

# EUで導入された投信リスク指標とわが国への示唆

投信法制の見直しを議論する投信WGでは、欧州にならってわが国にリスクの程度を表す指標を導入すべきという意見が出ている。リスク指標の表示には副作用も懸念されるが、投信市場の拡大に繋がる可能性もあり、投信会社などはむしろ自主的に実施すべきではないか。

投信法制の見直しのために金融庁が3月に立ち上げた「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」（投信WG）の中で、「投信のリスク表示」について議論が行われている。これは金融庁が投資家の商品内容への理解や関心を深めるための工夫として取り上げたものだ。金融庁はEUで導入されたリスク表示制度を参考にしていると言われ、この制度がにわかには注目を集めている。ところがEUのリスク開示制度は最近導入されたこともあり、わが国では業界関係者も含めてあまり知られていない。そこで本稿では、EUがUCITS IVの一環として導入したリスク指標について解説し、同様な制度をわが国の投信に適用した場合の効果や懸念点について述べたい。

## EUのリスク指標とは

EUでも以前はわが国同様、投信のリスクについては要因を列挙することにより説明していたが、投資家にとって理解が難しく、ファンド間の比較が困難だとい

意見も多く聞かれた。新制度では、リスクの内容を文章で記述することに加えて、リスクの程度に応じた階級を示している。

このリスク指標はSRRI (Synthetic Risk & Reward Indicator) と呼ばれている（図表）。名称からするとリスクとリターンを総合的に表した指標のように考えられるが、実際には投資収益率の標準偏差、いわゆるボラティリティだけから決める指標だ。

具体的には過去5年の基準価額と分配金の週次データを基に計算されたボラティリティに従い、リスクの最も低い「1」から最も高い「7」までの7段階にリスクの程度を区分して表現している。ファンドのボラティリティが変化し、それまでのリスククラスの範囲を超えたとしても、リスククラスは直ちには変更されず、この状況が4ヶ月間継続した時に初めてリスククラスが変更される。設定間もないファンドなどトラックレコードが5年も存在しないもの場合には、トラックレコードが存在しない期間について、ベンチマークやモデルポートフォリオから計算した仮想的な収益率によって代用し

図表 SRRI (Synthetic Risk & Reward Indicator) とは

	定義																								
判断基準	・収益率の標準偏差 (ボラティリティ)																								
計測期間	・過去5年のデータを用いる (運用方針を変更した場合は、それ以前のデータは使用しない)																								
計測サイクル	・データサイクルは週次																								
階級区分	<p>・ボラティリティの値に従い7段階に区分して表示</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>リスククラス</th> <th>1</th> <th>2</th> <th>3</th> <th>4</th> <th>5</th> <th>6</th> <th>7</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>年率ボラティリティ 以上</td> <td>0.0%</td> <td>0.5%</td> <td>2.0%</td> <td>5.0%</td> <td>10%</td> <td>15%</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>未滿</td> <td>0.5%</td> <td>2.0%</td> <td>5.0%</td> <td>10%</td> <td>15%</td> <td>25%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	リスククラス	1	2	3	4	5	6	7	年率ボラティリティ 以上	0.0%	0.5%	2.0%	5.0%	10%	15%	25%	未滿	0.5%	2.0%	5.0%	10%	15%	25%	
リスククラス	1	2	3	4	5	6	7																		
年率ボラティリティ 以上	0.0%	0.5%	2.0%	5.0%	10%	15%	25%																		
未滿	0.5%	2.0%	5.0%	10%	15%	25%																			
階級区分の変更ルール	・ボラティリティが変化し今までのリスククラスの範囲を超えても、リスククラスをすぐに変更しない。この状態が4ヶ月継続したとき、リスククラスを変更する。																								
例外的取扱	<p>・5年のトラックレコードがない期間はベンチマークやモデルポートフォリオの値で代用</p> <p>・絶対リターンファンド、トータルリターンファンド、ストラクチャードファンドはVaRを利用して算出</p>																								
掲載資料	<p>・KIID (Key Investor Information Document) に掲載</p> <p>・運用会社はインターネットにKIIDの最新版を常に掲載しなければならない</p> <p>・販売会社は販売契約締結前に投資家にKIIDの最新版を交付しなければならない</p>																								

(出所) Committee of European Securities Regulators (CESR) 資料より野村総合研究所作成

て、ボラティリティを計算する。

EUでは導入にあたって様々な消費者テストを行っている。その中で、従前のような文章だけでリスクを説明した場合に比べ、SRRIのようにリスクを階級化して説明した方が、元本割れの可能性の高いファンドを見分けられる人が増えるとの指摘がされている。

## わが国への示唆

EUのSRRIがわが国に導入された場合、どのような問題が発生するだろうか。まず、わが国の投信の中には過去の仮想的な収益率の計算が難しいファンドが多いことが挙げられる。そもそも日本の場合、5年以上トラックレコードのある公募投信は全体の47%に過ぎない（ファンド数ベース、2011年末）。このため、SRRIのルールに従えば、トラックレコードの存在しない期間の運用実績をベンチマーク等から仮想的に計算した収益率で補う必要があるが、これが容易でない。ベンチマークを設定していないファンドなどが多いためだ。運用会社がそのようなファンドの仮想的な収益を計算したとしても、外部の者が検証することは難しく、計算されたボラティリティの客観性に疑念が生じる。

また当然とも言えるが、局面によりリスククラスの変更が多発することにも注意を要する。わが国の公募投信を対象にリーマンショックの直前とその半年後のリスククラスの変化を調べたところ、全体で2割のファンドのリスククラスが上がっていた。リスククラス「5」に属していたファンドでは、半年後に半数でリスククラスが「6」に上がっていた。リスクの階級化は分かり易いイメージを与えるが、局面によるボラティリティの変化を

理解できない人々が多い場合には、却ってトラブルが多発することも考えられる。

このような問題を意識して、投信業界などにはリスク量、特にリスクの階級表示の義務化を懸念する意見が多い。リスクは複雑であり、階級化以前の問題として、一つの指標で表現すること自体が難しいと考えている人もいる。だが、一般論としてリスク指標の開示には大きなメリットがある。わが国では投信を保有している人の割合は1割に過ぎず、投信を理解している人も少ない。一言に投信と言っても、短期金融資産に投資するファンドからブル/ベア・ファンドまでリスクの程度は様々である。その違いを一見して見分けることができないために、投信はリスクの高いものばかりだと短絡して、投信に関心を持たない人も多いはずだ。リスクの程度を示すことは、その打開策にもなるのではないか。そうであるなら業界関係者は「誤解の余地のない厳格な資料のみ開示すべきだ」と慎重に考え過ぎるべきではない。リスクの階級化には問題が多いと言うのであれば、ファンドと一緒に日経平均や円ドルレートなどよく知られた指標のボラティリティを図示するといった是正案を考えるべきであろう。むしろこれは、法律による要求を待つのではなく、投資家にわかってもらえるだろうと思われる表示を投信会社や販売会社が随時工夫して実施すべき問題なのかもしれない。

## Writer's Profile



金子 久 Hisashi Kaneko

金融IT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