

## 低下する公募投信の運用報酬率

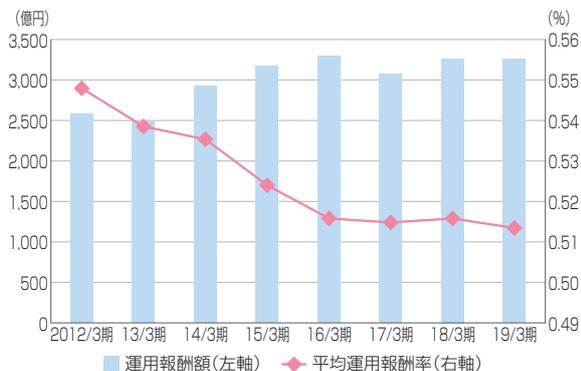
投信会社の収益である公募投信の運用報酬率が年々低下している。これは社会の要請に合わせて資産運用サービスが変化する中で生じており、不可逆的であると考えられる。投信会社は、この流れを読み取り事業戦略を検討していく必要がある。

### 公募投信ビジネスの運用報酬率は徐々に低下

全公募追加型株式投信（除くETF）の平均運用報酬率（運用残高に対する運用報酬額の割合）が年々低下していることが明らかになった（図表参照）。目論見書及び運用報告書に記載されている情報を基に運用報酬（信託報酬のうち投信会社取り分）を集計したところ、平均運用報酬率は2012年3月期に55bpであったが、2016年3月期には52bpにまで急低下し、その後ペースは落ちたものの低下が続き、直近では51bpとなっている。

2000年代にも平均運用報酬率は低下したが、これはファンドオブファンズという形態で投信会社が運用を外部の会社にアウトソースするファンドのシェアが拡大したことが影響している。当時、投信会社の取り分である運用報酬率は低下したが、同時に投信会社の業務範囲が限定されることによりコスト率も低下していた。今回は、こうした要因とは別の構造的な要因があると考えられ、投信会社は事業の転換を考えていく必要があるかもしれない<sup>1)</sup>。

図表 公募追加型株式投信（除くETF）の運用報酬



(注) 運用報酬とは信託報酬のうち投信会社取り分  
(出所) 野村総合研究所推計

### 公募投信マーケットは構造的に変化している

近年の運用報酬率の下落の背景には2つの大きな要因が考えられる。一つは、運用報酬を含む信託報酬の抑制に強いインセンティブを持つ機関を介した投信残高が拡大していることが挙げられる。例えば確定拠出年金制度を通じた投信残高は毎年着実に拡大し、現在では専用ファンドだけでも5.5兆円に達している<sup>2)</sup>。確定拠出年金には企業型と個人型とがあるが、残高では9割が企業型となっており、企業型の中で提供される運用商品の選定には個々の企業の意向が強く反映されている<sup>3)</sup>。企業は運用コストの効率性に重点を置いているため、専用ファンドの信託報酬率の一部である運用報酬率は平均で23bp（2019年3月期）と一般の投信に比べ低い。

ファンドラップなどの投資一任サービスも運用報酬の抑制にインセンティブを持つ機関を介して投信が提供されている。ファンドラップは2004年に登場し、現在では同サービスを通じて提供される投信の残高は7.5兆円を超える。投資一任契約の場合、投資一任業者の報酬は投資資産の一定割合で決定されることが多く、顧客の資産を極大化しようとするインセンティブが強く働く構造が存在し、資産の減少要因となる運用コストである信託報酬を低く抑えようとする。実際、投資一任サービス向け専用ファンドの運用報酬率は28bpと低い。

運用報酬率が低下しているもう一つの要因は、インデックス・ファンドのシェアの拡大である。確定拠出年金や投資一任向け専用ファンドを除く一般の投信に占めるインデックス・ファンドの残高シェアは、5年前の4.0%から現在6.1%と増加している。しかも、イン

## NOTE

- 1) 残高の増加に伴い投信会社の運用報酬率が低減する報酬体系が一部のファンドに組み入れられているため、業界全体の運用残高の拡大とともに、運用業界全体の平均運用報酬率が低下していると推測する人もいるだろう。その通りであれば、同時にファンドの運営コスト率も下がっているはずで、利益の確保はできているのだから、直ちに問題になることはない。しかし実際には、ファンド一本あたりの平均運用残高はむしろ低下しており、運営コスト率の上昇と、運用報酬率の低下が同時に進んでいる。
- 2) 確定拠出年金制度では、同制度に特化した専用ファンド

- 以外に、同制度以外(NISAやその他課税口座)にも提供されている併用ファンドが存在する。同制度向けに提供されている投信の残高は7.0兆円(2019年3月末現在)と推計されるが、その大半が専用ファンドである。
- 3) なお、法律上の規定では企業が選定・委託した運用関連運営管理機関が「運用商品の選定と加入者(従業員)への提示」を行うことになっているが、実態としては企業側の意向が強く反映されると言われている。
  - 4) 英国でアドバイザーに対して商品プロバイダー(運用会社、保険会社など)からのキックバックを禁止する改革を実施したところ、アドバイザーは主として顧客の資

産残高の一定割合を報酬として直接受け取ることが多くなり、その結果、コストの低いパッシブファンドの純販売額が急増した。英国の状況については本号「RDR導入後の英国アドバイス・マーケット」(國見和史)で詳しく述べられている。

デックス・ファンドでは、信託報酬の値下げ競争が激化している。このためインデックス・ファンドで平均運用報酬率は2012年3月期の30bpから直近期では23bpにまで低下している。

これらは日本の年金制度の3階部分に当たる私的年金分野での確定給付型企業年金から個人型を含む確定拠出年金へのシフトや、運用サービスの多様化を図る証券会社や銀行の動き、あるいは、若年層を中心にインデックス・ファンドを軸に行う国際分散投資の普及などが背景となっていると考えられる。

## 平均運用報酬率の低下は続く

これらが背景だとすれば、運用報酬率の低下は、今後も低下し続けるはずで、むしろ、そのペースが速まるかもしれない。近時、証券会社や銀行は顧客の利益を優先する「顧客本意の業務運営」に取り組んでいるが、ファンドラップなどの投資一任サービス以外にも、運用報酬を抑制するインセンティブが働く構造を持つサービスを取り入れることが考えられるからである。

例えば、証券会社や銀行が、販売手数料や運用会社からのキックバックに当たる代行報酬を放棄し、アドバイスなどのサービスの対価としてファンドの種類によらず残高の一定割合を顧客から直接受け取るフィー体系を導入することも考えられよう。現状のように販売手数料やファンドごとに異なる代行報酬が主たる収益源である場合、顧客の資産額の極大化を二の次にして、自らの手数料収入の極大化を図ろうとするインセンティブが働かぬない。これに対して、顧客の運用資産の一定割合を収益とする場合、顧客の資産を極大化する以外のインセン

ティブが働かないからである<sup>4)</sup>。

運用報酬の低下が不可逆的であるとすれば、投信会社はこの状況に合わせた事業戦略を検討する必要がある。一つが規模の経済を追求し、効率的な運営を可能とする組織にすることだ。ただし、インデックス・ファンドでの価格競争に勝ち抜くためには、この戦略で勝ち残ることのできる会社は少数に限られる。

それ以外の方法で生き残りを図る会社は、付加価値のシフトに応じてビジネスを変えていくことを考えざるを得ない。資産の運用や管理に特化し続ける場合でも、従来にはなかったアセットクラスの運用に乗り出すことが必要だろう。

あるいは、川下分野への進出として、新たな顧客向けサービスに乗り出すことも考えられる。自社だけでファンドラップ・サービスを行うだけのリソースを持たない金融機関と提携し、ファンドラップの投資運用と業務プラットフォームを提供すること等も考えられる。さらに、自ら直販に乗り出し、従来は販社を通じて間接的に行っていた顧客とのコミュニケーションをダイレクトに行い、顧客に直接、自社のファンドの特長を訴求することも考えられる。

これらの対応は一朝一夕には完了しない。運用報酬率の低下が加速する前に、自社の優位性を見極め、どこに活路を見いだすか、従来のビジネスポジションにとらわれず検討する大事な局面にさしかかっている。

## Writer's Profile



**金子 久** Hisashi Kaneko  
金融イノベーション研究部  
上級研究員  
専門は個人金融マーケット調査  
focus@nri.co.jp