

## 韓国の小規模投資信託整理の動き

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. 韓国では自主規制機関の韓国金融投資協会（KOFIA）の主導の下で、2011年6～12月、資産残高50億ウォン（約3.5億円）未満の小規模投信を整理するという活動が推進された。運用会社が644本の整理という計画をKOFIAに提出し、実際、年末までに504本が整理された。整理方法は、繰上償還と投信併合があるが、いずれも償還だった。この動きは2012年も継続される模様である。
2. 小規模投信の整理は、対象となる投信の選定段階から運用会社と販売会社のコミュニケーションが重視され、両者が協働する形で進められた。販売会社が、投資家の納得が得られないと判断すると償還が断念されるケースもあった。償還時には投資家に代替商品を勧めるが、販売手数料を免除して投資家の不満を抑える試みもなされた。
3. 韓国では、非効率な運用を余儀なくされる小規模投信を投資家に持たせたままにすることは、政策当局、運用会社、販売会社いずれの立場から見ても不適当であり、投資者保護の観点から小規模投信整理を行うべきだと考えられた。この考え方はわが国にも当てはまるのではないかと考えられた。他方、投信併合は韓国、わが国ともに法律上は可能だが利用されていない。わが国では、2012年3月に開始された金融審議会の投信・投資法人法制見直しに関するワーキング・グループが投信併合を検討事項に含めている。同ワーキング・グループの議論により、投信併合の活用に向けた道が開かれることを期待する。

### 韓国金融投資協会（KOFIA）主導の小規模投信整理

韓国では、金融の自主規制機関である韓国金融投資協会（Korean Financial Investment Association、以下、KOFIA）の主導の下、2011年6月から12月にかけて資産残高50億ウォン（約3.5億円）未満の小規模投資信託644本を、繰上償還あるいは併合により整理するという活動が推進されてきた（図表1）。韓国の金融投資サービス及び資本市場法（Financial Investment Services and Capital Markets Act、以下、FSCMA）192条及び同法施行令223条では、投資信託の償還は、原則として規制当局である金融委員会（Financial

Services Commission、以下、FSC)の事前承認が必要とされるが、50億ウォン未満の投信については、少額ということで当該事前承認が免除される(図表2)。韓国投信市場では、2011年5月時点で追加型公募投信3,318本中、1,882本が50億ウォン未満、すなわち「事前承認を得ずに整理しても構わない」という扱いのファンドで占められていた。

一般に、投資信託は資産残高が少額になると、分散投資が十分に行えないなど運用効率が低下し、また、収益性の低下ゆえに投資家へのサービスも低下しがちになる。韓国では、上記のような小規模投信が市場の半分以上という状況は、投資者保護の観点からも望ましくないという考え方が、規制当局と業界の間で共有されていた。2010年には、FSCMA施行令が改正され、元々100億ウォンだったFSC事前承認免除の基準額を、上記の50億ウォンに引き下げるといった措置が取られた。しかし、あくまでも償還が可能という規定であり少額になったら償還を強制されるわけではないため、投資家の反発を懸念する販売会社の慎重な姿勢もあり、整理は進まなかった。そこで、2011年にKOFIAが加盟会社に整理計画の提出を求め、同年末までに合計644本(各社の提出した計画の積み上げ)を整理するという目標が掲げられることとなった。

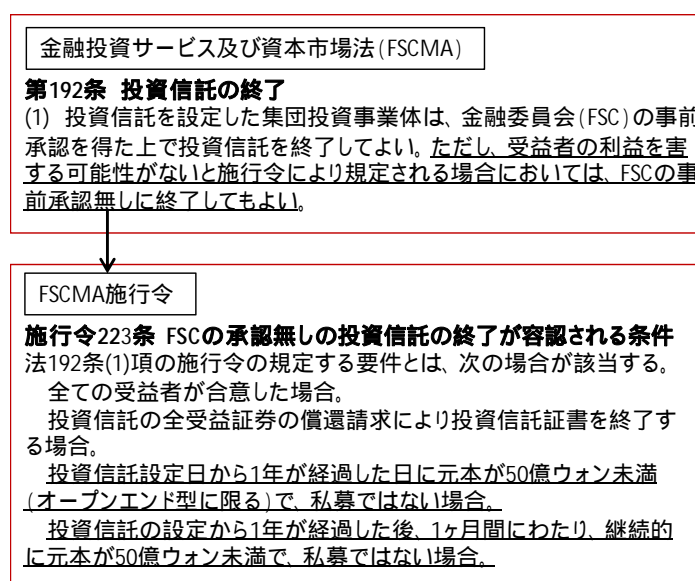
次章で述べるように、投資家対応など実務上の困難もある中で、目標には届かなかったものの、2011年末までに504本の整理が実行に移された。FSCは2012年も小規模投信の整理を継続するとしており、FSC資産運用課長が「積極対応しない業者は新規ファンドの

図表1 KOFIA主導の小規模投信整理計画(2011年)

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合計
少額投信整理計画	41	100	112	47	22	79	243	644

(出所) KOFIA資料より Nomura Asset Management Seoul Representative Office、野村資本市場研究所作成

図表2 韓国の投信償還に関する法令



(出所) FSCMA及び同施行令より野村資本市場研究所作成

承認をしない」と発言したという報道もある<sup>1</sup>。

なお、FSCMA には、投信併合に関する規定も存在するが、小規模投信の整理に当たり実際に利用されているのは償還である。これは、償還は受益者の承認を求める規制がないのに対し、併合の場合は受益者集会を開催して決議を得る必要があるなど、手続が面倒なためと考えられている。

## 運用会社、販売会社の対応

前述の通り、2011 年の小規模投信整理は、KOFIA 主導の下、運用会社と販売会社が協働する形で推進された。各社にとっては、それまでにないペースでの小規模投信整理のオペレーションだったと思われる。以下では、韓国での現地ヒアリングで得た情報を参照しつつ、運用会社と販売会社の対応を紹介する<sup>2</sup>。

### 1. 整理対象となる投信の選定

整理対象となる投信の選定は、基本的に運用会社が行う。その際は、小規模化により運用効率あるいはコスト効率が低下しているもの、自社の商品ラインアップで重複感のあるもの、将来の回復が展望しづらいもの、といった基準で選定される。例えば、小規模化していても、自社に代替可能なラインアップが存在しない場合は、他社との競争上、整理対象にしないこともある。

販売会社とのコミュニケーションも重視される。投資家に直接、償還について説明するのは販売会社であり、整理対象の選定に際して、販売会社と事前に協議する。一般に、投信の価額が上昇し、投資家が収益を出している局面での償還であれば、投資家からの苦情は比較的少なく済むが、韓国も 2011 年は株式市場が変動し、投信の整理には難しい時期だった。価額低迷の状態での償還は顧客の離脱につながるリスクもあり、投資家の納得を得られないとして償還を断念するケースもあった。

### 2. 投資家への通知と不満対応

投信の償還に関する手続は法令上具体的に規定されていないが、投資家への事前通知は必要と捉えられている。運用会社が、販売会社の投資家対応を支援する。具体的には、まず、販売会社の営業職員に対する投信償還に関する説明資料を作成し、営業職員の理解を得る。顧客向けに事情を説明する書簡の文案も、運用会社が作成し、販売会社と協議の上で確定し、顧客に送付する。また、新聞上での公告も行うとのことである。

<sup>1</sup> EDAILY の 2012 年 1 月 16 日付け記事「小規模ファンドを整理しない場合は新規ファンドの売り出しが不可に」( <http://www.edaily.co.kr/news/NewsRead.edy?newsid=01715446599397392&SCD=DB21&DCD=A10102> )。

<sup>2</sup> 2011 年 12 月に実施。

償還に際して、顧客に代替商品を勧めることもよく行われるが、その際、販売時の手数料を免除することで、投資家の不満を抑える試みもなされている<sup>3</sup>。ただし、これについては、損失を出している投資家に手数料免除を行うと損失補填に該当するという指摘もあった。

## おわりに

韓国で、政府、業界共に、小規模投信の整理が「投資者保護の観点から必要である」という認識を共有した上で推進されていることは、注目に値すると考える。非効率な運用を余儀なくされる小規模投信を投資家に持たせたままにすることは、政策当局、運用会社、販売会社いずれの立場から見ても不相当であるという認識だ。この点は、日本にも当てはまるのではないだろうか。

確かに、投信の残高が小さくなった場合の償還を容易にすると、投信の設定が安易に行われ、投資家の利益を損ない得るという指摘はあるだろう。しかし、その点については、安易な投信設定が仮にあるならそれを抑制する方策を別途模索するべきであり、投信業界の健全な発展のためには、期待に反して成長しなかったファンドの整理は必要な機能である。韓国では、小規模投信の償還手続きの簡略化を推進したが、わが国でも、一定額以下の場合の償還手続きの簡素化は、検討に値するのではないだろうか。

他方、韓国でも投信併合による整理は行われていない。この点は、法令上可能なものの実例のないわが国と同様と言える。投信併合は、投信の運用が継続され損失のまま流動化しないで済むなど、投資家にとって繰上償還よりも優れた点が多々ある。2012年3月に開始された金融審議会の投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループは、わが国投資信託市場の発展に向けた制度改革を幅広く議論するが、主要な検討事項の一つに「投資信託の併合手続の見直し」が含まれている。すなわち、投信併合は常に受益者による書面決議が双方の投信で必要だが、併合前後で商品としての基本的性格に変更がない場合は、書面決議を不要とすることが検討の方向性として示されている<sup>4</sup>。同ワーキング・グループの議論により、投信併合の活用に向けた道が開かれることを期待する。

<sup>3</sup> 韓国の投信手数料は、販売時の手数料を伴うクラス A、残高手数料のみのクラス C など複数タイプが用意される。販売時の手数料免除が行われるのは、クラス A の場合。

<sup>4</sup> 第3回投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ（2012年4月13日）の事務局説明資料より。