

## 米国の投信手数料体系の多様性について

野村 亜紀子

### 要 約

1. わが国投信市場は、銀行、確定拠出年金、郵便局といった新しい販売チャンネルが導入され、2006年5月には純資産残高が57.5兆円に達した。最近、話題になり始めているのが、販売手数料をゼロとした投信が登場するなど、手数料体系の多様化の動きである。
2. 投信手数料の多様化が既に広範囲に実現している米国を見ると、リテール・チャンネルの中だけでも、販売手数料ゼロのノーロード・ファンド、販売手数料を伴うクラス A、販売手数料の「後取り」を行うクラス B など、様々な手数料体系が見られる。
3. 歴史的には、70年代以降、投信販売チャンネルの多様化が進み、それに応じて手数料体系も多様化してきた。最近では、退職プラン向け、SMAのようなフィー・ベース・プログラム向け等の手数料体系も登場している。
4. 手数料体系の多様化は、投資家にとって選択肢の拡大を意味する。この利点が発揮されるためには、ディスクロージャーや販売が適正に行われることが重要である点にも留意する必要がある。

### I. はじめに

わが国の投資信託市場は2006年5月時点の純資産残高が57.5兆円に達し、80年代末のバブル期に匹敵する規模となった。98年12月開始の銀行本体による投信販売は完全に定着し、銀行は、今や証券会社と並ぶ投信販売業者となっている。2001年10月には確定拠出年金という新しい販売チャンネルが加わり、さらに、2005年10月には郵便局による投信販売も開始された。より幅広い国民が投資信託に接する可能性が生じていると言える。

このような中で、最近、投資家が投資信託を購入・保有することにより支払う手数料体系の多様化が話題になり始めている。投資信

託の投資家が負担する手数料は、一般に、販売時に証券会社や銀行等の販売業者に支払う「販売手数料」、保有期間中にわたり投資した資金から差し引かれる「信託報酬」、解約時に受取資金から差し引かれる「信託財産留保額」から成る。信託報酬は、投資信託の運用会社、様々な投資家サービスを行う販売業者、投資信託の資産管理等を行う信託銀行の間で配分される。

従来、水準の差こそあれ、投信手数料の体系としては、概ねこのパターンだったと言える。ところが、最近、販売手数料を免除する、いわゆる「ノーロード」のファンド、あるいは、一見、販売時の手数料はゼロだが、管理報酬等の一部として後取りすると言ってよい「クラス B 受益証券」が登場している。新

たな販売チャネルへの対応という意味では、確定拠出年金や SMA（セパレートリー・マネージド・アカウント）向けということで、すでに一般向けに提供されている投信に新しい手数料体系を追加するといった動きも出ている<sup>1</sup>。

これらは、実はいずれも米国で、1970 年代以降起きた動きを踏襲していると言える。例えばクラス B 受益証券は、米国の投信で幅広く普及しているクラス B（B シェアとも呼ばれる）を真似たものと推測される。そもそも、販売チャネルに対応した投信手数料体系の多様化は、米国投信業界で近年観察される一つの重要事象に他ならない。本稿では、わが国における投信手数料をめぐる変化の兆しを意識しつつ、米国の投信手数料体系の現状と近年の動向を整理する。

## II. 米国の投信手数料体系

### 1. 投信手数料体系の概要

米国の投信手数料のおおよその種類を挙げたのが図表 1 である。まず、「販売手数料」と、わが国の信託報酬に相当する「運営費用」（その料率を「経費率」と称する）がある。運営費用は、運用会社の受け取る「運用手数料」、販売業者の受け取る「12b-1 手数料」<sup>2</sup>、その他、投資家の名義書換を行う業者や信託銀行等が受け取る手数料に大別される。

一見、わが国の信託報酬の内訳と類似しているが、中でも 12b-1 手数料は、わが国の信託報酬の販売業者取り分（代行手数料とも呼ばれる）とは性格を異にする部分がある。また、CDSC（Contingent Deferred Sales Charge、条件付繰延販売手数料）も、わが国には従来見られなかった手数料である。両者はクラス B との関連性が強いので、詳しくはクラス B

図表 1 米国の投信手数料の内容

手数料	概要	支払先	備考
販売手数料 (sales charge、 front-end load)	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券会社、銀行等の販売業者が、投資家に対し、投信の販売時に提供するサービスの対価</li> <li>投信販売時に、投資家の資金が投信に入れられる前に差し引かれる</li> </ul>	販売業者と投信の元引受証券会社	日本の販売手数料に相当
運営費用 (operating expense)	<ul style="list-style-type: none"> <li>投信への投資期間中、資産から差し引かれていく。運用手数料、12b-1 手数料、その他に大別できる</li> </ul>	運用会社、販売業者、その他	日本の信託報酬に相当
運用手数料 (management fee)	<ul style="list-style-type: none"> <li>運営費用の一部</li> <li>投信のポートフォリオ運用の対価として支払われる</li> </ul>	投信の運用会社	日本の信託報酬の運用会社取り分に相当
12b-1 手数料 (12b-1 fee、 distribution fee)	<ul style="list-style-type: none"> <li>運営費用の一部</li> <li>販売手数料と同様な販売時のサービス、購入後の継続的な投資家サービス等、販売関連サービスの対価として支払われる</li> </ul>	投信の元引受証券会社と販売業者	日本の代行手数料に類似
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>運営費用の一部</li> <li>名義書換、資産管理、その他のサービスの対価</li> </ul>	信託銀行等、サービス提供者	日本の信託報酬の信託銀行取り分が含まれる
CDSC (contingent deferred sales charge)	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家が一定の期間内に解約すると、受取資金から差し引かれる</li> </ul>	元引受証券会社	日本には一部を除いて、なし
短期取引手数料	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家が短期取引と見なされる取引を行うと、受取資金から差し引かれる</li> </ul>	投信の資産	日本の信託財産留保額が類似

(出所) 野村資本市場研究所

と併せて後述する。

日米の投資信託の形態上の相違点として、米国は会社型、わが国は契約型が主流である点がある。米国の投資信託は、投資会社と呼ばれる会社であり、投資家が取得するのは投資会社の発行する株式である。会社による株式発行ということで、いったん元引受証券会社（通常、運用会社の関連会社）が発行株式を引き受けた上で、取り扱い証券会社、銀行等が投資家に販売する形になっている。

また、一つの投信に異なる手数料体系を備えるに当たって、投資会社による種類株（クラス・シェア）の発行という形が取られており、ゆえにクラス A（A シェア）、クラス B（B シェア）などと呼ばれている。

## 2. 販売チャネルと手数料体系

次に、販売チャネルと手数料体系の関係を整理する（図表 2 を参照）。米国の投資信託を販売チャネル別に見ると、直販等の「ダイレクト」、証券会社・銀行等経由の「販売業者」、退職プランや変額年金を経由する「インスティテューショナル」に大別される。2006 年 4 月時点の各チャネルの比率を見ると、ダイレクト 27%、販売業者 36%、インスティテューショナル 37% だった<sup>3</sup>。

ダイレクト・チャネルで販売される投信は、通常、販売手数料を伴わず、12b-1 手数料もゼロあるいは低く抑えられている。投信販売時のアドバイス等のサービス提供を伴わないので、その対価である販売手数料もないという理屈である。販売手数料が「ロード」とも呼ばれることから、このようなファンドは

図表 2 販売チャネルと手数料体系

販売チャネル	手数料体系	概要
ダイレクト	ノーロード	・ 販売手数料ゼロ、12b-1 手数料もほとんどゼロ
販売業者	クラス A（A シェア）	・ 販売手数料のみ（4.00～5.75%） ・ または販売手数料と低めの 12b-1 手数料（0～50bps） ・ 販売手数料は免除の上、401(k)プランやフィー・ベース・プログラムで提供されることもあり
	クラス B（B シェア）	・ 販売手数料なし ・ 12b-1 手数料（75～100bps）と CDSC ・ CDSC は通常、保有期間に応じて低下し、消滅する ・ しばしば一定期間後、クラス A に転換する
	クラス C（C シェア）	・ 販売手数料なし ・ 12b-1 手数料（75～100bps）と、若干の CDSC ・ クラス A への転換はなし
	アドバイザー	・ フィナンシャル・アドバイザー、フィー・ベース・プログラム向け ・ 販売手数料なし、低めの 12b-1 手数料（0～50bps） ・ ただし、通常、プログラムの中などで別途、残高フィーが課される
インスティテューショナル	クラス I（I シェア）	・ 退職プランを含む機関投資家向け ・ 最低初期投資額が高く、手数料は低い（販売手数料、12b-1 手数料、CDSC なし）
	リタイアメント・シェア	・ 退職プラン向け。しばしば、販売業者経由で販売される 401(k)プラン ・ 販売手数料なし、プラン規模に応じた 12b-1 手数料（25～50bps）
	529 シェア	・ 529 プラン（高等教育資金積立プラン）向け

（注）手数料率はおおよその目安

（出所）ICI, Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs, Perspective July 2003、Morningstar Principia（データベース）他より野村資本市場研究所作成

ノーロード・ファンドと呼ばれる。

さらに、販売業者経由の通常のリテール・チャンネルの中で、クラス A、クラス B、クラス C といった手数料体系が複数存在する。クラス A は、販売手数料を伴うタイプで、わが国の投信手数料体系に最も近いのがこれと言える。クラス B、C は、販売手数料を伴わず、一見ノーロードのようだが、クラス A に比べると高水準な 12b-1 手数料が設定されており、要するに販売手数料の後取りが行われている。

クラス B、C のいずれも、投信販売時に販売業者によるサービスを伴う点はクラス A と変わらず、その対価を投資家から得るタイミングが異なるのである。わが国の代行手数料は、販売手数料の後取りという性格を備えているとは言えず、この点において米国の 12b-1 手数料とは性格を異にする<sup>4</sup>。

401(k)プランのようなインスティテューショナル・チャンネルでは、従来、機関投資家に販売先を限定した投信、リテール向け投信のクラス I（最低初期投資額が高い）、あるいはクラス A の販売手数料を免除したものなどが使われてきた。最近では、退職プラン向けに専用のクラス・シェアを用意する運用会社も出ている。

### 3. クラス B とクラス C

#### 1) クラス B の仕組み

上述のように、米国では、リテール・チャンネルの中だけでも、一つの投資信託に複数の手数料体系が存在する。その中でも特徴的で、かつ、最近、わが国でも一部の外国投信で導入され始めているのがクラス B である。

クラス B が提供される場合、一つの投信で、販売手数料を伴うクラス A と両方が提供されるのが一般的である。投資家は、例えば 1 万ドルを投資する際に、クラス A の販売手数料が 5.75% とすると（図表 3 のインベストメント・カンパニー・オブ・アメリカの

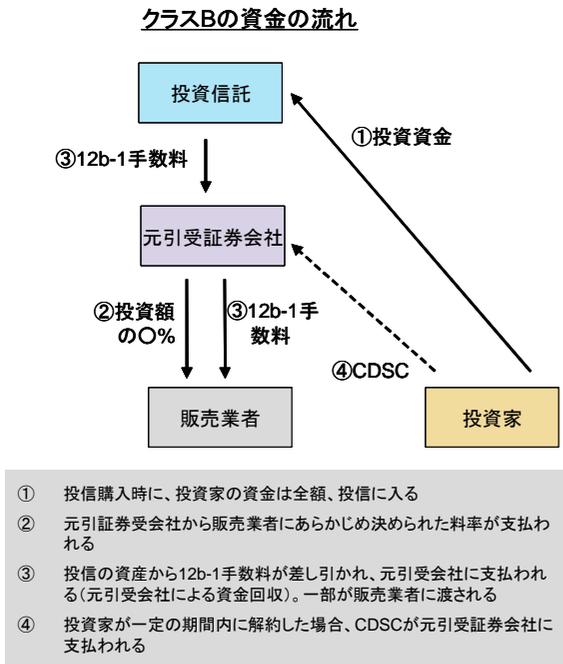
例を参照）、クラス A を選択すれば実際の投資資金は 9,425 ドルとなる。他方、クラス B を選択すると、販売手数料を支払わないので、1 万ドルを全額、投資に回すことができる。

クラス B の場合、販売業者はこの時点で収入がゼロかという点、実はそうではない。投信の元引受証券会社から投資額の何%という形で、手数料を得ることになっている。図表 3 の例だとこの料率が 4% なので、販売業者はクラス A であれば 5% の収入（販売手数料も元引受証券会社と分配され、元引受証券会社の取り分が 0.75%）、クラス B であれば 4% の収入を得ることになる。

この時点で、元引受会社は、収入のないまま、販売業者への支払いを行っており、この負担分を、クラス A よりも高い 12b-1 手数料を得ることにより、数年間かけて回収する。図表 3 の例だと、クラス A の 12b-1 手数料が 23bps に対し、クラス B だと 100bps である。この差異は、基準価額の計算にそのまま反映されるので、投資家にとっては、同じファンドに投資していながら、基準価額が異なる（クラス B の方が低い）という結果になる。

12b-1 手数料には年間 100bps という上限が全米証券業協会（NASD）により設定されているので<sup>5</sup>、元引受証券会社が全額回収するには、自ずと数年を要する。投資家がこの間に投信を解約すると、元引受証券会社は、先払いした分を回収できないことになる。CDSC は、このような場合に、元引受証券会社を取り損じた 12b-1 手数料の代わりに得るものである。したがって、最初は 5% といった水準だが、投資家の保有期間が長くなるにつれて（すなわち 12b-1 手数料による回収が進むにつれて）遞減し、7 年程度でゼロになるのが一般的である。しばしば、その時点で、クラス B はクラス A に自動的に転換し、以後、低い 12b-1 手数料が適用されることになる。元引受証券会社が最初に販売業者に支

図表 3 クラス B の仕組み



具体例：インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカのクラスA、B、C

クラス・シェア	販売手数料	経費率	運用手数料		CDSC (%)
			12b-1手数料	12b-1手数料	
クラスA	5.75	0.57	0.24	0.23	0.00
クラスB	0.00	1.35	0.24	1.00	5.00
クラスC	0.00	1.42	0.24	0.99	1.00

● 販売時点の販売業者向け支払い

- クラスB: 4%
- クラスC: 1%

● CDSCの適用

- クラスB

解約年	1	2	3	4	5	6	7
CDSC(%)	5	4	4	3	2	1	0

- クラスCは購入後1年以内に解約すると1%
- クラスBは購入後8年目にクラスAに自動的に転換
- クラスCは購入後10年目にクラスFに自動的に転換
- 転換時の手数料、課税はなし

(注) インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ (ICA) は、米国大手運用会社キャピタル・リサーチの代表的ファンド。上記の他にクラス F (フィー・ベース・プログラム向け)、クラス R (退職プラン向け)、クラス 529 (529 プラン向け) がある。

(出所) ICA の 2006 年 3 月 1 日付け目論見書等より野村資本市場研究所作成

払った分の回収を終えたということで、高い 12b-1 手数料の理由がなくなるためと考えることができる。

2) 12b-1 手数料導入の経緯

クラス B の特性は、①投資家が販売手数料を支払わずに投資資金を全額、投資できる、②同時に販売業者は一定の収入を販売時点で得ることができる、という利点の一方で、③投資家は一定期間内に解約すると CDSC を負担せねばならず、④また、クラス A よりも高い 12b-1 手数料による基準価額低下も受け入れなければならない、とまとめることができる。

クラス B は、1980 年の投資会社法規則 12b-1 制定により 12b-1 手数料が導入され、可能となった。その際の経緯は、クラス B の存在理由の理解にもつながると思われるので、以下で簡単に紹介する<sup>6</sup>。

規則 12b-1 は、一定の条件下で、投資信託

の資産を販売関連活動に用いることを認めるものである。同規則制定に先立つ 1970 年代は、長期にわたり株式市場が低迷し、多くの運用会社が資金純流出に直面した時期だった。ノーロードの投信直販が登場し、新たな販売チャンネルが拓かれる一方で、投信業界は、販売手数料以外の形で、販売業者による販売関連活動（販売時の投資家に対するサービス等）の対価を支払う方法を切望した。

一方、証券取引委員会 (SEC) は、投信の資産を用いた販売関連活動の容認には消極的だった。新規投資家獲得のコストを既存投資家の資産で賄う側面があり、既存投資家が受けるメリットが不明といった理由からだったと言われる。これに対し、投信業界から、新規投資家獲得により投信の資産が増加すれば、規模の経済が働いて投信の運営費用が低下し、既存投資家にも十分なメリットがあるといった議論が提示され、上述のような当時の環境もあり、80年に規則 12b-1 の制定に至ったと

言われる。

これにより、クラス B が可能となったわけだが、要するに、クラス B は、販売手数料を伴う体系のみでは、販売業者経由での投信販売の先行きが危惧されるような状況下で導入されたと言っていることができる。SEC は、当初、12b-1 手数料は、資金流出の最も深刻だった小規模ファンドにより主に活用されたと考えていたと言われる。ところが、予想に反して広範な普及を見せ、現在に至る。

### 3) クラス C

クラス B と同様に広く普及しているクラス・シェアとして、クラス C がある。クラス C は、基本的な構造はクラス B と同じで、販売手数料はないが、クラス B と同程度の高めの 12b-1 手数料による後取りが行われる。

クラス B と異なるのは、①販売時点の元引受証券会社から販売業者への支払いがクラス B よりも低く（例えばクラス B の 4% に対しクラス C は 1%）、②ゆえに解約に対する CDSC の期間も短く料率も低い（例えば 1 年以内の解約に対し 1%）、③クラス A への転換は行われずに高めの 12b-1 手数料が続く、といった点である。クラス B の CDSC 適用期間内に解約しうるなど、比較的短期間の投資に向いていることが見て取れる。

### 4. クラス A の販売手数料割引

以上がクラス B、C による投信手数料体系の多様化だが、実はクラス A の販売手数料にも、若干のバリエーションがある。一定の金額を投資すれば販売手数料を段階的に引き下げ、最終的にはゼロにするという割引で、わが国の投資信託でも見られるが、米国の場合、割引の適用対象となるかどうかの基準が幅広く設定されている。

米国では、投資会社法により、目論見書に表記された手数料率以外での投信販売が禁じられている。したがって、販売業者の一存で

販売手数料の割引を行うことはできない。ただ、投資会社法規則 22d-1 により、その投信の全ての投資家（特定のクラス・シェアにおける割引の場合は、そのクラス・シェアの全ての投資家）に対して一律に提示されること、目論見書にて開示されることなどの条件下で、手数料割引を行うことができる。

販売手数料割引の適用は、投資金額が 5 万ドルを超えたあたりから開始され、100 万ドルを超えたあたりでゼロになるのが平均的なようである（図表 4）。その際、多くの投信で採用されているのが、①一定期間内の追加投資の意思表示により割引を適用する「同意書による割引」と、②投資家の投信の保有状況等を加味して割引を適用する「積み上げによる割引」である。

同意書による割引の場合、例えば、投資家は最初の購入時点で、以後 13 ヶ月間に、購入した投資信託の属するファンド・ファミリー内のいずれかの投信に対して追加投資を行うという同意書を提出すれば、追加投資も含めた投資額に対する手数料率が適用されるといった具合である。期間内に投資額が同意書で示した金額に達しなかった場合は、未達分に対応する販売手数料が追徴されることになる。

積み上げによる割引の場合、例えば、同一ファンド・ファミリー内の投信に、同時に投資すれば、それらを総計した投資額に対する手数料率が適用される、あるいは、これまでのファンド・ファミリー内の投信への投資総

図表 4 販売手数料の割引パターン

購入額	株式投信		債券投信	
	株式投信	債券投信	株式投信	債券投信
\$25,000	5.50	4.50	4.50	4.50
\$50,000	4.50	4.50	4.00	4.00
\$100,000	3.50	3.50	3.50	3.50
\$250,000	2.50	2.50	2.50	2.50
\$500,000	2.00	2.00	2.00	2.00
\$1,000,000	0.00	0.00	0.00	0.00

(注) 購入額に対する販売手数料のメジアン  
(出所) ICI, Perspective, July 2003

額を加算した上で手数料率が適用される、といった具合である。

上記の投資額には、投資家本人が通常の証券口座と退職プラン口座など、複数の口座を通じて投資している場合、それらを合算することができる。さらに、本人のみならず、配偶者の行った投資も算入することができる。このような基準設定なので、超富裕層でなくても割引の適用対象となり得る形になっている。

### 5. ディスクロージャー

手数料の情報は、投信のディスクロージャー上、きわめて重要と位置付けられている。目論見書において分かりやすく表示することが求められており、記載場所も目論見書の冒頭、リスク・リターン情報の次である。また、年次・半期報告書の損益計算書の中で、対象期間中の費用として、運営費用の内訳が開示される。

複数のクラス・シェアを出しているファンドの場合、1本の目論見書の中で複数のクラス・シェアについて開示することができる。ファンドの運用の部分などは共通なので、効率的と言える。

なお、クラス B 及びクラス C について、投資家への販売時点で生ずる元引受証券会社から販売業者への支払い（図表 3 の②）も、目論見書に明記する必要がある<sup>7</sup>。

### Ⅲ. 米国投信手数料のトレンド

前章では、クラス A、B、C という通常のリテール・チャンネル内での投信手数料体系について述べたが、以下で、これらも含めた米国の投信手数料をめぐる近年の動向を概観する（図表 5）。大きな流れとして、手数料体系の多様化の進展と、手数料水準の全体的な低下の 2 つのトレンドを指摘することができる。

図表 5 投信手数料体系の多様化の歴史

	制度改正	手数料体系の多様化	販売チャンネルの多様化
~70年代		<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 販売手数料を伴う手数料体系</li> <li>◆ ノーロード・ファンドの登場</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 直販</li> </ul>
80年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 規則12b-1により、投信の資産から差し引くタイプの販売関連手数料が可能に</li> <li>• 投信販売低迷の70年代、販売手数料を伴う手数料体系のみでは困難</li> <li>• 既存顧客の資産で販売活動をファイナンスする是非の議論の末、導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ リテール・チャンネルにおける複数の手数料体系の始まり</li> <li>• 1つのファンドが複数の手数料体系                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• クラスA(Aシェア)</li> <li>• クラスB(Bシェア)</li> <li>• クラスC(Cシェア)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ リタイアメント・プラン(401(k)プラン)</li> <li>◆ フィーベース・プログラム(SMA)</li> </ul>
90年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 規則18b-3制定</li> <li>• 1つのファンドに複数のクラス・シェア発行を認める規則</li> <li>• 個別の申請が不要に</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ クラス・シェア数の拡大</li> <li>• ファンド本数を上回る増加</li> <li>◆ クラス・シェアの種類の増加                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• アドバイザー・シェア</li> <li>• Rシェア</li> <li>• 529シェア</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 教育資金積立プラン(529プラン)</li> </ul>

(出所) 野村資本市場研究所

## 1. 投信手数料体系の多様化

米国では、90年代半ば以降、クラス・シェアの種類が多様化とクラス・シェアを伴う投信の増加が見られる。従来はクラス A、B、C に加えてインスティテューショナル・チャンネル向けにクラス I というのが、よく見られる組み合わせだったが、図表 2 にあるように、SMA のようなフィー・ベース・プログラム向け、401(k) プランなどの退職プラン向け、税制優遇付きの高等教育資金積立プランである 529 プラン向けといったクラス・シェアが登場している。従来、クラス A の販売手数料免除で対応していたチャンネルに対し、別個のクラス・シェアを用意することで、よりきめ細かい料率設定を行うようになったと見ることもできる。

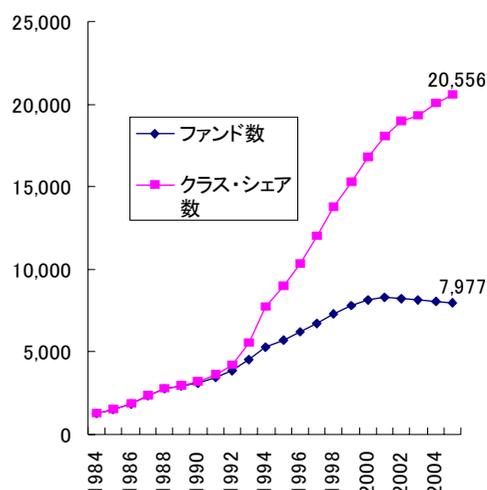
制度的な要因としては、95年に投資会社法規則 18f-3 が制定され、一つの投資信託が複数のクラス・シェアを出すのに、個別の適用除外を SEC から得る必要がなくなり、クラス・シェアを設定しやすくなったことが指摘できる。また、かつては直販中心だった投信運用会社が販売業者チャンネルに進出し、クラス・シェアを出すようになった影響も考えられる。これらの結果、図表 6 にあるように、米国では現在、投信の本数の約 2.6 倍のクラス・シェアが発行されている。

## 2. 投信手数料水準の低下

業界全体の手数料水準の推移を見る際には、いくつか留意すべき点がある。一つには、料率の単純平均を用いるのか、加重平均を用いるのかで、前者は、これから投資する人の視点に立つと有用だが、業界全体の把握という意味では、一部の高手数料ファンドによる歪みが大きい可能性がある。既存の投資家が全体として負担したコストを把握する意味では、資産加重平均が有用ということになる。

また、運用目標や投資対象といった投資信託の内容も手数料水準に大きく影響する。例

図表 6 投信の本数とクラス・シェア数の推移



(出所) ICI, 2006 Investment Company Fact Book

図表 7 販売手数料と 12b-1 手数料の推移 (1980~2002 年)

(%)

年	株式投信		債券投信	
	販売手数料	12b-1 手数料	販売手数料	12b-1 手数料
1980	7.89	0.00	6.35	0.00
1981	7.89	0.00	6.19	0.00
1982	7.85	0.00	6.04	0.00
1983	7.76	0.01	6.00	0.00
1984	7.64	0.02	5.65	0.01
1985	7.52	0.03	5.47	0.02
1986	7.10	0.05	5.20	0.05
1987	6.56	0.08	4.94	0.08
1988	6.00	0.12	4.75	0.13
1989	5.57	0.13	4.64	0.14
1990	5.29	0.14	4.56	0.13
1991	5.07	0.14	4.51	0.14
1992	4.92	0.15	4.29	0.15
1993	4.84	0.16	4.24	0.14
1994	4.79	0.18	4.13	0.15
1995	4.77	0.19	4.10	0.17
1996	4.80	0.19	4.11	0.17
1997	4.91	0.20	4.16	0.17
1998	4.97	0.20	4.20	0.17
1999	5.04	0.22	4.16	0.18
2000	5.16	0.22	4.16	0.18
2001	5.20	0.23	4.21	0.19
2002	5.17	0.23	4.20	0.19

(注) 販売手数料のある投信の手数料率単純平均  
(出所) ICI, Fundamentals, Feb. 2004

えば、一般に、海外株式ファンドは国内大型株ファンドよりもファンド運営のコストが高いと考えられる。したがって、投信業界全体

で海外株式ファンドが増加すれば、全体の手数料水準が上昇したとしても不思議はないことになる。

さらに、本稿で述べてきたように、販売業者の投資家サービスの対価を、販売手数料に加えて 12b-1 手数料により支払うことが可能であり、図表 7 にあるように、傾向として、販売手数料から 12b-1 手数料へのシフトが見られる。したがって、単純に販売手数料の推移のみを見る、あるいは経費率（運営費用の料率）の推移のみを見ると、投資家がトータルに負担するコストの趨勢を正しく捉えられない可能性がある。例えば、12b-1 手数料を取る投信の増加により経費率の平均が上昇したが、その分、販売手数料が取られなくなり、トータルな投資家のコストは低下したといったことも考えられるからである。

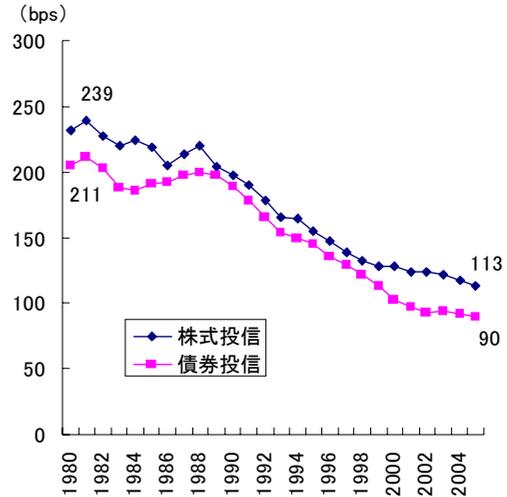
上記のような観点から、米国投資会社協会（ICI）は、販売手数料を保有期間にわたって按分して経費率に反映させ、その料率の資産残高加重平均の推移を提示している。これによると、図表 8 のように、投信手数料は 90 年代以降低下傾向を保っている。

### 3. 投信手数料をめぐる考え方

米国では、投信手数料の適切性が繰り返し議論されている。その背景として、投信市場は、売り手も買い手も多数存在し、参入障壁もそれほど高くないが、商品の個別性が大きく、価格競争が働きにくい特性を持つという考え方がある。また、売り手と買い手の情報の非対称性が大きい点もしばしば指摘される<sup>8</sup>。例えば、一般に、投信の資産規模が増加すれば、規模の経済が働き、投資家 1 人当たりの運営費用は低下する。価格競争の働く市場であれば、これが自ずと投信手数料の低下につながることを期待できるが、投信市場はその限りではないので、規制当局等による監視が必要という考え方である。

投信の資産規模と手数料水準の関係について

図表 8 投信手数料水準の推移



(注) 株式投信はハイブリッド投信も含む。販売手数料反映後の経費率の資産加重平均  
(出所) ICI, Fundamentals, Oct. 2005、直近部分は ICI 2006 Investment Company Fact Book

図表 9 投信の資産規模と手数料水準 (2002 年)

ファンドの資産規模	(% )	
	株式投信	債券投信
< \$500万	1.47	0.77
\$500万~1億	1.19	0.70
\$1~2.5億	1.19	0.69
\$2.5~5億	1.07	0.67
\$5~10億	1.03	0.64
≥ \$10億	0.84	0.57
全体	1.21	0.68

(注) 経費率の単純平均  
(出所) ICI Fundamentals, Feb 2004

て、実際のところはどうかというと、規模が大きいほど経費率が低いという分析が ICI により提示されている (図表 9)。また、運用手数料の料率が、資産残高が増えるにつれて限界的に下がる投信もある。例えば、5 億ド

ルまでは 70bps、5～10 億ドルは 60bps、10～15 億ドルは 55bps、といった具合に設定されているのである。

資産規模と手数料水準の議論にとどまらず、米国では、投信の手数料体系や水準に関する議論が継続的に行われている感がある。

#### IV. おわりに

##### 1. サービスの対価としての手数料

わが国でも、投信手数料体系の多様化の兆しが見えており、今後、投信手数料をめぐる議論が活発化する可能性がある。例えば、ノーロード投信という言葉が使われるが、クラス B のような手数料体系が導入されると、単純に販売手数料がゼロ即ちノーロードという認識では不十分なことになる。クラス B は、一見、販売手数料がゼロでも、実際には相当する手数料が後取りされているからである。米国では、NASD 規則により、販売手数料及び CDSC を取らず、かつ、12b-1 手数料が 25bps 以下でなければ、ノーロードと称してはならないとされている。

手数料体系を議論する際の観点としては、販売手数料の有無ではなく、販売に際して投資家に対し、付加価値のあるサービス提供が行われるかどうかにより分類する方が、分かりやすいとも考えられる。サービス提供があれば、タイミングや形態は異なっても、その対価としての手数料は課されるはずであり、なければ、課されない。要するに、サービスには対価としての手数料が伴うのであり、その対応関係が適正かどうかことが重要ということである。

##### 2. 的確なディスクロージャー

手数料体系の多様化に伴い、投資家は、各手数料体系の特徴を理解し、自分の投信保有の目的や保有期間に照らして最適なものを判断する必要性が生ずる。この判断のベースと

なるのが、的確なディスクロージャーである。

わが国で今後、投信手数料体系の多様化が本格化するなら、投資家にとって理解しやすいディスクロージャーの整備が必要不可欠になると思われる。本稿では取り上げなかったが、米国では、2003 年秋以降に発覚した一連の投信不正事件への対応の一環で、投資信託等の販売時のディスクロージャー強化が議論されている。従来を目論見書による開示に加えて、販売業者に対し、投資家の負担するコスト等について分かりやすい開示を義務付ける規則案が SEC により出されている<sup>9</sup>。

##### 3. 適切な販売行為

販売業者による適切な販売行為も、手数料体系が複雑化するほど、重要性を増すと言える。

例えば、クラス A、B、C を揃えた投信の場合、販売業者は、投資家にとって最適なクラス・シェアを勧めなければならない。どれが最適であるかは、投資家の投信保有期間により、ある程度は決まってくる。長期保有と分かっている投資家は、固定費である販売手数料を長期間にわたって分散できるので、最初から 12b-1 手数料の低いクラス A が合理的と考えられる。投資額が一定以上などで、販売手数料の割引対象となる場合は、なおさらである。逆に、クラス C は、クラス B の CDSC 徴収期間終了前に解約する可能性が高いなど、比較的短期間の保有が想定される投資家にとって合理的と言える。クラス B をめぐっては、クラス A の販売手数料水準を勘案するなど、より複雑な判断が必要となる。

米国では、ここ数年の間に、投資家にとって最適なクラス・シェアが販売されていなかったとして、大手証券業者等が NASD により摘発されている<sup>10</sup>。また、クラス A の販売手数料割引が正確に適用されていなかった事例が続出し、該当する証券会社が、NASD

により、投資家への払い戻しを命ぜられるという事態も発生した。米国でも、多様化した投信手数料体系への販売業者の対応は完全とは言い難いようである。

手数料体系の多様化は、投資家にとって選択肢の拡大を意味するが、その利点が発揮されるための体制整備も必要と言える。わが国では、まだ始まったばかりの動きであり、先行事例としての米国を適宜参考にしつつ、長期的な観点から投資家と金融サービス業界にとって適切な展開が望まれる。

ンスコの3社に対し、クラス A の方が投資家にとって有利となりうることを考慮または適切に開示せずに、クラス B 及びクラス C の販売が行われていたとして、総額 1940 万ドルの制裁金が課せられた（2005 年 12 月 19 日付け NASD リリース）。また、シティグループ・グローバル・マーケッツ、アメリカン・エクスプレス、チェース・インベストメント・サービスに対し、同様な理由で総額 2125 万ドルの制裁金が課せられた（2005 年 3 月 23 日付け NASD リリース）。

- <sup>1</sup> 例えば、マザー・ファンドを設定し、確定拠出年金と SMA 向けに、販売手数料を免除し信託報酬の販売業者取り分等を調整した手数料体系のベビー・ファンドを設定するという方法が見られる。
- <sup>2</sup> 投資会社法規則 12b-1 に基づくことから、この名称で呼ばれている。
- <sup>3</sup> Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing supplemental data, April 2006 より算出。純資産残高の比率。なお、同系列でデータ取得可能な 96 年以降のトレンドとしては、販売業者チャンネル内の自社系列販売業者が比率を落とし（96 年 19%→2006 年 4 月 9%）、その分、インスティテューショナルの内の退職プラン等が増加した（96 年 16%→2006 年 4 月 25%）。
- <sup>4</sup> もっとも、12b-1 手数料の実際の用途を見ると、販売時のサービスの対価以上に、販売後の継続的な投資家サービスの対価の側面が大きいという指摘もある。（ICI, 2006 Investment Company Fact Book）
- <sup>5</sup> 正確には、販売関連サービスの対価としての部分は上限が年間 75bps だが、継続的な投資家サービス手数料と合わせて提示することも可能で、その場合は年間 100bps が上限となる。NASD 規則 2830(d)。
- <sup>6</sup> Thomas Lemke, Gerald Lins, and A. Thomas Smith III, *Regulation of Investment Companies* 他を参照した。
- <sup>7</sup> クラス A の販売手数料の、販売業者と元引受証券会社の配分比率も目論見書で開示される。
- <sup>8</sup> 例えば、U.S. General Accounting Office, *Mutual Fund Fees: Additional Disclosure Could Encourage Price Competition*, June 2000 を参照。
- <sup>9</sup> 同規則案を含めて、十本以上の規則改正が提案・実施されたが、その中で SEC は、規則 12b-1 の見直しの可能性を示唆しており、今後の動きが注目される。野村亜紀子「米国資産運用業界をめぐる規制改革とその影響」『証券アナリストジャーナル』2006 年 1 月号を参照。
- <sup>10</sup> 例えば、メリル・リンチ、ウェルズ・ファーゴ、リ