

## 米国の投信手数料をめぐる最近の動向 ——販売関連手数料を中心に——

米国投信業界では、投信手数料のあり方についての議論が進められている。最新の動きとしては、証券取引委員会（SEC）が2001年1月、「ミューチュアル・ファンドの手数料に関する報告書」を発表した。以下では同報告書で注目された販売関連手数料を中心に、最近の米国の投信手数料に関する動向を紹介する。

### 1. 証券取引委員会（SEC）の報告書

#### 1) これまでの経緯

米国証券取引委員会（SEC）は2001年1月、「ミューチュアル・ファンドの手数料に関する報告書」（Report on Mutual Fund Fees and Expenses、以下、SEC スタッフ報告）を発表した。SEC 投資管理局のスタッフによる報告書で、投信手数料の実態調査・分析と提言を含むものだった。

投信手数料は古くて新しいテーマである。これまで何度かにわたり規制改革も行われてきた。最近では、98年にアーサー・レビット前 SEC 委員長が、投信手数料に関する投資家教育が不十分であるという問題意識を打ち出したことが契機となり、投信業界全体を巻き込む議論に発展した。

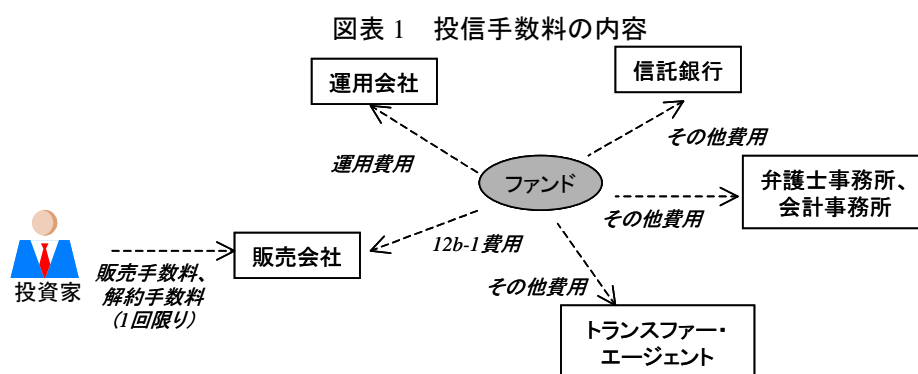
投信ビジネスは一般に、資産残高が増加するほど規模の経済が働くとされるが、79年に1,350億ドルだった残高が99年には6.8兆ドルに達するほどの急拡大にも関わらず、投信手数料の低下につながっていないという批判があった。一方で、今や投信投資家は20年前にはなかったような様々なサービスを享受しており、それを考えれば手数料は決して高いとは言えないとする意見もあった。SEC スタッフ報告はこれらの錯綜する議論が背景となって作成された。

実は、今回の SEC スタッフ報告に先立ち、2000年6月、米国会計検査院（GAO）から投信手数料の水準に関する調査報告（GAO 報告）が出されていた。GAO は米国連邦議会による行政府の監視を助ける独立機関であり、この GAO 報告は有力下院議員であるジョン・ディンゲル、マイケル・オクスレー両氏の要請で作成された。GAO 報告では、SEC による投信規制の実効性などを議論の上で、投資家が負担した手数料をパーセント表示ではなく実額で、投資家に提供される報告書類に記載することを義務付けるという提案が SEC に対

して行われた。GAO 自身は投信規制に何ら権限を持たないものの、中立的な立場から質の高い報告を行うことで定評があり、SEC が GAO 報告を受けて、自らどのような報告を出すかが注目されていた<sup>1</sup>。

## 2) 投信手数料の内訳

ここで少し寄り道になるが、SEC スタッフ報告の理解のために、米国の投信手数料の基本的な内訳を、投信の運営に関わる主なサービス提供者と併せて整理しておこう。



手数料	内容	例
販売手数料	・ 投資家がファンドの購入時に販売会社（証券会社や銀行）に、アドバイス提供や販売関連サービスの対価として支払う手数料。ロードとも呼ばれる。	100 万円の資金を販売手数料 5.75%のファンドに投資すると、5.75 万円は販売会社に支払われ、実際にファンドに投資されるのは 94.25 万円となる。
解約手数料	・ 投資家がファンドの売却時に販売会社に支払う手数料。CDSL とも呼ばれる。	解約手数料 5%のファンド 100 万円を売却すると販売会社に 5 万円が支払われ、手元に 95 万円が残る。
運用費用	・ ポートフォリオ運用サービスの対価として運用会社に支払われる。ファンドから直接差し引かれる。	運用費用 0.48%のファンドを 100 万円保有すると、年間 4,800 円がファンドから差し引かれる。
12b-1 費用	・ 販売手数料と同じく主に販売関連サービスの対価として支払われるが、ファンドから直接差し引かれる点が異なる。口座管理等のサービスの対価も含まれる場合がある。	12b-1 費用 0.25%のファンドを 100 万円保有すると、年間 2,500 円がファンドから差し引かれる。
その他費用	・ ファンドから直接差し引かれる費用で、上記 2 つに含まれないサービスの対価として支払われるもの。口座管理等のサービスはこちらでカバーされる場合もある。	その他費用 0.13%のファンドを 100 万円保有すると、年間 1,300 円がファンドから差し引かれる。
経費率	・ ファンドから直接差し引かれる費用（運用費用、12b-1 費用、その他費用）の合計。	上記の例の場合、経費率は 0.86%、100 万円に対し年間 8,600 円となる。

(出所) 野村総合研究所作成

投信手数料にはまず、投資家がファンドの購入時と売却時に販売会社に支払う販売手数料と解約手数料がある。これらは 1 回限りの支払いである。もう一つ、経費率と呼ばれるものがあり、ファンドから直接差し引かれる点で販売手数料、解約手数料と異なる。経費

<sup>1</sup> GAO 報告については、野村亜紀子・神山哲也「米国投信業界の動向（2000 年 1～6 月）『資本市場クォーターリー』2000 年秋号を参照されたい。

率の内訳は、ポートフォリオ運用サービスの対価である運用費用、販売関連サービスの対価である 12b-1 費用<sup>2</sup>、その他費用となっている。経費率はファンドの保有期間にわたって徴収され続ける。投資家は目論見書を見ることにより、これらの投信手数料の水準（いずれもパーセント表示される）を知ることができる。（図表 1 を参照）

「手数料」と「費用」という表現が混在するが、手数料とは投資家の立場に立った表現であり、同じものを手数料が差し引かれるファンドの立場に立って表現すると費用となる。また、この費用は図表 1 にあるようにファンドの運営に必要なサービスの提供の対価として業者に支払われるものであり、運用会社をはじめとするサービス提供者にとっては「手数料収入」ということになる。投資家を重視する SEC は、スタッフ報告の中で投資家の立場に立つ手数料という表現を用いているが、本稿では、混乱を避けるために投資家が直接支払うものは手数料とし、ファンドから差し引かれるものは費用とする。したがって、販売手数料、解約手数料となり、運用費用、12b-1 費用となる。ファンドは投資家のものであるので、最終的には全て投資家の負担であることは言うまでもない。また、本稿では、販売手数料と 12b-1 費用を合わせて「販売関連手数料」と呼ぶこととする。

さて、図表 1 に登場する運用会社、販売会社などがファンド運営のために提供するサービスとはどのようなものなのだろうか。具体的なイメージを持つために、ファンドの年次報告書でどのような支出が報告されているかを見てみよう。年次報告書の損益計算書には、ファンドの運営に必要なとされた費用が記載されている。投資家は、目論見書を見れば自分の負担する手数料の水準が分かり、損益計算書の費用項目を見れば、自分が負担した手数料が実際にどのように使われたのかが分かるわけである。ここでは代表例として、キャピタル・リサーチのインベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ（ICA、米国 3 位の投信）を取り上げる。（図表 2）

ICA の 2000 年度損益計算書にみる最大の費用項目は「運用サービス費用」で、これはポートフォリオ運用サービスの対価として、ファンドから運用会社であるキャピタル・リサーチに支払われた。同ファンドの目論見書にある 0.24% の運用費用と対応している。運用サービス費用が費用合計に占める割合は 43% に上った。

次に大きかったのが「販売費用」で、主に新規投資家獲得のための販売・マーケティング活動の対価として証券会社、銀行等のファンドの販売会社に支払われた。目論見書の 12b-1 費用がこれに対応している。費用合計に占める割合は 41% だった。

「トランスファー・エージェント（TA）費用」は、投資家の口座管理、問い合わせ対応、書類の作成・送付といった投資家向けサービスを担う TA に支払われた。TA 費用は目論見書ではその他費用に含まれる。TA は広義の投信バック・オフィス業務の一つであり、この機能を運用会社と販売会社のどちらがどこまで担うかは、運用会社と販売会社の間の取り決めにより様々である。運用会社が担う場合は、TA 費用は運用会社（通常、そのための子

<sup>2</sup> 投資会社法規則 12b-1 に基づき導入された費用であることから、こう呼ばれている。

会社)に支払われる。ICAの場合、キャピタル・リサーチ・グループ傘下のTAであるアメリカン・ファンズ・サービス・カンパニーに対してこの費用が支払われた。費用合計に占める割合は12%だった。

ただし、ICAの販売会社に対してファンドから投資家サービスの費用が全く支払われなかったわけではない。同ファンドでは販売費用の一部を「サービス費用」として販売会社に支払うとされており、このサービス費用はTAが提供するような投資家サービスの対価とされている。

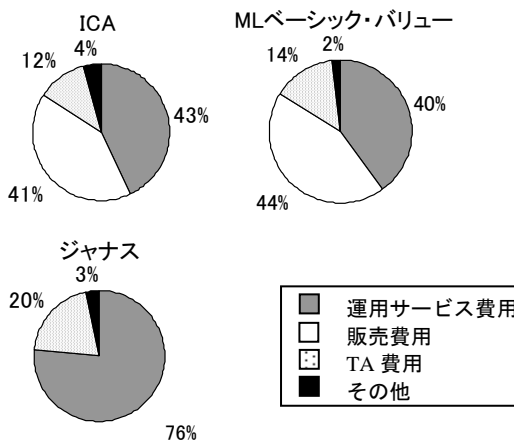
この他に金額は大きくないが、信託銀行が提供するカスタディー・サービスの対価としてカスタディアン費用、監査や法務サービスの対価として会計事務所や弁護士事務所に支払われる費用などがあつた。

図表2 インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカの手数料  
損益計算書(2000年12月31日) 目論見書の手数料表

(単位:百万ドル)	
投資収益:	
配当	735.91
利息	554.90
収入計	1,290.81
運用サービス費用	135.76
販売費用(クラスA)	128.60
販売費用(クラスB)	1.73
トランスファー・エージェント費用(クラスA)	36.73
トランスファー・エージェント費用(クラスB)	0.13
株主への報告書	0.89
届出書類と目論見書	2.40
郵便・文具・備品	7.17
取締役費用	0.61
監査・法務費用	0.12
カスタディアン費用	1.28
租税(連邦所得税を除く)	0.56
その他費用	0.30
費用計	316.27
純投資収益	974.54
実現・未実現キャピタルゲイン:	
純実現キャピタルゲイン	3,698.09
純未実現キャピタルゲイン	-2,579.41
先渡し通貨契約	0.00
純実現・未実現キャピタルゲイン	1,118.68
純資産の純増額	2,093.22

(単位:%)		
	クラスA	クラスB
販売手数料	5.75	0.00
解約手数料	0.00	5.00
運用費用	0.24	0.24
12b-1費用	0.23	1.00
その他費用	0.09	0.10
経費率	0.56	1.34

投資収益から差し引かれる費用の構成



(出所) ICA、MLベーシック・バリュー、ジャナスの年次報告書より野村総合研究所作成

ICAの他にもいくつかのファンドの年次報告書を見ると、基本的には類似の費用項目が並んでいたが、直販か公販かで販売関連費用の計上の有無が生じ、これが費用構成の違いをもたらしていた。ICAと同じ公販ファンドでは、例えばメリル・リンチ(ML)ベーシック・バリューを見ると、最大の費用項目は「口座管理・販売費用」で費用合計の44%を占めた。次いで「運用サービス費用」が40%、「TA費用」が14%という具合だった。一方、

直販のジャンナス・ファンドを見てみると、「運用サービス費用」が費用合計の76%を占め、「TA費用」が20%、販売関連費用に相当するものはなし、という内容だった。

一般に、手数料・費用とサービスの対応関係は、必ずしも図表1で示したほど単純ではないと言われている。中でも販売会社の販売・マーケティング・サービスがどの手数料・費用で賄われているかはファンドによって様々と言われ、販売手数料と12b-1費用に加えて、図表1では省略したが運用会社の収入の一部が販売会社に支払われることもある。また、販売・マーケティングとの関係が深いTAサービスについて、図表1では販売会社とTAを別表示してあるが、ICAの例にもあるようにTAのサービスを販売会社が提供する場合もしばしばである。その場合は12b-1費用の一部が口座管理・投資家サービスの対価として当てられることもある。

12b-1費用については、投資会社協会(ICI)が2001年4月に12b-1費用の用途に関するサーベイ結果を発表した。それによると、12b-1費用の主な用途は、①ファンドの販売会社への支払い(12b-1費用全体の63%)、②ファンドの既存投資家の口座管理等を外部委託している場合、その委託先への支払い(同32%)、③新規投資家向けの販促資料や目論見書の印刷・郵送費などの広告・マーケティング費用(同5%)、の3つに分類できた。

### 3) SEC スタッフ報告の概要

SEC スタッフ報告では、①投信業界の拡大とともに米国の一般家計にとっての投信の重要性も増していること、②投信手数料がリターンに与える影響は多大であること、③投信手数料の水準に関して様々な議論が行われていること、を念頭に過去20年間にわたる投信手数料の動向の分析が行われた。

投信手数料の全般的な傾向については、前述のGAO報告でも90年代の投信手数料の水準が分析された他、ICIからも報告書が出されているが、分析対象や分析アプローチの違いから、低下しているのか上昇しているのかについてすら、コンセンサスが形成されていないのが実態だった。SEC スタッフ報告では、GAOやICIとは別に独自の分析・考察が行われた。また、どのような要因が手数料の動向に影響を与えるかについて、重回帰モデルを用いた分析も行われた。

SEC スタッフ報告の要点は以下の通りである(図表3を参照)<sup>3</sup>。

- ・ 投信の経費率は96~98年の3年間は低下したものの、79年から99年にかけて基本的に上昇した。
- ・ 経費率の上昇は、主に投信の販売・マーケティングに関する手数料の設定方法が変化し

<sup>3</sup>販売形態別の分析はファンドを「クラス」あるいは「クラス・シェア」ごとに分けて行われたが、これは一つのファンドが複数の手数料体系を持つ場合があるためである。例えばあるファンドのクラスAは販売手数料のみを徴収、クラスBは12b-1費用と解約手数料を徴収、といった具合である。クラス・シェアについては、本稿末の<参考>を参照されたい。

たことに起因した。多くのファンドが、販売手数料を減らす、あるいはなくす代わりに12b-1費用を徴収するようになり、販売手数料のメジアンは79年の8.5%から99年の4.75%に低下した。販売手数料は経費率に含まれず、12b-1費用は含まれることから、経費率が上昇しているという結果につながった。

- ・ したがって、販売手数料の低下傾向を勘案すると、トータルな投信投資のコストは上昇しているとは言い切れなかった。販売手数料を反映させたトータルな投信投資コストの傾向は、投資家が実際に支払う販売手数料（販売手数料には投資額に応じた割引が適用されるのがしばしばである）とファンドの保有期間のデータが得られないため、正確な分析が行えなかった。

図表3 投信経費率の傾向

全体			販売形態別		
	単純平均	資産加重平均	ノーロード・クラス	ロード・クラス	ロード・クラスの全資産残高に占める割合
79	1.14%	0.73%	0.75%	0.72%	70%
92	1.19%	0.92%	0.80%	0.96%	74%
95	1.30%	0.99%	0.76%	1.17%	56%
96	1.32%	0.98%	0.75%	1.17%	55%
97	1.33%	0.95%	0.72%	1.14%	54%
98	1.35%	0.91%	0.68%	1.12%	51%
99	1.36%	0.94%	0.72%	1.17%	49%

ファンドのタイプ別				
	債券ファンド	株式ファンド	国際ファンド	セクター・ファンド
79	0.70%	0.74%	-	-
92	0.82%	0.95%	1.36%	1.31%
95	0.84%	0.98%	1.31%	1.37%
96	0.84%	0.96%	1.31%	1.34%
97	0.83%	0.91%	1.24%	1.35%
98	0.80%	0.88%	1.18%	1.30%
99	0.80%	0.90%	1.18%	1.36%

- (注) 1.販売形態別、タイプ別データは資産加重平均手数料。  
 2.ノーロード・クラス：販売手数料、12b-1費用を徴収しないクラス・シェア。ただし、95～99年については12b-1費用0.25%以下のクラス・シェアも含まれる。  
 3.ロード・クラス：販売手数料、0.25%超の12b-1費用、又は両方を徴収するクラス・シェア。  
 (出所) SEC スタッフ報告

- ・ ファンドのタイプ別の分析では、株式ファンドは債券ファンドよりも経費率が高く、一般の株式ファンドと比べるとセクター・ファンドの経費率は高かった。国際ファンドは同タイプの国内ファンドよりも経費率が高かった。インデックス・ファンドと機関投資家向けファンドはそれぞれ同タイプのファンドより経費率が低かった。
- ・ ファンドの純資産残高が増加するにつれて、経費率は一般に低下した。
- ・ 確定拠出型プランで最もよく投資されているファンドの上位50本を見ると、経費率が低めだった。理由は、これらのファンドの純資産残高が大きいためと考えられた。
- ・ 99年の上位1000本を見ると、大型のファンド・ファミリー（同一会社が運用・販売す

るファンド群)に属するファンドは小型のファンド・ファミリーに属するファンドよりも経費率が低かった。

- ・ 99年の上位100本を見ると、ほとんどのファンドが、純資産残高の増加に伴い運用費用を引き下げる「ブレイク・ポイント・アレンジメント」を採用していた<sup>4</sup>。

これらのSECの分析に加えて、以下のような指摘ができよう。

- ・ 販売形態別の経費率を見ると、販売手数料と12b-1費用を徴収するロード・クラスの方が徴収しないノーロード・クラスよりも高く、その格差は年々開いている(79年は逆であるが、同年にはまだ12b-1費用が認められていなかった)。
- ・ 経費率全体の傾向として、単純平均よりも資産加重平均の方が低いのは販売形態別の表にあるようにロード・クラスの全資産残高に占める割合が低下したためと考えられる。

#### 4) SEC スタッフ報告の提言

上記のような現状分析を踏まえて、SEC スタッフ報告では以下のような提言が行われた。これらは、SECの従来の投信手数料規制のアプローチを原則、踏襲したものと言える。すなわち、投信手数料の水準については市場の競争原理に任せSECが数値規制を設けるということはない、規制のあり方としては、投資家に対する情報開示の充実と、ファンド取締役によるガバナンス強化の2つを通じて行うのが健全であるとするものだった。したがって、SEC スタッフ報告でも投信手数料の全般的な水準・推移を提示しつつ、それが高い、低いといった評価は一切行われなかった。

##### ①情報開示の強化

投信手数料に関する投資家への情報開示の強化は、GAO報告がSECに対して提案したことだった。GAO報告の提案は、投資家が負担した手数料をパーセント表示ではなく実額で開示する、しかもファンド全体の状況ではなく個々の投資家の手数料を計算して口座ステートメント等に記載するというものだった。

SEC スタッフ報告はこのGAOの提案に対し、実額での手数料開示にはいくつかの方法が考えられ、開示強化がもたらすコスト負担増を勘案した上で最も効果的な方法を選ぶべきであるとした。また、情報開示の強化は一般に、それが投資家にとって必要な情報であればこそ効果的であるという観点から、投資家の手数料に対する理解を高め、他ファンドとの比較・投資の意思決定の助けとなる方法で実額の手数を開示するのが望ましいとした。

このような考え方から、SEC スタッフ報告では、投信の年次・半期報告書に実額の手数料開示を追加することが提案された。年次・半期報告書上とすることで、ファンドの運用

<sup>4</sup>確かにモーニングスター社データベースを見ると、フィデリティ・マゼラン、ICA、バンガード・ウェリントン、パトナム・ボイジャーなどの大型ファンドにより採用されている。

実績及び「ポートフォリオ・マネジャーによるパフォーマンスの議論」と併せて、投資家が手数料について考えるのを助けられるという利点があると指摘された。また、開示の方法としては、一定額（例えば 1 万ドル）に投資した投資家が何ドルの手数料を支払ったかを、実際のリターンに基づき計算するという方法が提案された。さらに、一定のリターン（例えば 5%）を得たと仮定した場合に何ドルの手数料を支払ったかを追加情報として付すことで、他ファンドとの比較を行えるようにするという提案だった。

GAO 報告の提案に対してはコスト負担が多という業界の批判が寄せられていた。SEC スタッフ報告の提案は、実務面でのコスト負担に配慮しつつ、効果的な開示方法を模索したものと云えた<sup>5</sup>。

## ②投信ガバナンスの強化：12b-1 費用の見直し

SEC スタッフ報告は、投信ガバナンスの強化策として 99 年に出された規則改正案<sup>6</sup>の採択を促すと同時に、SEC が、1980 年の採択から 20 年余りが経過した 12b-1 費用に関する規則の見直しを検討するよう提案した。この 20 年間、販売チャンネルの多様化などに伴い 12b-1 費用の用いられ方が当初の想定外の形で発展した。この現状に規則を対応させる必要があるのではないかということだった。投信ガバナンス強化の一環として提案されたのは、ファンド取締役が 12b-1 費用の取り決めに関する監督の責任を負うからだった。

ファンドが 12b-1 費用を伴う場合、ファンド取締役は毎年、同費用に関する規定を見直し適正であることを確認した上で更新する責任を負う。この毎年のレビューの際にしばしば拠り所とされているのが、SEC が 12b-1 費用を承認した際のガイドラインであるが、その内容は、12b-1 費用は基本的に一時的な措置であるという前提に立ったものだった。ところが、①12b-1 費用は様々なクラス・シェアに組み込まれている（代表例がクラス B シェア）、②投信スーパーマーケットの「棚貸し料」（後述する）に使われている、③12b-1 費用収入を担保に借入れをする、あるいは未収金としての 12b-1 費用収入を銀行等に売却して資金を得る販売会社が出ている、というのが現状であり、12b-1 費用は半永久的な措置として用いられていると考えるのが現実的と言えた。したがってファンド取締役が 12b-1 費用のレビューをする際の考え方を、この現実を反映した形に修正する必要があるのではないか、というのが SEC スタッフ報告の提案の主旨だった。

12b-1 費用導入の経緯やその後の議論については、本稿末の〈参考〉を参照されたい。

<sup>5</sup> この他に、税引後リターンの開示を義務付ける規則改正案の採択も促された。この規則改正案は 2001 年 1 月に採択された。野村亜紀子・神山哲也「米国投信業界の動向（2000 年 7～12 月）」『資本市場クォーターリー』2001 年春号を参照のこと。

<sup>6</sup> ファンドの社外取締役の最低限を 4 割から過半数に引き上げるといった投信ガバナンス強化を目指す規則改正案で、2001 年 1 月に採択された。



## 2. SEC スタッフ報告への反応と今後

ICI は、SEC スタッフ報告の発表を受けて、「SEC スタッフ報告は、投信投資家が規模の経済の恩恵を得ていることを確認するものだった・・・ICI 及び投信業界は、投信ガバナンスと投資家への情報開示を高めようとする SEC の活動を長きにわたって支持してきた・・・今回の SEC の提案を十分に検討したい」というコメントを発表した。

SEC スタッフ報告は SEC 投資管理局のスタッフが中心となってまとめられたものであり、SEC の規則改正案そのものではないが、SEC が今後投信手数料規制の改革を考える際に、今回の SEC スタッフ報告に含まれる提案をベースにすることはほぼ確実と考えてよい。SEC は 2001 年 2 月のレビット委員長退任後、ブッシュ大統領が次期委員長として指名したハーベイ・ピット氏の議会上院による承認を待つ状態にある。新委員長により優先課題と位置付けられれば、投信手数料の規則改正に向けた動きが具体化することになる。仮に新委員長の優先課題に含まれなかったとしても、この類の報告は数年間にもわたって参照され続けるので、いずれ何らかの形で活用されることになる。

また、当面、投信手数料に関する立法措置が提案される予定はないようであるが、将来、議会で投信手数料が取り上げられる際には、同報告が議論に影響を与えることも十分にあり得る。米国議会では 2000 年 12 月に委員会の管轄権の再編が行われ、従来、下院エネルギー商業委員会の管轄下にあった証券・資産運用業界が金融サービス委員会の管轄に移された。金融サービス委員会は、従来銀行業界等を管轄してきた銀行委員会が改名されたもので、この再編により商品・先物を除く金融サービスのほぼ全てが一つの委員会に集約されたと言えた。金融サービス委員会の委員長となったオックスレー議員は、GAO 報告の作成をディンゲル議員とともに要請した人物であり、投信手数料に関する意識は高い。同議員は SEC スタッフ報告の発表を受けて、「報告書に満足している・・・手数料は投資家の投信と納税額の両方に多大な影響を与える。SEC がこの提案を採用すれば、投資家の長期的なファイナンシャル・プランニングを助ける合理的なステップにつながるだろう」という声明を発表した。

## 3. 販売チャネルの多様化に伴う手数料の使われ方の変化

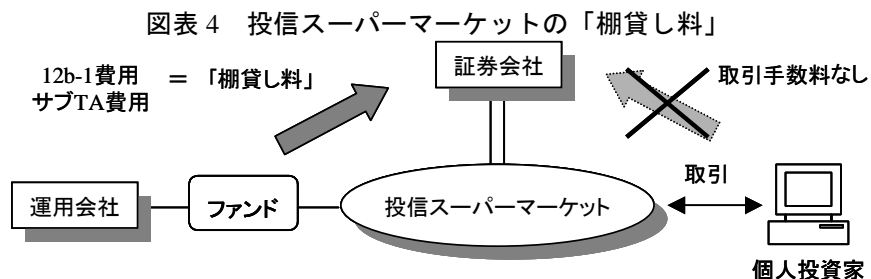
SEC スタッフ報告の手数料分析の最大の特色は、販売関連手数料が重視された点と言えた。提案にも 12b-1 費用の規則の見直し検討が含まれている。以下では、SEC スタッフ報告を掘り下げる形で、投信販売チャネルの発展を見ていこう。販売・マーケティング・サービスや TA サービスと手数料・費用の対応関係が決して単純ではないことは前述の通りであるが、これは投信販売チャネルの多様化の一つの表れに他ならないからである。

## 1) 投信スーパーマーケット

チャールズ・シュワップのワンソースに代表される投信スーパーマーケットは、投資家が多数の運用会社の投信を一箇所で品定めし購入できるという画期的なサービスであり、投信のマーケティング・販売戦略の革命であった。投資家にとっては、ワンストップ・ショッピングの利便性もさることながら、従来は複数の運用会社のファンドを購入すると運用会社（あるいはファンドを提供する証券会社）の数だけ口座を持ち、その数だけ書類が送られてきたものが、それらをスーパーマーケットで購入すれば一つの証券口座に全てを統合し、全てを一覧できる口座書類を得られるという便利さがあった。

投資家はまた、例えばワンソースで提供される数千本に及ぶファンドの品揃えの中であれば、取引時に手数料を支払う必要がない。それでは、販売業者たるチャールズ・シュワップはどうやって収入を得ているのかというと、実はファンドに対して、上記の口座書類作成を含む様々な投資家サービスの対価という名目で課金しているのだった。これは、ワンソースという顧客集約力の高いスーパーマーケットの「商品陳列棚」に商品を並べる「棚貸し料」とも換言できた。（図表4）

多くのファンドが、この棚貸し料の支払いに 12b-1 費用とサブ TA 費用<sup>7</sup>を当てているのである。これは 12b-1 費用の新しい用いられ方の代表例であり、SEC スタッフ報告でも指摘された。



（出所）野村総合研究所作成

## 2) 401(k)プランのレベニュー・シェアリング

401(k)プランのレベニュー・シェアリングは、90年代に入って401(k)プランが普及し、401(k)プランのサービス・プロバイダーの間の競争が激化する中で、浸透していった業界慣行である。投信スーパーマーケットの棚貸し料の企業年金版とも言える。

401(k)プランの提供にあたっては、運用商品、従業員の個人口座を管理するレコードキープ、有価証券の保護預りなどの様々なサービスが必要とされる。これらのサービス、提供者、費用の負担者を簡略に示したのが図表5の左側の表である。基本的には、加入者

<sup>7</sup> サブ TA 費用は、本来ファンドから TA に支払われる費用の一部である。この場合、ファンドの本来の TA に加えて、投信スーパーマーケットの TA が、ファンドのサブ TA となる。

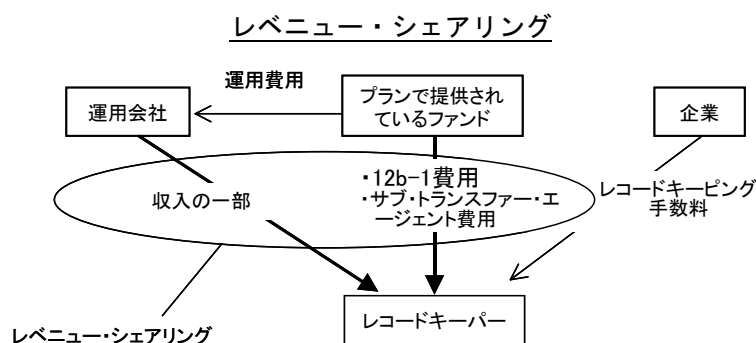
がファンドへの投資に関する費用を負担し、それ以外のプラン運営費用は企業が負担する形になっている。ところが、これは一般に公表される「表の」手数料体系である。これとは別に、サービス提供者の間での手数料収入の折半・共有化とも言うべき「裏の」手数料の流れがあり、レベニュー・シェアリングと呼ばれている。

図表 5 の右側の図は、レベニュー・シェアリングを図解したものである。レコードキーパーは企業から手数料を受け取る。これが「表の」手数料である。これに加えて、運用会社との間で合意が成された場合、ファンドの費用や運用会社自身の収入の一部を受け取ることができる。このファンド費用として、しばしば、本来はファンドの販売会社に支払われる 12b-1 費用やサブ TA に支払われるサブ TA 費用が用いられているのである。従業員の口座管理や情報提供を請け負うレコードキーパーの機能は、販売業者や TA の機能の一部と実質的に重なるので、この費用を受け取る資格があるという考え方であろう。全ての運用会社がこのような取り決めに応じるとは限らないものの、レベニュー・シェアリングはレコードキーパーにとっては、なくてはならない収入源となっていると言われる。

図表 5 401(k)プランの手数料

401(k)プランをめぐる費用の負担		
サービス	提供者	費用負担者
ミューチュアル・ファンドなど運用商品の提供	運用会社	ファンドの費用の形で、加入者
口座管理	レコードキーパー	多くの場合、企業
資産の保護預り	信託銀行	多くの場合、企業
従業員向けサービス(情報提供、教育等)	運用会社、レコードキーパー	多くの場合、企業
投資アドバイス	サード・パーティ・アドバイザーなど	企業または加入者

(出所) 野村総合研究所作成



### 3) 曖昧になる公販と直販の境界

米国投信業界では、公販と直販の 2 つの販売チャネルが確立されているが、最近の傾向として、従来直販会社とされてきた運用会社が、販売業者を通じたファンド販売に乗り出し始める動きが見られた。その際、直販ファンドに 12b-1 費用を導入する形が取られ、「12b-1 費用は公販ファンドのもの」という従来の概念が打ち崩された。直販大手の例を挙げてみよう。(図表 6 を参照のこと)

ジャナス(米国投信業界 5 位)は 2000 年 8 月、退職プランや金融機関を通じて提供される「アドバイザー・シリーズ」を開始した。これは、退職プラン、変額年金、変額生命保険を通じて提供されてきた「アスペン・シリーズ」の退職プラン向けシェア・クラスを再

編したものであった<sup>8</sup>。アスペン・シリーズとの違いは、金融機関を通じて提供される点にあった。手数料体系は、アスペン・シリーズが販売手数料、12b-1 費用、解約手数料ともにゼロの代わりに最低初期投資額 500 万ドルとなっているのに対し、アドバイザー・シリーズは 0.25%の 12b-1 費用を徴収するが最低初期投資額は設定されておらず、金融機関を通じて一般の個人向けの販売に適応した形になっている。

Tロウ・プライス（米国投信業界 12 位）も、2000 年 3 月から、同社最大のファンドであるサイエンス&テクノロジー・ファンド等に、証券会社、銀行など金融機関を通じて提供される「アドバイザー・クラス」を追加した。アドバイザー・クラスは 0.25%の 12b-1 費用を徴収する。

アメリカン・センチュリー（米国投信業界 13 位）は 96～97 年に同社最大のウルトラ・ファンド等で証券会社、銀行など金融機関を通じて提供される「アドバイザー・シェア」を開始したが、これとは別に、2001 年 5 月からウルトラ・ファンド等で「C クラス」の提供を開始した。C クラスはラップ・アカウント等のパーソナル・サービスを通じた販売が想定されている。アドバイザー・シェアでは 0.50%の 12b-1 費用（サービス手数料も含む）が徴収されるのに対し、C クラスは 1.00%の 12b-1 費用（サービス手数料も含む）と 1%の解約手数料（購入後 1 年間）が徴収される。

図表 6 直販会社大手の 12b-1 費用活用の動き

会社	内容	手数料
ジャナス	<ul style="list-style-type: none"> <li>「アドバイザー・シリーズ」を 2000 年 8 月から開始。</li> <li>同シリーズに含まれるファンド：グロース、アグレッシブ・グロース、キャピタル・アプリシエーション、バランスド、エクイティ・インカム、グロース&amp;インカム、ストラテジック・バリュウ、インターナショナル、ワールドワイド、フレキシブル・インカム、MMF</li> </ul>	販売手数料：0% 運用費用：0.65% 12b-1 費用：0.25% 解約手数料：0% （ワールドワイドの例）
Tロウ・プライス	<ul style="list-style-type: none"> <li>「アドバイザー・クラス」を 2000 年 3 月に開始。</li> <li>対象となるファンド：サイエンス&amp;テクノロジー、エクイティ・インカム、インターナショナル・ストック、ミッドキャップ・グロース、スモールキャップ・ストック、ハイイールド、スモールキャップ・バリュウ、インターナショナル・ボンド、バリュウ、ブルーチップ</li> </ul>	販売手数料：0% 運用費用：0.67% 12b-1 費用：0.25% 解約手数料：0% （サイエンス&テクノロジーの例）
アメリカン・センチュリー	<ul style="list-style-type: none"> <li>「C クラス」を 2001 年 5 月に開始。</li> <li>ウルトラ、グロース、ピスタ、ヘリテージが対象。</li> </ul>	販売手数料：0% 運用費用：0.99% 12b-1 費用：1.00% 解約手数料：1.00% （ウルトラの例）

（出所）各ファンド目論見書より野村総合研究所作成

投信スーパーマーケットや 401(k)プランも、伝統的なブローカー経由の形とは若干異なるものの、「仲介業者」を通じての販売と見ることができる。直販会社のファンドが投信スーパーマーケットや 401(k)プランを通じて提供されるようになった時から、公販・直販の境界は崩れ始めたと言える。

<sup>8</sup> そのため、アドバイザー・シリーズの設定年を見ると、アスペン・シリーズが設定された 97～98 年となっている。

上記のようなクラス・シェア追加は、そのような流れの中で、直販会社が販売業者経由のチャンネルを一層拡大しようとする動きと言えよう。販売業者を活用する以上、彼らに対してファンド販売のインセンティブを提供せねばならない。その手法の一つとして 12b-1 費用が活用される形になっているのである。

#### 4. 避け難い投信手数料への注目

今回の SEC スタッフ報告では、販売関連手数料の変化が、発展する投信ビジネスの実状と関連付けられる形で、大量のデータに基づき洗い出された。同報告の分析や提案を、投信手数料のアンバンドル化・透明化という見方で捉えると興味深い。報告では、事実上、12b-1 費用の使われ方の実態究明が行われたわけだが、これは実は、投信が投資家に提供されるに当たって必要とされるサービスを挙げ、どのようなサービスの対価として手数料が支払われているかを明確化する作業に他ならない。本稿では、SEC スタッフ報告よりも若干視野を広げる形で、この作業を試みたわけである。

米国投信業界では、市場環境や米国経済全般の今後が不透明な中で、今後、手数料に対する注目が高まって行かざるをえない状況にあると言える。高リターン環境下では、投資家も大して手数料に関心を払わないが、リターンがマイナスの中でさらに残高ベースでの手数料を徴収されるとなると、話は違ってくる。SEC、投信業界ともに株式市場がまだ上昇基調にあった 98 年頃から投信手数料に着目し、投資家の啓蒙活動を行ってきたのは事実であるが、今後市場の低調が続けば、マスメディアや投資家の間で「手数料が高すぎる」という議論が盛り上がりたらないとも限らない。

手数料の水準を論じる際に留意しなければならないのは、単純に高い、低いといった感覚的な議論を避ける必要があることだ。SEC スタッフ報告では、株式ファンド、債券ファンド、国際ファンド、セクター・ファンドという分類でタイプ別の手数料が分析された。理由は、これらのファンドでは運営に必要とされるサービスの内容が異なり、したがって手数料水準を全体として論じるのは不十分ということだった。例えば国際ファンドの場合、外国銘柄の情報収集などが必要とされ、これらのサービスのコストが高ければ手数料が高くなるのは仕方がないと言える。しかし、例えば情報テクノロジーの発展によりこれらのコストが低下すれば、従来の手数料水準が正当化できなくなる可能性も出てくる。

販売関連手数料の有無や水準についても、同手数料に見合うサービス提供が販売業者により行われているのであれば、それは正当な対価と言える。米国で従来ノーロードだったファンドにわざわざ販売関連手数料を追加する動きが出てきた背景には、「多くの投資家が、適正な対価であればそれを払っても販売業者のサービスを得たいと望んでいる」という現状認識がある。

要は、投信の商品、サービスともに多様化が進む中で、付加価値を反映した料金体系が整備されているかどうかのポイントとなる。そのようなきめ細かい議論のためには、投信

の運営をめぐるサービスの内容と手数料について、ある程度の明確化が必要と言えよう。

### ＜参考＞12b-1 費用をめぐるこれまでの経緯

投信手数料の使われ方、中でも 12b-1 費用の使われ方が多様化してきており、規制を現状と合致するよう修正する必要があるというのが SEC スタッフ報告の指摘の一つだった。12b-1 費用は 80 年に導入されて以来、様々な議論の争点となり、一度は大幅な規制強化案が SEC から出されたこともある。以下で簡単に 12b-1 費用をめぐるこれまでの経緯を紹介しよう。

SEC は従来、ファンドから差し引かれる費用を販売関連に当てることには反対だった。主な理由は、マーケティングなど販売関連の費用は新規の投資家獲得のための支出であり、これを既存投資家が最終的に負担する費用で賄うのは、既存投資家に対して不公平であるというものだった。この背景には、新規投資家の獲得により利益を得るのは運用会社であり、既存投資家ではないという考え方があった。これに対し、投信業界からは、新規投資家の獲得によりファンドの資産が増加すれば規模の経済が働き、既存投資家の利益にもつながるという主張が行われた。70 年代後半、大論争の末、この考え方を SEC が容認する形で 12b-1 費用が認められた。

12b-1 費用が認められたもう一つの背景は、70 年代の市場環境があった。60 年代末の株価下落以降、個人投資家の投信への投資は低迷した。当時の手数料体系の下ではファンドの販売が低迷すると販売会社としてはそのファンドを取扱うメリットが見出せなかった。SEC が 12b-1 費用の主な使われ方として想定したのは、販売手数料以外の形のインセンティブを販売会社に渡すことで、運用会社が市場低迷期の苦境を乗り切れるようにするというものだった。12b-1 費用はあくまでも一時的・時限的な措置と考えられていたのである。

ところが、実際には、販売手数料は取らないが 12b-1 費用と解約手数料を組み合わせで徴収する「B シェア」が運用会社の間に急速に浸透し、販売低迷期の緊急避難措置という 12b-1 費用の当初想定された性格は失われた。B シェアが、販売業者経由で投信を購入するものの販売手数料は払いたくないという投資家の間で人気を博したこと、運用会社としても販売手数料ほど明示的でない点がマーケティング上有利と考えられたこと、また、90 年代に入ってからのことであるが、銀行の投信販売参入と共に残高ベースの手数料に馴染んだ顧客が増加したことなどが背景として指摘された<sup>9</sup>。

その後、販売手数料なしで比較的高い 12b-1 費用を徴収する C シェア、A シェアよりも低い販売手数料と高めの 12b-1 費用を徴収する M シェアなどクラス・シェアの多様化が進んでいるが、その多くに 12b-1 費用が組み込まれている。（図表参照）

SEC は 88 年、一部のファンドの B シェアの手数料水準が、全米証券業協会（NASD）の

<sup>9</sup> Rochelle Kauffman Plesset and Diane E. Ambler, “The Financing of Mutual Fund ‘B Share’ Arrangements,” *The Business Lawyer*, August 1997. Lemke, Lins & Smith, *Regulation of Investment Companies* も参考にした。

販売手数料規則で認められた上限を超えている可能性があることを問題視し、12b-1 費用の用途を厳格化する規則改正案を発表した。投信・証券業界は、SEC の規則改正案は実質的に 12b-1 費用の使用を不可能とするものであると強く反論した。同時に、SEC の懸念に対応するために 92 年、NASD の販売手数料規則を、12b-1 費用及び解約手数料を反映させる形で修正し、12b-1 費用の上限は 0.75%とされた<sup>10</sup>。また、0.25%を超える 12b-1 費用を徴収するファンドは、ノーロード・ファンドを称することが禁じられた。

図表 クラス・シェアの例

シェア・クラス	手数料体系	実例 (パトナム・ボイジャー)
A シェア (クラス A)	<ul style="list-style-type: none"> <li>販売手数料のみ</li> <li>または販売手数料と低めの 12b-1 費用</li> </ul>	販売手数料 : 5.75% 12b-1 費用 : 0.25%
B シェア (クラス B)	<ul style="list-style-type: none"> <li>販売手数料なし</li> <li>12b-1 費用と解約手数料</li> <li>解約手数料は通常、保有期間に応じて減額、消滅する</li> <li>しばしば一定期間後、A シェアに転換する</li> </ul>	販売手数料 : 0% 12b-1 費用 : 1.00% 解約手数料 : 5.00% (6年で0%に低下) 8年でAシェアに転換
C シェア (クラス C)	<ul style="list-style-type: none"> <li>販売手数料なし</li> <li>12b-1 費用のみ。若干の解約手数料を伴う場合もあり</li> </ul>	販売手数料 : 0% 12b-1 費用 : 1.00% 解約手数料 : 1.00% (1年で0%に低下) 転換なし
M シェア (クラス M)	<ul style="list-style-type: none"> <li>A シェアより低い販売手数料</li> <li>A シェアより高めの 12b-1 費用</li> </ul>	販売手数料 : 3.50% 12b-1 費用 : 0.75% 転換なし
I シェア (クラス I)	<ul style="list-style-type: none"> <li>機関投資家向け</li> <li>最低初期投資額が高く手数料は低い</li> </ul>	販売手数料、12b-1 費用ともに 0% 最低投資額 : \$150,000,000

(注) 1.機関投資家向けシェアの名称としてはIシェアがよく見られるが、パトナム・ボイジャーの機関投資家向けシェア Y シェアという名称。

2.パトナム・ボイジャーの A、B、C、M シェアの最低初期投資額は 500 ドル。

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

我が国の投信手数料には 12b-1 費用に相当するものは一見存在しないが、ファンドから委託会社が受け取る信託報酬の一部を販売会社に支払うという仕組みがある。これは、投信販売時に投資家が販売会社に支払う申込手数料とは別で、販売会社によるファンドの募集・取り扱い等の業務に対する代行手数料といった名目になっている。この代行手数料が米国の 12b-1 費用に相当するということもできよう。

(野村 亜紀子)

<sup>10</sup> この他に、サービス費用にも NASD 規則により 0.25%の上限が課せられている。投信手数料の開示書類では、しばしば 12b-1 費用、あるいは「販売・サービス費用」といった名目で、実は 12b-1 費用とサービス費用の両方を意味している場合がある。本稿中、12b-1 費用を 1.00%とするファンドは、両費用の合計を示しているケースである。