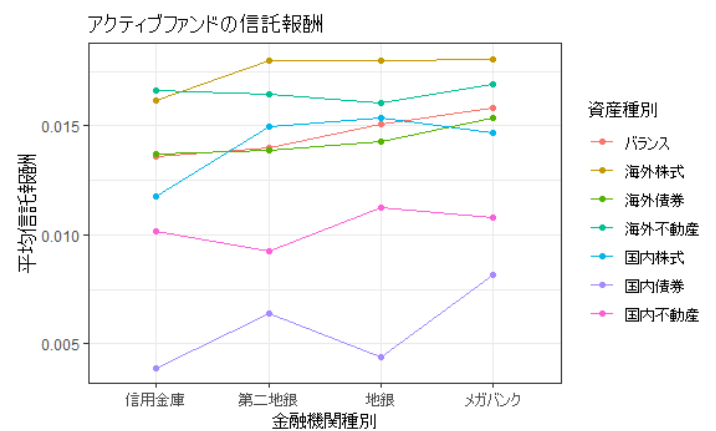


図2 銀行種別と信託報酬の関係（信用金庫を含む）

表1 信用が信託報酬に与える影響の推定値

	従属変数：信託報酬：		
	(1)	(2)	(3)
時価総額（百万円）	0.000** (0.000)		
時価総額（百万円）の対数		0.0003** (0.0002)	
第二地銀			0.001** (0.0004)
地銀			0.001*** (0.0004)
メガバンク			0.002*** (0.001)
店舗あたり労働者数	0.00001 (0.00001)	0.00000 (0.00001)	-0.00001 (0.00001)
平均賃金	-0.00000 (0.00000)	-0.00000 (0.00000)	
海外株式	0.003*** (0.0003)	0.003*** (0.0003)	0.003*** (0.0003)
海外債券	-0.001** (0.0003)	-0.001** (0.0003)	-0.0004 (0.0003)
海外不動産	0.001** (0.0005)	0.001** (0.0005)	0.002*** (0.0004)
国内株式	-0.001 (0.0004)	-0.001 (0.0004)	-0.001 (0.0004)
国内債券	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)
国内不動産	-0.005*** (0.001)	-0.005*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
定数	0.016*** (0.002)	0.014*** (0.001)	0.014*** (0.0004)
観測数	834	834	994
決定係数	0.345	0.344	0.391
自由度調整済決定係数	0.338	0.337	0.384

注) \*\*\*, \*\*, \* は、それぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを意味する。

#### 4. 考察

信用が高い銀行ほど、手数料の高い投資信託を販売していることが明らかになった（図1、図2、表1）。このことは、銀行が、自身の信用を現金化できていることを示唆する。

まず、図1、表1の（1）および（2）からは、銀行の規模（時価総額）が信託報酬に関係しているという結果を得ることができた。これらのことは、店舗数あたりの人件費を説明変数に入れた上で示されているので、投資信託の販売窓口にかかる人件費が高い信託報酬につながっている訳ではないことが分かる。同様に、図2、および表1の（3）からは、銀行の種別で比較しても、信用金庫からメガバンクへと銀行の規模が大きくなるにつれ、平均信託報酬が高くなることが明らかになった。このことも、銀行が、自身の信用を現金化できていることを示唆する。

#### 5. 結語

規模の大きな銀行ほど、顧客から信頼されやすくなる結果、手数料の高い投資信託でも販売できるという仮説を明らかにするために、銀行が取り扱う投資信託を用いて検証を行った。その結果から、大規模な銀行ほど、手数料が有意に高い投資信託を販売していることが明らかになった。投資信託は、投資先が同じであれば、購入先の金融機関が異なっても、同じリターンを得られる。よって今回の分析からは、投資信託の質ではなく、販売している銀行の信用が、投資信託の手数料に反映されたものと解釈できる。すなわち、銀行は、自身の信用を、現金化できていると判断できよう。

#### 謝辞

最後に、本研究を行うにあたり、テーマ決定から執筆に至るまで、長期にわたり、指導教官の草川先生から、丁寧かつ熱心なご指導をいただきました。ここに感謝の意を表します。また、日常の論議を通じて多くの知識やご指摘を下さいました草川ゼミの同期の皆様にも感謝いたします。

#### 参考文献

日本銀行金融機構局（2018）「2017年度の銀行・信用金庫決算」、金融システムレポート別冊シリーズ。  
野上雅浩（2010）「マンション価格動向から推察する消費者の

プレミアムに関する実証分析」 『季刊 住宅土地経済』

No. 76, pp. 20-28.