

\*\*\* レポート \*\*\*

## 毎月分配型ファンドの減配動向に関する考察

～分配原資の内訳からみた変化～

資産運用研究所 呂 潔

### 要 約

2011年末頃から、純資産総額が大きい毎月分配型ファンドにおいて、分配金を引き下げたファンドが増加している。本稿では、純資産総額が100億円以上と規模の大きい毎月分配型ファンドを対象に、直近の減配状況及び分配原資の内訳を調べた。その結果、配当等収益など「当期の収益」の減少に応じて減配を行ったファンドのみならず、「当期の収益」の減少以上に分配金を引き下げたファンドや、「当期の収益」が減少していないにもかかわらず減配を行ったファンドも多く確認された。

このような傾向がみられる背景には、欧州債務問題が顕在化し、世界景気の先行きの不透明感が強まる中、ファンドが投資する資産の利子配当の低下等がファンドの収益に影響を与えていることが考えられる。また、2012年3月に投資信託協会がファンドに係る運用報告書の分配金に関する情報開示の規則を改正し、分配原資の内訳を理解しやすい共通のフォームで記載することを定めたこともあり、中長期的な安定分配を実現するため、収益の水準に応じた分配金に近づけようとする動きが出てきていることも考えられる。

## 目次

1. はじめに
2. 分配原資の内訳からみた分配状況
  - 2.1 「当期の収益」の低下
  - 2.2 分配金の減少幅と「当期の収益」の減少幅
  - 2.3 「翌期繰越分配対象額」の分配可能期間
3. 分配の健全性から見た変化
4. おわりに

## 1. はじめに

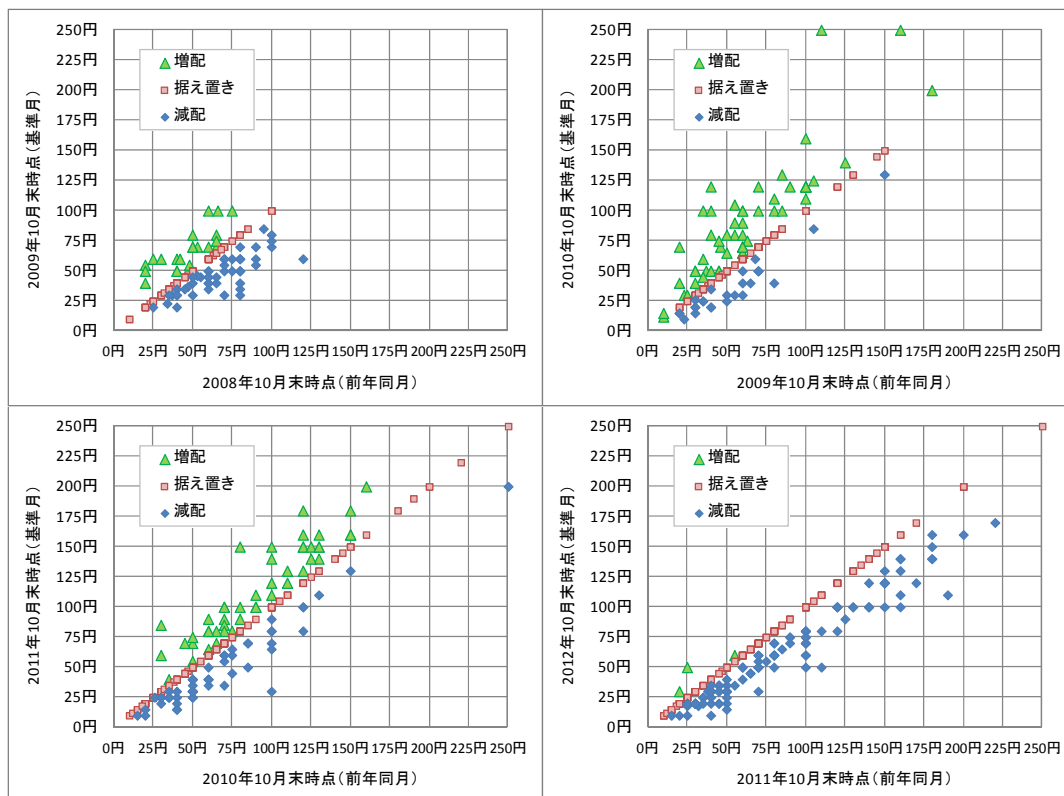
2011年末頃から、毎月分配型ファンドにおいて、分配金を引き下げるファンドが増加しており、特にニュース記事などで純資産総額の大きいファンドの減配の動きが取り上げられている。ファンドの分配金は、運用会社が分配可能額の範囲内で市況動向などを勘案して定めるとされており、減配あるいは増配はよく行われることである。しかし、ここに至るまでの減配の動きは例年と異なる様子がみられる。

図表1は、2012年10月末時点において純資産総額が100億円以上の毎月分配型ファンドを対象に、当該ファンドの過去4年間の分配状況を調べたものである。4つのグラフは、それぞれ2009年から2012年までの各年の10月を基準月とし、基準月に支払われた分配金を縦軸、前年同月に支払われた分配金を横軸にプロットしている<sup>1</sup>。分配金を据え置いたファンドは対角線上にあり、「増配」と「減配」のファンドはそれぞれ対角線の上方と下方に分布することになる。

図表1からは、2009年10月から2011年10月において年ごとに分布状況に差異はあるものの、「増配」と「減配」のファンドが概ね均等に分布していることが分かる。これに対し、下段右側の2012年10月基準のグラフでは、「増配」のファンド数は僅かであるのに対し、「減配」のファンド数は116本と全体の4割程度を占めている。また、「減配」のファンドの減配幅についても、過去3年間の平均水準はいずれも20円以下であるのに対して、2012年10月基準では22円と、減配幅の上昇もみられた。

<sup>1</sup> 基準月と前年同月2時点で比較できるように、2時点ともに分配実績のあるファンドを抽出した。ただし、途中で分配頻度の変更があったファンドや不規則分配のファンドは除いている。年ごとの対象ファンド数は、2009年10月から2012年10月にかけて、それぞれ162本、206本、263本、295本となっている。

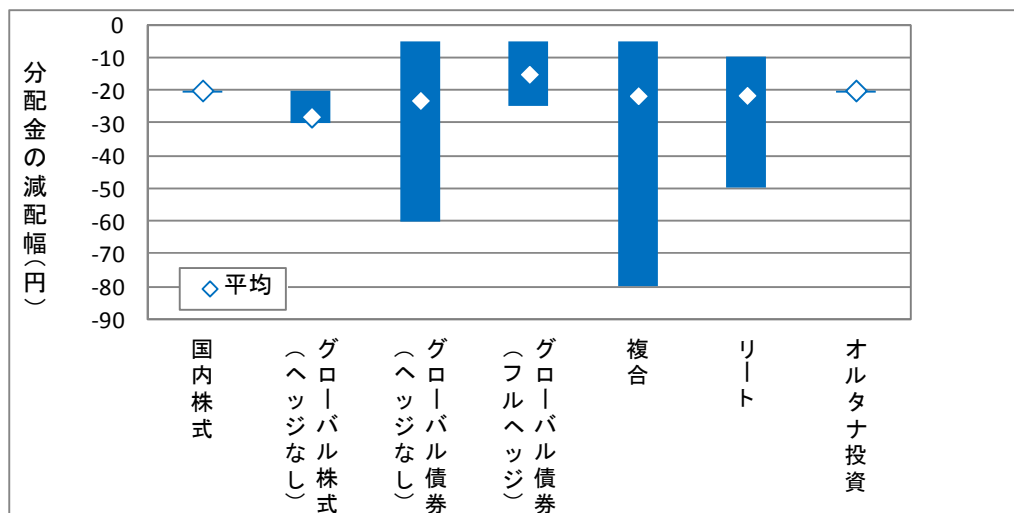
図表1 基準月と前年同月の分配状況の比較



出所：投資信託協会データより NFI 作成

次に、過去 1 年間に於いてどのような分類に属するファンドが分配金を引き下げているかを確認するため、NFI 分類別の減配幅及びその平均水準を図表 2 にまとめた。図表 2 からは、各分類の減配幅の平均水準は概ね 20 円前後と同程度であるが、複合、グローバル債券（ヘッジなし）、リートなど一部の分類においては、減配幅のバラツキが大きいことがみてとれる。また、図表には示していないが、減配したファンドの 3 割弱が通貨選択型タイプであり、その中でもブラジルリアルをはじめ、新興国通貨コースの引き下げが目立っている。

図表2 NFI 分類別の減配状況



出所：投資信託協会データより NFI 作成

近年、毎月分配型ファンドへの資金流入は顕著であるが、減配が行われると、ファンドから資金が流出するケースが多くみられる。このような傾向がみられる中では、ファンドの資産規模によって収益が左右される運用会社は、本来、分配金の引き下げに慎重であると思われる。しかし、2011年末頃から純資産総額が大きい毎月分配型ファンドにおいて、分配金が相次ぎ引き下げられている。本稿では、この引き下げの要因について、ファンドごとに運用報告書を調査し、そこに開示されている分配原資の内訳を基に分析を行った。

## 2. 分配原資の内訳からみた分配状況

図表1の2012年10月末基準のグラフで示したように、2011年10月以降に減配が行われた毎月分配型ファンド（純資産総額100億円以上）は116本ある。2012年11月末調査時点では、この116本のファンドのうち、減配期間を反映した運用報告書が作成されているのは87本であり、今回の分析はこの87本のファンドを対象とする<sup>2</sup>。

現在、運用報告書の分配原資の内訳に関する表示は、「当期分配金」と「翌期繰越分配対象額」の2部構成となっている。「当期分配金」は各決算期に支払った分配金であ

<sup>2</sup> 運用報告書に各決算期間における分配金の計算過程を基に、分配原資の内訳が推計できるケースも含む。

り、「翌期繰越分配対象額」はファンドの分配可能額（いわゆる分配原資）から「当期分配金」を除いたものである。

さらに、「当期分配金」は、充当された金額が「当期の収益」と「当期の収益以外」に分けて表示される。「当期の収益」とは「経費控除後の配当等収益」と「経費控除後・繰越欠損補填後の有価証券売買益」の合計金額から「当期分配金」に充当する金額、「当期の収益以外」とは「分配準備積立金」と「収益調整金」の合計金額から「当期分配金」に充当する金額である<sup>3</sup>。

図表3は、投資信託協会の規則（文末の「Appendix」参照）に基づいて作成した分配原資の内訳の一例である。各期の期中に得られた収益分配可能額、即ち「経費控除後の配当等収益」と「経費控除後・繰越欠損補填後の有価証券売買益」の合計金額は30円としている。「当期分配金」として第1期～第4期に20円、第5期～第6期に40円を支払っている。

図表3 分配原資の内訳の一例

(1万口当たり・税引前)

決算期	第1期	第2期	第3期	第4期	第5期	第6期
当期分配金	20円	20円	20円	20円	40円	40円
当期の収益 ※	20円	20円	20円	20円	30円	30円
当期の収益以外	-	-	-	-	10円	10円
翌期繰越分配対象額	10円	20円	30円	40円	30円	20円

※ 収益分配可能額(30円)から「当期分配金」に充当した金額である。

出所：投資信託協会規則を基にNFI作成

第1期～第4期では、収益分配可能額（30円）が「当期分配金」（20円）を上回るため、収益分配可能額（30円）から20円を「当期の収益」に回し、「当期の収益」で「当期分配金」を全て賄っている。また、収益分配可能額（30円）の残り10円は当期の「翌期繰越分配対象額」に積み立てられる。

一方、第5期、第6期においては、収益分配可能額（30円）を全て「当期の収益」

<sup>3</sup> 本稿での「当期の収益」は、「当期分配金」の計上項目の一つであり、決算期各期の期中に得られた「経費控除後の配当等収益」と「経費控除後・繰越欠損補填後の有価証券売買益」の合計額そのものではない。

に回しても「当期分配金」(40円)を下回るため、「当期の収益以外」から「当期分配金」に10円を補てんしている。そのため、第5期、第6期の「翌期繰越分配対象額」は10円ずつ減少する。

従って、各期に「当期の収益以外」による補てんが生じた場合は「翌期繰越分配対象額」が減少し、補てんが生じない場合は「翌期繰越分配対象額」が変わらないか、もしくは増加することになる。

## 2.1 「当期の収益」の低下

さて、ここでは、分配金の引き下げが、有価証券の利子・配当収入や売買益の水準を示す「当期の収益」の低下が主な要因であるのかを検証する。そこで、本節では、減配が行われた決算期(以下、減配期)とその前期における「当期の収益」を集計し、その水準の変化を確認する<sup>4</sup>。

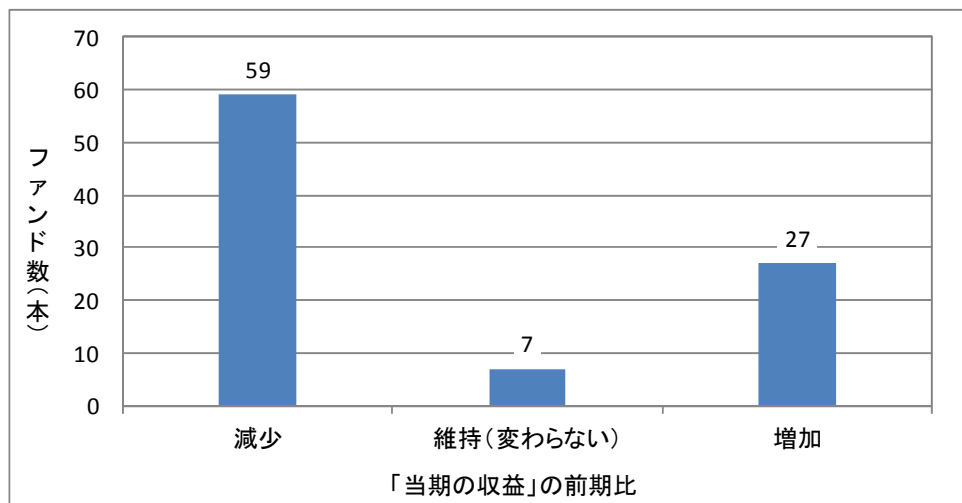
図表4は、減配期の「当期の収益」から前期の「当期の収益」を差し引いた金額を基に作成したものである。集計結果を見ると、減配期の「当期の収益」が前期より減少したファンド(59本)が6割強、一方で前期と変わらないか、もしくは増加したファンド(34本)が4割弱あることが分かる。

前述したように、「当期の収益」は「経費控除後の配当等収益」と「経費控除後・繰越欠損補填後の売買益」で構成されている。しかし、対象ファンドのほとんどが繰越欠損金(過去からの累積ベースでの有価証券売買損)を抱えているため、有価証券の売買益が出ても「当期の収益」に計上できない状況にある。

2011年後半以降、欧州債務問題が顕在化し、世界景気の先行きに不透明感が強まる中、世界的に金利水準が低下し、ブラジル、オーストラリアなど各国の中央銀行が相次ぐ利下げを実施した。このため、ファンドの投資先である債券などでは、金利低下などに伴い利子配当等が低下し、さらに円高も加わったため、円ベースでの配当等収益は大きく低下した。さらに、為替ヘッジ通貨間の短期金利差に収益を求めている通貨選択型ファンドでは、高金利通貨の短期金利の低下によって為替ヘッジプレミアムが減少し、ファンドの「当期の収益」を大きく減少させている。

<sup>4</sup> 今回分析対象ファンド(87本)のうち、計測期間中に分配金を2回以上引き下げたファンド(6本)も存在していたため、ファンドの標本数は93本となる。以下、ファンドの本数はこの標本数のことを指す。

図表4 減配前後における「当期の収益」の変化



出所：運用報告書より NFI 作成

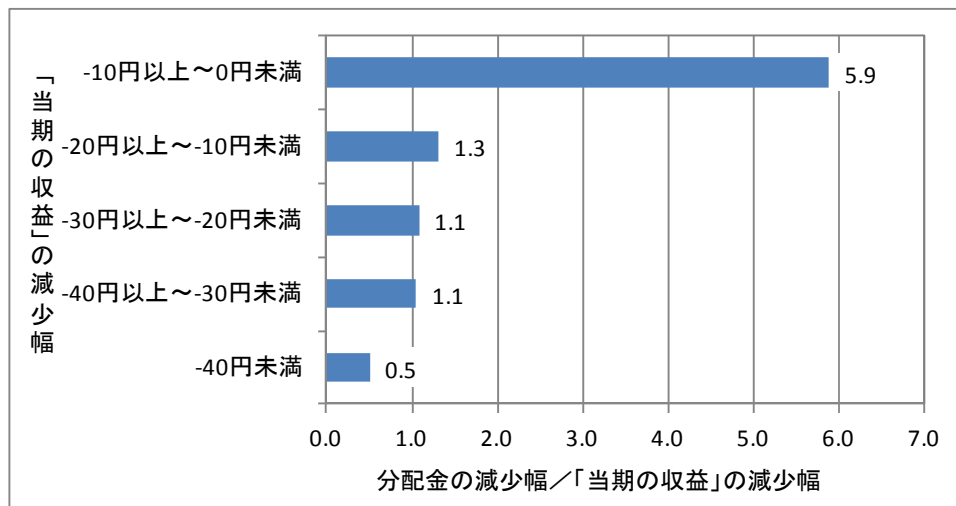
## 2.2 分配金の減少幅と「当期の収益」の減少幅

「当期の収益」の低下が分配金の引き下げの主因ならば、「当期の収益」の減少幅に応じて分配金を引き下げたと予想される。そこで、本節では「当期の収益」が減少したファンドを対象に、分配金の減少幅を「当期の収益」の減少幅で割った比率を計測する。

図表5は、ファンドの「当期の収益」の減少幅を、「-10円以上～0円未満」「-20円以上～-10円未満」「-30円以上～-20円未満」「-40円以上～-30円未満」「-40円未満」の5区分に分け、各区分にあるファンドの比率の平均水準を表したものである。

図表5を見ると、「-40円未満」以外、いずれの区分の平均水準においても1倍を超えており、分配金は「当期の収益」の減少以上に減少していることが分かる。また、ファンド数(31本)が多い「-10円以上～0円未満」では、6倍近くにも達しており、「当期の収益」の減少以上に分配金を大きく引き下げていることになる。

図表5 「当期の収益」の減少幅に対する分配金の減少幅の比率



出所：運用報告書データより NFI 作成

### 2.3 「翌期繰越分配対象額」の分配可能期間

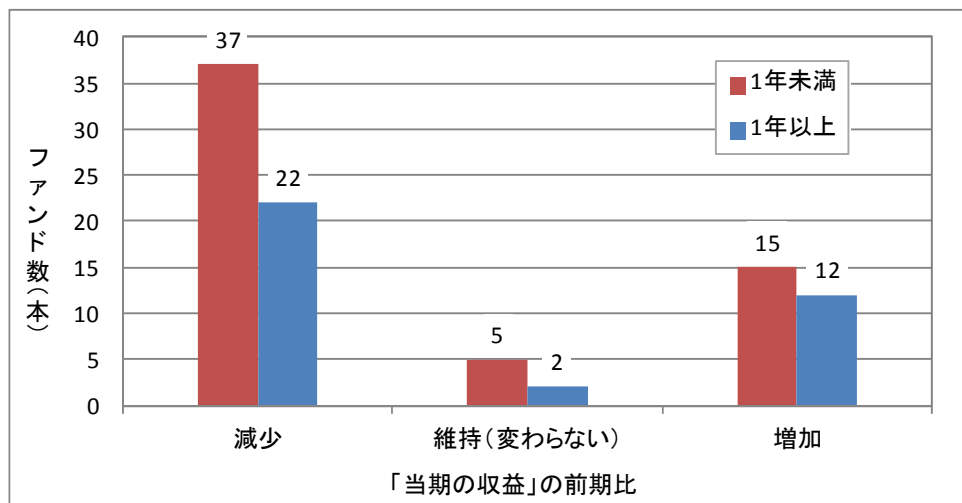
図表4ですでに確認したように、ファンドの中には「当期の収益」が前期と同じ水準もしくはそれより増加したものが4割弱あることが分かる。「当期の収益」は減少こそしてはいないが、積立金としてプールしていた分配原資が著しく減少したため、今後も安定的な分配を維持できるよう分配金を引き下げた可能性がある。そこで、本節では、ファンドの減配前の「翌期繰越分配対象額」を調査することにした。

ここでは、「当期の収益」が全く得られない状況を仮定し、「翌期繰越分配対象額」のみを分配原資とした場合、減配前の「当期分配金」をどれぐらい支払い続けられるか、その期間（分配可能期間）を計測した。その結果、ファンドの分配可能期間は平均して16カ月（約1.3年）と計算された。

図表6は、図表4の「当期の収益」が減少、維持（変わらない）、増加の3グループについて、分配可能期間が1年以上と1年未満のファンドに分類して示したものである。



図表6 「翌期繰越分配対象額」の分配可能期間



出所：運用報告書より NFI 作成

図表6を見ると、「当期の収益」が全く得られない前提では、「当期の収益」が減少し、「翌期繰越分配対象額」を分配原資とした分配可能期間が1年に満たないファンドは37本と最も多い。一方、「当期の収益」が維持（変わらない）もしくは増加し、分配可能期間が1年以上と比較的長いものも14本あった。「当期の収益」の減少や分配対象額の不足が分配金の引き下げの主因ではあるが、それ以外に減配を促した要因もあるのではないかと考えられる。

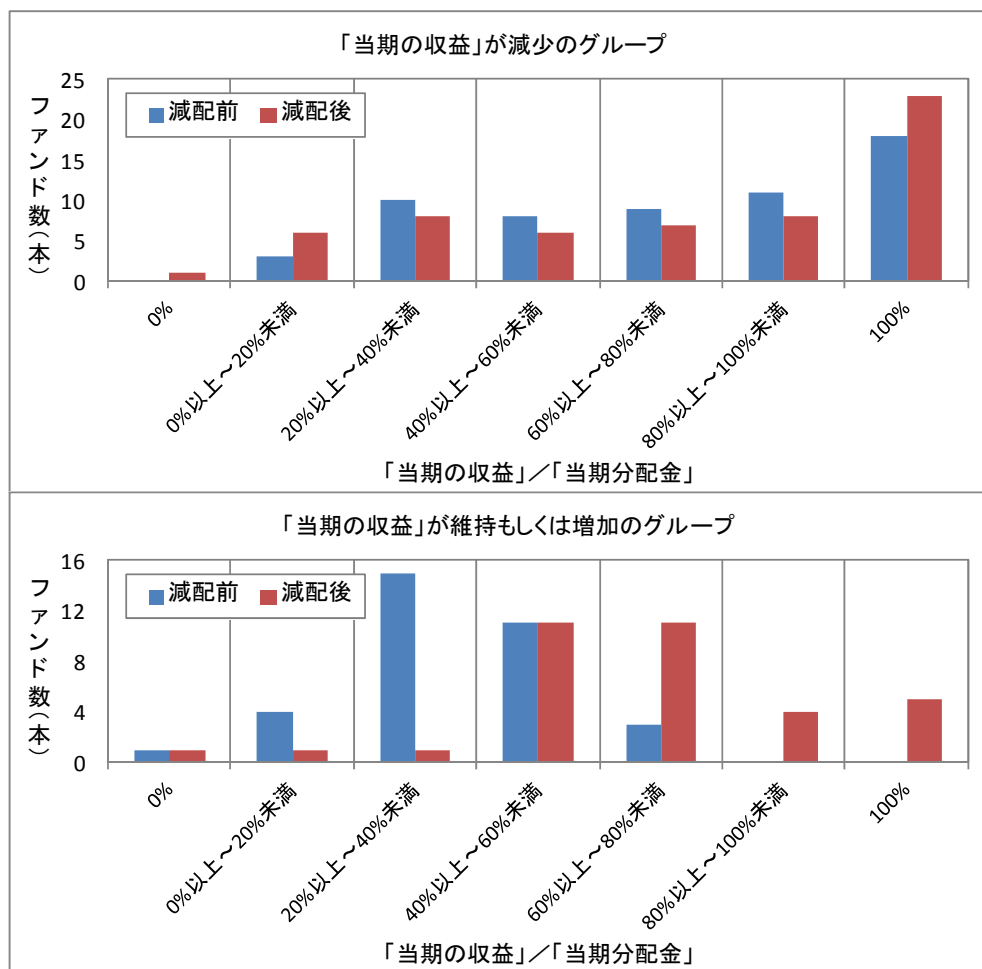
### 3. 分配の健全性から見た変化

ファンドは、分配を行うとその分だけ基準価額が下がるため、分配の健全性という観点からは運用実態に則した水準の分配金を支払うことが望ましい。そこで、分配原資の内訳により「当期の収益」の範囲内で「当期分配金」が支払われているかどうかを確認するため、「当期の収益」が減少したグループと、「当期の収益」が維持（変わらない）もしくは増加したグループに分けて、減配前後における「当期分配金」に占める「当期の収益」の割合を調べることにした。

図表7は、グループごとに「当期分配金」に占める「当期の収益」の割合を示した分布図である。割合が100%であれば、「当期の収益」だけで「当期分配金」を賄えて

おり、100%以下の場合には「当期分配金」に対する「当期の収益」が十分でないことを意味する。また、その水準が低いほど「当期の収益以外」への依存が大きくなる。

図表7 「当期分配金」に占める「当期の収益」の割合



出所：運用報告書より NFI 作成

まず、「当期の収益」が減少したグループにおいては、減配前でも減配後でも「当期の収益」だけで「当期分配金」を賄っているファンド数は最も多いことが分かる。減配後の全体における「当期の収益」の割合は平均して71%と、減配前(69%)の水準と大きく変わらない。

一方、「当期の収益」が維持もしくは増加したグループでは、減配前の「当期の収益」

だけで「当期分配金」を100%賄えているファンドはなく、最大でも75%であった。減配後は、全体の「当期の収益」の割合の平均水準は64%となり、減配前の39%より大きく改善したことが分かる。実際、今回対象としたファンドにおいて、「当期の収益以外」から分配金を払い続けていたため、分配金の引き下げが必要と判断したと運用報告書などで説明しているファンドも少なくない。

このように、2011年末頃からの分配金の引き下げには、「当期の収益」は減少していないものの、これまで「当期の収益」以上に支払っていた分を減額することによって、「当期の収益」に見合った適切な分配水準に近づけようとする動きが出てきていると思われる。

図表3で示した分配原資の内訳は、2012年3月に投資信託協会が行った「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」の改正によって、新たに追加された項目である。改正前の分配金に関する表示の規定は、作成期末における各決算期間に支払った分配金を表示するのみであった。そのため、分配原資に関する情報開示は、運用報告書の作成義務が課されている運用会社に委ねられていた<sup>5</sup>。しかしながら、今回の改正により、分配金に関する表示のフォーマットが統一され、投資家にとってより理解しやすくなった。また、改正以降、規定の基本項目以外に、補足情報として分配金の計算過程の開示や用語説明まで示す運用報告書も多く見受けられるようになり、運用会社の情報開示の姿勢にも変化がみられるようになった。

同じ時期に金融庁も「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」を設置し、投資信託・投資法人に関する問題点や課題の把握及び見直しを検討し始めた<sup>6</sup>。分配原資の内訳についても、交付運用報告書に記載することが必要と考えられる事項例の一つとしてワーキング・グループの9月の説明資料に取り上げられている<sup>7</sup>。

いずれも近年投資家の分配金への関心が高いゆえ、分配金に関する情報開示が十分に

<sup>5</sup> 改正以前の運用報告書に分配原資の内訳が表示されているファンドもあったが、フォーマットが統一されておらず、投資家にとって把握しづらかった。

<sup>6</sup> 2012年3月に設置以降、計13回の審議を経て12月7日に「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」を公表した。

<sup>7</sup> 投資信託協会の「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」に基づき、運用会社によって作成されている運用報告書は、投資信託等の運用に関する情報等の開示を目的としているが、一般投資家にとって理解しやすい形ではないとの指摘がある。ワーキング・グループでは、この問題を改善するため、現状の目論見書と同様に、運用状況に関する極めて重要な事項を記載した交付運用報告書と、より詳細な運用状況等を記載した縦覧運用報告書の二段階化を検討している。

ない状況を改善する趣旨と思われる。

#### 4. おわりに

2011年10月以降、分配金を引き下げた毎月分配型ファンド（純資産総額100億円以上）について、分配原資の内訳を基にその減配要因に関する分析を行った。

その結果、配当等収益の減少がファンドの「当期の収益」に影響を与え、分配金の引き下げにつながったことが確認された。一方で「当期の収益」の減少以上に分配金を引き下げたファンドや、「当期の収益」が減少していないにもかかわらず、減配を行ったファンドも多くみられた。これは、投資環境の悪化に加え、分配金に関する情報開示の規則改正などが進む中、中長期的な安定分配という観点で分配金をより適切な水準に回帰させようとする動きと考えられる。

分配金の引き下げ後には、多くのファンドにおいて資金流出がみられるものの、投資家の強いインカム志向（キャッシュフローニーズ）は依然として強い。そのような中、投資家に理解を深めてもらえるよう、運用会社や販売会社がより健全な商品設計を行うとともに、より積極的に適正な情報開示に努めることを期待したい。

#### 参考文献

- 投資信託協会：「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」  
「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則に関する細則」  
「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する委員会決議」  
<http://www.toushin.or.jp/profile/article/>
- 金融庁：「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」  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/base\\_gijiroku.html#toushi](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gijiroku.html#toushi)

【Appendix】

以下は、2012年3月に投資信託協会が行った「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」等の改正を基に、分配原資の内訳に関する表示及び記載事項の一部を抜粋したものである。

(「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則に関する細則」より)  
(分配原資の内訳)

- (1) 当期分配金
- (2) 当期分配金の内、当期の収益、当期の収益以外
- (3) 翌期繰越分配対象額

(「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する委員会決議」より)

イ. 表示例:

計算期間が6ヶ月未満のファンド (毎月決算の例)

(単位:円、1口当たり・税引前)

	○期	○期	○期	○期	○期	○期
当期分配金						
当期の収益						
当期の収益以外						
翌期繰越分配対象額						

ロ. 表示上の留意事項

- 「当期の収益」は、「経費控除後の配当等収益」と「経費控除後・繰越欠損補填後の売買益 (含、評価益)」から、それぞれ当期の分配に充当した額の合計を表示するものとする。
- 「当期の収益以外」は、「分配準備積立金」と「収益調整金」から、それぞれ当期の分配に充当した額の合計を表示するものとする。
- 「翌期繰越分配対象額」は、「当期の収益分配可能額」から、「当期の分配金額」を差し引いた額を表示するものとする。

出所: 投資信託協会より NFI 作成