

欧州個人投資家事情～二つのEU報告書を読み解く

平成 31 年 3 月 28 日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

## 欧州個人投資家事情～二つのEU報告書を読み解く

### (概要)

日本と同様に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重要な政策課題になっている。このために正確な現状把握が必要である。欧州委員会は、自ら個人投資家向け商品の販売状況に関する包括的な研究調査を行い、同時に3つの欧州監督当局に対して継続的な活動として個人投資家向け商品のパフォーマンスとコストの分析の実施と公表を求めた。この要請に応じて欧州証券市場監督局（ESMA）は本年1月にUCITSファンドのパフォーマンスとコストの実績に関する第1号の年次統計報告書を発行した。

本稿は、欧州委員会の研究調査報告書とESMAの年次統計報告書の概要を紹介するものである。UCITSファンドはある国で認可されれば欧州域内の他国でも販売が可能になる共通ファンドであるが、販売にあたっては、国ごとの規制や慣行の違いから様々な非効率性があり、個人投資家の金融リテラシーの低さも相まって、個人投資家の資本市場参加促進には多くの課題があることが分かる。また、分析を行うためのファンドに関するデータベースの未整備も大きな課題となっている。

### 目次

#### I. 個人投資家向け商品の販売状況（EC[2018.4]報告書）

1. 研究調査の背景と目的
2. 個人投資家向け商品の販売システム・マップ
3. 事例:個人投資家にとってのETFの利用のしやすさ
4. 投資商品のコストとチャージ
5. 投資助言種類別の調査結果
6. 投資商品に関する消費者の挑戦
7. 個人投資家向け商品の販売プロセスを導く取り組み
8. 個人投資家向け商品販売でのオンラインプラットフォームとフィンテックの影響

#### II. 個人投資家向け商品のパフォーマンスとコスト（ESMA[2019.1]報告書）

1. EUの個人投資家市場とUCITS
2. パフォーマンスおよびコストに関するデータの限界
3. 資産別・国別のパフォーマンスおよびコスト分析
4. 分析調査結果の概要
5. パフォーマンスおよびコスト統計に関する留意事項

## 欧州個人投資家事情～二つのEU報告書を読み解く

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

はじめに

本年1月に欧州証券市場監督局（ESMA: European Securities and Markets Authority）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（ESMA[2019.1]）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とのことである。

欧州でも個人投資家に健全な形で資本市場参加を促すことが重要な政策課題になっている。この課題に適切に対応するために、欧州委員会は2017年10月に欧州監督当局（ESAs: European Supervisory Authorities<sup>1</sup>）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<sup>2</sup>。ESMAに求められたのはUCITSファンド、オルタナティブ投資ファンド（AIFs: Alternative Investment Funds）、証券化商品（SRPs: Structured Retail Products）の3つの分野であった。ESMAは2017年にはUCITSのパフォーマンスに及ぼすコストの影響について分析報告書（ESMA[2017, #2]）を発行していたが、ESMA[2019.1]はそのデータを更新し、AIFsとSRPsも含む包括的な分析結果を提示するものとなっている。

一方で、欧州委員会は2018年4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（EC[2018.4]）を発行している<sup>3</sup>。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<sup>4</sup>。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。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、Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs) ルール、Insurance Distribution Directive (IDD)など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<sup>5</sup>。

本稿では、EC[2018.4]とESMA[2019.1]の2つの報告書の概要を紹介し、読み解くための

---

<sup>1</sup> ESMAに加えて、欧州銀行監督局（European Banking Authority）、欧州保険・企業年金監督局（European Insurance and Occupational Pensions Authority）の3つのESAがある

<sup>2</sup> ESMA[2019.1]のp6右下

<sup>3</sup> ただし、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

<sup>4</sup> EC[2018.4]のp97

<sup>5</sup> Lanno[2018.7]のp3

留意事項について解説する。最後に日本の投資信託におけるパフォーマンスへのコストの影響を欧州流の方法で計算して比較することも試みた。

日本でも個人投資家の健全な形での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。日本と比べると、欧州では施策立案の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。

## I. 個人投資家向け商品の販売状況（EC[2018.4]報告書）

### 1. 研究調査の背景と目的

EUにおける資本市場同盟と呼ばれる政策パッケージは、滞留する貯蓄をうまく活用して借り手に効率的に資金提供を行うことで貯蓄の有効活用を図ることを目指しており、このために国境を越えた投資を促進すること、個人および機関投資家による投資活動を促進することを柱の一つとしている。個人投資家に関しては個人投資家間の信頼と、正しい投資意思決定を支援するための透明性の向上が重要であると考えられている。欧州委員会は個人投資家向けの政策を推し進めるに当たり、次の研究調査が必要であると考えた。

- ・ 様々な販売チャネルを介しての個人投資家向け商品の供給状況
- ・ 個人投資家の金融助言へのアクセス状況および関連するリスクと便益
- ・ 個人投資家向け商品の募集におけるオンライン販売の影響、特に募集の幅と条件および投資家保護
- ・ フィンテック企業によって開発された新しい販売モデルのリスクと便益

EC[2018.4]報告書は、これらのテーマに関する研究調査結果をまとめたものである。

本報告書の研究調査の対象とした国は以下の15カ国である：

ベルギー	チェコ	デンマーク	エストニア	フランス
ドイツ	イタリア	ルクセンブルグ	オランダ	ポーランド
ポルトガル	ルーマニア	スペイン	スウェーデン	イギリス

調査対象企業は、各国の個人投資家市場の市場規模の80%をカバーできるように選んだ。なお、本研究調査は、様々な投資商品を各国の異なる規制の下で分析するものであり、既存の手段だけでは、共通の解決フレームワークにはならなかったとしている。このため、データ収集、机上調査、文献調査、オンライン調査、関連者へのインタビューなどの伝統的な調査方法に加えて、未熟な投資家を装って販売業者に投資に関する問い合わせをするという「覆面調査」も合わせて実施した。

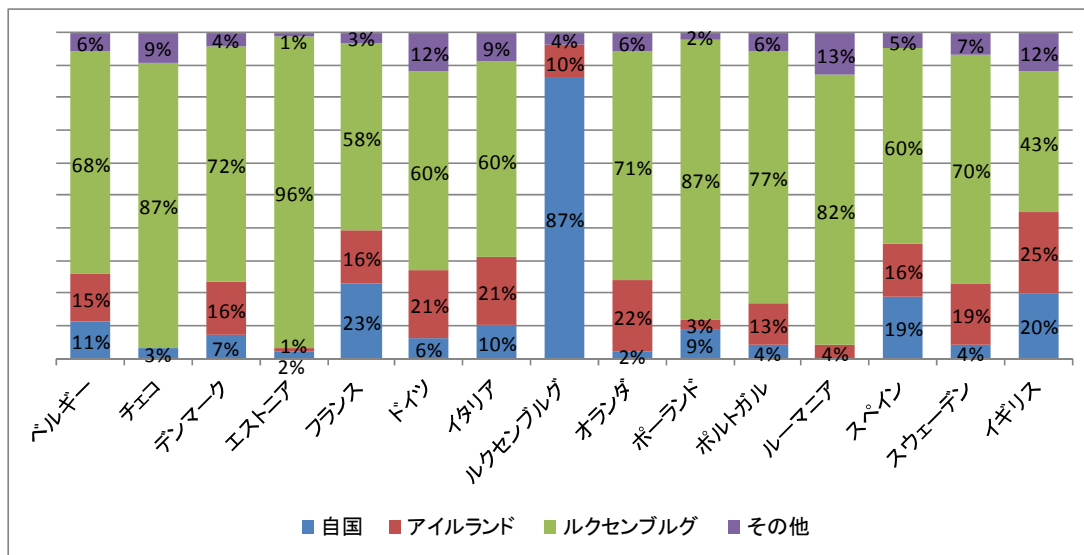
## 2. 個人投資家向け商品の販売システム・マップ

欧州における個人の金融資産の構成割合は2004年以来、比較的安定しており、預貯金が約30%でトップ、年金受給権資産が約20%、生保商品と株式が各15%程度であり、投資ファンドは7%程度である<sup>6</sup>。なお、EU加盟各国で現預金保有が多いのは共通であるが、他の金融商品の保有割合は国ごとに大きく異なる<sup>7</sup>。この預貯金の有効活用と株式や投資ファンドへの誘導が重要な課題となっている。

個人投資家向けの投資ファンドに関しては、発行シェアクラス数ではイギリス、ルクセンブルグが5万本超と多く、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダが続いている<sup>8</sup>。各国が発行する投資ファンドのうち自国内のみで販売するファンドのシェアクラス数は最大でも20%程度であり、7カ国で5%未満、ルーマニアに至っては0%である。つまり、どの国でも80%以上は越境を前提としたファンドのシェアクラスになっている<sup>9</sup>。

図表1は加盟国ごとに購入可能ファンドのシェアクラス数の国籍別比率を示したものである。どの国でもルクセンブルグ国籍ファンドが圧倒的に多く、次いでアイルランド国籍ファンドが多いことが分かる。ルクセンブルグを除くと、自国籍ファンドが20%前後になっているのはフランス、イギリス、スペインの3カ国だけで、ドイツやイタリアでも各々6%、10%にすぎない。

図表1. 各国における個人投資家が購入可能なファンドの国籍の分布状況



(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[2018.4]のGraph 12

<sup>6</sup> EC[2018.4]の Graph 2

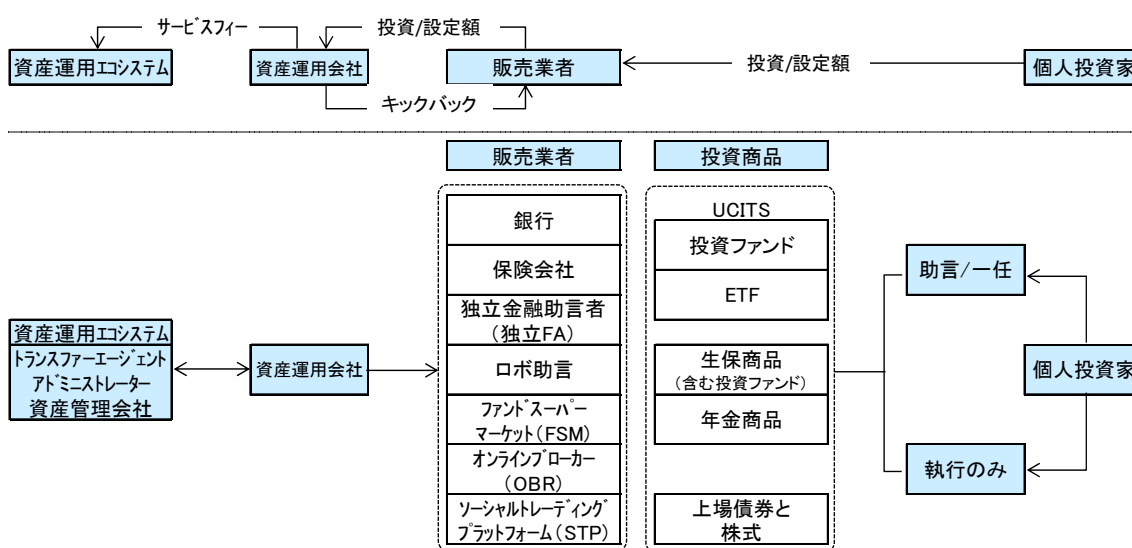
<sup>7</sup> EC[2018.4]の Graph 6

<sup>8</sup> 投資ファンドのシェアクラスの本数については、EC[2018.4]の Graph 5

<sup>9</sup> EC[2018.4]の Graph 11

図表2は製造者から個人投資家までの投資商品と資金およびこれに伴うサービス・フィーの流れを概略的に示したものである。欧州における販売チャネルの主流は対面営業（支店あるいは電話）の銀行と保険会社である。これに加えて、独立フィナンシャル・アドバイザー（独立FA）がいる。オンライン経由としては、従来からのファンドスーパーマーケット、オンラインブローカーに加えて、ロボ助言会社とソーシャル・トレーディング・プラットフォームという新興勢力も目立つようになっている。

図表2. 個人投資家向け商品の流通経路と資金フロー



[出所] EC報告書のp27

販売業者のウェブサイト調べてみると、個人投資家向け商品は、どの国でも株式ファンド、債券ファンド、ミックスファンド<sup>10</sup>等の投資ファンドが一般的であった。ETF、生保商品、年金商品は加盟各国によって軽重が異なっていた。ほぼすべての商品の情報はウェブで閲覧できるが、全く標準化されておらず未熟な投資家が理解するのは難しい。

図表2の上半分は、個人投資家が支払う投資資金の流れとそれに伴うフィーの配分を示したものである。投資資金は販売業者を経由して資産運用会社およびトランスファー・エージェント、アドミニストレーター、資産管理会社（保管銀行）などのエコシステムに流れる。2011年の調査によると、ファンドから支払われるフィーは、42%が資産運用会社に残り、販売業者に41%がキックバックされ、エコシステムの会社に17%が支払われるとのことだった<sup>11</sup>。

<sup>10</sup> 株式や債券など複数の資産に投資するファンドで日本ではバランス型と呼ぶのが一般的である

<sup>11</sup> EFAMA[2011]

投資商品の販売状況を詳しく調査するために532回の覆面調査が行われた。その際に調査員は次のような2種類の未熟な投資家を装ったとのことである。

- 投資家A (Profile A) :若くてリスク回避的な教師。投資の経験は無く、1万ユーロ(125万円)程度を投資しようとしている。
- 投資家B (Profile B) :中程度のリスクを許容する50歳のフリーランサー。限定的だが投資の経験があり、10万ユーロ(1250万円)程度を投資しようとしている<sup>12</sup>。

図表3は販売業者が投資家に積極的に推奨した商品の割合を国別にまとめたものである。一般的に、初心者である投資家Aに対しては債券ファンドや生保商品を多く推奨し、投資経験者である投資家Bに対しては株式ファンドやミックスファンドの推奨が多くなっている。投資家Aには安全性の高い商品を薦め、投資家Bにはリスクはあるが期待リターンが高い商品を薦めているといえる。特異なのはフランスで、生保商品の推奨が多く、株式に関しては銀行が自らの株式を推奨するのが一般的なようである。

販売チャネルとしては銀行ないし保険会社経由が支配的であるが、イギリスとオランダを除き、銀行ないし保険会社の助言者はほとんど独占的に自社商品を推奨していた。つまり、助言者は非独立助言者(非独立FA)ということである。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、執行サービスだけか、あるいは投資一任サービスになる。

ETFは対面営業ではほとんど推奨されていない。推奨があったのはドイツとスペインおよびイギリスの独立FAだけであった。一方、ロボ助言の推奨商品は圧倒的にETFに偏っている。ETFの種類に関する透明性はロボ助言会社によって大きく異なっていたが、投資家Aには債券ETFを、投資家Bには株式ETFを薦めていた。ロボ助言で次に推奨されていたのは、スペイン、イギリス、ドイツではミックスファンド、フランスでは生保商品だった。

銀行ないし保険会社が第三者商品を販売するときは、重要事項説明書(KIID: Key Investor Information Document)に記載されているコストとチャージの他に保管フィー(custody fees)を追加的に課するのが一般的である<sup>13</sup>。投資家はこれを足してコストを理解する必要がある。しかも、KIIDを他のウェブサイトを探しにいかなければならないこともあり、販売業者にはすべてのコストを分かりやすく開示する努力が不足している。なお、販売業者は顧客でない投資家にフィーを提示する法的義務はない。このように、個人投資家が適合する商品とチャネルを選ぶ際に必要なすべての情報を収集するのは大変難しい。

---

<sup>12</sup> EC[2018.4]、P20

<sup>13</sup> EC[2018.4]のTable 2によれば、年率で0.17% (ドイツ) から0.45% (イタリア) 程度である

図表3. 販売業者が積極的に推奨した商品

投資家A向けの推奨商品

	ベルギー	フランス	ドイツ	イタリア	ルクセンブルグ	ポーランド	スペイン	スウェーデン	独立FA イギリス
MMF	6%					18%	12%		
債券ファンド	6%		4%	28%	7%	41%	66%	8%	
株式ファンド	28%	3%	2%	13%	13%		2%	12%	
ミックスファンド	31%		52%	21%	27%	15%	12%	65%	47%
不動産ファンド			7%						
ETFs									20%
債券	11%		2%	4%					7%
株式		8%						4%	20%
生保商品	11%	89%	24%	28%	27%	18%	2%	8%	
年金商品	8%		7%	6%	13%	5%	5%	4%	7%
証券化商品			2%		13%	3%			

投資家B向けの推奨商品

	ベルギー	フランス	ドイツ	イタリア	ルクセンブルグ	ポーランド	スペイン	イギリス	独立FA イギリス
MMF	11%					18%	10%	6%	
債券ファンド	4%		3%	5%	7%	18%	3%	6%	
株式ファンド	14%	4%	10%	3%	43%	18%	3%		
ミックスファンド	36%	7%	59%	90%	29%	20%	68%	18%	37%
不動産ファンド			8%						5%
ETFs			8%				8%		
債券			5%			2%		12%	5%
株式		22%				2%		18%	21%
生保商品	18%	67%	8%	3%	18%	5%	5%		
年金商品	18%						3%	29%	32%
証券化商品					4%	16%	3%	12%	

ロボ助言が投資家Aと投資家Bの両方に推奨した商品

	ベルギー	フランス	ドイツ	イタリア	ルクセンブルグ	オランダ	スペイン	イギリス
MMF								
債券ファンド								
株式ファンド								
ミックスファンド	13%	29%	33%				43%	40%
不動産ファンド								20%
ETFs	88%		67%	100%	100%	100%	43%	30%
債券								
株式								
生保商品		71%					14%	
年金商品								
証券化商品								10%

[出所] EC[2018.4]のGraph8,9,10



### 3. 事例：個人投資家にとってのETFの利用のしやすさ

欧州におけるETF市場は2003年の163.3億ユーロから2017年の5,831.1億ユーロへと35.7倍に成長した<sup>14</sup>。当初はスワップを利用したシンセティックETFが主流だったが、スワップ取引でのカウンターパーティリスクが嫌われたこともあり、現在では本数と純資産規模の両方で現物ETFが主流になっている<sup>15</sup>。

ETFの種類としては、株式、債券、商品、通貨、オルタナティブ、レバレッジ/逆レバレッジ型、アクティブ運用など多様化しているが、2017年7月現在で純資産の70.4%が株式型であり、26.3%が債券型で、他の種類のETFの割合は小さい<sup>16</sup>。2016年時点で最も売れているETFは、1位と2位がドルベースのS&P500型（1位と2位は運用会社が違う）で、3位はドルベースのMSCI-World型である<sup>17</sup>。運用会社としては、BlackRockがETF純資産の47%を占めて圧倒的な首位である<sup>18</sup>。ファンド国籍ベースではアイルランドが47%、ルクセンブルグが17%、フランスが10%、ドイツが9%と続き、その他の国が17%である<sup>19</sup>。アイルランドの強みは米国を含む二重租税条約であり、ETFの世界三大巨頭であるBlackRock、Vanguard、State Streetはすべてアイルランドを使っている。

個人投資家にとってのETFのメリットは、広範な分散投資の実現、いつでも売買できる流動性およびコストの低さの3点である。平均的な運用管理費用は0.30%で、株式型は0.31%、債券型は0.27%、マルチアセット型は0.68%となっている<sup>20</sup>。米国は欧州と比べると、コスト面では25%程度安いようだが、ETF組成者と販売業者の関係に関する規制や慣行について様々な違いがあるので単純比較は難しい。

欧州のETFの純資産のうち個人投資家が保有するのは10-15%だけである。教育があり自主的な判断ができる個人投資家は、自分でオンライン投資プラットフォームから安いETFに簡単にアクセスできる。対照的に、未熟な投資家は銀行等での対面助言に頼るため、結果的にETF投資の推奨を受けられない（ただし、イギリスの独立FAは顧客にETFを推奨している）。銀行等が個人投資家にETFを推奨しないのは、ETF運用者が販売業者にコミッションを支払うというインセンティブスキームがないからであろう。

### 4. 投資商品のコストとチャージ

最も適合する投資商品を選択する意思決定においてコストは重要な要素である。本章で

---

<sup>14</sup> EC[2018.4]の Graph15

<sup>15</sup> EC[2018.4]の Graph16

<sup>16</sup> EC[2018.4]の Graph18

<sup>17</sup> EC[2018.4]の Graph17

<sup>18</sup> EC[2018.4]の Table3

<sup>19</sup> EC[2018.4]の Graph19

<sup>20</sup> EC[2018.4]の Table4

は様々な投資商品について代表的な販売チャネルで課されるコストについて分析する。

#### (1)調査方法

本章の情報は2017年中頃までに、次のような手順で仲介業者のウェブサイトから収集したものである。

- 対象とした仲介業者（銀行、保険会社、ファンドスーパーマーケット、オンラインブローカー、ソーシャル・トレーディング・プラットフォーム）は、各国の個人投資家市場の純資産規模の80%をカバーするように選択
- 調査員はウェブサイトを訪れ、主料金表を入手し、その情報をデータベース化
- 調査員は個人投資家専用ページに移り、すべての投資商品を記録
- 主料金表に掲載されていないコストの特定と情報収集に努力。大抵の場合、投資ファンド、生保商品、年金商品の3つがこれに該当
- 投資ファンドについては目論見書とUCITS-KIIDを収集。これらは概ねウェブサイトから入手できたが、入手できない場合はMorningstar社から入手
- 国ごとに株式や債券などのファンド種類別に各ファンドの一時フィーと継続チャージを取得して最大値、最小値、中央値を算出
- 生保商品と年金商品については、保険会社は通常、ダウンロード可能なシートにコストやフィーを含む詳細な情報を記載しているため、調査員はこのシートを入手（ただし、このシートに未記載の隠されたコストやフィーがあるかもしれない）
- フィーが絶対額で表示されている場合は1万ユーロの投資に対する比率を計算
- キャンペーン時の割引は考慮せずに無視

図表4は投資商品種類別のフィーの説明とその情報源を要約したものである。情報収集のプロセスで明らかになったことを以下に記述する。

販売業者ウェブサイトでのフィー情報は国や商品種類別によって大きく異なっていた。投資ファンド（MMF、債券型、株式型、ミックス型等）の情報収集は比較的容易であったが、ETFと不動産ファンドは部分的な開示しかしていない国もありやや難しかった。第三者商品販売の場合は、複数の文書から情報収集して投資家自らが合算する手順が必要なこともあった。上場債券・株式については、情報は常に開示されていた。

生保商品と年金商品は国によって相当異なる。ある国ではどの販売業者のウェブサイトでも全く開示がなかった。開示がある国の場合でも原資産運用のフィーが含まれるか否かを個人投資家が判断できる内容になっていなかった。総コストが比較的低い国では、継続チャージに原資産運用のフィーが含まれていない傾向があった。

販売業者にはウェブサイトを通して見込み顧客にフィーを提示する義務はなく、個人投資家が包括的なフィー情報を収集して正しく理解することは能力的にも無理なようであった。結果的に個人投資家は銀行の助言者から必要な情報と説明を受けることになる。

図表 4. 投資商品種類別のフィーと情報源

	経常フィー		情報源	一時フィー		情報源
投資 ファンド	継続 チャージ	①ファンドの管理フィーを含む継続的にかかる年率の費用で、投資額に対する比率で表示	KIID	入口 フィー 出口 フィー	②ファンド購入時に販売業者に支払う一時フィー ③ファンド売却時に販売業者に支払う一時フィー	KIID
ETFs	継続 チャージ	①と同じ	KIID	執行 フィー	④上場商品の取引が実行される際に投資家が仲介業者に支払うフィーで、取引額に対する比率で表示	料金表
債券	保管 フィー	⑤投資家の資産/証券を安全に保管するためにかかる費用	料金表	執行 フィー	④と同じ	料金表
上場株式	保管 フィー	⑤と同じ	料金表	執行 フィー	④と同じ	料金表
生保商品	継続 チャージ	⑥発行者によって年次ベースでチャージされるフィーで商品の管理フィーを含む。価値に対する比率で表示されている。国によっては、原資産運用にチャージされる継続チャージも開示されている	商品 説明書	入口 フィー 出口 フィー	⑦生命保険に加入する際に投資家が支払うフィー ⑧投資家が満期より前に生命保険を解約する際に支払うフィー	商品 説明書
年金商品	継続 チャージ	⑥と同じ	商品 説明書	入口 フィー 出口 フィー	⑦および⑧で「生命保険」を「年金保険」に入れ替えたもの	商品 説明書

筆者注1)「経常フィー」はRecurring fees、「一時フィー」はOne-off fees、「継続チャージ」はOngoing charge、「保管フィー」はCustody fee、「入口フィー」はEntry fee、「出口フィー」はExit fee、「料金表」はTariff sheets、「商品説明書」はProduct sheetsの訳

筆者注2) ETFsには保管フィーもかかるのではないと思われる

[出所] EC[2018.4]のp45

消費者保護機関によるオンラインアンケートでは、不明瞭なフィー構造が常に不満の対象になっている。個人投資家は助言者による商品およびフィーの情報が正しくないと感じる事が頻繁にあり、コストが高すぎる、あるいはコストが隠されている（特に生保商品における原資産運用のコスト）と不満に思っている。今後の規制ではフィーの透明性を高めて、投資家が十分な情報に基づく意思決定ができるようにすることが重要である。

以下では、最初に欧州全域で最も一般的な銀行・保険会社チャネルの分析結果を紹介し、次にオンライン投資プラットフォーム・チャネルの分析結果を紹介する。

## (2)銀行・保険会社の対面販売チャネルでのコストとチャージ

収集した個別情報から統計値を計算するに当たり以下のような取り扱いをした。

- 入口/出口フィーは実際の適用値ではなく適用可能な上限値である。これは販売業者の一般的な開示が”up to xx%”という形式になっていたからである
- 値はゼロを含まない中央値である。つまり、フィーがゼロのファンドは除外した
- イギリス、スペイン、スウェーデンの3カ国は入口フィーを入手できたファンドは半分未満だった。これらの国では第三者商品の入口フィーは表示していたが、自社商品の入口フィーの表示がない例が多かった
- 投資ファンドではアクティブ運用もパッシブ運用も区別せずに集計した

- 一貫性および比較可能性の観点から、パフォーマンスフィー(KIIDで調べたところ95%のファンドは「なし」)、保管フィー(第三者商品販売で発生するが、大勢は自社商品販売のみ)、不動産ファンドの成功報酬の3つは除外し考慮に入れなかった

EC[2018.4]報告書では、投資商品および証券種類別に、国ごとの分析対象本数、入口フィー、出口フィー、継続チャージの統計(中央値と最大値と最小値)が提示されているが、本稿では紙幅の関係もあり、国ごとの統計は図表5の株式ファンドだけの掲載とした。他の種類の投資商品についてご関心の読者はEC[2018.4]報告書を参照されたい<sup>21</sup>。

図表5. 株式ファンドの国別フィー統計

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
ベルギー	139	2.50%	5.75% 2.00%	1本も表示無し		1.96%	3.09% 1.00%
チェコ	176	3.00%	6.00% 2.00%	5.00%	6.00% 5.00%	1.86%	2.80% 0.95%
デンマーク	40	0.30%	3.00% 0.10%	0.31%	2.00% 0.10%	1.54%	2.80% 0.55%
エストニア	99	3.00%	5.75% 1.00%	1.00%	5.00% 0.50%	1.86%	2.85% 1.26%
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%
ポルトガル	38	3.00%	5.00% 2.00%	1.00%	5.00% 0.91%	2.17%	3.82% 0.50%
ルーマニア	34	5.00%	5.00% 2.00%	2.00%	5.00% 2.00%	2.01%	4.16% 1.20%
スペイン	181	5.00%	10.00% 1.00%	2.00%	4.00% 0.50%	2.12%	3.67% 0.14%
スウェーデン	191	5.00%	5.75% 0.25%	1.00%	2.50% 0.25%	1.66%	3.30% 0.20%
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[2018.4]のp51

<sup>21</sup> EC[2018.4]のp48~67

株式ファンドでは、最小値が非常に小さく出ている例があるが、これはインデックスファンドのためである。インデックスファンドは、スウェーデンの10%、オランダの7%を除けば、どの国も1%未満だが、アクティブ運用ファンドと比べるとコストが非常に低い。継続チャージはポーランドの4.03%が最も高く、イギリスの0.94%やオランダの1.10%の約4倍であった。一時フィーが最も安いのはデンマークであった。

図表6は13種類の投資商品および証券についての加盟国平均だけを抜粋して集約したものである。入口/出口フィーが最も高いのは不動産ファンドであり、継続チャージが最も高いのは株式ファンドであった。

図表6. 投資商品および証券種類別のフィーの加盟国平均  
(銀行・保険会社の対面販売)

投資商品種類	入口フィー	出口フィー	継続チャージ
マネーマーケットファンド	1.37%	1.25%	0.39%
債券ファンド	2.87%	1.69%	1.01%
株式ファンド	3.65%	2.01%	1.89%
ミックスファンド	3.77%	2.73%	1.51%
不動産ファンド	3.76%	3.20%	1.28%
元本保証付き生保商品	2.88%	1.83%	0.88%
元本保証無し生保商品	2.22%	1.03%	1.38%
元本保証付き年金商品	3.40%	2.62%	0.87%
元本保証無し年金商品	2.19%	0.97%	1.45%
年金ミュージュアルファンド	2.30%	1.65%	1.15%
証券種類	執行フィー		保管フィー
ETFs	0.73%		0.36%
上場債券	0.50%		0.32%
上場株式	0.64%		0.32%

[出所] EC[2018.4]のp48~67の諸表のうち加盟国平均だけを抜粋して集約

国別・商品種類別のフィーの分析結果で特徴的だったことを以下に紹介する。

- 個人投資家が販売業者から提示されるフィーは、国によっておよび商品種類によって大きな違いがあった
- 個人投資家に提示されるのは圧倒的に自社系商品である。したがって、コスト水準の大きな差は、国ごとの事情というより販売業者の販売戦略の違いに起因する
- 平均的にいって、オランダとイギリスはどの種類の商品でも継続チャージが最安水準だった。これは消費者向けの誘導禁止措置で何について支払っているかを知らせなければならぬために、仲介業者が助言を諦め、執行のみのオンラインチャネルを通して、より安いオプションを提示するようになったからだと思われる
- 対照的にポーランド、イタリア、ルーマニアの販売業者は各種の商品で最も高い平均

継続チャージを表示していた

- E T Fは、スペイン、デンマーク、ベルギーで最も高く、ポルトガルが最安だった
- E T Fは15の加盟国でアクティブファンドより平均的に60%ほど安かった
- 上場債券と株式のコストも国によって大きく違う。最も高いのはスペインとイタリアで、最も安いのはイギリス、オランダ、ルーマニア、ルクセンブルグであった
- 生保商品と年金商品の結果を見るのは最大限の注意が必要である。なぜなら、これらのフィーについて開示している販売業者が少なく、サンプル数が小さい。しかも、ほとんどの場合、原資産運用フィーを含めてすべてのフィーが含まれているか否かが分からない表示になっているからである

### (3)オンライン販売チャネルでのコストとチャージ

ミレニアル世代を中心に助言者（独立F Aや銀行・保険会社の非独立F A）に頼らずオンラインで投資する層が増えている。オンライン販売チャネルは大別すると、銀行のオンラインプラットフォームとその他の投資プラットフォーム（ファンドスーパーマーケット、D2C（直販）、オンラインブローカー）の2種類がある。どちらもフィーの透明性と分かりやすさは十分とはいえず、個人投資家がフィー情報を正確に把握するのは難しい。

近年、販売業者の提案を比較するサイトが普及してきているが、具体的な投資商品を探し出してフィー総額の業者間比較を行うためには、入力条件を注意深く設定する必要があり、ここでも個人投資家が総費用を正確に把握するのは難しい。しかも、独立性がなく、ある販売業者の提案に誘導する比較サイトもある。

銀行のオンラインプラットフォームでの投資ファンド販売は、宣伝キャンペーン時を除けば割引をしない。このため、店頭あるいは電話で購入する場合と同じ一時フィーおよび継続チャージを払わなければならない。

ファンドスーパーマーケットはイギリス、ドイツ、フランスに多数あるが、他にもベルギー、イタリア、スペイン、オランダ、スウェーデン、ポーランドなど合計9カ国にあることが確認された。ファンドスーパーマーケットでは一時フィーを節約できる。しかも、場合によっては継続チャージも安くなることもある。ただし、一方で国によっては継続チャージが最高レベルになることもある。なお、ファンドスーパーマーケットは、別途サービス・フィーを課すものもある。開示情報によるとサービス・フィーはフランスで0.79%、オランダで0.20%、ポーランドで0.15%、イギリスで0.30%であった<sup>22</sup>。

E T Fや上場債券・株式の取引執行フィーは、平均的にいって、ファンドスーパーマーケットなどのオンラインが安く、銀行の店頭や電話は高い。ドイツで例示すると、E T Fはファンドスーパーマーケットで0.25%、銀行オンラインで0.38%、銀行店頭・電話で1.00%であった<sup>23</sup>。同じ順番で、上場債券は0.25%、0.25%、0.50%となっており<sup>24</sup>、上場株式は

<sup>22</sup> EC[2018.4]の Table8

<sup>23</sup> EC[2018.4]の Graph21 に国別の数値表示があり、そこから抜粋

0.25%、0.50%、1.00%となっていた<sup>25</sup>。

生保商品や年金商品はオンラインではほとんど販売されていない。例外は2件で、フランスでは、生保商品の継続チャージが対面では0.85%だがオンラインでは0.75%だった。イギリスとスウェーデンでは年金商品がオンラインで簡単に購入できた。イギリスでは退職貯蓄の節税商品となっており、対面の1.62%に対してオンラインは1.08%であった。

## 5. 投資助言種類別の調査結果

個人投資家が投資意思決定を行う際には「助言」が重要な役割を担う。投資の候補となる商品を可能な限り広く捉え、各々の特徴をよりよく理解し、投資家の特性と投資目的により適合した商品を購入することを可能にする有力な手段になるからである。

現在、欧州には次の3種類の助言が存在する。

- 非独立助言：商品製造者から商品販売の誘導を求められている非独立FAによるもので、現在の欧州では（オランダとイギリスを除き）最も一般的である
- 独立助言：誘導禁止措置がある加盟国（オランダとイギリス）で独立FAによるもの。ただし、オランダでは助言ではなく投資一任になる
- ロボ助言：質問項目に対するユーザーの答えを分析してアルゴリズムが助言を行う

本章では、異なる種類の助言が、どのように個人投資家の特性および投資目的を考慮した上で投資商品を推奨しているかを調査した。特に品質面での次の比較を重視した。

- 誘導禁止を伴う独立助言の2カ国と非独立助言の10カ国の違い
- 人による対面助言とロボ助言の違い

ロボ助言のリスクと便益は後続の章で詳述するが、本章では対面助言との重要な差異を指摘しておく。対面助言は、顧客の特性や関心のみを臨機応変に対応する柔軟性が発揮でき、必要に応じて何回でも面会をすることが可能である。一方、ロボ助言は、事前に決定された単純な質問（必須の質問と条件付きの追加質問）の範囲でしか対応できない。

### 調査方法

投資商品助言の適合性確認に関して合意された定義がないので、本研究では専門家の助言と文献調査に基づき、4分類で合計13の確認項目（図表8の①から⑬）を作成した。調査員はこれらの項目を記載した「コンタクト・レポート」を持って覆面調査を行い、確認項目の内容が質疑の対象になったかを記録した。

覆面調査は前述の投資家Aと投資家Bを装って行ったが、原則として投資家Aと投資家Bは同数になるようにした。なお、金融サービス業における覆面調査は本質的に複雑なプロ

---

<sup>24</sup> EC[2018.4]の Graph22 から抜粋

<sup>25</sup> EC[2018.4]の Graph23 から抜粋

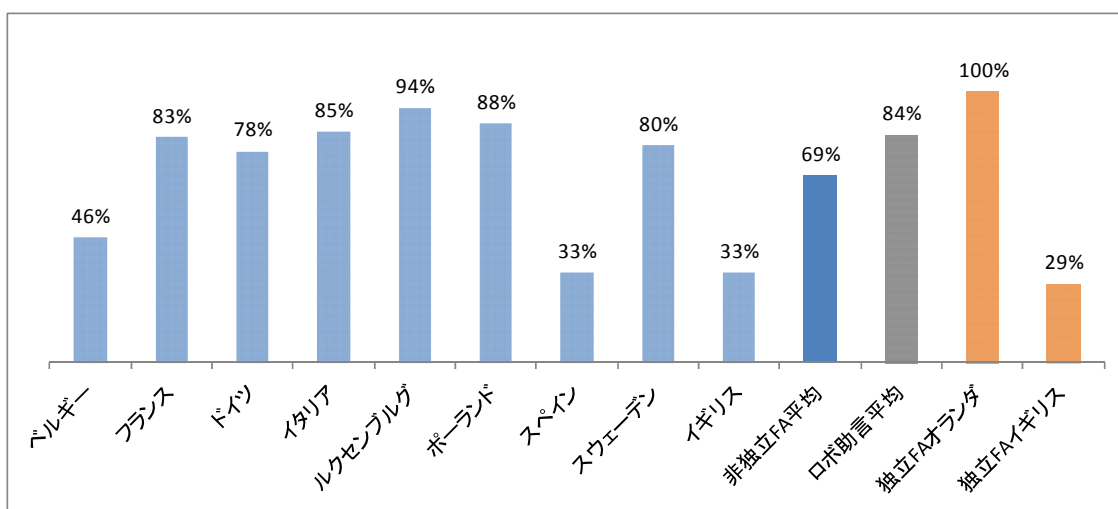
セスであり、様々な限界があったことは否めない。

### 調査結果例の紹介

紙幅の都合もあり、詳細な調査結果については「リスク性向」の確認だけを例示する。

「リスク性向」の確認は助言者による差異が大きかった。図表7に示されているようにスペインとイギリスの非独立F Aによる確認割合は30%程度と低かった。逆にルクセンブルグとポーランドの非独立F Aによる確認割合が最も高かった。オランダの独立F Aはリスク性向を100%確認していたが、これはオランダでは助言ではなく投資一任になるためである。一方、イギリスの独立F Aは29%しかリスク性向の確認をしておらず、イギリスの非独立F Aと同じ水準だった。投資家タイプでいうと、投資家Bの方が投資家Aよりもリスク性向の確認が行われていた。例えば、フランス（A:67%、B:100%）とスペイン（A:0%、B:65%）で顕著であった。一方、イギリスの独立F A（A:67%、B:18%）では逆の傾向があった。

図表7. 助言者は「リスク性向」の確認をしたか？（Yes回答の割合）



筆者注) 「非独立FA平均」は原資料にはなかったが、筆者が単純平均で計算

[出所] EC[2018.4]のGraph24

ロボ助言は、ほとんどが次のような質問によってリスク性向の確認を行っていた。

- もしあなたの投資が下落したらどのように反応しますか [4択]
- 1年間でみて、耐えられる一時的な損失はどの程度ですか [パーセント値]

図表8は4種類13項目の各々について、非独立F Aによる確認の割合が最も高かった国とその割合、最も低かった国とその割合、非独立F A助言国の平均値、ロボ助言の平均値、独立F Aの2カ国の確認割合を一覧表にまとめたものである。なお、「⑩助言商品数」



については「1本、2本、3本、3本より多い」という四択の選択肢に対する回答割合データが表示されていたが、筆者が「3本より多い」を4本とみなして加重平均本数を計算した。このため、図表8に表示されている数値は若干過小になっているはずである。また、「4) 投資商品に関する情報」において独立FAのオランダが未記載になっているのは、オランダが投資一任サービスだけであるため該当しないからである。

EC[2018.4]報告書には、各確認項目について前述の「リスク性向」と同様な図表およびコメントの記述がある。ご関心の項目があれば原報告書をご参照いただきたい。

図表8. 投資助言の際に「確認項目が確認された割合」の要約表

4分類	非独立FA				ロボ助言 平均	独立FA		
	13 確認項目	最高値国	最低値国	平均		オランダ	イギリス	
1) 投資目的とリスク性向								
① 投資期間	仏、Lux、英	100%	ドイツ	87%	95%	93%	89%	76%
② リスク性向	ルクセンブルグ	94%	スペイン、英	33%	69%	84%	100%	29%
③ 投資目的	イタリア	98%	ベルギー	32%	71%	70%	89%	57%
2) 経験と知識								
④ 投資経験	スウェーデン	100%	ドイツ	77%	89%	66%	84%	100%
⑤ 教育レベル	イタリア	75%	仏、Lux	0%	35%	18%	32%	29%
⑥ 職業	伊、スウェーデン	85%	ルクセンブルグ	38%	67%	39%	53%	76%
3) 保有財力と投資目的の整合性								
⑦ 定期収入	イギリス	89%	フランス	20%	59%	66%	74%	62%
⑧ 保有金融資産	イギリス	100%	ルクセンブルグ	50%	77%	91%	79%	90%
⑨ 支出・負債状況	イギリス	89%	フランス	12%	45%	41%	47%	38%
⑩ 損失耐性	ポーランド	90%	フランス	20%	61%	45%	74%	57%
4) 投資商品に関する情報								
⑪ 助言商品数	スウェーデン	2.8	ベルギー	1.4	2.0	1.3		2.0
⑫ リスクの説明	ポーランド	100%	イギリス	56%	87%	71%		86%
⑬ コストの説明	スペイン	90%	イギリス	56%	80%	86%		76%

筆者注1) 国名は、仏＝フランス、Lux＝ルクセンブルグ、英＝イギリス、伊＝イタリアの略

筆者注2) ⑪の商品数は「1, 2, 3, 3より多い」という選択肢であったが、「3より多い」は4とみなして平均本数を計算

筆者注3) 非独立FAの「平均」は原資料にはなかったが、筆者が単純平均で計算

[出所] EC[2018.4.]のGraph23～35のデータを筆者が集約し一部加工した

覆面調査の結果の概要は以下のとおりであった。

- 本研究の下で設定された基準で判断すると、一般的な適合性の確認が行われている度合いは、国ごとにおよび助言者タイプごとに大きな違いがあった
- 投資期間の確認割合は高かったが、リスク性向と投資目的の確認は、国ごとにおよび助言者タイプごとに大きな違いがあった
- 投資家の経験と知識に関しては、どの国、どの助言者タイプでも確認割合が非常に高かった。これと比べて、職業の確認は国によって確認割合にバラツキがあった。また、教育レベルの確認割合はかなり低かった
- 助言者は投資家が保有している金融資産状況についてはよく確認しているが、投資家の定期的収入や家計支出・負債返済状況などについての確認割合は相対的に低かった
- 損失耐性の確認は現状の規制下では必須ではなく、確認割合のバラツキは大きい

一部の国（ポーランドやルクセンブルグ）では助言者は頻繁に確認を行っていた

- 独立F Aは非独立F Aと比べて損失耐性についての確認割合が高かった
- 助言者には投資額が大きい投資家ほど金融資産状況に関する確認が少なくなる傾向が明らかであった。金融機関の視点からはこのような顧客ほど価値が高く、小難しい質問をスキップして、すぐに投資商品推奨に向かう傾向があった。投資額が大きい投資家は、小さい投資家と比べると投資経験、期間と目的、リスク選好度合い、損失耐性についてより多く確認されていた
- 推奨される投資商品の数はどの国、どの助言者タイプでも2本ないし3本であったが、ロボ助言だけは例外で1本が多かった（10回の覆面調査のうち8回が1本）
- 調査員は、独立F Aでも非独立F Aでも具体的な推奨商品の適合性に関する議論は限定的だったという印象を持っている。あるケースでは、助言者は自社製の小ポートフォリオ群を所属機関の専門家が事前に構築していると説明していた。これらは顧客特性およびニーズの微妙な違いを大括りにしてカバーするもので、助言者の仕事はこれらの小ポートフォリオ群の中からその投資家に最も適合しそうなものを選び出すだけだった。このアプローチは不適合商品選択のリスクを減らすかもしれないが、非独立助言のインセンティブスキームによるバイアスが起きやすい
- リスクの説明については欧州全体でみると独立F Aでも非独立F Aでも大差はなかった。ただし、イギリスでは独立F Aは非独立F Aよりもよく説明していた
- フィーと推奨商品の詳細な説明に関しては、3種類の助言者タイプで大きな違いは見られなかった。調査員によると、助言者は、商品のパフォーマンスについて過去実績はよく説明するが、将来の見通しについてはほとんど語っていなかった

ロボ助言の調査結果の概要は以下のとおりであった。

- ロボ助言はお決まりの複数回答質問に基づくという固有の制限があるため、人間の助言と比較するのは難しい。パーセントで表示された調査結果の数値を見ると人間の助言と比較できるように思いがちだが、これらの数値は1～3問程度の単純な質問から導き出されたものであることを留意しておくべきである
- すべてのロボ助言は、助言プロセスの途中介入で電話やチャットを使った人による支援ができるようになっていた。多くのロボ助言では人による踏み込んだ情報やガイドンスの提供を行っていたが、一部のロボ助言は使用方法に関するヘルプデスクに過ぎないものもあった
- 質問は客観的に行われている印象であった
- 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、人による助言への切り替えを薦めてきた
- ロボ助言は、投資家の金融資産状況、経験、リスク性向に関する自己評価に依存しており、信頼がおけない情報を入力すると不適合な商品を推奨してきた

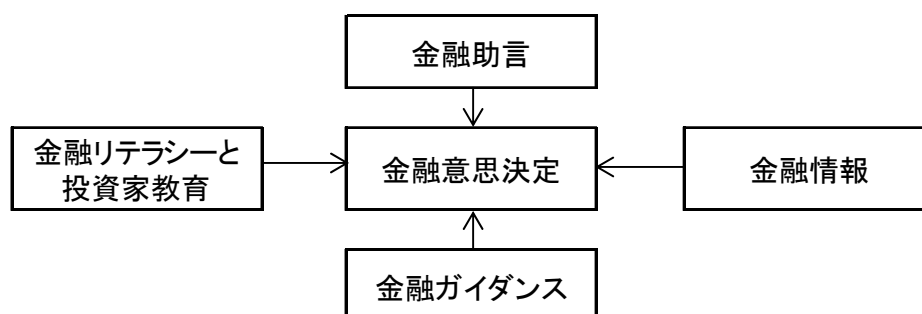
## 6. 投資商品に関する消費者の挑戦

### (1) 様々な種類の投資助言の便益とリスクの感じ方および理解

本研究では、主として学術研究に基づき、銀行・保険会社での非独立FAによる助言、独立FAによる助言、ロボ助言について消費者がどのように便益とリスクを感じているかを調べ、さらに助言に対する支払い意思についても調べた。

これらの調査の前提として、最初に金融意思決定のモデルについて説明する。「金融意思決定」をサポートする4つの要素が図表9に示されている。

図表9. 金融意思決定のビルディング・ブロック



【出所】 EC[2018.4]のGraph36を一部加工して翻訳

「金融情報」はインターネットの普及により、むしろ情報過多になっている。「金融助言」では最終的に具体的な投資商品の推奨が行われる。一方、「金融ガイダンス」は、個人の人生の目的と優先事項、現在の金融資産・負債状況、将来の金融的な計画と目標を基にして、現在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。「金融リテラシー」とは金融関係の事項を効率的に管理する能力と知識のことであり、「投資家教育」の結果として得られるものである。

金融リテラシーは、投資家の年齢（若者と年配者は低く、中年は自己評価が高すぎ）、性別（どの年齢層でも男の方が高い）、本人の教育（学歴に比例する傾向）、家庭の影響（親の学歴）によって違いが見られるが、一般に欧州全域で低いレベルにあり、改善が見られない。投資の知識に関しては、基礎的な知識にとどまらず、多少、高度でも必須といえる知識もあまり普及していない。債券価格と金利の関係を知っているのはオランダ人のうち4人に1人だし、多くの投資家はリスク分散に関して限られた知識しかない。株式市場の機能とかミューチュアルファンドが何をしているのかも知らない。一方で、金融リテラシーが高い人はフィーが安いミューチュアルファンドを賢く選択できている。

金融リテラシーが低いために、ほとんどの家計は投資から距離を置いているが、人生のある段階では投資意思決定を避けて通ることはできない。その際に欧州の個人投資家が誰

に相談するかを複数回答で聞いてみると、多い順に銀行が41%、インターネットが38%、F Aが23%、家族や友人が28%、新聞が20%、テレビ・ラジオが10%であった。しかし、年齢層でみると様相はすっかり変わる。若者は家族・友人を疑いインターネットで調べ、年配層は銀行やF Aを信頼して相談している。ただし、人々は重大な意思決定であっても金融助言（投資商品推奨）を求めない傾向がある。理由は、過去に不適合商品を売られた経験と、助言者が顧客利益を優先していないと感じているからである。

多くの加盟国では教育プログラムが用意されているが、全体的な金融リテラシーが低いために効果が出ていない。金融リテラシーを補うものとして、金融ガイダンスが注目されている。投資商品推奨とは切り離されているので利益相反がない。金融ガイダンスを受けた者は、自分であるいは金融助言を使って、複雑な商品ではなくより単純で適合性が高い商品を選べることになる。ただし、公的あるいは準公的な機関が金融ガイダンスを提供しているのは、今のところイギリスとドイツだけで、欧州全域では一般的ではない。

### 金融助言のリスクと便益

助言は個人投資家が意思決定をする際に重要であり、よく利用されている。投資家は独立F Aとブローカーにはコミッションが必要なのは理解しているが、無料に見える非独立F Aが雇い主の自社商品を販売するインセンティブスキームの下で助言していることに気づいていないことが多い。気づいている場合でも、個人投資家の半分は提供される情報や助言にバイアスがある点には気づいていないようだ。実証分析によれば、非独立F Aは銀行にとって最も利益を生む自社商品（取引が多くフィーが高い商品）を推奨していて、助言を実行した顧客のネット・パフォーマンスが独立顧客と比べて非常に悪いことも確認されている。ただし、助言を受けても、推奨商品を実際に購入している投資家は多くないという研究結果もある。

金融リテラシーと専門家の助言を受けたがる傾向との関連性は、実証分析では矛盾する報告が見られてハッキリしない。この不明確な関係は「自信過剰」によるのかもしれない。あるモデルによると、自信過剰の投資家は助言者や銀行・保険会社が提供する情報に頼ることを好まず、直接情報収集しがちである。これは自ら収集した情報を（実際より良いと）過大評価しているからである。結果的に、自信過剰投資家は不十分な分散のおかげもあり、パフォーマンスはよくない。金融相談や助言に抵抗感をもつのは男性の方が多いが、男性の方が自信過剰だとすれば驚くことではない。個人投資家は助言を受けても、自らの投資スキルを過大評価しているため、そのまま実行に移すことは稀なようである。

### 助言料支払いの意思

様々な種類の助言に対する投資家の助言料支払い意思については十分に解明されていない。助言の有料化は嫌われているが、ある調査ではイギリス人の46%は費用が合理的ならば（法規制下の助言は）有料でもよいと答えている。有料の可否意見は、過去に受けた助

言の便益と欠点に関する認識に依存しているようだ。スウェーデンでは35%の成人が資産額の1.1%の年率助言料なら払ってもよいと考えているようである。ロボ助言については20%の回答者が自動化助言でも払ってもよいとした調査もある。助言の有料化は女性よりは男性に、年配者よりは若者に許容する傾向がある。

教育が高いほど、あるいは富裕層ほど有料助言を利用する傾向がある。専門家を雇うことの便益を認識するにはある程度の知識が必要なのかもしれない。富裕層は助言利用で多くを得ているようであり、このことから、金融意思決定において最も失敗しやすい低所得家計にも専門的な助言が必要なのは明らかであろう。

## (2)個人投資家向け商品に関する不満の概要

本研究では8つ消費者保護機関（CPA<sup>26</sup>）と15の紛争解決機構（ADR<sup>27</sup>）からのフィードバックを受けて、個人投資家向け商品に関する消費者の不満について多くの洞察を得た。投資商品の販売に関して最も有害であるとされたのは以下の3点である。

### 不適合な商品の販売 (Mis-selling)

投資家は商品の内容と付随するリスクについて理解せずに契約していることが多い。これはリスクとリスク分散に関する理解がないなど低い金融リテラシーのせいである。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、推奨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。このような現状はどの加盟国でもほとんど同じである。

### 高いあるいは隠されたフィー

不透明なフィー構造のおかげで投資商品にかかる実際のフィーが理解できない。個人投資家は、聞いていたよりフィーが高かった、あるいは購入前にフィーが開示されていなかった（例えば、生保商品では組み入れ投資ファンドのコストが未開示）ことに大きな不満をもっている。

### 金融リテラシーとガイダンス

CPAやADRは、一般投資家は低い金融リテラシーのせいで損失を被っていると答えている。主要な12カ国の調査でも、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。金融リテラシーは改善している様子もない。金融リテラシーの無さは広範に行き渡り、特定の人口グループでは特に深刻であった。一部のCPAやADRは、今後の規制強化では低所得投資家は助言対象から外し金融ガイダンスを重視していくのではないかと予想していた。

個人投資家が持つ不満は投資商品のシェアを反映しているようで、一般にミックスファ

---

<sup>26</sup> Consumer Protection Agencies

<sup>27</sup> Alternative Dispute Resolution agencies

ンドと生保商品には頻繁な不満があった。債券と株式への不満は時々ある程度で、ETFへの不満はほとんど聞こえてこなかった。ドイツでは、投資ファンドを組み入れた年金商品への不満が多く、フィーの情報が得られないか得られても不透明であることが不満の理由であった。

平均的な個人投資家は投資商品に関して自らが持つ権利の意識が希薄である。CPAやADRは調停／仲裁プロセスにおける法的救済の仕組みを継続的に改善していくべきであると示唆していたが、どの機関も投資商品契約時に消費者を保護するためにさらに規制していくことは望んでいなかった。規制強化の検討はMiFID II、PRIIPs、IDDのような規則が発効して、その効果を分析した後でよいという意見だった。既に投資家保護規制は多すぎる状態で、例えば、イギリスでは誘導禁止助言を重視しすぎた結果、5万ポンド以上ないと助言を受けられない状況になった。これは低所得投資家の締め出しを生んでいる。

## 7. 個人投資家向け商品の販売プロセスを導く取り組み

本研究では、各国の管轄当局と消費者協会が個人投資家向け商品の販売プロセスをどのように改善し導いて行こうとしているかを調べた。

各国の管轄当局は、自国内で事業を行う機関にライセンスを与え、金融商品とその取扱機関が欧州および自国の規制を遵守しているか、投資家に適合する販売を行っているかを常時監視している。そして、個人投資家の保護も重要な役割になっている。今回の研究では、15カ国の管轄当局に協力を依頼したが、10カ国が電話インタビューに応じ、2カ国が文書による回答を寄せた。

12カ国とも、UCITS、AIFMD、MiFID、PRIIPsのような中心的な規則は重大な追加条項なしで、ほぼそのままの形で導入している。多少の追加条項があっても他国業者の参入障壁になるようなものはなく、投資家の保護を強化しているだけであると主張していた。

本研究で繰り返し述べているように、欧州の投資商品販売の圧倒的多数は、銀行・保険会社で非独立FAから自社商品を推奨されるというパターンである。これによって、顧客利益よりFAあるいはFAの雇い主の利益を優先する販売になり、投資家には、不適合商品の販売、期待を超える高いフィーなどの不満が生じる事態が続いている。ところが、イギリスとオランダでは助言における誘導禁止が導入され風景が一変した。

イギリスでは2012年に個人投資家販売レビュー(RDR<sup>28</sup>)が導入されたが、その目的は、①個人投資家ニーズに合致した真の独立助言、②提示されるサービス内容の明確な理解、③コミッション・バイアスが取り除かれ商品製造者の影響がない推奨・助言、④助言コストの明示、⑤投資助言品質の向上の5つであった。2014年に行われたフォローアップ調査

---

<sup>28</sup> Retail Distribution Review

では、目的に向かって確実に成果が上がってきているとのことだった。この状況は本研究の覆面調査でも概ね確認されている。

オランダでは、2006年の保険市場スキャンダルを受けて、コミッションの透明性の向上や上限の設定など当局による様々な取り組みが行われた後、2014年に伝統的な販売業者であれ独立FAであれ、個人投資家に対して助言を行うことを禁止するに至った。このため、個人投資家は、自分で意思決定して執行サービスだけを受けるか、あるいは投資一任サービスを利用することになった。助言者や仲介業者は個人投資家のニーズにより敏感になって商品内容を工夫するようになったが、一方で投資することを諦める投資家もでてきた。このような誘導禁止の動きは近年ではアイルランドでも検討されている。

フィンテックの進展に伴い、イギリスでは管轄当局<sup>29</sup>が主導して市場および個人投資家にアクセスする創造的アイデアを奨励するための実験的な試みを行っている。2016年6月に民間から146件の提案を受け、55件が採用されて限定的だが実際の投資家向けに半年の実験を行った。この実験に参加したのはBud社やAssetVault社といった資産管理などサービス志向の会社が多かったようだ。これをきっかけに飛躍できた会社も多く、この実験は成功であったと評価されている。他の国の管轄当局もフィンテックに関してオープンであり検討を始めているとしているが、まだ具体的な施策を展開するまでには至っていない。なお、どの国の管轄当局もフィンテック会社向けの新しい規制がすぐに必要になることはなく、当面は従来規制で足りると考えていた。

各国の管轄当局は、投資家保護を強化するために、EUと協力して、法令に反する商品やサービスを見つけ次第、公衆に開示し警告している。2017年11月にはベルギーとイギリスで立て続けに詐欺的投資商品に関する警告が消費者向けに発せられた。各国の管轄当局は消費者向けに提示されている商品が規制に合致したものであるかを判定できるようなデータベースを構築し使用に供している。

いくつかの国では、法令あるいは自主規制によって自国内での不適合商品や複雑すぎる商品の抑制も始めている。デンマークでは2011年4月から、その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、ポルトガルでも2013年1月から投資商品に「オレンジ」を加えた4色の交通信号型の表示を義務づけている。2011年8月にベルギー当局のFSMA<sup>30</sup>は、複雑性について定義づけした上で、複雑な証券化商品の個人向け販売を一時中止にし、一定の条件を満たすまで販売を許可しないとされた。フランスでも2018年初めに導入した法律によって不法な広告は4分の1に減った。各国の管轄当局は2018年1月から適用が始まったMiFID IIにより、個人投資家向けの高リスク商品にはより厳しい規制が課されることになると考えている。2016年6月にESMAは差金決済取引

---

<sup>29</sup> Financial Conduct Authority

<sup>30</sup> FSMA: Autorite des Services et Marchés Financiers

やバイナリーオプションなどの投機的商品の危険性について警告を発したが、これは各国の管轄当局への投資家からの苦情が著しく増加したことを反映したものである。

各国の管轄当局は、金融教育と個人投資家の知識を強化することを目的とした取り組みも積極的に実施している。一方で、DG F I S M A<sup>31</sup>が最近行った7ヵ国調査によれば、金融ガイダンスに関する取り組みが広がっているのは、オランダ、イギリスと（欧州外の）オーストラリアだけであった。ベルギー、フランス、デンマークでは管轄当局が、ドイツでは消費者協会が努力しているものの金融ガイダンスの導入水準は低い状況にある。

各国の管轄当局は、EU指令に追加的な規制を加えて国の規制あるいはベストプラクティスとしている。例えば、ドイツでは、2010年から投資サービスを提供するすべての企業は個人投資家向けの投資助言について文書化された議事録を保管することが義務づけられ、この議事録作成保管の体制は監査も受け、不適切な場合は罰金も科されることになった。この取り組みの後、ドイツは2012年に投資助言の専門家登録制度を始めている。

フィーは資産運用業界の核心である。欧州のどの国でも入口フィーを禁止する動きはなく、将来的にもなさそうだが<sup>32</sup>、スペインは運用管理と入口/出口フィーに上限を課した。入口フィー、出口フィーおよびその合計のいずれも5%を超えてはいけないことになっている。2018年1月適用のPRIIPsによって、コストに関する透明性（特にコストが投資家リターンに及ぼす影響）が長期的に個人投資家に利益をもたらすことになるだろう。

各国の管轄当局は一般的な方法に加えて独自の方法で調査・検査を行っている。特にフランス、アイルランド、イギリスでは市場慣行が法令に従っているかを評価するために覆面調査を行っている。すべての管轄当局は、2018年1月に適用開始のMiFID II とPRIIPsは関係者にとって面倒かつ管理負担が高いが個人投資家保護強化に役立つと強調していた。

本研究ではインタビューを通して主導的な消費者協会の見方を収集した。ある協会は市場での競争を強化し、個人投資家向けの料金を低下させ、最良の商品とサービスの提供を促す施策が、個人投資家の信頼を回復したと主張している。ポイントは以下の4点である。

- 単純で、透明で、比較可能な投資商品からの選択。これは特に年金商品について必要で、今のところ多重フィーでパフォーマンスが悪く、開示が弱く、適切な助言が行われていない。第一歩は開示の改善だが、ガバナンスとインセンティブの改善がより重要である。イギリスの「単純商品イニシアチブ」が参考になろう
- バイアスのない助言と透明性の高い情報の提供。これによって、個人投資家を利益相反、ミスリードあるいは不完全な情報に晒すことから保護できる。消費者協会は誘導禁止の導入を求めている。次期の規制ではパフォーマンスとコストに関する情報開示

---

<sup>31</sup> Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union : 金融安定性、金融サービスおよび資本市場同盟のための総局

<sup>32</sup> 欧州外では2009年にインドが入口フィーを禁止した



を検討すべきである

- 不適合な投資商品に対する戦いを強化。金融商品が他の商品と違って公的な事前テストをしにくい特徴があることから、不正利用をより効果的に発見して厳罰を処し、被害者に適正な補償を行うなどの是正メカニズムを整備すべきである
- 新テクノロジーの潜在力の活用。個人投資家に適合性のある安く透明性が高い商品を提供するために、ロボ助言などの新テクノロジーの潜在力やインデックスETFを一層活用すべきである

## 8. 個人投資家向け商品販売でのオンラインプラットフォームとフィンテックの影響

本章では、欧州におけるオンラインプラットフォームによるビジネスと販売モデルの現状と将来を分析し解説する。分析対象は、欧州で最も成功しているとされるファンドスーパーマーケット、ロボ助言、ソーシャル・トレーディング・プラットフォームの3つである。主要プレーヤーとのインタビューなどにより、各オンラインプラットフォームについてターゲット顧客、商品とサービス、販売戦略、フィー、便益とリスクなどを調査し、地域および加盟国で比較を行った。

### (1) オンライン投資プラットフォーム (OIP)

執行サービスのみを提供するオンラインプラットフォームは、欧州ではファンドスーパーマーケット (FSM)、オンラインブローカー (OBR)、銀行オンラインプラットフォーム (銀行OP) の3つが代表的である。FSMでは投資家は一つの口座の中で、数多くのプロバイダーからの広範なファンドに投資することができる。一方で、OBRは、高度に洗練された自己判断型の投資家をターゲットにしており、複雑な商品に焦点を当てて調査やガイダンスなしで提供している。また、銀行も個人投資家にオンラインで投資を可能にするプラットフォームを提供している。以下では、この3種類をまとめて「オンライン投資プラットフォーム (OIP)」と呼ぶ。

顧客層については、FSMと銀行OPは広範囲であるが、30歳前後の若手と50歳以上の年配者がターゲットになっている。イギリスでは初めて投資を行う50歳の投資家の平均投資額は4,600ポンドで、平均2.7本に投資している。FSMと銀行OPの存在が大きなドイツ、フランスでは典型的な投資規模を特定することはできなかった。OBRの典型的な顧客層はテクノロジーに精通した自己判断型の40歳前後の男性である。投資額は年間3,000ユーロから5,000ユーロほどで、利益目標がなく趣味的に取引をしている。

投資商品については、FSMと銀行OPは投資ファンドと株式が中心であるが、国によっては生保商品や年金商品およびその国特有の商品も提供している。さらに、投資家教育や調査情報、分析ツールなどの情報コンテンツも追加的に提供している。FSMの中には自らのサービスを補強するために独立FAを紹介するところもある。OBRは主として株

式、債券、商品などに関する差金決済取引（CFDs<sup>33</sup>）を提供しているが、高リスク商品なので損失拡大を防ぐストップロス・ツールも提供している。OIPが幅広く提供されているのはドイツとイギリスで、他の国はそれぞれ特有の状況がある。スペインとチェコでは暗号通貨の取引があり、ポルトガルではIPO株を買うことができる。

販売戦略については、広告はほとんどがオンライン上で行われており、金融ジャーナルのようなオフラインでの広告もあることはあるが非常に少ない。

普及・発展の度合いについては、OBRは、欧州のほとんどの国にあり、欧州パスポートを使って国境超えのサービスを提供していて一部はアジアにも進出している。ただし、CFDsを禁止している米国への進出はできていない。FSMの普及度合いはOBRほどではない。イギリスに15社、ドイツに6社、フランスに8社のFSMがあるが、他の加盟国には数社程度しかない。FSMもOBRも公式統計が不在のため取引量を把握することはできない。最もOIPが発展している国はドイツとイギリスである。ドイツでは61%の個人投資家が利用し、年間5千万件の取引があり、220万人がインターネット上で株式や証券を取引している。イギリスではFSMは2008年の1,080億ポンドから2016年の5,920億ポンドに拡大し、個人投資家のファンド購入の50%以上がFSM経由である。

フィーについては、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。イギリス、ドイツ、フランスのような成熟市場ほど下落圧力が強い。フィーは取引料と管理・保管料の2つに大別される。取引料は5ユーロや、場合によっては1ユーロという定額もあるが、取引額の0.05-0.25%が一般的である。管理・保管料はOIP使用料も含むが規模の小さい投資家向けには投資額の0.20-0.40%で、月10ユーロという定額制もある。多くのOIPには不明瞭な追加フィーがある。同じ注文でも電話の場合はオンラインの6～7倍にもなることがあり、取引が不活発な場合に課されるフィーやファンド解約時にかかるフィーもある。口座開設に必要な最低額は通常低く設定されており、一般的には0～500ユーロの範囲である<sup>34</sup>。

適合性と妥当性の確認は、OIPでもMiFIDに従って必須である。金融知識に乏しい平均的な個人投資家が間違った売買をしないために必要な措置である。執行サービスだけのOIPでは、妥当性チェックは投資商品に関する知識と経験を確認するものであるが、単純な投資商品の場合は免除される。口座開設前に妥当性チェックをしていたのは高リスク取引を行うOBRだけであった。平均的な質問数は17で、現在の金融資産と過去の投資経験に関するものであった。あるOBRは、外国為替の実額のペア取引を例示して、損益額を回答選択肢にして問うという質問をしていた。一方で、単純な商品を扱うFSMは、オンラインの妥当性テストは免除対象であるとして実施していなかった。

OIPの便益は投資にかかるコストの安さである。一般にFSMとOBRは最安の販売チャネルである。FSMは投資ファンドの入口/出口フィーが割安で、継続チャージすら割

---

<sup>33</sup> Contract For Difference

<sup>34</sup> EU[2018.4]の Graph38

引があることがある。広範な商品と情報へのアクセスの容易さも利点である。F S Mでは多数のファンド製造者から数千の投資商品が購入可能で、銀行店頭と銀行O P、その他の伝統的販売チャネルを凌駕している。O I Pは取引執行の確認を従来のT + 3日から数分レベルに短縮した。ポートフォリオ・モニターツールも提供され、残高だけでなく取引履歴も見ることができる。先進的なF S Mでは、投資初心者が金融助言と商品の基礎を学ぶことができ、リアルタイムおよび過去の株価、市場イベントの扱い方、企業調査や経済および市場分析に関する情報が提供され、他の投資家とチャットすることもできる。個人投資家向けにO I Pのサービス、商品、フィーを比較するツールを提供する業者もいる。

O I Pのリスクについて、特に金融リテラシーが低い投資家には注意が必要である。代表的なものを3つ挙げる。第一は多数のO I Pの中から最も適合するプラットフォームを選ぶことの難しさである。プラットフォーム比較ツールが必ずしも中立・公正ではないことも選択を難しくしている。第二は間違っ買って買うリスクである。適合性及び妥当性チェックも基本的なものしか行われておらず、金融リテラシーが低い投資家が理解できない投資商品に貯蓄の大きな割合を投資してしまうリスクがある。多くのF S Mはファンド選択ツールや、広範な投資情報、投資商品に関するガイダンスなど豊富な機能を提供しているが、個人投資家は理解できずあるいは圧倒されてしまい十分に活用できないまま、適合性のない商品に投資してしまうリスクがある。第三はフィー情報の低い透明性である。O I Pは情報が豊富であるために、逆に商品購入で発生するすべてのフィー情報を探すのが難しく、フィー支払い総額を正確に理解することが難しい。特に投資ファンドとE T Fの継続チャージは明示的な表示がないことがある。

サイバーセキュリティはテクノロジーの進歩で強化されているが、それでもO I Pがサイバー技術的に完全に安全であるとは言い切れないことも留意すべきである。

## (2) ロボ助言

ロボ助言は、顧客特性データを複雑なアルゴリズムで解析した結果、顧客固有の金融計画と資産配分を自動的に提案するものである。最近数年で図表10に示すように欧州全域で多数のロボ助言会社が勃興し、個人のみならず機関投資家の間でも関心が高まっている。

ターゲット顧客は消費者と金融機関の2通りである。後者は伝統的な金融機関が富裕層向けサービスの中で自社ブランドとして提供するために供給するものであり、結局、最終ユーザーはどちらも個人投資家である。典型的なターゲット顧客は月額の家計所得が4千ユーロの大卒かつ金融リテラシーがほどほどにあるミレニアル世代（1980～2000年に生まれた世代）ないし40～50歳の男性である。投資額は10万ユーロから百万ユーロが一般的である。有名な金融機関が始めれば顧客層の急速な拡大が期待できる。金融機関向けの事業は地域にとらわれず世界中で展開可能である。MoneyFarm社がUberと提携して、Uberドライバーに年金計画サービスを提供しようとしているが、このような企業向けにロボ助言ツールを販売する第三のビジネスモデルも勢いを増してきている。

提供サービスについては、投資一任と投資助言の2種類がある。前者は顧客からの委任状に基づいてアルゴリズムが顧客のために商品の売買を行う形の投資管理の方法である。後者は、アルゴリズムが投資家に商品売買を推奨するだけで、投資の実行は顧客が行う。ロボ助言には完全自動型と、途中、適宜人間が介在するハイブリッド型がある。ハイブリッド型は顧客が疑問をもったとき、あるいは会社側が追加的な情報が必要と判断したとき、人との会話をを行う。必要に応じてアルゴリズムによる助言を人が上書きする。

図表 10. 欧州全域におけるロボ助言業者



[出所] EC[2018. 4]の Graph39

人的支援については、どのロボ助言でもサービスの立ち上げとメンテナンスのための補完的な技術的支援は無料である。投資意思決定に関する支援はロボ助言会社によって様々である。一般的にイギリスとフランスでは、チームメンバーとチャット、eメール、電話で話すことができ、ロボ助言が出した推奨に関して質問したり、商品選定に関する情報を受け取ることができる。ある投資目的を満たすために必要な定期的な拠出金やリバランスに関する助言も受けることができる。なお、イギリスでは法規制の関係で、具体的な投資商品に関わるとロボ助言は対応してくれず、有料の独立F Aが紹介される。

技術的な発展段階は4つに分かれる<sup>35</sup>と考えられるが、今日、欧州・アジア・アメリカのロボ助言の約80%は第三段階（ロボ助言 3.0）にある。これは、投資意思決定とポートフォリオ・リバランスは事前設定の投資戦略を満たすようにアルゴリズムによって提案されるが、最終的な監視は専門的なファンドマネジャーによって行われるものである。ロボ助言によっては、ポートフォリオ調整提案を無視して顧客がポートフォリオを独自の形にすることも許容している。多くのロボ助言会社は、自己学習型人工知能に基づきリアルタイムで助言・執行を行うサービス（ロボ助言 4.0）を目指している。

ロボ助言の圧倒的多数は社内開発である。アルゴリズムが投資プロセスに関与する度合いはウェブで開示されているが、開示度を一層高める余地がある。ロボ助言は実用性と使い易さを追求し、PCやスマホなど様々なデバイスを通して提供されている。

利用プロセスは、どのロボ助言も似ていて、まず一連のクローズ型質問<sup>36</sup>を行って、資産配分に結びつく顧客のリスク特性を評価する。その後で、ダイナミックなチャートと短く簡潔な説明が付された統合的な概要報告と共にポートフォリオが提示される。ポートフォリオ決定の後で、ほとんどのロボ助言はオンラインビデオ・チャットで顧客の本人確認を行う。これは数分で終わる。その後、契約内容と口座の確認情報がeメールで送信される。全てのプロセスは15分ほどで完了する。

提供する投資商品の中心はETFである。ETFだけに限定しているロボ助言もあるが、株式、商品、保険、債券、テーマ特化型投資ファンドなども合わせて提供するロボ助言もある。フランスでは生保商品を、イギリスでは個人貯蓄口座（ISA<sup>37</sup>）と組み合わせることによって、節税を工夫しているロボ助言もある。

ロボ助言の販売は、多数の加盟国向けに行われており、外国から口座開設ができるだけでなく自国語でアクセスすることもできる。32カ国対応のロボ助言もある。主要プレーヤーによると、国際展開するにあたり規制とコストが大きな障害になっている。ロボ助言会社の規制上の位置づけが国によって異なり、MiFIDのような共通規則の適用であっても国によって違いがあるようだ。加えて、加盟各国の文化・慣習の違いもあるためマーケティングコストが重荷になっているという。マーケティングはオンライン上で様々な形態で行っているが、稀にラジオ広告なども使っているとのことである。

事業の発展の度合いを純資産残高で確認してみると、イギリスの11億ユーロとドイツの7.22億ユーロが突出している<sup>38</sup>。イギリスにはロボ助言が22社ある。しかし、助言コストの高さ、2012年のRDRの影響、低い金融リテラシー、過去の不適合商品販売に伴う不信によって、「助言」には様々なギャップがある。イギリス人は、自らの年金の管理を以前にも増して求められるようになっていて、自動化助言は低廉な解決案として重要な役割を担うことができる。このようないくつかの要因によってイギリスのロボ助言の純資産

<sup>35</sup> EU[2018.4]のp130-131にロボ助言1.0から4.0まで詳しい記述がある

<sup>36</sup> 答えが自由記入ではなく表示された選択肢の中から選ぶ形式の質問

<sup>37</sup> Individual Savings Account

<sup>38</sup> EU[2018.4]のGraph41

額が増加してきたといえる。イギリス最大のロボ助言会社である Nutmeg 社は、顧客数 25 万で純資産残高は 6.61 億ユーロになっている（2017 年 12 月現在）。ドイツでは、ロボ助言会社が 38 社ある。現在、利用者は人口の 0.03%に過ぎないが、2021 年までに顧客数が 3 倍になり、純資産額が 200~300 億ユーロになるという予想もある。

欧州全域での拡大はイギリスやドイツを上回り、予想成長率はフランスの 50%からエストニアの 100%まで国によって大きなバラツキがある。エストニアは公的サービスの多くがオンライン化され、国民の IT 関連スキルが図抜けて高い。

フィーは、年間管理フィーと投資ファンド関連フィーの二つから成る。前者の国別平均は、最安のドイツが 0.61%、最高のフランスが 1.88%、イギリスが 0.93%、加盟各国平均は 0.94%である<sup>39</sup>。なお、年間管理フィーにはボリューム・ディスカウントがあるのが普通である。投資ファンド関連フィーは、ETF ではデンマークの 0.21%からフランスの 0.45%の範囲内にある。フランス以外の国は 0.21%から 0.30%の範囲にすべて入っている<sup>40</sup>。アクティブ投資ファンドは通常、1%を超える。

口座開設必要額は比較的低く、チェコやルーマニアなど 7 カ国の 100 ユーロからイタリアの 13,000 ユーロの間に入っていて、加盟国平均は 2,700 ユーロであった（2 位はルクセンブルグの 10,000 ユーロ、3 位はベルギーの 5,000 ユーロ）<sup>41</sup>。イタリアが高いのは最初に利用を始めた顧客が比較的富裕な層だったからである。ルーマニア、ポーランド、エストニアは 100 ユーロと同額だが、これは 3 2 カ国に展開するロボ助言会社 1 社しか利用できない状況になっているためである。スペインが 150 ユーロ、イギリスが 200 ユーロと低いのは国内の競争が激しいからである。

ロボ助言の便益は料金が安いことである。年間管理フィーと投資ファンド関連フィーを合わせて 0.90%から 1.60%の範囲である（フランスは除く）。伝統的な資産管理会社では年間 2.0%から 3.0%かかる。2 番目の便益は、実用性と全体的な使いやすさである。1 日 24 時間、1 週間 7 日のサービスがインターネットの特性を活かしどこにいても利用できる。ユーザーインターフェースを工夫した様々な分析ツールとチャットや電話等による人の支援が用意されている。自動化のおかげで記録管理やコンプライアンスも強化されている。

ロボ助言のリスクは、第一にプロセスを単純化しすぎていることである。質問の数が少なく投資家特性を十分に把握できていない。答えが同じでも実は特性がかなり違う投資家を同一視してしまうかもしれない。例えば、投資商品の理解で、慎重な投資家と自信過剰な投資家が同じ答え方をしていても実際は二人の理解度は大きく違う。ロボ助言は人の介入を最小化しているため、未熟な投資家は言葉を理解できないまま回答しているかもしれない。不正確な入力情報を材料にしたアルゴリズムは投資家にとってベストな推奨をでき

---

<sup>39</sup> EU[2018.4]の Graph42

<sup>40</sup> EU[2018.4]の Graph43

<sup>41</sup> EU[2018.4]の Graph44

ないだろう。さらに、多くの学術研究では、同一の投資家特性であっても、異なるロボ助言が異なるアルゴリズムによって異なる推奨をしていることも見つかっている。

アルゴリズムによる投資助言は、ルールベースであるがゆえに利益相反を排除し透明性を高めることが可能だが、同時に特定の商品や仲介業者を優遇するロジックを組み込むこともできる。プログラム作りで意図せずに間違っている可能性もある。ロボ助言会社はスタートアップが多く体制が脆弱で十分な資源を持っていない。金融市場が異常事態に陥ったときに、コンプライアンス面の弱さやシステム上の失敗が顕在化するかもしれない。

サイバーセキュリティ上の脅威にも十分に対応できていない可能性がある。

### (3) ソーシャル・トレーディング・プラットフォーム (STP)

STPでは、初心者トレーダーが契約した専門投資家の戦略を真似して取引を行っている。今日、極めて多数のSTPが存在し、多様な商品とサービスが提供されている。

STPの顧客は2種類いて、シグナル供給者とシグナル追随者である。シグナル供給者は経験豊富な専門投資家で、自分の取引を他人に模倣させて、その代わりにコミッションを受け取る。シグナル追随者には二通りあり、第一タイプは自分で意思決定するが参考情報としてシグナル供給者の取引をモニターする。第二タイプは自分で取引を考える意思がなく、単純にシグナル供給者の取引をコピーする。STPの経営幹部によると、第一タイプの投資家は19~38歳で学歴は中程度、収入は年間3万ユーロ程度であり、どの国が多いということはなく、ほとんどの国にいる。

STPの仕組みは、トレーダーと投資家を結びつけ、リアルタイムで相場の方向性に関する見方や取引を共有することにより「集合知」を作り出している。経験は浅いが自己判断をしたい投資家にとっては教育の場であり、リスクを軽減する機会の場合でもある。STPの業者はブローカーあるいはネットワーク企業である。大多数はブローカーであり、自らの顧客にSTPの機能を提供してブローカー業務を活性化させている。シグナル供給者はブローカーが得る取引のスプレッドの一部をコミッションとして受け取る。一方、ネットワーク企業では、シグナル追随者は自身が契約するブローカーの口座を保持した上でネットワークに参加し、コピー取引の執行はブローカーの方で行う。ネットワーク企業はブローカーと交渉して収入を得る。なお、ブローカーが自社の顧客だけでなく他のブローカーの顧客も含めてSTPのネットワーク機能を提供する場合もある。

典型的な取扱商品は資産のリターンと金利を交換するスワップの店頭取引で差金決済される。取引対象として一番多いのは外国為替で、他に株価指数、主要個別株式、商品、債券指数などがある。STPが提供する商品の範囲は比較的狭いが、欧州の主要業者の一部は暗号通貨も扱い、シャリア準拠口座も提供している。

販売戦略の基本は、検索エンジンあるいはターゲット型広告などのオンラインマーケティングであるが、既に名前が知られていてブラウザーバーに直接、プラットフォーム名を入れることで顧客になるケースも多い。ネットワーク企業のSTPはパートナーブローカ

一を通してのマーケティングも行う。ブローカー連合型のSTPでは、各ブローカーが、そのSTPを覗いてみるように奨励している。これらの販売戦略はどの国でも共通である。

発展の段階は、今や欧州人なら誰でもSTPを利用できる状況にあり、各STPは平均185カ国で操業している。キプロスカイギリスに本社を構える業者が多く、マーケットリーダーはドイツのAyondo、オーストリアのWikifolio、イギリスのeToroの3つである。eToroは世界中で顧客数6百万、ドイツで少なくとも2.5万の顧客を抱える。STPでの取引額の公式統計はないが、ドイツで2015年に取引された金額は1.9億ユーロで前年より68%多かったという。

口座開設必要額は非常に低く、5から1,000ユーロの範囲で、平均は200ユーロである。国別平均でみると、スペインの270ユーロが最高で、15カ国中10カ国が100ユーロ台であり、最低はルクセンブルグの50ユーロであった<sup>42</sup>。

コストは、取引のスプレッドに課され、取引価格の刻みの2つ分が上限と考えられる。加えて、出金手数料や入口フィーが課されることもある。また、取引量が少なすぎるときに課されるフィーもある。

STPの便益は、シグナル追随者が契約中のシグナル供給者の取引活動をリアルタイムで観察できるだけでなく、成績もビジュアルに把握できることである。他のシグナル供給者との比較やランキングも入手でき、他のシグナル追随者とフォーラムで議論することもできる。このような特性はSNSに慣れ親しむミレニアル世代には大変魅力的であろう。

STPのリスクの第一は、未熟な個人投資家であるシグナル追随者には不向きな高リスク商品が取引対象になっていることだ。STPの社会的特性によってシグナル追随者には数々の行動バイアスが生まれる。好調に見える投資戦略に伴うリスクを見過ごして非現実的な利益を期待してしまったり、シグナル供給者を過度に信じて不必要かつ非合理的に依存してしまうかもしれない。短期的な低収益に耐えられずに投資戦略を頻繁に変え、結果的にシグナル追随者にとって不適合な投資になってしまうかもしれない。第二に、シグナル供給者には自分が受け取る利益が多くなる特定の取引をしたがるというバイアスがあるかもしれない。第三は、シグナル供給者が本当に専門家であるかどうか分からない点だ。しばしば、取引活性化が目的のSTP会社従業員であることもある。

サイバーセキュリティの脅威には、STPも他のオンラインプラットフォームと同様に晒されている。

#### (4) オンライン投資プラットフォーム（OIP）に関する利害関係者の見方

本節では、多くの利害関係者のヒアリングに基づき、消費者とOIPの両方にとって、新技術に伴うリスクを管理しながらその潜在的可能性を最大限に花開かせるために必要な政策および規制フレームワークの改善に関する要望をまとめた。

---

<sup>42</sup> EU[2018.4]の Graph45



すべてのフィンテック会社は、域内各国の金融サービス規制には均質性と調和がなく、競争や拡大を阻害していると指摘した。管轄当局には、いかに統一できるかという視点で各国の規制の違いを研究した上で、国ごとの調整・修正を認めずに、そのまま採用されて異なる解釈がされないような規制の導入を求めている。

すべての利害関係者が言及したのは、EUの規制環境の複雑さと多様なビジネスモデルおよび企業規模を無視して規制が一律適用されることの不適切さであった。新しいビジネスモデルをもたらす小規模なフィンテック会社に、旧来の大銀行と同じ規制を適用することに対して疑問を持つ声が多い。旧来の規制によって新ビジネスモデル事業の拡大が阻害されているという。また、複雑な規制に対するコンプライアンス体制の確立は小規模企業にとっては大きな負担となっている。このため、あまり複雑ではなく規模が小さい企業には軽い規制を当てはめる比例的規制の導入と、新技術や新ビジネスモデルを促進する視点を規制に組み込むことを求めている。

O I P業者の要望には「ある一つの金融業者で確認が完了した電子パスポートは他の金融業者でも、それが他国であっても使えるようにする」とか「O I Pは顧客に対する金融教育を展開して金融リテラシーの向上に貢献しているが、当局による一層の支援が必要である」というものもあった。当局は金融ガイダンスの普及に努めるべきであろう。

管轄当局と消費者保護機関は、自動化助言を補完するための有資格助言者による人的接触の必要性を強調した。これは正確性に疑問がある投資家の自己採点評価に起因するリスクやアルゴリズムの瑕疵に係るリスクの軽減に役立つだろう。

消費者協会によれば、多様なO I Pの勃興によって、執行のみのサービス、投資一任、合法的なロボ助言により、商品販売の適合性に責任を持つビジネスモデルの境界が曖昧になっている。責任の所在が不明確になっているため、今後法的論争が増えるかもしれない。国境を越えてO I Pを利用する投資家には、他国の消費者保護の枠組みが自国と違うことに気づいてもらう必要がある。

現状のO I Pでは投資商品のフィー開示が不十分であり、透明性と包括性を高め、総コストを把握できるようにする必要がある。

市場プレーヤーはアルゴリズムの開発と保守における統制と検証の重要性を挙げていた。収集した顧客特性情報の一貫性を確認して、顧客が自分の投資経験を過剰申告する可能性を最小化するような統制を開発すべきである。これはアルゴリズムの欠陥によってミスセリングが大量に発生する危険性があるので特に重要である。管轄当局はO I Pで使われるアルゴリズムの検証と統制の能力を高めるべきである。

多種多様なO I Pを比較するツール(C T : Comparison Tools)がある。C Tに対する認証スキームがあれば、個人投資家の多様なニーズに効果的に応えることができるようになるだろう。認証スキームは次の諸点をカバーすべきである。

➤ オーナーと株主を含めC Tの収入源および製造者・販売業者との関係に関する透明性

- 比較は公正であり、販売業者や製造者との契約関係の影響を受けないこと。スポンサー・リンクや広告は消費者に明確に分かるようにしておくこと
- データのソース、カバレッジ、更新頻度について明確に説明すること
- ランキングの基準とその手法を明確かつ目立つように表示すること
- 評価や比較をするのに相応しい情報を消費者視点に立って提供すること。比較可能性を確保するために簡単な言葉遣いによる統一的な表示が必要である
- 既存の法的義務（免除の程度も含む）下で適用されるすべての手数料と税金を含む完全で最終的な購入価格の表示。特にディスカウント適用後の全体価格も明確かつ完全に目立つ形で表示すること
- 主な契約条件と特別条項を含む購入条件の特定
- C Tは各種金融規制、消費者保護法律、データ保護法律を遵守すべき
- C Tは苦情処理ポリシーを保持し使用可能な是正メカニズムの情報を提示すべき

更に、教育や透明かつ包括的な情報の提供を目指す様々な公的・私的な取り組みが必要である。例えば、投資商品の主要な情報をカバーする公的データベースがあるとよい。

## II. 個人投資家向け商品のパフォーマンスとコスト（ESMA[2019.1]報告書）

本報告書は、ESMAによる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に関する年次統計報告書の第1号である。投資家保護の任務を負うESMAにとって、投資商品のパフォーマンスとコストの実績を把握することは金融市場の監視とリスク分析活動にとって重要な要素である。この報告書は資本市場同盟推進のために、2017年10月に発せられた欧州委員会からの要請に対するESMAの回答でもある。

欧州委員会がESMAに求めた調査内容は以下のとおりである。

- 対象商品は、①UCITSファンド、②オルタナティブ投資ファンド（AIFs：Alternative Investment Funds）、③証券化商品（SRPs：Structured Retail Products）の3種類
- 報告はEUおよび加盟各国の法律に基づく開示資料からのデータおよび情報に基づくこと。ただし、これが難しい場合は「精度的に問題があっても既に利用可能状態にあるデータベース」の使用も想定する
- ネット・パフォーマンスは次の仕様で算出する
  - ✓ セクター分類：分析は資産クラス別、投資家種類別、運用手法別に実施
  - ✓ 国別分析：国ごとの差異と特徴を把握
  - ✓ 指標の比較可能性：可能な限り比較可能な指標を使用
  - ✓ 全てのフィーが対象：ただし、データが利用可能な範囲で対応
  - ✓ 分析期間：1年、3年、7年、10年
  - ✓ インフレーション：考慮して実質リターンを算出
- この報告書は第1号として位置づけ、今後定期的に内容を更新した報告書を発行する

投資ファンドのパフォーマンスとコストの実績分析は民間サービス事業者によるものはあったが、最近ではEU加盟各国の管轄当局でも発行する例が増えてきている。例えば、オーストリアのFMA（2017）、フランスのAMF（2018）、イタリアのBanca D'Italia（2017）とCONSOB（2018）、イギリスのFSA（2017、2018）、アイルランド中央銀行（2018）などである<sup>43</sup>。EU全般に渡るものについては、ESMA[2017,#2]とEC[2018.4]が初期的な調査報告を出しているだけである。ESMA[2017,#2]は継続チャージ、一時フィーとインフレが投資信託リターンに及ぼす影響を分析する手法を提示し、2013～2015年の期間で初期的な計測を行った。しかし、資産クラス別の分析は行っていない。EC[2018.4]は本稿で概要を示した通り、欧州における個人投資家市場全般を研究調査したものである。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に関する本格的な調査報告は本報告書が初めてである<sup>44</sup>。

<sup>43</sup> 具体的にはESMA[2019.1]のp17-19を参照のこと

<sup>44</sup> ESMA[2019.1]のp19の右段

## 1. EUの個人投資家市場と UCITS

欧州の家計が保有する金融資産は、2011年から6年間で43%成長し、2017年には27.2兆ユーロに達した。内訳として預貯金は安定的に30%程度で推移している。ただし、預貯金比率はスウェーデンの14%からギリシャの61%までと国による差は大きい<sup>45</sup>。これらの預貯金をいかにして資本市場に振り向けるかがEUの課題になっている。

欧州には約3万のUCITSファンドと約1万の個人向けAIFsと5百万の個人向けSRPsがあり、個人投資家市場におけるシェアはそれぞれ76%、15%、9%である。UCITSファンドはEUにおける最大の個人投資家向け商品であり、2017年の純資産額は9.7兆ユーロである。

本報告書では、UCITSファンドについて、次の仕様で分析を行った。

- 資産クラスは株式、債券、ミックス<sup>46</sup>、MMF、オルタナティブの5つ。ただし、リスク水準で区分することはしなかった
- 分析期間は1年は2017年、3年は2015～2017年、7年は2011～2017年、10年は2008～2017年
- 投資家種類は個人投資家と機関投資家
- 運用手法はアクティブとパッシブ
- 分析対象を14カ国<sup>47</sup>として、可能な限り国別分析を行う

本報告書の分析はThomson Reuters Lipper社のデータベースを使用した。データベースは、2017年において76%相当の純資産額7.4兆ユーロのファンドをカバーしているが、分析に必要なパラメーターがすべて揃っていたのは68%相当の純資産額6.6兆ユーロのファンドであった<sup>48</sup>。

欧州全体で見ると、UCITSファンドのうち65%の4.3兆ユーロが個人投資家向けで機関投資家向けは35%であった。機関投資家向けは2012年には27%のシェアであったので、最近、シェアを拓けていることが分かる<sup>49</sup>。個人投資家向けUCITSを資産クラスで見ると、株式型が1.7兆ユーロ、債券型が1.2兆ユーロ、ミックス型が1.1兆ユーロ、MMFが0.3兆ユーロである。オルタナティブ型は0.1兆ユーロ未満と小さいが、最近、急成長している<sup>50</sup>。これは分散投資の必要性が認識されだして投資対象資産をデリバティブまで拡大したことによる。オルタナティブ型UCITSには透明性と流動性、慎重なリスク管理を保証するために厳しい規則が定められている。

<sup>45</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.1、PC.2、PC.3

<sup>46</sup> 株式、債券など多資産に投資するもので日本ではバランス型と呼ばれることが多い

<sup>47</sup> 純資産額、パフォーマンス、純流入額、継続・設定・解約フィーのデータが揃っている14カ国で、具体的には図表12に掲載がある国。他の13加盟国は適宜、「その他EU」として一括した

<sup>48</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.4

<sup>49</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.5

<sup>50</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.6

個人投資家向け UCITS ファンドの純資産額を国籍別にみると、ルクセンブルグが最大で 1.8 兆ユーロあり、イギリスの 0.5 兆ユーロ、フランスの 0.4 兆ユーロが続く。機関投資家向けも合わせると、トップのルクセンブルグが 2.9 兆ユーロとなり、2 位のアイルランドが 1.1 兆ユーロで、イギリスの 0.7 兆ユーロが続く<sup>51</sup>。各国で組成される UCITS ファンドのうち、海外で販売される割合が高いのはルクセンブルグの 95.3%とアイルランドの 96.9%で、この 2 カ国はグローバル・プラットフォームになっている。逆に海外で販売されるファンドの比率が低いのはイタリアの 0.1%とスペインの 3.1%である<sup>52</sup>。

国籍別に UCITS ファンドの資産クラス別の割合をみると、ミックス型が多いのは 50%のベルギー、49%のスペイン、58%のイタリアであった。株式型は 52%のドイツ、59%のイギリス、60%のスウェーデンが多く、債券型は 48%のオーストリアが多かった。このように国によって好まれる資産クラスは大きく異なる<sup>53</sup>。各国の資産クラス別割合が異なるため、国集約レベルでファンドのパフォーマンスやコストをみる場合、単純に比較できないことに注意すべきである。国によって販売チャネルの形態が違い、規制環境も違うため、国集約レベルでの比較は一層困難なものになる。

なお、分析は、本来、投資家の所在国別に行うべきであるが、データが揃わないため、やむを得ずファンドの国籍別で議論している。この点については常に留意しておかなければならない。

## 2. パフォーマンスおよびコストに関するデータの限界<sup>54</sup>

EU 指令や法律に基づくファンドの開示義務はまだ始まったばかりであるため、今のところデータの蓄積はわずかにすぎない。このため UCITS の法的枠組みの中では、10 年分のファンド・データの収集ないし集約はそもそも不可能である。EU レベルの公的データベースが存在しないため、本報告書の分析はすべて Thomson Reuters Lipper 社のデータベースに頼っている。

データは Lipper 社がファンド運用会社から収集したもので、資産クラスは運用会社の自己申告に基づいている。株式や債券の運用で区別される投資戦略の違いも反映されず、同じ資産クラスでリスクが異なる投資戦略のファンドが一括りにされている。

グロス・リターン、継続コスト、設定フィー、解約フィーは Lipper 社が報告しているものをそのまま使用した。継続コストはファンドの管理・運営のために毎年かかる費用で、ファンド運用会社が経費比率、ファンド支出比率、管理費用比率、継続チャージ、総費用比率などと呼んでいる項目である。設定フィーはファンド購入時に、設定手数料計算に使われる購入額に対する比率である。解約フィーは解約額に対する比率として定義される。

<sup>51</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.7、ASR-PC.S.9、ASR-PC.S.10

<sup>52</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.8

<sup>53</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.9

<sup>54</sup> ESMA[2019.1]の p12-13 および附属資料の p50-56

設定および解約フィーはファンドの開示資料の中に上限値として記載されている。実際に適用される比率は販売時の交渉によってこの上限値以内で決まる。実績の比率は把握できないので、分析では上限値を使用している。

パフォーマンスフィーは単独の情報としては利用していないが、継続コストの一部になっていることがある。販売コストに関しては把握できないため考慮していない。ただし、販売コストは継続コストや重要事項説明書 (KIID) に表示される入口フィーに含まれていることがあるが、これらを取り除く作業も事実上できないのでそのままとしている。

ネット・リターンはグロス・リターンからコストを控除したものである。さらに、インフレ率を控除したのが実質ネット・リターンである。

### 3. 資産別・国別のパフォーマンスおよびコスト分析

ESMA[2019.1]では、最初にEU集計レベルで資産別の実績データを時系列チャートで俯瞰している。そして、グロス・リターンは資産によって異なる動きをしていること、コストの影響は大きく変動しないこと、コストの内訳としては継続コストが大きく設定・解約コストは微々たるものであること、コストは安定的なのでネット・リターンはグロス・リターンとほぼ連動していることを確認している<sup>55</sup>。

次に資産別に1年、3年、7年、10年の各期間で、パフォーマンスとコストを測定している。結果を要約したのが、図表11である<sup>56</sup>。

本稿では株式 UCITS に焦点を当てて説明する。株式は5資産のうち最もリターンが高いがコストも最も高い。継続コストの水準は1.7~1.8%で2008年以来あまり変わっていない。リターンはファンドの原資産となっている株式市場リターンに連動していた。非常に好調だった2017年では16.01%であったが、世界金融危機を含む過去10年では年率7.34%と最も低かった。設定コストは3年の0.15%から10年の0.19%の範囲であった<sup>57</sup>。解約コストの影響はどの分析期間でも0.03%であった。ネット・リターンは1年では14.1%、10年では5.4%であった。コストの効果でグロス・リターンは、1年で12%、10年では27%が失われたことになる。

次に実質のネット・リターンをみる。インフレ控除後のネット・リターンの計測は欧州委員会の要請であり、インフレ率はECBのStatistical Data Warehouse (Eurostat)から取得したものを使用している。分析期間中の2009年、2015年、2016年はデフレであったため、これらの年ではインフレ率を控除するとリターン値は増加していた。インフレ率を控除した後もリターンは株式 UCITS が最も高かった。実質ネット・リターンはグロス・リターンと比べると1年および3年では24%だけ低下し、10年では半減していた。本報

<sup>55</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.11~13

<sup>56</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.14~18 および 29~31 の情報をすべて含む

<sup>57</sup> ESMA[2019.1]の本文 p14 とは異なり、ASR-PC-S.148 による

告書公表時の ESMA プレスリリース資料<sup>58</sup>で、分析結果の要約として 1 番目に記載されている「UCITS ファンドはコストによってグロス・リターンの約 4 分の 1 が平均的に失われていた」というのは、この表の「ロス率」のことである。

図表 1 1. 資産別・投資期間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		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				
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%
7年(2011~2017年)									
株式	10.22	1.79	0.17	0.03	8.23	-19%	1.53	6.70	-34%
債券	5.13	1.17	0.25	0.04	3.67	-28%	1.50	2.17	-58%
ミックス	6.22	1.65	0.22	0.03	4.32	-31%	1.52	2.81	-55%
MMF	0.70	0.28	0.04	0.02	0.36	-49%	1.25	-0.90	-229%
オルタナティブ	4.36	1.58	0.37	0.07	2.34	-46%	1.42	0.92	-79%
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%

筆者注) 「ロス率」は原資料ではなく筆者が計算

[出所] ESMA[2019.1]のASR-PC-S.148~152から抜粋し一部加工して作成

次に、国別に株式 UCITS のパフォーマンスとコストを確認する。図表 1 2 は 2015 年から 2017 年までの 3 年間について国別の株式 UCITS のグロス・リターンおよびその内訳を示したものである。このグラフは図表 1 3 の資産別・国別の数表のうち株式 UCITS 部分を抜き出して作成した。2015 年から 2017 年までの 3 年間では、グロス・リターンはポルトガルの 7.6%、スペインの 8.4%、イギリスの 8.9% が低く、フィンランドの 12.2%、スウェーデンの 12.2%、デンマークの 12.9% が高かった。欧州全体での平均は 10.8% であった。実質ネット・リターンはポルトガルの 4.3% からデンマークの 10.6% まで 6% 以上の差があり、欧州全体の平均は 8.2% であった。このような国ごとの大きなバラツキは 1 年、7 年、10 年の期間でも観測された<sup>59</sup>。コストの大きさも国によって異なり、オースト

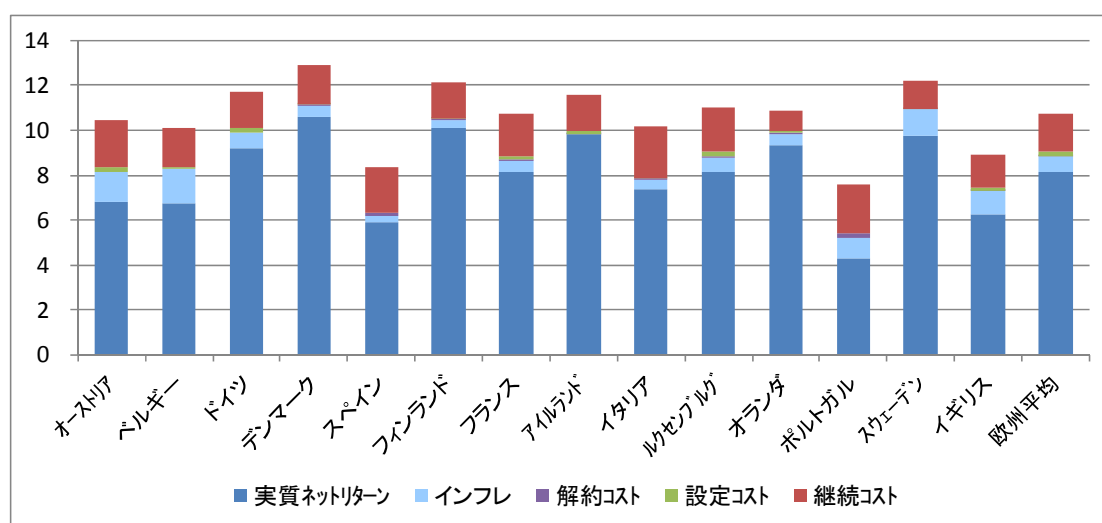
<sup>58</sup> ESMA Press Release ESMA71-99-1081

<sup>59</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.22 には名目ネット・リターンの国別の乖離状況が図示されている

リア、イタリア、ポルトガルが2.3%であるのに対し、オランダは1.0%と小さかった。継続コストが設定・解約コストよりも明らかに大きい点はどの国でも共通であった。

インフレの効果は欧州全体では0.7%であったが、国別にみるとアイルランドの0.01%が最も小さく、ベルギーの1.5%が最も大きかった。なお、国別分析を行う際には投資家居住国で投資可能なファンドに対して分析するのが好ましいが、本報告書では、データの制約によりファンドの国籍別で行っている。このためインフレ率もファンドの国籍に対応していて、実質ネット・リターンもファンド国籍別の値である点に注意していただきたい。

図表 1 2. 国別の株式 UCITS のパフォーマンスとコスト（3年）



[出所] ESMA[2019.1]のASR-PC-S.148~150から抜粋し一部加工して作成

コストやフィーに関しては、国ごとに規制や業界慣行が異なるため単純に比較できないことを認識しておく必要がある。いくつか例示する。イタリアでは運用管理フィーには販売フィーも含まれている。他国と比較すると高めになっているのはこのためである。フランスでは、投資管理コミッション<sup>60</sup>の中に多くの事務管理コストが含まれている。ベルギーでは、マーケティング費用を運用会社と販売業者の間で分け合う。これは運用管理フィーの一部が販売業者報酬になっているということである。スペインでも販売フィーが含まれるため運用管理フィーが大幅に増えている（販売フィーはフィー全体の約70%になっている）。総コストの中には国境越え販売コストも含まれ、これも無視できない。特にルクセンブルグのファンドを欧州外に販売する際には顕著である。一時フィーに関する規制も国によって異なり統一されていない。一時フィーについて公表されているのは上限値だけで、交渉によって決まる実際の値を把握するのは困難である。従って、分析に使っている一時フィーは過大評価になっているはずである。

<sup>60</sup> ESMA[2019.1]のp20でイタリアの記述では management fees とし、フランスの記述では investment management commissions としている



図表13. 資産別・国別のパフォーマンスとコスト（3年）<sup>61</sup>

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	
株式UCITS									
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%
債券UCITS									
オーストリア	3.07	0.75	0.17	0.00	2.15	-30%	1.33	0.81	-74%
ベルギー	2.38	1.02	0.12	-	1.24	-48%	1.54	-0.31	-113%
ドイツ	2.68	0.84	0.12	0.00	1.72	-36%	0.69	1.03	-62%
デンマーク	3.26	0.86	0.04	0.05	2.31	-29%	0.47	1.85	-43%
スペイン	1.65	0.88	0.04	0.05	0.68	-59%	0.33	0.34	-79%
フィンランド	2.66	0.64	0.02	0.02	1.98	-26%	0.32	1.66	-38%
フランス	2.56	0.83	0.17	0.04	1.52	-41%	0.52	1.01	-61%
アイルランド	5.36	1.18	0.33	0.03	3.82	-29%	0.01	3.81	-29%
イタリア	2.64	1.15	0.05	0.11	1.33	-50%	0.42	0.91	-66%
ルクセンブルグ	4.88	1.23	0.25	0.05	3.35	-31%	0.67	2.68	-45%
オランダ	3.10	0.57	0.00	0.03	2.50	-19%	0.50	2.00	-35%
ポルトガル	2.02	0.77	0.00	0.07	1.18	-42%	0.93	0.26	-87%
スウェーデン	-0.09	0.52	0.00	0.00	-0.61	-	1.22	-1.83	-
イギリス	2.70	1.04	0.10	0.01	1.55	-43%	1.03	0.52	-81%
欧州平均	4.02	1.10	0.19	0.05	2.68	-33%	0.63	2.05	-49%
ミックスUCITS									
オーストリア	5.08	1.70	0.34	0.00	3.04	-40%	1.33	1.71	-66%
ベルギー	4.91	2.07	0.31	-	2.53	-48%	1.54	0.98	-80%
ドイツ	5.43	1.61	0.26	0.00	3.56	-34%	0.69	2.87	-47%
デンマーク	6.79	1.14	0.07	0.01	5.57	-18%	0.47	5.10	-25%
スペイン	2.99	1.53	0.00	0.01	1.45	-52%	0.33	1.12	-63%
フィンランド	6.40	1.40	0.06	0.01	4.93	-23%	0.32	4.60	-28%
フランス	5.75	1.71	0.16	0.01	3.87	-33%	0.52	3.34	-42%
アイルランド	4.96	2.10	0.44	0.02	2.40	-52%	0.01	2.39	-52%
イタリア	3.55	1.62	0.09	0.23	1.61	-55%	0.43	1.18	-67%
ルクセンブルグ	5.70	1.74	0.32	0.03	3.61	-37%	0.67	2.94	-48%
オランダ	7.12	0.88	0.02	0.01	6.21	-13%	0.50	5.72	-20%
ポルトガル	3.09	1.59	0.00	0.06	1.44	-53%	0.93	0.51	-83%
スウェーデン	6.35	0.97	0.00	0.00	5.38	-15%	1.22	4.16	-34%
イギリス	3.03	1.43	0.11	0.01	1.48	-51%	1.03	0.44	-85%
欧州平均	5.01	1.62	0.21	0.05	3.13	-38%	0.71	2.43	-51%

筆者注) 「ロス率」は原資料にはなく筆者が計算

[出所] ESMA[2019.1]のASR-PC-S.148、149、150から抜粋し一部加工して作成

<sup>61</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC-S.148~152にMMFとオルタナティブも合わせて4期間の統計を掲載

#### 4. 分析調査結果の概要

本章では EC[2019.1]報告書の分析調査結果の概要を紹介する。UCITS ファンドについては、前章で株式 UCITS に集中してパフォーマンスとコストの分析結果を説明したが、以下では UCITS ファンド全体を俯瞰した分析結果の概要を紹介する。個人投資家向けのオルタナティブ・ファンド（AIFs）と証券化商品（SRPs）については、市場透明性が極めて限定的であり、特にパフォーマンスとコストに関する分析用のデータが得られないことが問題であった。このため、今回の報告書では、市場の概要を把握することにとどめ、パフォーマンスとコストに関する分析は次年度以降の課題とされている。

##### (1)UCITS ファンド

- 一言で要約すれば、個人投資家を得る最終的なリターンに対してコストは大きな影響を及ぼしていることが確認された
- コストの影響によって、2015-2017年の3年間では、平均的にUCITSファンドのグロス・リターンの4分の1以上が失われていた
- コストの影響は、資産クラス（株式か債券かなど）と運用手法（アクティブかパッシブか）によって大きく異なっていた
- 資産別にコストの影響をみると、株式とオルタナティブが大きく、次いでミックス、債券、MMFという順番であった
- 株式ファンドのグロス・リターンではアクティブ運用がパッシブ運用よりやや優位であったが、最終的なリターンはパッシブ運用が一貫してアクティブ運用を上回っていた。これはアクティブ運用のコストがパッシブ運用およびETFのコストを大きく上回っていたためである
- UCITS-ETFのフィーは他のUCITSファンドよりも低かったが、株式ではパッシブ運用のUCITSよりやや高めであった
- グロス・リターンとコストの水準はEU加盟国の間で大きく異なっていた
- 運用管理フィーなど継続的にかかる費用が、投資家負担コストの約80%を占める一方で、入口・出口フィーの影響は小さいことが確認された
- コストの影響は機関投資家よりも個人投資家の方が大きく、個人投資家は機関投資家の約2倍のコストを払っていた
- ただし、今回の調査によりデータの困難さが明確になった
  - ✓ UCITSの法的な枠組みの中に、EUレベルでUCITSのデータを収集したり、ファンドを集計したりする制度がない。このためUCITSには制度上の正式なデータベースがなく、民間の商業データベースに頼らざるを得なかった
  - ✓ 国によって法律や慣行の違いがあるため、継続コストや一時フィーの定義およびデータが加盟国によって統一されていなかった

- ✓ パフォーマンスフィー、販売コスト、取引コスト、ETF取引のbid-askスプレッドなどの重要なコストデータが利用できなかった
- ✓ 投資商品のリスクレベルについて把握できなかった

## (2)オルタナティブ投資ファンド (AIFs)

- 本報告書ではAIFMD<sup>62</sup>と各国管轄当局の報告義務資料に基づき市場概況を把握した
- EUにおけるAIFsの純資産規模は5兆ユーロに達している
- AIFs全体に占める個人投資家向けAIFsの割合は、2017年末では本数で39%、純資産額で18%である。今のところAIFsは専門的な投資家向けの市場である
- AIFsは本来、機関投資家向けの商品であり、AIFMDは個人投資家向けAIFsに関して直接的な規制を行っておらず、個人投資家向けの販売についても把握していない。これらは各国の管轄当局の特権であり、国ごとの不均一性を生む原因になっている
- AIFsの戦略別に投資家種類の割合をみると、ファンドオブファンズと不動産ファンドで個人投資家比率が高く、各々31%と25%<sup>63</sup>を占めていた。ヘッジファンドの個人投資家比率は3%未満と小さかった<sup>64</sup>
- 個人投資家向けAIFsの資産のうち91%はEUパスポート下で販売されたものだった<sup>65</sup>
- 個人投資家によるAIFs投資の戦略別内訳としては、ファンドオブファンズが27%、不動産ファンドが14%を占めていたが、債券、株式、インフラ投資、商品などを一括りにした「その他」が56%であった<sup>66</sup>
- 個人投資家専用ファンドの投資先は地域別でみると欧州が74%であった<sup>67</sup>
- 純資産額でみて70%以上のAIFsはオープン・エンド型ファンドであった<sup>68</sup>
- 流動性変換、流動性ミスマッチに関する潜在的なリスクについても調べたが、個人投資家向け専用のAIFsでは流動性ミスマッチは見当たらなかった<sup>69</sup>。ただし、ヘッジファンドには種類が異なる流動性リスクがある
- AIFsに関してEUレベルで公的なデータベースがなく、民間業者のデータベースも精度が不十分なので、パフォーマンスとコストの分析は現時点ではできなかった
- 個人投資家向けAIFsのEU内における販売の不均一性に関する分析にも着手したところである

<sup>62</sup> Alternative Investment Fund Managers Directive (EUのオルタナティブ投資ファンド・マネジャー指令) の略

<sup>63</sup> 不動産ファンドでの比率はp32では29%としているがp36とp38では25%としている

<sup>64</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.50

<sup>65</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.51

<sup>66</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.52

<sup>67</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.54

<sup>68</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.55

<sup>69</sup> ESMA[2019.1]のASR-PC.56

### (3)証券化商品 (SRPs)

- 多くのSRPsは特殊なペイオフ特性により長期投資向け商品とはみなしがたい
- 欧州のSRPs市場の動向を把握できる公的データベースがないため、本報告書では商業データベースであるStructuredRetailProducts.comに依拠した
- SRPsは家計資産の約4%を占めるにすぎず<sup>70</sup>、UCITSファンドと比べてかなり小さい
- SRPsの残高は2012年の0.8兆ユーロから2017年の0.5兆ユーロへと減少傾向である<sup>71</sup>。これは市場慣行や規制環境といった供給側の事情による
- AIFsの契約数は逆に5百万件に増加しており、取引所への上場商品数も増えている
- SRPsの中で元本保証型商品は減り続けており2017年にはシェアは16%になった<sup>72</sup>
- 2016年、2017年と短期商品(2年以下)および中期商品(2~6年)の割合が増えている<sup>73</sup>
- 2017年の販売のうち約90%は原資産を個別株式あるいは株価指数とするSRPsであり、金利を原資産とするSRPsは2012年の23%から2017年には4%に減少した<sup>74</sup>
- SRPsの多様性のためにパフォーマンスとコストの分析は複雑である
- ドイツでは発行者がコスト推計を公表しており、2014年以降、低下傾向が確認できる<sup>75</sup>
- 2018年1月からPRIIPs下での重要事項説明書 (KIDs) にSRPs発行者によるコスト推計値の記載が義務化される。しかし、コスト推計モデルはPRIIPsによる標準様式があるとはいえ業者ごとに違うためデータの比較には問題が残る。特に影響が大きいのは公正価値の推定方法が確立されていないことである
- パフォーマンスデータについてはPRIIPs下でのKIDsでは開示義務がない
- 欧州監督当局が過去のパフォーマンスデータの開示を義務づけるよう提案しているが、当面は発行者による自発的な開示か選別した商品に対する分析者の手計算しかない
- 現時点ではパフォーマンスデータが利用可能でないため、本報告書では結論を得るような分析はできなかった
- 将来、パフォーマンスデータが利用できるようになって、相対パフォーマンスやリスク調整後パフォーマンスの手法を駆使したとしても十分な分析とはならず、解釈は難しいものになるだろう

---

<sup>70</sup> ESMA[2019.1]の p41 記述。ただし、p41 の注釈 118 には、2017 年末で家計の金融資産は 24 兆ユーロ、SRPs の残高は 5,000 億ユーロとあり、計算すると 2.1%になる

<sup>71</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.58

<sup>72</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.59

<sup>73</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.60

<sup>74</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.61

<sup>75</sup> ESMA[2019.1]の ASR-PC.62

## 5. パフォーマンスおよびコスト統計に関する留意事項

本章では、ESMA[2019.1]報告書にあるパフォーマンスおよびコストの統計数値を見る際に留意しておくべきであると筆者が考えるポイントを説明する。

### (1) 期間リターンの意味

図表 1 1 と図表 1 3 に示されている期間リターンの計算では、期初と期末において、設定フィーと解約フィーが課されていない点に注意されたい。一般に、ある期間の投資におけるコスト控除後リターンは、期初購入額 $\times$ (1+設定フィー)が投資家支払い金額で、期中において継続コスト分の管理料を年々控除していき、期末における期末解約額 $\times$ (1-解約フィー)を投資家受取額とみなして計算することが多い。これは1人の投資家が現金から始めて投資商品を購入し、期末に売却して現金回収を行った場合を想定するからである。一方、図表 1 1 と図表 1 3 に示されているコスト控除後のネット・リターンは、「ある投資家集団が、集団として(期初に現金から始めたのではなく、既に)保有していた投資ファンドに、期中に継続コストを支払いつつ、追加設定や解約がある都度、設定コストや解約コストを支払った後で、期末時点において(現金化することなく)保有している状態にある」ときに計算したリターンである。期初に保有している投資商品は、この期初より前の購入時に設定コストは支払い済みなので、期初に設定コストを課すと二重支払いになると考えるのであろう。コストはこのESMA方式の方が小さくなるのは自明である。もし、図表 1 1 と図表 1 3 で期初に設定フィー、期末に解約フィーを課すとロス率は一層悪化したものになる。

### (2) 設定・解約コストの計算

データの制約のために設定・解約コストの計算は近似的な手法で行わざるをえなかった。本報告書の附属資料では次のように説明されている。

Lipper社データベースにはグロス・リターン $r^G$ とネット・リターン $r^N$ があり、この差を総費用比率(Total Expense Ratio)とみなし、継続コストの代理変数としている。設定・解約に伴うコストは別途、見積もらなければならない。設定ないし解約のために支払うコストは資金流出入額に設定フィー比率(FL: Subscription fee ratio)ないし解約フィー比率(BL: Redemption fee ratio)を乗じて計算する。ところが、データベース上には設定額(inflows)および解約額(outflows)の情報がなく、設定額から解約額を差し引いた結果の純流入額(net flows)しかない。日本や米国の投資信託統計では設定額と解約額は別々の項目として公表されているが、欧州の投資信託ではそのような公表情報はほとんど見受けられない。今回、使用されたLipper社データベースでも純流入額のデータしかないそうである。そこで、グロス・リターンから継続コスト、設定コスト、解約コストの3つを控除した後のリターン $r^{ML}$ を次のように計算するとしている。

$$r^{NL} = r^G - (r^G - r^N) - \frac{|net\ flows|}{FV} (FL/BL)$$

右辺の第二項が継続コストで、第三項が設定コストないし解約コストである。第三項のFVはファンド評価額である。第三項は純流入額が正の場合はFLを採用し、負の場合はBLを採用するとしている。つまり、純流入額が正の期間については、設定額＝純流入額、解約額＝0とみなして、設定コスト＝純流入額×FL、解約コスト＝0とし、純流入額が負の期間は、設定額＝0、解約額＝|純流入額|とみなして、設定コスト＝0、解約コスト＝|純流入額|×BLと計算するのである。なお、FVについて、本報告書では「ファンド評価額」としているだけで詳細な定義の記述はない。本報告書に先立つ報告書であったESMA[2017、#2]では、純流入額が正の場合は期末評価額とし、負の場合は期初評価額としている。なぜこのようにしているのかについての説明はない。

このような方式による設定コストと解約コストの推計は資金が一方向的に流入しているか、あるいは一方向的に流出している期間では正しいが、同じ期間に資金流入と資金流出が多くある場合は著しく精度が低下する。単独のファンドでは一方向的な資金流入であったとしても、「株式ファンド全体」とかのように多数のファンドを集計すると、資金流入が交錯する可能性が高まり、精度が低下するはずである。このような計算方法では間違いなく過小評価推定になる。本報告書ではリターンやコスト計測の単位期間は四半期にしているが、その後年率データに変換しているが、単位期間を短くすれば設定・解約コストの精度が向上するだろうとの記述もある。

図表5では入口フィーは出口フィーより約1.8倍高い。一方、図表13では設定コストは解約コストの約5倍となっている。欧州の投資信託は過去10年でみれば資金流入傾向であったので、純資金流入の期間が純資金流失の期間より多かったと考えられる。そうすると、解約コスト＝0の期間が設定コスト＝0の期間より多かったであろう。これが、図表13で設定コストが解約コストよりも約5倍も大きくなっている理由かもしれない。

一方で、FLとBLの情報は上限値として表示されているもので、実際には交渉によって、この上限値より低い値が適用されているとのことである。この点ではコスト推計は過大評価になっている。本報告書では、前述の過小評価と打ち消しあって、結果的にさほど無理のない推計になっている可能性があると考えているようだ。

なお、本報告書では「設定フィーと解約フィーはファンドによって直接課されるフィーであり、入口/出口フィーの代理変数として使う」と記述されている<sup>76</sup>。日本の投資信託の販売手数料のように、販売業者が独自の自社収入として徴収する手数料がある場合、ファンドの会計とは関係ないので、そのような手数料は含まれていない可能性がある。このような手数料の存在とその程度は国によっても違うだろう。さらに、イタリアやスペインの

<sup>76</sup> ESMA[2019.1]の p55 右段

ように仲介業者にキックバックする販売手数料が継続コストに含まれている国もあれば、そうでない国もあるようだ。このように国別の比較を困難にする要素が少なくない。

以上のように、本報告書に掲載されている「コスト情報」は、計算にあたって近似や推計があり、把握しきれない要素も少なくない。「コスト情報」は、あくまで参考値としてみるべきで、単純にA国はB国より大きいとか小さいとか断定するのは危険である。

### (3)日本の株式投資信託での設定・解約コストの試算

日本の株式投資信託データを用いてグロス・リターンとネット・リターン（名目値）を試算する。期間は2017年の1年間と2015～2017年の3年間とした。目的は3つあり、第一に日本と欧州でのコスト効果によるリターンのロスと比較したい。第二に設定・解約コストを純流入額だけで計算するESMA方式と、設定額と解約額のデータがあり精度を高めた計算方式を採用した場合との差を確認したい。第三にリターンおよびコストの計測単位を四半期から月次にと頻度を高めた場合の効果を確かめたい。

日本の投資信託も「国内株式」<sup>77</sup>で分析した。設定額、解約額、償還額、収益分配額および純資産総額のデータを用いて四半期リターンを計算し、その平均値を年率化した。これはグロス・リターンから継続コストだけを差し引いたものであり、前述の $r^N$ に相当する。これに継続コスト<sup>78</sup>を上乗せして1年間のグロス・リターンを計算した。結果は図表14にあるように21.77%となった。この期間では配当を含まないTOPIXは19.69%で、その差は2.08%だったが、これは配当利回りの水準に近い。日本の国内株式投信はアクティブとパッシブをすべて合わせるとコスト控除前リターンで、ほぼ東証一部市場並みだったということである。

設定コストと解約コストをESMA方式で計算して、ネット・リターンを計算したところ、1年では20.38%に減少し、そのロス率は6%にとどまった。欧州の主要各国および欧州平均のロス率は12%から14%であるのに比べると小さかった。3年間でのロス率も欧州の16%から20%であったのに比べて12%と小さかった。株式投信は欧州に比べて、日本の方が投資家によるコスト負担が小さかったということになる。図表5によれば継続チャージは1.89%、入口フィーは3.65%、出口フィーは2.01%であったが、日本の投資信託では各々1.05%、2.28%、0.25%であったから当然の結果といえるかもしれない。

純流入額ではなく設定額と解約・償還額を分離して計算してみると、設定コストは、四半期ベースの1年では0.33%から1.27%に、3年では0.43%から1.49%にと3倍以上になった。月次ベースの1年および3年でも同様である。解約コストについては、値は小さいが

<sup>77</sup> 具体的には投資信託協会のホームページから EXCEL 形式でデータが取得できる「公募投資信託の資産増減状況(実額) 株式投信の商品分類内訳」の中の「国内株式」

<sup>78</sup> 投資信託協会のホームページから入手できる「投資信託の主要統計等ファクトブック」の中にある「公募株式投信（追加型）における運用管理費用（信託報酬）」を継続コストとみなし、「公募株式投信（追加型）における販売手数料」を設定フィー比率 FL とみなした。2017 年では前者は 1.05%、後者は 2.28% であった。解約フィー比率 BL は信託財産留保額の比率として一律に 0.25% であると仮定した。

変化の度合いはもっと大きかった。なお、このデータ期間では日本の投資信託の平均保有年数が2～2.5年であった。欧州についてはイギリスだけは2015年まで平均保有期間が計算可能で約4年であった<sup>79</sup>。他の国もこの程度の平均保有年数であるとする、日本の例ほど極端ではないと思われるが、設定・解約コストの計算では無視でない差が現れるだろう。

リターンおよびコストの計測単位を四半期から月次に変えた場合については、年率値には多少の違いが発生するが、顕著な差とはいえなかった。

図表 1 4. 日本の株式投資信託での設定・解約コストの試算

国/方式	グロス・リターン				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	
株式ファンド1年(2017年)						
ドイツ	16.41	1.72	0.21	0.00	14.48	-12%
フランス	17.95	2.02	0.17	0.03	15.73	-12%
ルクセンブルグ	16.32	2.01	0.22	0.04	14.05	-14%
イギリス	13.55	1.49	0.13	0.01	11.92	-12%
欧州平均	16.01	1.76	0.16	0.03	14.06	-12%
日本/ESMA式・四半期	21.77	1.05	0.33	0.01	20.38	-6%
日本/ESMA式・月次	21.51	1.05	0.38	0.01	20.07	-7%
日本/分離式・四半期	21.77	1.05	1.27	0.11	19.34	-11%
日本/分離式・月次	21.51	1.05	1.25	0.11	19.10	-11%
株式ファンド3年(2015-2017年)						
ドイツ	11.75	1.66	0.17	0.00	9.92	-16%
フランス	10.76	1.95	0.14	0.02	8.65	-20%
ルクセンブルグ	11.03	1.96	0.23	0.05	8.79	-20%
イギリス	8.93	1.50	0.11	0.01	7.31	-18%
欧州平均	10.77	1.73	0.15	0.03	8.86	-18%
日本/ESMA式・四半期	12.70	1.08	0.43	0.00	11.19	-12%
日本/ESMA式・月次	12.55	1.08	0.48	0.01	10.99	-12%
日本/分離式・四半期	12.70	1.08	1.49	0.12	10.01	-21%
日本/分離式・月次	12.55	1.08	1.47	0.12	9.89	-21%

[出所] 欧州分についてはESMA[2019.1]のASR-PC-S.148を引用し、ロス率は原資料になく筆者が計算。  
日本分については投資信託協会の統計を、筆者が加工して作成

#### (4)その他の留意事項

本文中に何度も記述したが、最大の留意事項は、国別分析の「国」の認識が「ファンドの国籍」になっていて「投資家の所在国」になっていないことである。つまり、各国が製造しているファンドの分析であって、各国の投資家が投資しているファンドの分析になっていない。ECがESMAにインフレ控除後の実質リターンの計測を求めたのは、投資家にとって実質の獲得収益が重要だからである。名目リターンが高くてインフレが大きければ投資家の実質的な収益は微々たるものかもしれないからだ。図表1にあるようにルクセ

<sup>79</sup> 杉田浩治、「投資信託の世界」、きんざい、2019年1月、図表6-6



ンブルグで投資可能なファンドの87%はルクセンブルグ国籍であるが、ポーランドで投資可能なファンドの87%もルクセンブルグ国籍である<sup>80</sup>。ルクセンブルグのインフレ率を控除したルクセンブルグ国籍ファンドの実質リターンは、ルクセンブルグ国民には有意義な情報であっても、ポーランドの国民にとってはポーランドのインフレ率を控除したものでない限りあまり意味がない。ESMAはもちろんこのような矛盾は承知の上で、データの制約からやむを得ず「次善の策」として、ファンド国籍別の分析情報を提示しているのである。国別分析の図表をみたり文章を読んだりする際には、この点を忘れてはならない。

分析対象の14カ国のうち、スウェーデン、デンマーク、イギリスの3カ国は共通通貨ユーロではなく独自の自国通貨を使っている。本報告書では、この通貨の違いをどのように扱っているのかについての記述がまったくない。おそらく、自国通貨のままパフォーマンス計算をしている可能性が高い。しかし、ユーロ通貨国との比較のためには、為替アウトライトでユーロに換算してユーロ建てでパフォーマンスを計算するか、為替ヘッジを前提とした短期金利差の調整をすべきであろう。

#### 【引用文献】

- EFAMA[2011], Fund Fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses, 2011
- ESMA[2017、#2], "The impact of charges on mutual fund returns", ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No.2,
- EC[2018.4] ,European Commission, "Distribution system of retail investment products across the European Union", April 2018
- Lanno[2018.7] ,Karel Lanno,"Funds, fees and performance", ECMI Commentary No.54, 2 July 2018
- ESMA Press Release ESMA71-99-1081,"ESMA Report Finds Investment Product Performance Highly Impacted by Charges",10 January 2019
- ESMA[2019.1], ESMA Annual Statistical Report, "Performance and costs of retail investment products in the EU 2019",10 January 2019

---

<sup>80</sup> ただし、図表1は純資産額ベースではなくシェアクラス数ベース