

# 欧州個人投資家市場の現状

明田雅昭

## 一、はじめに

本年一月に欧州証券市場監督局（ESMA<sup>(1)</sup>）は欧州における個人投資家向け商品のパフォーマンスとコストの実績に関する年次統計報告書（以下、「ESMA報告書」）を発行した。この報告書は初めて発行されたものだが、今後は毎年発行されることである。

欧州でも個人投資家に健全な形での資本市場参加を促すことが課題になっている。この課題に適

切に対処するために、欧州委員会は二〇一七年一月〇月に欧州監督当局（銀行、証券市場、保険・企業年金の三つ）に対して、個人投資家向け商品のパフォーマンスとコストを分析し継続的に調査報告書を発行することを求めた。最終的な目標は、個人投資家に対して、投資商品に関する明瞭で包括的かつ比較可能な情報を提供することにある。ESMAに求められたのはUCITSファンド、オルタナティブ・ファンド、証券化商品の三つの分野であった。今回のESMA報告書は欧州委員会要請に対する回答である。

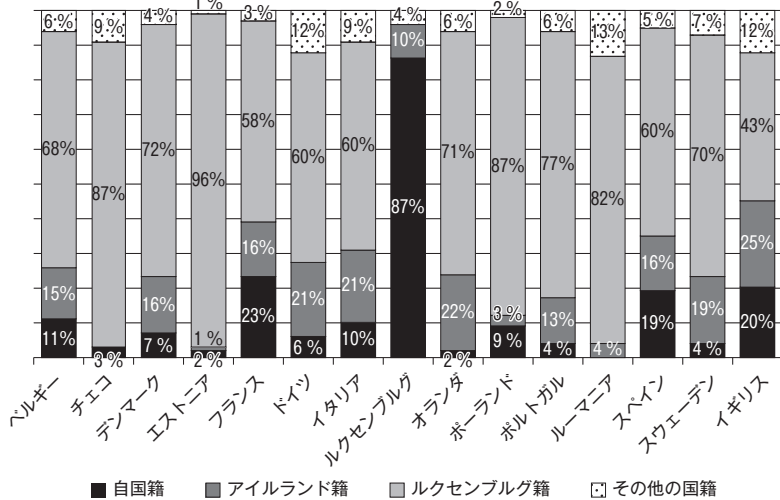
一方で、欧州委員会は二〇一八年四月にEUにおける個人投資家向け商品の販売状況に関する包括的な報告書<sup>(3)</sup>（以下、「EC報告書」）を発行している。消費者市場評価機関によれば、消費者向け金融サービスは、EUにおいて「最もパフォーマンスが劣るサービス」として継続的に順位づけられている。ある識者は「資産運用はEUにおいて最も統一性に欠けるセクターである」と酷評している<sup>(4)</sup>。EUとしての統一性が弱く、業態の違い（銀行、資産運用会社、保険会社、年金、証券会社）によってライセンスが異なり、しかも国ごとにも異なるためである。MIFID II他の欧州共通の指針が示されているものの、「監督の収斂性」にはまだ力不足であると指摘している。

本稿では、EC報告書とESMA報告書の概要を紹介し、欧州の個人投資家市場の現状の理解を試みる<sup>(5)</sup>。

## 二、欧州のファンド流通システム<sup>(6)</sup>

欧州の投資信託残高はルクセンブルグの四・九五兆ドルを筆頭に五カ国が日本を上回る規模である<sup>(7)</sup>。欧州では共通のUCITS基準を満たすファンドは域内全域で販売することが可能で、UCITSファンドは個人投資家向け商品の主力の一つになっている。図表1は、投資家の所在国での投資可能ファンドの国籍をみたものだが、ほとんどの国で自国籍ファンドよりルクセンブルグ籍あるいはアイルランド籍のファンドが圧倒している。ファンドの統計情報はファンドの国籍別に作成するのは容易であるが、図表1のような投資家の所在国別に作成するのは難しく、何らかの特別調査が必要になる。このため公的あるいは民間のデータベースはファンドを国籍別に整備せざるを得な

図表1 国別の投資可能ファンドの国籍

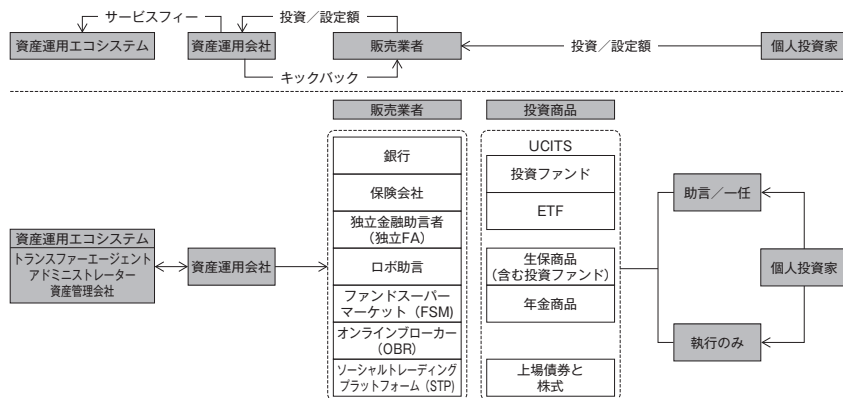


(注) 各国で販売されている個人投資家向け投資ファンドのシェア・クラス数の国籍別比率  
 [出所] EC 報告書、Graph12

いのが現状である。

欧州における個人投資家向け商品の流通経路を概略的に示したのが図表2である。主たる投資商品はUCITSである投資ファンドとETF、生保商品と年金商品、上場の債券と株式である。販売チャネルは、伝統的な銀行・保険社に加え、近年は独立ファイナンシャル・アドバイザー（独立FA）、ロボ助言が台頭している。オンライン投資プラットフォームとして、ファンドスパーマーケット（FSM）、オンラインブローカー（OBOR）、ソーシャル・トレーディング・プラットフォーム（STP）も存在感がある販売チャネルとなっている。ファンドの組成と運用・管理については、資産運用会社を中核にトランスファー・エージェント、アドミニストレーター、資産管理会社がエコシステムを形成している。

図表2 個人投資家向け商品の流通経路



〔出所〕 EC 報告書、27頁

### 三、個人投資家向け商品の販売 状況（EC報告書）

本調査では、データ収集、文献調査、関係者へのインタビューなど伝統的な調査方法に加えて、覆面調査を実施したことが最大の特徴である。これは投資家所在国ベースで分析情報を得るために不可欠な手法であった。具体的には調査員が次の二種類の投資家を装って販売チャネルに接触して情報を収集した。

- ・投資家A…若くてリスク回避的な教師。投資の経験は無く、一万ユーロ程度の投資を想定
- ・投資家B…中程度のリスクを許容する五〇歳のフリーランサー。限定的だが投資の経験があり、一〇万ユーロ程度の投資を想定

覆面調査では、投資家Aには債券ファンドや生

保商品、投資家Bには株式ファンドやミックスファンドの紹介が多く、リスク特性的には理に適った推奨を受けた。

欧州における支配的な販売チャネルは銀行・保険会社の店頭であり、そこで推奨されていたのはほとんど自社の投資商品であった。銀行・保険会社にとって利が薄い他社商品やETFはほとんど推奨されない。フランスでは、生保商品が主力で株式を推奨する場合は自行の株式を推奨していた。このように支配的チャネルでは独立性がない助言が中心であるが例外が二カ国あった。イギリスでは助言を求めると自動的に独立FAを紹介される。オランダでは助言はなく、執行サービスのみか投資一任サービスを紹介される。両国とも個人投資家からの苦情対応や金融スキャンダルに起因する市場慣行・規制の見直しによって他国と違う状況になった。

ロボ助言の推奨は圧倒的にETFに偏っていた。投資家Aには債券ETF、投資家Bには株式ETFを推奨していた。

次に投資コストの調査結果を紹介する。調査員が販売業者のウェブにアクセスして、主料金表、ファンドの目論見書、生保・年金商品の商品説明書などから、入口・出口フィー、継続チャージの情報収集を行った。ウェブ上の開示情報は国や商品種別で大きく異なっていた。投資ファンドの情報収集は比較的容易であったが、生保・年金商品は特に難しく、組み入れている原資産運用部分のフィーの開示がないことが多かった。販売業者には見込み顧客へのフィー開示の義務はなく、個人投資家がフィー・コストの全容を把握するのは非常に難しいことが確認された。

本調査では、図表2にある投資商品の各々につ

図表3 株式ファンドの国別コスト統計

加盟国	分析対象 本数	入口フィー		出口フィー		継続チャージ	
		中央値	最大値 最小値	中央値	最大値 最小値	中央値	最大値 最小値
デンマーク	40	0.30%	3.00% 0.10%	0.31%	2.00% 0.10%	1.54%	2.80% 0.55%
フランス	193	2.50%	6.00% 1.00%	0.75%	1.00% 0.50%	1.80%	3.40% 0.75%
ドイツ	100	5.00%	8.00% 3.00%	2.00%	5.00% 1.00%	1.80%	2.80% 0.94%
イタリア	105	4.00%	5.00% 1.50%	0.40%	0.40% 0.40%	2.07%	2.86% 1.03%
ルクセンブルグ	145	2.00%	3.00% 2.00%	0.50%	1.00% 0.50%	1.98%	3.61% 1.23%
オランダ	86	5.00%	6.38% 0.10%	1.00%	3.00% 0.10%	1.10%	2.72% 0.45%
ポーランド	90	4.50%	5.50% 2.00%	4.00%	5.00% 2.00%	4.03%	4.66% 1.72%
イギリス	141	4.00%	5.25% 1.00%	5.00%	5.00% 5.00%	0.94%	1.87% 0.48%
加盟国平均	—	3.65%		2.01%		1.89%	

〔出所〕 EC 報告書の51頁の表から抜粋

いて銀行・保険会社チャネルで購入した場合の  
フィーを国別に調べている。図表3には、その中  
から株式ファンドの国別のフィー情報を抜粋・表  
示した。フィーの最大値、最小値と中央値を表示  
してある。表示対象としたのは主要国に加えて低  
い国の代表としてデンマーク、高い国の代表とし  
てポーランドを加えた。EU加盟国平均では入口  
フィーが三・六五%、出口フィーが二・〇一%、  
継続チャージが一・八九%であった。ただし、入  
口・出口フィーは上限値であって、実際は交渉に  
よってこれより低くなるようだ。

日本の内外株式投資信託は、二〇一七年の統計  
では入口フィー（販売手数料）は二・七一%、出  
口フィー（信託財産留保金）は〇・二から〇・  
三%程度、継続チャージ（運用管理費用）は一・  
二八%である。<sup>(8)</sup>単純比較は不適切かもしれない  
が、欧州の投資ファンドの方が高そうに見える。

オンライン販売のフィーについては、銀行プラットフォームでは店頭と同じだったが、FSMでは低い傾向があった。生保・年金商品はオンラインではほとんど販売されていなかった。

覆面調査では投資助言の質も検証した。覆面調査での確認項目は、「投資目的とリスク性向」、「投資経験と知識」、「保有財力と投資目的の整合性」、「投資商品に関する情報」という四分野で合計十三項目とした。

国ごとおよび助言タイプごとに大きな違いが見られたのは投資目的とリスク性向の項目であった。学歴や定期的収入・負債返済状況は確認される割合が低かった。銀行・保険会社などでの独立性がない助言者と比べて、独立FAは損失耐性の確認とリスクの説明をよくしていた。どの国、どの助言タイプでも推奨商品数は二本ないし三本であったが、ロボ助言だけ例外で一本が多かった。

助言者は投資額が大きい投資家ほど早く投資商品推奨に向かう傾向があった。調査員は、具体的な推奨商品の適合性に関する質疑は限定的だったという印象を持ったそうである。

ロボ助言は質問の構成が単純で客観性は高い印象であった。しかし、事前に準備された枠組みの中でしか対応できず、対面助言の臨機応変かつ柔軟な対応には及ばない。すべてのロボ助言でプロセスの途中に必要な応じて人間が介入する仕組みがあった。初心者を装ってアクセスした場合、約半数のロボ助言はプロセスを中止するか、対面助言への切り替えを薦めてきたとのことである。

報告書では域内の消費者保護機関や紛争解決機構にもヒアリングを行い、個人投資家が持つ不満を確認している。投資商品の販売に関して最も有害であると指摘されたのは次の三点であった。

第一は不適合な商品販売である。助言者が自分や自分の雇い主の利益を優先していることもあり、結果的に助言商品あるいは購入商品が投資家のリスク性向やニーズに適合していないことが多い。

第二は不明瞭なフィー情報である。フィー構造が難しいのと開示が十分でないため、投資家は聞いていたよりフィーが高かったとか、そのフィーについては聞いていなかったという不満を持つことが多い。

第三は金融リテラシーの低さである。主要な二カ国の調査でも、個人投資家の金融リテラシーは非常に低く、健全な金融意思決定を行う能力に影響していた。

報告書では各国管轄当局と消費者協会による販売プロセスの改善に向けた努力も調査し紹介して

いる。イギリスとオランダで自社商品推奨への誘導禁止が導入された経緯を説明し、近年ではアイランドも追随しようとしているという。いくつかの国では、法令あるいは自主規制によって国内での不適合商品や複雑すぎる商品の抑制に努めている。例えば、デンマークでは二〇一一年からリスクの程度に合わせて投資商品に「赤」、「黄」、「緑」のラベルを貼ることを義務づけ、ポルトガルも二〇一三年から同様な表示を義務づけている。ドイツは二〇一〇年から個人投資家向けの助言について議事録を作成し保管することを義務づけた。

イギリスとオランダで導入されている「金融ガイダンス」を他の加盟国にも拡散すべきという声もある。金融ガイダンスとは、個人の特性と現在の金融状況および投資目標を基にして、どのような種類の投資商品をどの程度保有すべきかについ



て詳細な戦略を導き出すものであるが、特定の投資商品の推奨は行わない。投資助言は特定の投資商品の推奨を行うことが目標であり核心であるため、助言者と投資家との間に利益相反が起きやすい。一方、金融ガイダンスでは投資商品の推奨をしないため利益相反が起きにくい。

消費者協会にヒアリングしたところ、ある協会から最良の商品とサービスの提供を促す施策として四点が重要だとの指摘があった。第一に単純で透明かつ比較可能な投資商品からの選択、第二にバイアスのない助言と透明性が高い情報の提供、第三に不適合な投資商品に対する戦いの強化、第四に新テクノロジーの潜在力の活用であった。

本調査ではオンライン投資プラットフォームとフィンテックの影響についても三つの分野に分けて詳しく調べている。

第一の分野は執行サービスのみを提供するプラットフォームである。FSMと銀行オンラインプラットフォームでは三〇歳前後の若手と五〇歳以上の年配者が主たる顧客になっており、投資ファンドと株式が主たる投資商品である。OBRはテクノロジーに精通した自己判断型の四〇歳前後の男性が主たる顧客で外国為替や商品などの差金決済取引が行われている。FSMはイギリス、ドイツ、フランスで普及度が高いが、他の国では少ない。OBRはほとんどの国にあり、国境越えサービスも活発で一部はアジアに進出している。ファイについては、サービス体系が単純なOBRでも多様で複雑なFSMでも競争によって常に価格下落圧力を受けている。これらのサービスの利点は手軽さとコストの安さであるが、一方で投資家が理解不十分なまま利用して不適合な取引をしてしまうリスクが指摘されている。

第二の分野はロボ助言である。ロボ助言は顧客特性データをアルゴリズムが解析した結果、顧客固有の金融計画や資産配分を自動的に提案するものである。ただし、今のところ完全自動化までに至らず、顧客支援のために適宜人間が介入する仕組みになっている。イギリスで二二社、ドイツで三八社をはじめ、近年欧州全域で多数のロボ助言会社が勃興した。提供サービスは投資一任と投資助言の二種類があり、扱い商品はほとんどETFである。利点は料金の安さと実用性および使い易さである。リスクは投資プロセスが単純化されすぎているため、投資家の真のニーズを把握しきれないことである。ロボ助言はスタートアップが多く、法令遵守体制や安全対策が脆弱で金融市場が異常事態に陥ったとき十分に対応できるか不安視する向きもある。

第三の分野はSTPである。これは日本では馴

染みがないが、初心者トレーダーが専門投資家の戦略を真似して取引を行うことを可能にするプラットフォームサービスである。ブローカーあるいはネットワーク業者が提供しており、取引を真似させる専門投資家と真似る初心者の両方が顧客である。初心者はビッドアスク・スプレッドをコストとして業者に払い、専門投資家はスプレッドの一部をコミッションとして受け取る。スプレッドの残りの部分が業者の収入になる。取引対象は外国為替、金利スワップ、株価指数などで差金取引決済が多い。欧州では極めて多数のSTPが存在し、多種多様なサービスが提供されている。初心者にとっては自らの能力を向上させ、他のトレーダーと意見交換・情報共有をする場でもある。専門投資家の成績ランキング情報も提供される。SNSに馴染んだ若手投資家の利用が多い。オンライン投資プラットフォームは技術的には

容易に国境を越えることができるが、国ごとに異なる規制に対応するのに苦しんでいる。特に新興企業には重荷になっていて、域内での規制の均一化を求める声が強い。一方、投資プロセスを単純化しすぎているために起こる妥当性や適合性の問題に加えて、助言アルゴリズムやサービス比較サイトに潜む利害関係者商品・サービスへの誘導のリスクも指摘されている。

#### 四、個人投資家向け商品のパフォーマンスとコスト（ESMA報告書）

本報告書ではUCITSファンドに関するパフォーマンスとコストの分析を重点的に行っている。欧州委員会の要請ではオルタナティブ・ファンドと証券化商品も対象であったが、これらは分析を可能にする公的・私的データベースがなく、

市場規模・概要の把握に止まざるを得なかった。

UCITSファンドの分析は、資産クラス別（株式、債券、ミックス、MMF、オルタナティブ）、投資家種類別（個人投資家、機関投資家）、運用手法別（アクティブ、パッシブ）、国別（データが利用可能な一四カ国）に行い、分析期間は二〇七年を終年とした一年、三年、七年、一〇年の四期間とした。データベースは公的なものがないので、民間業者の Thomson Reuters Lipper 社のものを使用した。データは Lipper 社がファンド運用会社から収集したもので、ファンドの資産クラスは運用会社の自己申告に基づいている。

分析は投資家所在国別に行うべきであるが、データベースがファンド国籍別に組成されたものしかないため、やむを得ずファンド国籍別に分析し議論している。このため自国内で流通するファンドがルクセンブルグ籍やアイルランド籍のもの

図表4 資産別のパフォーマンスとコスト

資産別 UCITS	グロス・リターン				ネット・リターン		実質ネット・リターン		
	継続コスト	設定コスト	解約コスト		ロス率	インフレ率	ロス率		
1年 (2017年)									
株式	16.01	1.76	0.16	0.03	14.06	-12%	1.88	12.17	-24%
債券	2.49	1.19	0.23	0.04	1.03	-59%	1.86	-0.68	-127%
ミックス	6.10	1.62	0.17	0.07	4.24	-30%	1.93	2.32	-62%
MMF	-1.17	0.21	0.05	0.02	-1.45	-	1.46	-2.92	-
オルタナティブ	6.10	1.62	0.17	0.07	4.24	-30%	1.93	2.32	-62%
3年 (2015-2017年)									
株式	10.77	1.73	0.15	0.03	8.86	-18%	0.70	8.15	-24%
債券	4.02	1.10	0.19	0.05	2.68	-33%	0.63	2.05	-49%
ミックス	5.01	1.62	0.21	0.05	3.13	-38%	0.71	2.43	-51%
MMF	0.13	0.23	0.06	0.02	-0.18	-	0.50	-0.68	-
オルタナティブ	5.01	1.62	0.21	0.05	3.13	-38%	0.71	2.43	-51%
10年 (2008-2017年)									
株式	7.34	1.77	0.19	0.03	5.35	-27%	1.73	3.63	-51%
債券	5.25	1.14	0.24	0.04	3.83	-27%	1.70	2.13	-59%
ミックス	4.64	1.59	0.21	0.03	2.81	-39%	1.72	1.09	-77%
MMF	1.15	0.36	0.04	0.02	0.73	-37%	1.43	-0.70	-161%
オルタナティブ	3.91	1.44	0.30	0.10	2.07	-47%	1.65	0.42	-89%

〔出所〕 ESMA 報告書の ASR-PC-S.148~152から抜粋し一部加工して筆者が作成。  
 なお、「ロス率」は原資料にはなく筆者が計算した

が多い国では、投資家からみると実態から乖離しているかもしれない。

図表4は一年、三年、一〇年の各期間で資産別にパフォーマンスとコストを計測した結果である。グロス・リターンはコスト控除前のファンドのリターンであり、継続コスト、設定・解約コストを控除したものがネット・リターンである。これからインフレ率を控除すると実質ネット・リターンになる。

グロス・リターンは各ファンドが投資対象としている資産クラスのリターンの変動を反映したものととなっている。株式が最も高く、MMFが最も低い。MMFは最近の低金利環境の影響が顕著である。コストの変動は小さいのでネット・リターンの変動はグロス・リターンと連動している。個人投資家が得る最終的なリターンに対してコストの影響が非常に大きいことが確認された。リター

ン水準が大きい株式では、一年、三年ではグロス・リターンの中の四分の一が失われている。他の資産・他の期間ではグロス・リターンの半分以上が失われることが多く、MMFではどの期間も実質ネット・リターンはマイナスになっていた。

設定・解約コストは継続コストと比べて一〇分の一程度であるが、これには注意すべき点がある。Lippert社に限らないが欧州の投資信託データベースには純流入額のデータはあるが、設定額と解約額のデータはない。このため純流入額の符号と金額を使って近似的に設定コストと解約コストを計算しているが、過小評価になっている可能性が高い。<sup>9)</sup> 一方で、設定フィー比率と解約フィー比率（各々、図表3の入口フィーと出口フィーに対応）は上限値情報であり、実際の適用値はこれらより小さいので、この過小評価と相殺が見込まれるとしていた。

図表5は期間三年で株式ファンドのパフォーマンスとコストを国別に比較したものである。インフレ率も含めたコストの影響はオランダの一四%からポルトガルの四三%まで国ごとの差が大きい。ただし、継続コストの中に販売業者向けのキックバック・フィーが含まれる国とそうでない国があるなど、これらのコストの内訳が必ずしも同じではないので単純比較は危険である。

本稿では図表としては提示していないが、本報告書の分析で次の二点も明らかになった。

- ・株式ファンドのグロス・リターンではアクティブがパッシブよりやや優位であったが、ネット・リターンではパッシブが一貫してアクティブを上回っていた。

- ・個人投資家は機関投資家の約二倍のコストを払っていた。

図表5 株式ファンドの国別パフォーマンスとコスト  
(3年：2015-2017年)

EU加盟国	グロス・リターン				ネット・リターン		インフレ率	実質ネット・リターン	
		継続コスト	設定コスト	解約コスト		ロス率			ロス率
オーストリア	10.45	2.11	0.18	0.00	8.16	-22%	1.33	6.83	-35%
ベルギー	10.11	1.73	0.11	-	8.27	-18%	1.54	6.73	-33%
ドイツ	11.75	1.66	0.17	0.00	9.92	-16%	0.69	9.22	-22%
デンマーク	12.92	1.73	0.05	0.04	11.10	-14%	0.47	10.63	-18%
スペイン	8.37	2.01	0.00	0.15	6.21	-26%	0.33	5.88	-30%
フィンランド	12.15	1.59	0.04	0.08	10.44	-14%	0.32	10.12	-17%
フランス	10.76	1.95	0.14	0.02	8.65	-20%	0.52	8.14	-24%
アイルランド	11.59	1.59	0.15	0.04	9.81	-15%	0.01	9.80	-15%
イタリア	10.15	2.29	0.02	0.02	7.82	-23%	0.43	7.40	-27%
ルクセンブルグ	11.03	1.96	0.23	0.05	8.79	-20%	0.67	8.13	-26%
オランダ	10.86	0.88	0.10	0.04	9.84	-9%	0.50	9.34	-14%
ポルトガル	7.57	2.16	0.00	0.18	5.23	-31%	0.93	4.31	-43%
スウェーデン	12.17	1.22	0.02	0.00	10.93	-10%	1.22	9.73	-20%
イギリス	8.93	1.50	0.11	0.01	7.31	-18%	1.03	6.29	-30%
欧州平均	10.77	1.73	0.15	0.03	8.86	-18%	0.70	8.15	-24%

〔出所〕 ESMA 報告書の ASR-PC-S.148から抜粋し一部加工して筆者が作成。  
なお、「ロス率」は原資料ではなく筆者が計算した

## 五、結びに代えて

日本では、個人投資家の適切な資本市場参加を促すために、金融庁による「顧客本位の業務運営」の推進など様々な施策が打ち出されている。欧州でも同様な課題があるが、前提となる現状把握の段階で大きな苦勞をしているようである。そして、現状把握の基礎となる実証分析を行うにあたってパフォーマンスおよびコストに関する包括的な投資家所在国基準のデータベースがないことが障壁になっていることが理解されよう。

二つの報告書を読んでいる特徴的だと思ったところが二点ある。一つは投資信託の短期売買への懸念が全く言及されていないことだ。欧州では長期投資が根付いているということなのか。そもそも分析データベースの中に解約額がないので短期売

買度合いを確認しようがない。もう一つは適合性への言及は頻繁にあったが、受託者責任という言葉が一度も出てこなかったことである。短期売買と受託者責任に対する意識の差が日欧の個人投資家市場育成に関する大きな相違点かもしれない。

(注)

- (1) European Securities and Markets Authority
- (2) ESMA Annual Statistical Report, "Performance and costs of retail investment products in the EU 2019", 10 January 2019
- (3) European Commission, "Distribution systems of retail investment products across the European Union", April 2018。ただし、この報告書の内容は欧州委員会の公式見解ではなく調査チームの見解であるとしている
- (4) Karel Lanno, "Funds, fees and performance", ECMI Commentary No.54, 2 July 2018
- (5) 本稿は、日本証券経済研究所ホームページ掲載の筆者によるトピックス論文「欧州個人投資家事情」二つのEU報告書を読み解く」を要約したものである

- (6) この章の主たる内容もEC報告書の一部である
- (7) 投資信託協会、「投資信託の世界統計二〇一八年第三四半期（七～九月）」による。二位以下は、アイルランド二・九四、ドイツ二・二九、フランス二・二二、イギリス一・八七で日本は一・八三（各々兆ドル）であった
- (8) 販売手数料と運用管理費用の値は投資信託協会の「投資信託の主要統計（二〇一七年十二月）」による
- (9) 具体的な計算方法と過小評価になる可能性の理由は、筆者のトピックス論文を参照のこと

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)