

平成 27 年度
証券ゼミナール大会

5

第五テーマ B ブロック
日本における投資信託の現状と
今後の課題

10

龍谷大学
三谷ゼミナール E 班

15

目次

序章

第一章 投資信託の意義とその変遷

第一節 投資信託の意義

5 第二節 投資信託の歴史

第三節 投資信託の種類

第四節 投資信託の必要性

第二章 日本の投資信託の現状と問題点

第一節 日本の個人投資家の投資信託の保有認知状況

10 第二節 投資信託のリテラシー

第一項 家計における投信リテラシー

第二項 販売側における投信リテラシー

第三節 投資信託ビジネスの現状

第四節 資産運用業の情報開示

15 第五節 望ましい企業と投資家の向き合い方

第六節 確定拠出年金における投資信託の役割

第一項 確定拠出年金の仕組み

第二項 確定拠出年金の現状

第三章 確定拠出年金における投資信託の役割

20 第一節 確定拠出年金の仕組み

第二節 確定拠出年金の現状

第四章 諸外国の投資信託

第一節 アメリカの投資信託市場

第二節 イギリスの投資信託市場

25 第五章 投資信託の普及・発展策

第一節 確定拠出年金を通じた投資信託の普及

第二節 さらなる投資家の理解を深めるために

終章・参考文献

序章

日本の投資信託純資産残高は 100 兆円を突破した。過去の金融危機の影響を受けて一時はその額も減少したがその後回復傾向を見せ、その額は年々増加している。また、東京株式市場で日経平均株価は 2 万円台を推移し、IT バブル期以来 18 年ぶりの高値を付けるなど国内景気に回復の兆しが見えてきたとの声もあがっている。そこで「貯蓄から投資へ」のキーワードのもと、個人金融資産がより活発に運用され、その投資資金が市場に円滑に流動するように、金融構造改革が行われてきた。また資産形成ができていない世帯の増加という問題に対処するべく、個人投資家の裾野拡大に向け若年層をターゲットに NISA の推進を図った。また 2015 年夏のボーナスの使い道について調査を行ったところ、「投資」に充てると回答した割合が昨年より 4 ポイント増加し 14% という結果になった。自分の資産状況に関心を持ち、運用したいという気持ちから投資信託のニーズも高まっている状況だといえる¹。

そこで本論文では、第一章で日本の投資信託の歴史・法的整備を振り返る。家計を取り巻く環境が変化すれば家計の資産形成のありかた、ポートフォリオも変化せざるを得ないため、そこから投資信託の必要性を述べる。次に第二章では日本の投資信託の現状を述べながら、改善を必要とされる投資信託の問題点を挙げる。そして、第三章では確定拠出年金の仕組みと現状を述べる。第四章では投資信託発祥の地であるイギリスと、投資信託市場が飛躍的な成長を遂げたアメリカの投資信託市場の特性を確定拠出年金制度の発展とともに説明する。そしてこれらを踏まえた上で、第五章において投資信託を始める入口となるよう確定拠出年金の今後のありかたを述べ、さらに投資家に対する徹底した情報開示を目的に「ファンド大全」を創設し、投資家理解の深化を図っていくことを提案する。この 2 点により投資信託を好環境で開始することを可能とし、日本で発展させる投資信託の進むべき具体的な方針、ありかたを述べていく。

¹ 『日本経済新聞』2015 年 6 月 20 日「ボーナスでの投資先、「日本株」は 7 割越」を参照されたい。

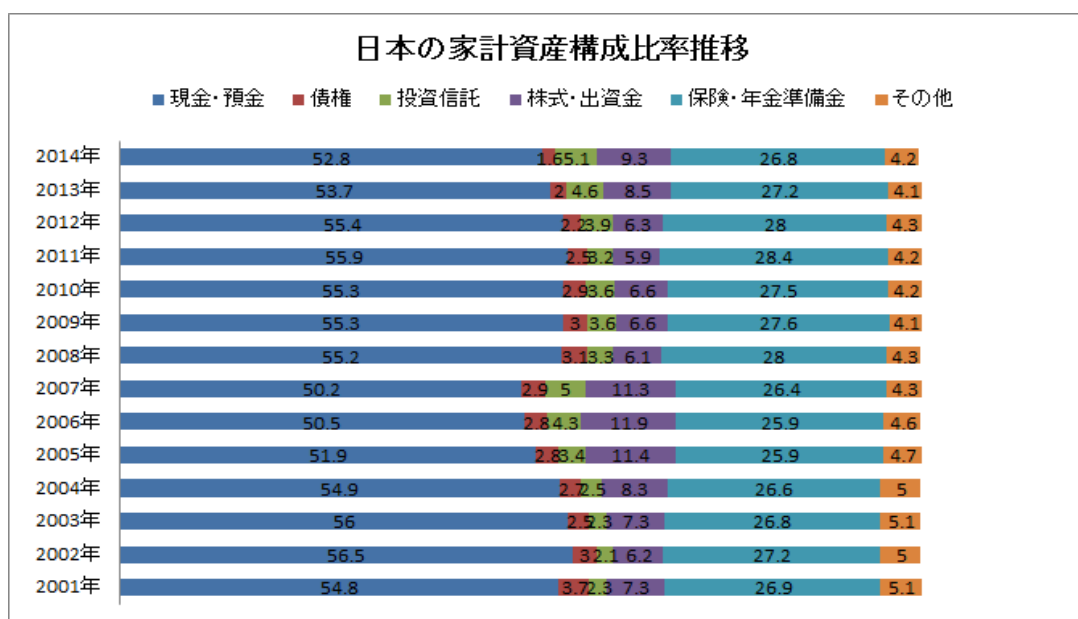
第一章 投資信託について

第一節 投資信託の意義

投資信託は資本市場にとって、個人の小口資金を集めて資本市場へ導く機能と、その資金を企業へ供給する機能の二つに分けられる。投資信託は、最低投資額が1万円程度と小口資金が主となる個人投資家には手頃で親しみやすさがある。また、投資する際、分散投資によるリスク軽減と、資金プール化による効率性の実現、ファンドマネージャーのような専門家の運用によって情報や投資手法の優位性を享受できるというメリットがある。

図表1は、日本銀行『資金循環統計』のデータを用いて日本の家計金融資産状況を示したものである。最も大きいのが現金・預金で、次いで保険・年金準備金と家計金融資産の大半は価格変動の小さい安全資産で占められている。2015年に個人金融資産残高は1700兆円を超え、過去最高となった。この個人金融資産が、日本企業に成長資本を供給するリスクマネーとして、資本市場へ流入し安定した持続的な経済成長が実現するためにも投資信託は重要な役割を果たすものとして期待されている。

(図表1) 日本の家計の資産構成比率



出典：日本銀行（2015）より作成

第二節 日本の投資信託の歴史

1951年6月に「証券投資信託法」が施行され、日本の投資信託制度が確立された。当時は、投資信託業務は証券会社の兼業業務としてスタートしたが、利益相反の阻止から1960年代に委託会社が証券会社から分離され、投資信託委託会社の独立性を確保する動きとなった。しかし、株式投資信託市場は90年代になると株式市場の不振と低迷の影響を受け純資産総額の減少とパフォーマンスの不振という厳しい状況に置かれた。こうした中で、資本市場の自由化、グローバル化が進み、投資信託を巡る環境は変化していき、1950年代から変わらぬ投資信託制度では市場の環境変化に追いつけず十分に対応することが出来なかつた。よって1996年から政府主導で「金融ビッグバン」とよばれる大規模な金融改革が進められ、「21世紀を迎える2001年までにフリー、フェア、グローバルの理念を下に、我が国金融市場を国際金融市場として再生するために金融システム改革を行うこと」²を目標とした。改革の内容としては商品面では、私募投資信託の導入や証券投資法人など多様な商品が投資家に提供されるようになった。販売面では、1998年には、銀行等による投資信託の窓口販売が開始され、また、運用会社による直接販売も定着し、投資信託が投資家にとってより身近なものとなった。運用面では、運用の外部委託が可能となり、運用対象のグローバル化もあり海外運用会社の活躍の場が広がった。運用会社としては、投資信託業務を免許制から認可制に変更し参入が容易になり、証券業務・投資一任業務の兼業承認が得られたことで運用会社の経営の方針の幅が広がったと言える。こうして投資家は多様な販売チャネルでさまざまな商品を選ぶことができ、投資スタイルに自由度が増したと言えるが、商品の複雑化により投資家は自己責任原則の下、適切な投資判断を迫られることとなった。

2012年3月には投資信託の制度見直しを図るため「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」を設置した。検討内容としては、運用報告書を交付運用報告書と全体版の二段階化にすること、販売・勧誘時におけるリスク等についての情報提供、トータルリターン通知制度の導入など投資家にとって分かりやすく明確に情報が入手できる環境整備を行った。リスク規制においては、複雑化、複合化したリスクを抱える投資信託も存在しており、

² 投資信託協会（2012）P7より引用。

これらの複層化したリスクや信用リスクを説明、開示によって投資家にあらかじめ認識させるのは限界があり、リスクをあらかじめ制限することが必要であるという認識のもとリスク規制が導入された。

5 第三節 投資信託の種類

1. 公募投資信託と私募投資信託

公募投資信託とは不特定多数の投資家に募集する投資信託である。個人投資家が購入する株式投資信託や公社債投資信託が分類される。投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法）では多数（50人以上の者）を対象にされている。私募投資信託とは特定または少数（50人未満）の者を対象とする投資信託である。的確機関投資家向けの私募投信、特定投資家向けの私募投信、50人未満の投資家を対象にした3つのタイプに分かれる。

2. 契約型と会社型

契約型は投信法では「投資信託」と称される。信託契約、あるいは委任契約によって投資家が運用会社に資金を委託し、運用会社が資金を合同して投資運用して投資家に収益を還元する形の投資信託である。会社型は投信法では「投資法人」と称される。証券投資を目的とする会社を設立して投資家はその株主となり、会社の運用収益の分配を受ける形の投資信託である。

3. オープンエンド型とクローズエンド型

オープンエンド型とはファンドが発行する証券をファンド自体が買い戻すタイプのもののことである。投資家の請求があればファンドはいつでもその時の1株当たり純資産の純資産価格で発行証券を買い戻すことが可能である。買い戻しは契約型では契約の解約であり、会社型では減資となる。逆に投資家からの購入の申し出があれば資金の追加、あるいは増資して新しい証券を発行する。クローズエンド型では、ファンドが発行する証券の買い戻しが行われず、発行証券は証券取引所などで、市場価格で売買される。投資家側に追加購入の需要があっても直ちに増資して新株を発行することはない。投資家は、この場合も市場で既発行証券を買い付けることになる。また市場価格は需給を反映するので必ずしも1株あたりの純資産は一致しない。通常は市場価格の方が安い、ディスカウント状態になる。

第四節 投資信託の必要性

日本の家計を取り巻く環境は日々変化しており、それに伴い家計のポートフォリオ、資産形成のありかたも変化していく必要がある。また現役世代と退職後では起こりうるライフイベントやリスク許容度も異なり、それぞれの世代に見合った資産形成を行う必要性がある。日本では年々少子高齢化が進んでおり、平均寿命も男性で80.21歳、女性で86.61歳と長寿化している³。出生率も低く、現行のままでは2050年には20～39歳の若年女性は半減し、15～64歳の現役世代も半減すると予測されている⁴。そのため現役世代と退職世代のバランスが崩れ従来の公的年金制度を維持していくことは困難であり、支給額の引き下げや支給開始年齢の引き延ばしなどの改革が行われた。若い世代ほど負担が大きく、年金財政は悪化していくため現行の公的年金制度の持続可能性、また年金そのものに対して不安を抱いている人も多い。また、日本は非正規雇用者の割合が高まっており、就業者全体の3分の1を占める。低賃金の非正規雇用者は日々の生活から老後のための貯蓄はおろか、収入を支出に回さざるを得ないのが問題視される。総務省の「家計調査」のよると、世帯主が60歳以上の無職の夫婦で一月にかかる生活費用は約24万円とされている。85歳までの25年間でかかる生活費は7200万円であり、そこから老後の収入となる公的年金4800万を差し引いた額2400万円の資金が必要となる⁵。現在、家計の資産構成で約半分は預貯金で占められている。確かに貯蓄することは大切なことだが、低金利で資産の増加は見込めず、またインフレによる資産の目減りのリスクもある。経済、社会保障制度の見通しが見えない現状では、個人の生活を自助努力の精神で守っていかなくてはならない。退職し老後の資金に備えるという長期資産運用の手段として、「短期的なリスクはあっても長期的には高いリターンを期待できる」⁶投資信託が個人にとって相応しい資産運用手段であると考えられる。将来に向けて現役世代のうちから投資信託を開始する必要性は高まって

³ 詳しくは世界保健統計（2015）を参照されたい。

⁴ 『日本経済新聞』2015年5月9日「2050年の東京都内の人口、1000万人に減少も 都が推計」参照。

⁵ 公的年金4800万円は、夫婦二人の公的年金20万円（夫の厚生年金15万円、妻の国民年金5万円）×12ヶ月×20年の計算で予想した金額である。

⁶ 投資信託協会（2014b）P7より引用。

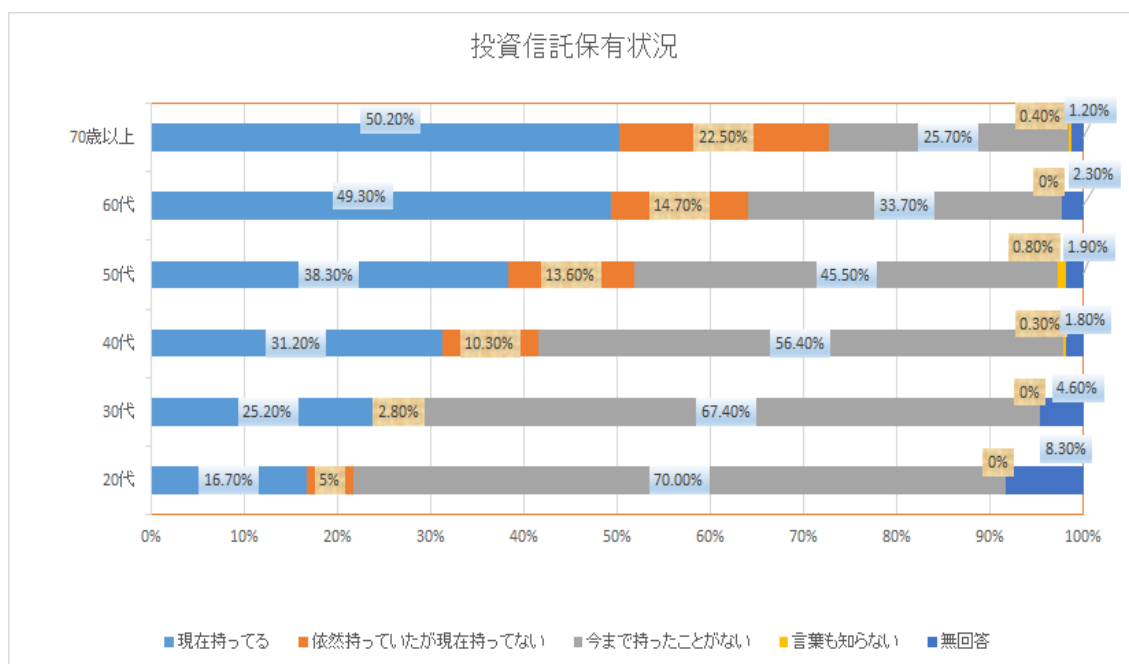
いると我々は考える。

第二章 日本の投資信託の現状と問題点

第一節 日本の個人投資家の投資信託の保有・認知状況

- 5 日本の投資信託の世帯保有率は約 40%で図表 2 から分かるように年齢が上がるにつれ保有率も保有経験率も上がる。退職期にあたる 60 代では投資信託の保有率は大きく飛躍し 49.3%にもなる⁷。保有種類としては「株式投資信託」が 6 割を超え最も高く、理由としては債券に比べて成長性や収益性の期待値が高いからだと言える。投資信託保有者を年収別に分けると所得が多くなるにつ
- 10 れ投資信託保有率も増加している(図表 3)。年収 1000 万円以上の投資家になると投資信託保有経験がある人は過半数を超え、余剰資金が多く資産運用の選択肢の多さが投資信託の利用開始の要因の一つだと言える。

(図表 2)日本の投資信託の保有状況



15

出典：投資信託協会（2012）より作成

⁷ 詳しくは投資信託協会（2012）を参照されたい。

投資信託の顧客は個人中心でその比率は全体の三分の二にも及ぶ。投資家行動として安値で買い、高値で売りたいという心理が見うけられ、その結果として投資家の利回りはファンドの運用利回りより低くなっている。「モーニングスター社の分析によると 13 年末に至る 10 年間の米国投資家の長期投信の加重・

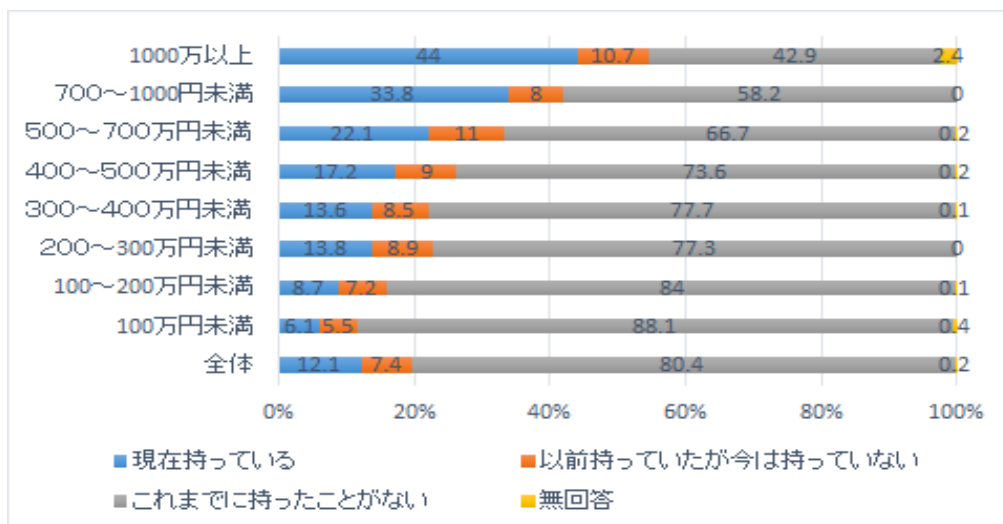
5 年平均リターンは 4.81%で、長期ファンドの平均リターン 7.30%を下回っていた。⁸⁾ここから積み立て投信を行う際に定額で購入し続けるドルコスト平均法を活用する有用性が挙げられる。相場判断を行わず機械的に投資が行え、時間分散が可能という強みを持つからだ。

2012 年に投資信託協会が行った投資信託を含む金融商品関心層対象の全国

10 調査結果には投資信託の不満に感じる点で最も多かったのは「元本保証がない」が 63.3%であり、投資信託購入の際の重要点は「安全性の高さ」が 59.9%と一番高い。ここから投資家が経済状況、株価の変動に影響を受けやすく元本割れのリスクを避けられないことが一番の心配材料となっていることが分かる。また投資信託購入の決め手となったのは「営業員の説明や意見・助言」が 50.9%

15 と投資家にとって、販売員の説明は重要となり、投資家に対してリスク・リターン共到的確でクリアな説明が求められる⁹⁾。

(図表 3)日本の所特別の投資信託保有状況



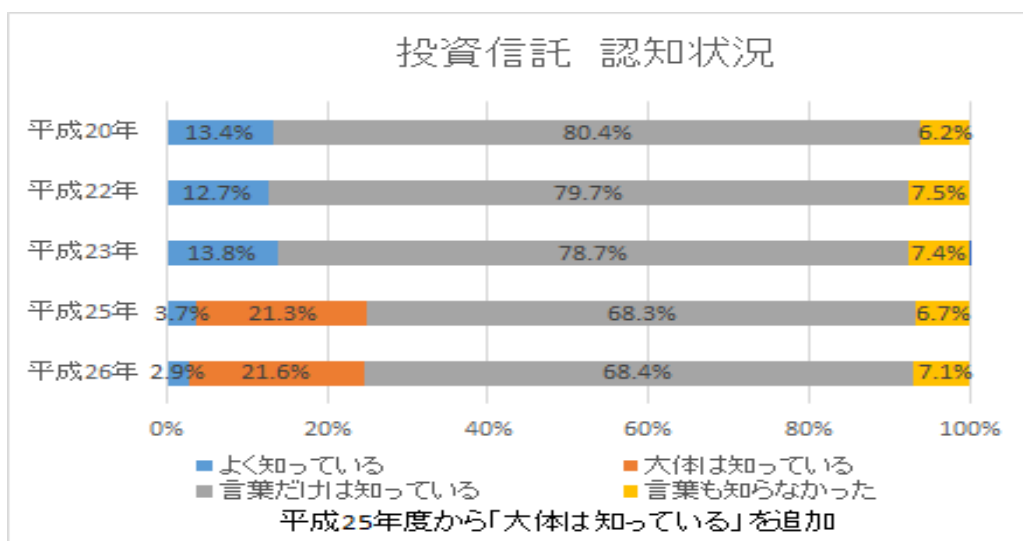
20 出典：投資信託協会（2012）より作成

⁸⁾ 杉田浩治（2015）P16 から引用。

⁹⁾ 詳しくは日本証券業協会（2012）を参照されたい。

投資信託の認知状況は図表 4 の通り「言葉だけは知っている」が平成 20 年から現在まで過半数を超え、比率は 6 年間の間ではあるが大きな変化が見うけられない。投資信託の普及とさらなる発展を、と頻繁に言われている現在だが投資家に対する投資信託を始めさせるインセンティブが充分働きかけられているとは言い難く、依然として国民にとって投資信託という資産運用手法が手に取りにくい存在となっている。

(図表 4)日本の投資信託の認知状況



10 出典：投資信託協会（2014a）より作成

第二節 投資信託のリテラシー

第一項 家計における投信リテラシー

投資信託は投資のプロに資産運用を一任できることが、特徴の一つでありメリットでもある。しかし、投資家の心理としてプロに運用を任せるため自らが投資、経済に対する学習を行う意欲を持ちにくい。

最低限の知識としてはリスクの内容、手数料体系の仕組み、トータルリターン
 の理解、そしてファンドに対して過去、現在のパフォーマンスにとられること
 なく投資家自身が起こりうる事態を認識しなければならないと考える。投資
 20 信託を購入する際は、販売員の説明やインターネット上に掲載されている情報
 を総合的に加味し最終的な判断を自己で下す力が必要になり、購入後の運用に

においてもポートフォリオの状況確認を行い最適化を図る努力を行わなければならない。

投資信託非購入の理由として「十分な知識をまだ持っていない」が約 50%、「ギャンブルのようなもの」が約 20%、「必要な資金を準備できなかった」が約 20%となっている¹⁰。このデータから投資信託の内容を理解できる環境整備が十分ではないこと、元本割れのリスクなどを孕んでいることなどが投資信託をギャンブル性のある金融商品だという意識を一部の投資家へ与えてしまっていることが分かる。投資信託を普及させるためには投資商品を選ぶ際に、分かりやすく見やすい判断材料を提供し投資信託のリスクとメリットと正しく理解してもらい必要がある。

第二項 販売側における投信リテラシー

「貯蓄から投資へ」というフレーズのもとに金融機関や販売会社が行う営業活動は「預貯金を投資信託へ移す勧誘」という意味と捉えられがちである。高齢者顧客に対する金融商品の販売勧誘の苦情の増加も、その現れであると指摘できる¹¹。高齢者顧客との取引の苦情はその家族からの訴えによるものも多く、商品のリスク説明も乏しく、海外株式投資信託を押し売りされ解約もできないなど投資家自身による判断が徹底されているとは言い難い。

顧客たる家計に対して金融機関、また販売員が本来行うべき金融サービスとは、社会環境の変化等に晒される家計に対して、状況や目的に適応した「家計ポートフォリオの最適化」であると考えられる。この家計のポートフォリオの最適化のためには家計の資産を「貯蓄」か「投資」か、という択一的な考えでポートフォリオを提案するのではなく、投資家のリスク許容度を見極めどのような投資商品をどの程度保有することが適切であるか十分に説明しなくてはならない。そのためには投資家にとってわかりやすい言葉で十分な理解を得られるよう販売員は自らの知識を深めなければならない。

説明義務についての具体的な規定としては金融商品販売法において、説明すべき重要事項が指定されている。重要事項とは、マーケットリスク、クレジット

¹⁰ 詳しくは日本証券業協会（2012）を参照されたい。

¹¹ 詳しくは国民生活センター（2015）を参照されたい。

トリスク、その他の元本欠損リスク、権利行使の権限である¹²。この重要事項の説明も含め、多くの販売の場では説明上のチェックリストが用いられており、販売担当者が行った説明に対して顧客と販売員双方でチェックリストに印をつけていく。また、2013年に金融庁金融研究センターによって、「最低限身に付

5 けるべき金融リテラシーの4分野・15項目」がまとめられた。この15項目のうち、資産形成における項目は「人によってリスク許容度は異なるが、仮により高いリターンを得ようとする場合には、より高いリスクを伴うことの理解」、「資産形成における長期運用の効果の理解」などから構成される。リターンと

10 同じであると言える。すなわち、投資信託販売の説明義務は投資家のリテラシー向上につながり、家計の中長期的な資産形成のツールとして適切な形で投資信託を始めてもらう重要な事項である。

投資の判断は最終的には投資家自身で下さなければならず、自己責任は金融商品取引における基本原則である。しかし、自身の判断を下す前に投資商品の

15 情報について十分な理解が必要であり、顧客に合わせた説明と情報提供が投資家の自己責任原則の徹底には必要不可欠である。

第三節 投資信託ビジネスの現状

・近年の金融セクターにおける投資信託の動向

証券会社や信託銀行が資産運用を一任するラップ口座のニーズが2014年から高まってきている。投資家は細かな運用指示を行わなくてもよいことが特徴である。サービスが始まった当初は最低投資金額を1億円以上に設定するなど富裕層向けの色彩が濃かったが、現在では国内の最低投資額は300～500万円程度で残高に応じて年2%前後の手数料がかかる。残高は2015年9月末に5

25 兆円を超え、2014年末から約6割増加した。さらに小額で資金を運用したい投資家にはラップ型投資信託という1万円程度から投資可能な投資信託もある。ラップ型投資信託の残高は8740億円と2014年末から約2倍に膨れ上がった。ラップ口座の投資信託に投資する形態はファンド・オブ・ファンズと似ているが投資家一人ひとりの投資方針に合わせ運用するため、より投資家に寄り添っ

¹² 詳しくは金融庁（2015）を参照されたい。

た商品といえる。しかし、管理手数料にさらに商品の信託報酬が上乗せされるため保持し続けるとかなりのコストがかかってしまう。また会社ごとに差はあるが契約最低額が決まっておりまとまった資金が必要なため、誰しも手が出しやすいとは言い難い。販売手数料主体の販売方法に比べ投資家にとって良いサービスと言えるがまだまだ改善の余地は残っている。

5 NISA を利用した投資も年々定着しており、金融庁の調べでは、2015 年 6 月末時点で NISA 口座数は 921 万口座、同口座を経由した金融商品の買い付け額は 5 兆 1936 億円に達した。個人投資家の NISA 投資は 2014 年 1 年間で約 3459 億円の利益をあげリターンは 12%にも達した。2016 年からは「ジュニア NISA」
10 による未成年の口座開設が可能となり、2023 年まで実施される。年間投資上限額は 80 万円で配当金、分配金は 5 年間非課税となり、18 歳まで原則途中の払い出しが行えないこととなっている。2023 年以降は非課税口座を引き継ぐ「継続管理勘定」で口座開設者が 20 歳になるまで非課税で保有が可能となる。

また、近年フィンテックと呼ばれる金融と IT を組み合わせた便利性の高い
15 金融サービスが、次々に生まれてきている。アメリカの投資信託市場において、「ロボ・アドバイザー」と呼ばれるスマートフォンのアプリなどを使い、コンピューターが資産運用方法を助言する個人投資家向けのサービスが広がりを見せている¹³。「ロボ・アドバイザー」は自分の資産、投資目的等の情報を入力すると、これに合ったポートフォリオを推奨する。これを調整しながら納得の
20 いく資産配分を決め、口座を開設して運用する。投資対象は低コストの ETF とインデックスファンドで、定期的なリバランスも自動で行う。運用を委託するラップ口座と性質に近いが、運用を自動で行うため人件費削減からラップ口座に比べ手数料が低い。日本でも近年注目を集めエイト証券が最初に実施、みずほ銀行が今年 10 月に導入している。しかし「ロボ・アドバイザー」は予期せぬ
25 不測の事態には対応できないため、人間の予想と併用する必要があると言える。

・販売方法

投資信託は、証券会社、銀行、保険会社、郵便局などの販売会社や運用会社が自社の運用する投資信託を直接販売することもある。販売会社によっては電

¹³ 詳しくは伊藤宏一（2015）を参照されたい。

話や、インターネットでも購入できる。販売会社によって取扱商品は異なり、同じ投資信託を複数の販売会社が取り扱うケースもある。販売会社では系列外運用会社からの商品採用は実質的に7割になるが実際の販売で勧められる商品は販売会社の系列会社の商品のことが多い¹⁴。日本の投資信託は販売主導型であり販売会社が売りやすい商品であるというのが現状である。日本証券業協会の調査では投資信託の売買注文場所は証券会社と金融機関の店頭販売が主な売買注文場所である¹⁵。

近年では販売と運用を一社で行う直販投信が台頭し始めている。直販投信は独立系の運用会社が販売、運用を一括で行うため手数料が証券会社で購入するよりも低いまたは無料にすることが可能となっている。日本においては、多くが2007年以降に新しく生まれたものである。日本における直販投信各社は共通の意識として、販売会社の短期志向の販売姿勢のありかたに疑問を持ち、長期保有や積み立て投資の促進に力を注いでいる。また、投資に対しての哲学や社会的意義の側面を強く打ち出している。例として、鎌倉投信の「結い2101」は、今後の社会において本当に必要な会社、将来性のある会社を投資先としている。鎌倉投信の目指す投資信託は、「個人投資家から運用者の顔が見え、その志や投資哲学を感じることができる」と投資理念、投資家に対する姿勢が明確に確立されている。また、ひふみ投信においては毎月1万円から投資が始められ、販売手数料、解約手数料、信託財産留保額は一切かからないという特徴をもつ。

顧客の要望から5年以上保有していた口数に対して、信託報酬の一部を返還する仕組みを導入している。5年以上保有することで信託報酬の0,2%還元、10年以上保有することで0,4%が還元される。情報開示の面では月報の発行や月々の運用成績を運用責任者自らが説明する形で動画配信するなど投資家に積極的な情報開示を行っている。直販投信に関しては必ずしも、既存の投資信託に比べて無条件で優れているとは言えず、また、運用能力は未知数である。しかし運用パフォーマンスのみを求めるだけでなく、運用方針に共感できるかどうかを重視することも、投資信託との大切なつき合い方の一つである。

2004年に導入されたIFA(Independent Financial Advisor)においては特徴と

¹⁴ 詳しくは服部孝洋（2012）を参照されたい。

¹⁵ 詳しくは日本証券業協会（2012）を参照されたい。

して、証券会社と業務委託契約を結び、そこが取り扱う金融商品を顧客に仲介する一方、営業政策からは独立している点が特徴である。金融機関の営業政策から独立しているため、顧客に寄り添った資産運用の助言や、相続、税務、不動産などにも包括的に相談業務を行っている。相談料は原則無料が多いが、商品
5 品買い付け時のコストは IFA への報酬が上乗せされる分通常より割高になる。現状の IFA は証券会社や銀行などの金融機関からの転職者が多く、ファイナンシャルプランナーや税理士も担う。日本証券業協会の統計では、IFA を含む金融商品仲介業者の登録外務員は 2015 年 6 月末時点で約 3000 人と、直近 5 年間で 1.5 倍に増えた。ただ、証券会社の従業員数（約 8 万 8000 人）と比較する
10 と、30 分の 1 ほどの水準にとどまる。また、アメリカでは日本の IFA に相当するアドバイザーが約 6 万 7000 人に達している。証券会社の営業担当者（約 7 万 7000 人）と比較しても一大勢力だ。顧客にとっては、証券会社の売りたい商品を勧められたり、ノルマ達成に向けた商品の不要な買い替えを促されたりする不安が薄らぐといえる。より各自の投資スタイルや目標に沿った資産形成
15 の相談に乗ってもらえる。

・手数料体系

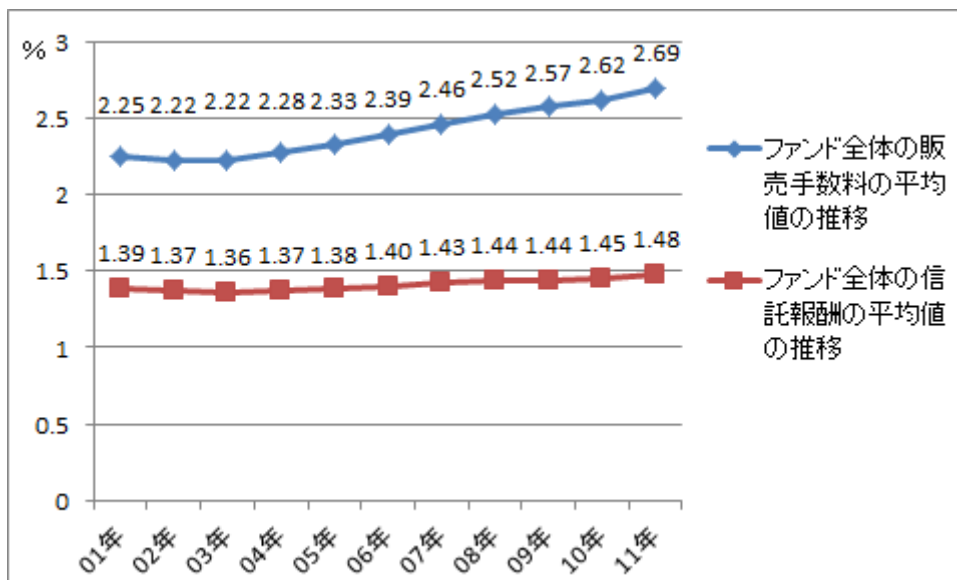
日本の投資信託にかかるコストは主に購入時手数料、運用管理費用、信託財産保有額に分けられる。日本の投資信託の手数料・費用は米モーニングスター
20 の「グローバル・インベスター・エクスペリエンス」の評価では「D+」になっている。日本では大半のファンドで販売手数料を支払う必要があり、販売手数料が無料のファンドはまだまだ少ない。成功報酬も改善の余地があるという点が総合的に考慮された結果である。ファンド全体の投資信託の販売手数料、信託報酬は年々上昇傾向にあり販売手数料は平均値で 2003 年の 2.22%だった
25 のが 2011 年では 2.62%になっている¹⁶。信託報酬も 2003 年の 1.39%より上昇しており、2011 年では 1.48%になっている。

販売手数料を多く得るために販売手数料が高い商品、短期投資の商品を勧める傾向にある。対面証券会社の投資信託関連収入の 7 割以上が販売手数料であり大半を占めている（図表 6）。ネット証券では人件費の面から販売手数料が占

¹⁶ 詳しくは金融庁(2011)を参照されたい。

める割合が低い傾向になっている。

(図表 5) ファンド全体の販売手数料、信託報酬の平均値の推移



5 ※販売手数料、信託報酬は税込み。

※数字は、各年度は12月末時点、2011年は10月末時点。

※公募追加型株式投信（確定拠出年金専用、ラップアカウント、ETF等除く）

出典：金融庁(2011)より作成

10 (図表 6) 証券会社の投資信託収入の構成比

(単位:百万円)

	証券会社	投資信託関連収入	内訳 (投資信託販売手数料)	構成比	内訳 (信託報酬等)	構成比
対面証券	野村証券	218,600	170,100	77.81%	48,500	22.19%
	SMBC日興証券	86,600	61,400	70.90%	25,200	29.10%
ネット証券	SBI証券	3,498	1,621	46.34%	1,877	53.66%
	マネックス	2,085	637	30.55%	1,447	69.40%

※ 数値は2011年3月末の決算資料から抜粋。

出典：金融庁(2011)

・運用パフォーマンス

運用パフォーマンスを計る基準としてベンチマークがある。ベンチマークは運用の成果を計る基準として使われ株価指数や債券指数などを用いる。日本株式では日経平均や TOPIX（東証株価指数）が、海外の債券に投資するファンドの場合にはシティグループ世界国債インデックスなどが多く用いられる。

インデックスファンドはベンチマークとほぼ同じリターンが得られる。アクティブファンドはプロのファンドマネージャーが運用し、ベンチマークを上回る可能性がある。2013年度のイボットソン・アソシエイツ・ジャパンの分析では、アクティブファンドは超過リターンがほとんどの資産クラスにおいて長い期間で見るとベンチマークに負ける傾向にあった¹⁷。そのため長期にわたって運用するならばインデックスファンドを選んだほうが合理的とも言える。しかし分析からは国内大型株式ではベンチマークを上回るファンドも多くあり、またほかの国内債券、外国債券、新興国債券でも少数ながら短期では好成績をあげるアクティブファンドも存在する（図表 7）。

15

（図表 7）期間別の分析対象アクティブファンドの本数、ベンチマークを上回った本数とその割合（2013年12月末基準）

		過去1年間	過去3年間	過去5年間	過去10年間
大型株式	アクティブファンド数	211	200	189	133
	ベンチマークを上回った本数	132	95	104	46
	割合(%)	63	48	55	35
外国株式	アクティブファンド数	31	29	27	35
	ベンチマークを上回った本数	7	2	3	1
	割合(%)	23	7	11	9
新興国株式	アクティブファンド数	47	35	30	0
	ベンチマークを上回った本数	20	12	7	0
	割合(%)	42	40	31	-
国内債券	アクティブファンド数	24	20	13	10
	ベンチマークを上回った本数	10	8	4	0
	割合(%)	42	40	31	0
外国債券	アクティブファンド数	66	66	60	27
	ベンチマークを上回った本数	4	4	30	4
	割合(%)	6	6	50	15
新興国債券	アクティブファンド数	77	66	48	9
	ベンチマークを上回った本数	46	18	13	0
	割合(%)	60	27	27	0

出典：田中功（2014）より作成

¹⁷ 詳しくは田中功（2014）を参照されたい。

・投資信託の新しい販売チャンネル

- 新たな販売チャンネルとして野村総合研究所の提案する「人間味チャンネル」が期待できる。野村総合研究所は従来のインターネットチャンネルや ATM にはないビデオ通話ソフトを使った「人間味チャンネル」を提言している。「人間味チャンネル」とは対面チャンネルが提供するアドバイスをインターネット上で提供するものである。時間的、空間的枠組みを超えることで、時間の取りにくい人がテレビ電話機能により互い（もしくは販売者）の顔を見れる状態で画面での資料説明を受けることができる。実証実験の結果では電話より優れている回答している割合が 96%、対面チャンネルと同等以上と回答している割合は 73%になっている。このチャンネルは新たな販売チャンネルとして金融機関や証券会社では営業時間外での対応が可能になり、ネット証券では現状不十分な説明と、これまでの販売の欠点を補うことができるだろう。

・ファンドマネージャーの評価方法

- 投資信託の運用を行う運用会社の内部において、実際に投資判断を下しているのは、アナリストやファンドマネージャーと言われるサラリーマンである。機関投資家という組織の中で、彼らは定期的の実績を評価され、給料や肩書に影響する。そのため、人事評定を意識した投資判断が混入する可能性があるといえる。伊藤レポート¹⁸においても、「国内のアセット・マネージャーは、金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営や専門性確保のしにくさ、長期業績との連動が薄い報酬体系等が指摘されている。また、アセット・オーナーによる短期的な評価が、運用機関の評価に影響を与えている面もある。」「セルサイド・アナリストが所属する証券会社には、長期的投資家よりも手数料が多く得られる売買回転率の高い短期志向の投資家にサービスを増やすインセンティブが存在している。また、セルサイド・アナリストに対しては、四半期開示等に過度に反応した短期志向化、中長期的なファンダメンタルズ分析や企業との本質的な対話不足が指摘されている。」との問題を指摘している。短期間で高い運用成果があったとしても、評価をすぐには行わず、中長期での運用成果を確認して評価することが望ましいという議論もある。だが、評価の

¹⁸ 詳しくは経済産業省（2014）を参照されたい。

先延ばしが行われた場合の弊害も懸念される。ファンドマネージャーが短いスパンの運用で成果を挙げた際に見合う評価が得られない場合、運用へのモチベーションを下げる可能性がある。また、長期運用期間のあるタイミングでパフォーマンスを上げるために、過度のリスクテイクを誘発する恐れもあると言える。

・投資信託における受託者責任

フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）とは、アメリカの年金運用の分野などで求められてきた受託者の責任概念である。2015年度の金融モニタリング基本方針では、フィデューシャリー・デューティーについて言及した。資産運用業において、ガバナンス、報酬体系、販売、運用などの行動が顧客のためになっているかという点に大きな関心を寄せていることが窺える。

これまで、日本の投資信託市場では、販売手数料が高い商品の設定・運用や、手数料を得るために顧客に異なる商品へと乗り換えを促す販売が行なわれてきた経緯がある。そうした経緯の下で、欧米のように大型で長寿命な投資信託商品が誕生してこなかったのが、日本の投資信託事情である。また、日本では銀行や証券会社など金融機関を親会社とし、子会社として運用会社が設立されている。そうした資本関係の中で、投資信託などの商品は販売する親会社の収益追求が反映されやすい面がある。

金融庁が示したフィデューシャリー・デューティーの概念は、日本の資産運用業に必要なものだと我々は考える。三井住友アセットマネジメントではフィデューシャリー・デューティーに基づき、行動計画を策定し、投資家のためになるよう宣言した。このように、資産運用業界全体で行動を改めなくてはならないと考える。

第四節 資産運用業の情報開示

第一項 現在の投資信託の情報開示の概況

現在、投資信託では、投資家が投資判断を行えるよう「目論見書」「運用報告書」等の法律で決められた情報開示（ディスクロージャー）の制度がある。「目論見書」には、ファンドの特色、費用や税金、運用会社の概況等の様々な情報

があり、「運用報告書」には受益者がファンドの運用状況を確認するために必要な情報、基準価額の推移、基準価額の変動する要因などが記載されている。これらの開示書類は投資家に直接交付されるが、これらと同様の情報について掲載してある、「有価証券届出書」や「有価証券報告書」等が別途法律で定められており、投資家はこれらの書類をインターネット等で閲覧することが可能である。また、適時開示（タイムリーディスクロージャー）として投資信託協会では、投資信託委託会社が自社のホームページで行う「適時開示」の規則を定めている。各社のホームページ上で「運用レポート」「月次レポート」等の名称で情報提供が行われている。主な開示項目は、ファンド概要、基準価額推移のグラフ、期間別騰落率、費用、分配金・利回りの推移、資産の組入れ状況等となっている。この適時開示は、情報の更新頻度が高いためタイムリーな情報が得られるというメリットがある。

第二項 これまでの情報開示の改革

先にも述べたように、2012年12月に金融審議会がまとめた「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」においては様々な制度改革が行われた。本項ではディスクロージャーの改善、トータルリターンの定期的な通知の導入についての制度改革の内容及び、評価について述べる。

ディスクロージャーの改善においては、①交付目論見書のリスク表示の改善、②運用報告書の2段階化の変更がなされた。交付目論見書のリスク表示の改善については、各ファンドの投資リスクについての参考情報として、当該ファンドと他のアセットクラス(株式、債券について日本、先進国、新興国の別に分けたもの)との騰落率の比較をファンドの内容に合わせて表示することが決まった。また、ファンドの年間騰落率、分配金再投資後基準価額の推移を過去5年間、月別に棒グラフ等で表示することが決まった。また、リスク表示の方法についてEUでは各ファンドの収益の過去5年平均値からの乖離率を用いて、7段階に階級表示する方法がとられている。この方式は投資信託内での比較、評価のため日本の新方式に比べやや情報量が少ないといえる。それを踏まえると、日本で採用されたリスク表示の方法は評価できるものである。運用報告書の2段階化の理由としては、一つの運用報告書の中に受益者が得られる情報量が多

く、必要項目の取捨選択が難しいことが挙げられた。図表 8 は投資信託の保有経験がある投資家の運用報告書閲読状況のグラフである。運用報告書の中身から必要だと思われる項目だけを読んだと回答している投資家も、「よく理解できた」は 2.9%と低く内容を熟知できているとは言い難い。そのため、運用状況
5 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も含めて記載した運用報告書(全体版)に 2 段階化することとなった。また、交付運用報告書では他の投資信託と比較可能な方式で当該投信の現在、過去の状況をグラフ、図、簡素な表現で表すことが求められた。

トータルリターンの定期的な通知の導入については毎月分配型ファンドの販売数が増えるなか、分配金はファンド資産より支払われ、元本の払い戻しに相当する場合があることを理解していない投資家が多いことから提言がなされた。また投資信託の損益は分配金に基準価額変動を加えた、トータルリターンで把握することを徹底するべきであるという考えも含まれている。このトータルリターンの通知によって投資家はリターンに対する理解が進むはずである。

15

第三項 今後必要とされる情報開示

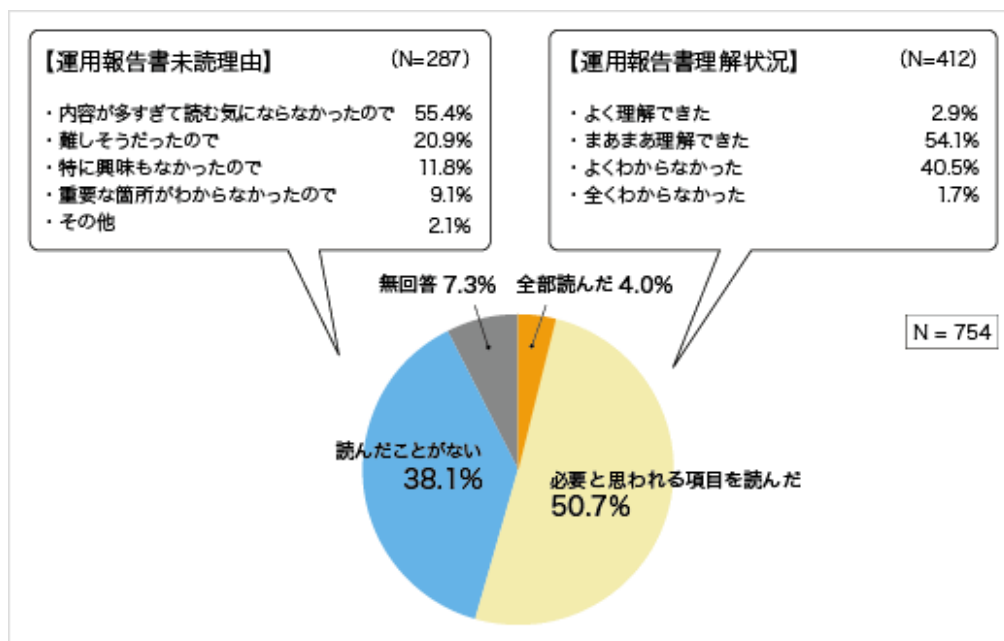
これらの目論見書や運用報告書は理解しやすいものに改善されつつあるが、それでも投資家の投資判断に必要な情報は欠けている。今後は、ファンドマネージャーに関する情報、ファンドの議決権行使の詳細について開示されることが望ましい。アメリカにおいてはファンドマネージャーに関する情報の開示が義務化されており、目論見書にはファンドマネージャーの経歴、これまでの運用経験の情報を見ることができる。また、ファンドマネージャーがそのファンドに自己資金をどの程度投資しているかも開示されており、投資家は、ファンドマネージャーと投資家の利害に関してチェックできる。2012年12月に金融
25 庁が公開した「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」では、運用担当者の経歴や報酬体系等の顧客への提示についても検討はされたが、運用会社の自主判断に委ね、義務化は見送られた。多くの運用会社が情報開示という点で他社と差別化できていない中、積極的な情報開示に踏み込む運用会社が出てくれば、その運用会社の信頼性は高まるはずだ。情報開示が充実すれば、投資家もコスト等の判断だけでなく、運用方針やの哲学
30

に共鳴して投資判断を行うケースが増えていくだろう。

個人投資家が上場企業の株式に投資する際、トップの考えを聞くために企業説明会に足を運び社長が話す動画を見るケースも多い。ファンドマネージャーの運用哲学や議決権行使の内容といった情報を開示することは、こうした投資

5

(図表 8) 運用報告書の閲読状況



出典：投資信託協会（2012）から引用

10

第五節 望ましい企業と投資家の向き合い方

日本の投資信託の個人金融資産割合は2014年末時点で5.5%でありアメリカの13.1%、ヨーロッパの7.3%に比べ拡大の余地がある。また、投資信託は株式等に比べ、少額で運用でき、分散投資が出来る。また、プロに運用を任せる

15

事ができるという点で投資初心者向けの商品であり、拡大すれば初心者層からのリスクマネーの供給が期待できる。

日本の投資信託が日本企業の資金調達となるためには日本企業、日本株が安定した成長をする必要がある。アメリカの投資信託が飛躍的な発展を遂げたのも、企業の収益力の向上により国内株が長期的に高いリターンを実現できたためである。しかし、日本企業は伊藤レポートで「収益力の代表的な指標である

20

総資産利益率（ROA）や売上高営業利益率（ROS）等を見ると、日本企業と欧米企業ではほぼ倍の格差があり、この傾向が 20 年にわたり続いている持続的
低収益性が指摘されている¹⁹⁾と企業の収益力の伸び悩みが指摘されている。

この問題の改善点として機関投資家と企業の対話の強化が挙げられる。現状
5 5 では、投資家と企業の対話は満足に行えていると言えない。対話の基礎となる
情報開示についても、企業側は、投資家は短期の業績を追いかけ、企業が発信
するビジョン、イノベーション活動、CSR 等の非財務活動に関心がなく、投資
判断に必要な長期的な情報とは何かを伝えてこないことを憂いている。一方、
10 投資家は、企業からの開示がルールにもとづくコンプライアンス情報開示ばか
りで、長期的な企業価値を判断するために真に欲しい情報が開示されないこと
に不満を抱いている。スチュワードシップ・コードに基づき機関投資家が議決
権を行使することによって企業の株主還元の強化や必要な情報を開示させるこ
とで投資信託のパフォーマンス向上につながるだろう。しかしそのためには機
関投資家自身も企業に長期の安定した資金を投資し、企業と対等な対話をでき
15 るようにする必要がある。また、企業、投資家ともに四半期、半期などの短期
の決算に過敏に反応するのではなく長期の視点をもつことが重要である。

第三章 確定拠出年金における投資信託の役割

第一節 確定拠出年金の仕組み

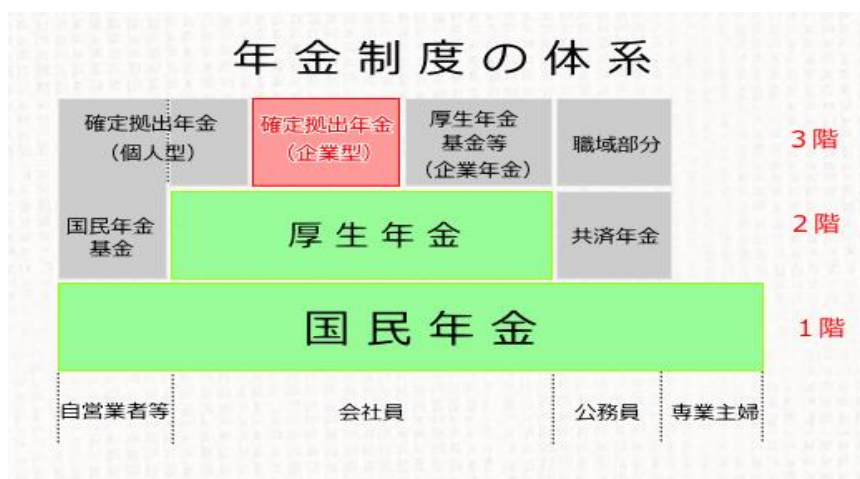
20 現在の日本では一定年齢の国民に対して職業を問わず、公的年金の加入が義
務づけられている。年金制度の大まかな構造は図表 9 のようになっているが先
にも述べたように、1 階部分である国民年金の様々な問題が浮き彫りとなって
おり、持続可能性が未知数であるため、3 階部分である確定拠出年金などの私
的年金の拡充が迫られている。私的年金とは企業や金融機関から直接受け取る
25 年金のことである。確定拠出年金は個人勘定の積み立て方式となっている。掛
金は企業側の全額負担で、転・退職時も他企業の年金基金に移転できるポータ
ビリティを備える。従業員自ら運用指図することが最大の特徴である。そこに、
法令上の拠出限度額まで事業主と従業員から拠出できる、マッチング拠出とい
う制度もある。最大のメリットは、加入者の掛金に税控除されることである。

¹⁹⁾ 経済産業省（2014）P1 から引用。

毎月積み立ての掛金については、全額が所得控除の対象となるため、将来のために積み立てをすると、所得税・住民税が軽減されることにもなる。個人型は、自営業者のような第1号被保険者の、国民年金の上乗せ部分や、企業から退職し拠出金の残高を引き継ぐ際に用いられる。

5

(図表 9)年金制度の体系



出典：選択制確定拠出年金（日本版 401k）導入支援パートナー(2010)より引用

10 第二節 確定拠出年金の現状

確定拠出年金加入者は徐々に増化傾向にある。普及状況では 2015 年 8 月末時点では企業型で約 532 万人、個人型で約 23 万人であり個人型確定拠出年金を利用できる人は約 4000 万人なので普及率は約 0.6%にとどまっている。個人型確定拠出年金が普及しない理由としては、導入されて以降不景気が続いており、自ら運用の責任を負うにはリスクが高くなっていることが挙げられる。

15

企業型確定拠出年金資産残高は 8.8 兆円を越え、その内の元本保証型商品の保有比率は 61.6%となっており²⁰、平均的な利回りは 2014 年 7 月時点で 0.03%程度の水準となっている。企業型確定拠出年金制度の設計にあたり想定利回りを定めている場合の平均利回りは 2.04%となるので元本保証型商品だけでは想定利回りを上回ることはできない²¹。確定拠出年金の中にはターゲットイヤ

20

²⁰ 掛金ベースでは元本保証型商品の比率は 59.4%となっている。

²¹ 詳しくは企業年金連合会（2014）を参照されたい。

一ファンドを利用しているものもあり、これはあらかじめ目標とする年を決め、その年に向けリスク水準を段階的に引き下げていき、積極的運用から安全運用へ運用側が自動的にポートフォリオを変更する特徴を持つ。また、2011年8月に公布された「改正年金確保支援法」により事業主の従業員に対する継続的投資教育の実施義務を明文化され、2015年には事業主による継続教育が配慮義務から努力義務へと教育責任が強化された。2015年には企業年金連合会が実施した「確定拠出年金制度に関する実態調査（平成25年）」によると継続教育実施率が55.2%となり、前回調査（平成22年）に比べ10.5%上昇した。しかし、教育内容、質、従業員の反応は様々である。2014年にNPO401k教育協会が企業型確定拠出年金担当者の意識調査を行ったところ、実施事業主の約65%は継続教育は必要と考えるも、「加入者は継続教育に興味・関心がない」と感じている実施事業主も多く、ジレンマが窺える²²。

2015年には加入者の増加を図り、確定拠出年金法等の改正案が示された。企業年金の実施が困難な従業員100人以下の中小企業を対象に、設立に関する手続きを簡略化した「簡易型DC制度」の創設や、個人型確定拠出年金に加入する従業員に事業主拠出を追加できる「個人型DCへの小規模事業主掛金納付制度」が創設された。また、加入者が運用商品を選択しやすいよう運用商品数の抑制や、個人型確定拠出年金は第3号被保険者や公務員も加入可能とし加入者の拡大が図られた。

マッチング拠出も普及しつつある。厚生労働省によると2015年8月末までに5328社が導入し、広がりを見せている。マッチング拠出は従業員にとって良い制度ではあるが、確定拠出年金制度がある企業の中には、マッチング拠出の採用を見合わせる企業もある。マッチング拠出の導入にあたっては、給料計算システムの修正コストや、案内や申請などの事務手続きなどのコストがかかる。しかし、制度自体は加入者が掛金を負担する仕組みなので、給料アップや諸手当の拡充とは異なる。低コストで福利厚生への拡充が図れることから、労使双方にメリットの大きい制度であると考えている。

確定拠出年金は、加入者自らが運用商品を選択し、資産形成をする制度であるが、現実には拠出時において加入者の中で運用商品を選択しない者が一定数

²² 詳しくはNPO401k教育協会（2014）P12を参照されたい。

存在する。これらの加入者に対してはデフォルト商品による運用がなされている。デフォルト商品を元本確保型商品に設定している企業は 56.7%でありデフォルト商品を設定していない企業は 30.2%である²³。現在の確定拠出年金法においては、企業が少なくとも 3 つ以上の運用商品を用意し、最低 1 つは預貯金
5 や保険商品などの元本確保商品を提供することとされているが、2015 年の改正
法案では、リスク・リターン特性の異なる三つ以上の運用商品を提供すること
とし、元本確保型商品については提供義務ではなく事業主と加入者の合意に基づ
く提供に変更された。デフォルト商品の設計内容の変更によりさらにより分散
10 投資の効果がある商品設計を促し、元本確保型に偏った運用を回避すること
も可能となる。

第四章 諸外国の投資信託

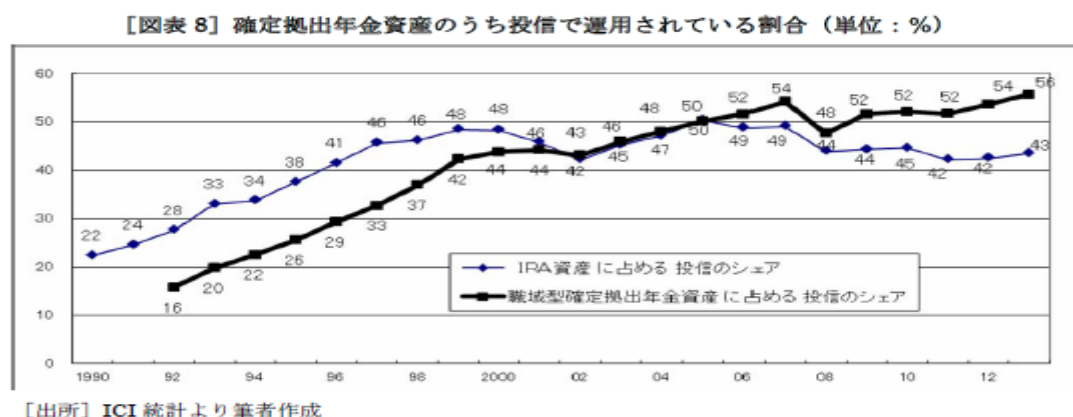
第一節 アメリカの投資信託市場

アメリカの投資信託市場が飛躍的な発展を遂げたのは 80 年代からである。
15 2015 年現在で投資信託の純資産残高は 16 兆ドルを突破し世界最大の投資信託
市場を持つ国である。投資信託の世帯普及率は 2014 年で 43%、年齢別にみると
45~54 歳の現役世代の保有率は 53%と最も高く 35 歳未満の若年層でも
34%が保有していることから年齢に関係なく多様な世代に投資信託が広く普
及していることがわかる。投資信託へ多くの個人資金が流入した背景には、確
20 定拠出年金資金が安定的に流入していたことが挙げられる。401k プランなどは
定期的な資金の積み立てを基本としているため、株価の変動のような市場環境
に影響を受けにくく、一定で安定した資金流入が見込める。80 年代、株式市場
が上昇基調にある中、ベビーブーマー層²⁴が退職後の資産形成を目的に確定拠
25 出年金を利用した投資信託の購入が広まった。ICI（米国投資信託協会）によ
ると 90 年代はじめには投資信託残高のうち確定拠出年金の占める割合は 19%
であったが、2013 年末には 43%と増加した。図表 10 のように確定拠出年金の
運用で投資信託に投資している割合は年々増加している。個人型確定拠出年金
の場合で 43%、企業型確定拠出年金など職域型の場合では 56%に達している。

²³ 詳しくは NPO401K 教育協会（2014）P21 を参照されたい。

²⁴ 1946 年から 1959 年までに生まれた世代のことを指す。

(図表 10) 米国の確定拠出年金資産のうち投資信託で運用されている割合



出典：杉田浩治（2015）から引用

- 5 以上のように、個人が自らの力で老後の資産形成に取り組む必要性と投資信託が結びつく中で、投資信託残高が伸びてきたという経緯があるが、この背景には私的年金制度の変化も強く関係する。2006年には年金改革法により 401k プランの加入についてオプトイン方式からオプトアウト方式に改めた²⁵。従業員教育や投資アドバイスでは芳しい成果が得られなかったためだ。また加入者
- 10 に提供する運用商品の中に必ず 1 つは元本保証商品を含まなければならない日本とは対照的に、アメリカでは加入者の運用指示がない場合にはライフサイクル・ファンド、バランスファンド、SMA (Separately Managed Account) の 3 つの運用商品から選ぶことが規定された。これの背景には加入員データの分析を通じて、加入率の停滞や投資行動に関する問題点が指摘されたことがある。
- 15 アメリカでは 1990 年代以降、行動ファイナンスの研究が進められ、人間には判断力に限界があり常に合理的な決断、行動をするとは限らないとされた。従来の経済学では、人々は一生涯の所得、消費についての計画に基づき、貯蓄・消費額を決定するとするライフサイクル仮説が提唱されていた。ライフサイクル仮説では、個人が年金に加入するかの選択や、掛金率をどの程度にするかとい
- 20 う選択も、生涯を通じての効用が最大化になるよう合理的に行動するとされ

²⁵ オプトイン方式とは、企業は従業員から強く加入の意思を示した場合のみ加入させる方式のことであり、オプトアウト方式は、企業は従業員が特に加入に反対しなければ自動的にプランに加入させる方式のことである。

ている。しかし、従業員のリスク分配が年齢に合っていない点や、企業が 401k プランを提供していても、未加入の従業員が一定数存在した。これらの問題に対し、事業主は自動加入の導入や確定利回り商品でないものをデフォルト商品にするなどの対策をとった。しかし、自動加入化を導入するにあたって、デフォルト商品としてターゲットイヤーファンドのような変動利回り商品を選ぶと、最終的に生じた損失に対して事業主が責任を問われる懸念もあった。そこでセーフハーバールールに反する恐れを取り除くための法整備が行われた。加入自動化に伴い投資対象がデフォルト商品になる場合には、労働省が示すガイドラインに沿って事業主が従業員に説明を行えば、運用結果で損失を出したとしても責任を問われないこととした。これにより、短期的なリスクの懸念なく、長期運用の手段として最適な商品をデフォルト商品として提供しやすくなったのである。

また、アメリカの投資信託は運用期間が長期で、ファンド生命が長いという特徴を持つ。2011 年 1 月時点でのファンド別純資産ランキングにおいて上位 10 本のうち、運用開始から 40 年以上経過しているものが 4 本ある。ファンド数の推移も「残高の伸びに比べファンド数の増加は緩やかであり、特に 2000 年代に入ってから残高が 2.5 倍に拡大している間に、ファンド数は 7,000 本台で推移し殆ど増えていない。」²⁶ とファンド本数と投資信託残高を考慮して、日本よりも既存商品を育成し大切にしていることが分かる。

さらに ICI の調査より投資信託の購入経路は証券会社の利用率は 28%、独立 FP の利用者は 26%、銀行等の利用者は 18%（複数回答可）と、独立系 FP の存在感、重要度が高いと言える。

第二節 イギリスの投資信託市場

19 世紀、産業革命のピークが過ぎ経済も成熟し資金は蓄積されたが、国内の資金需要はむしろ後退していた。一方、アメリカなどの諸外国では近代化が本格化するため巨額の資金需要があった。イギリスの一部の大資本家の中ではそのニーズに答えるため独自の手法で投資を行っていたが、中小規模の投資家も

²⁶ 杉田浩治（2015）P9 から引用。

利用できるように専門の投資家を雇い、資金の分散投資を行いリスク分散を行う仕組みが考え出された。これが投資信託のはじまりとされている。

イギリスでは国民の貯蓄不足が問題視されており、英国保険・資産運用大手のスコティッシュ・ウィドウズが行っている年金情勢の調査によると、「退職に向けて十分に貯蓄を行っている消費者の比率は 45%であり、5 人に 1 人は全く貯蓄していない」²⁷との報告があり、ほとんどの家計で貯蓄不足が懸念されていた。また、イギリスの公的年金は老後の生活を守る最低限のセーフティネットとの考え方から給付額を低く抑えていた。そのような中で老後の生活を他の手段を補うべく、イギリスにおける職域年金でも確定拠出型が台頭してきたのである。2001 年に導入されたステークホルダー年金は個人向けの確定拠出年金であり、課税所得のない人も拠出でき、手数料に上限が課されているため低所得者がターゲットとされている。2008 年には私的年金の拡充策として自動加入制度が導入された。従業員は強制的に年金プランに加入することになるが、脱退することも可能としている。貯蓄不足の解消として貯蓄行為そのものを自動化させた制度だとも言える。

また、長期貯蓄のために税制優遇制度が導入されており、その代表的なものが ISA である。株式非課税投資制度である PEP（個人持株制度）と非課税預金等の TESSA（免除特別貯蓄口座）をまとめたものである。株式型 ISA と預金型 ISA があり、イギリスに居住する 18 歳以上の者が口座を持つことができる²⁸。イギリスの ISA は口座への拠出額が非課税枠となるため、売却代金を利用して再投資しても非課税枠を消費しない設計になっている。2014 年からは年間拠出限度額は約 30% 増加し、約 250 万円となる。運用対象商品は日本とイギリスで異なり、日本の NISA は主に上場株式と公募株式投資信託であり、公社債や、預貯金は対象に入っていない。イギリスは上場株式の他、公社債や預貯金も運用対象商品の中に含まれる。イギリスでは投資信託購入の手段としてこの ISA は広く普及しており、2012 年末時点で残高は 51 兆円に達した。内訳として株式型 ISA が 25 兆円、預金型 ISA が 26 兆円となっている。2013 年の投資信託全体に占める ISA 経由の投資信託残高は 17% にあたる 16 兆円となっており、

²⁷ 神山哲也（2014）P17 から引用。

²⁸ 預金型 ISA は 16 歳以上の者が開始できる。

口座開設者数はイギリスの総人口の約 4 割にあたる 2400 万人に上る。

販売チャネルの主流は独立系フィナンシャル・アドバイザー（以下 IFA）であり、2009 年には個人向け投資信託販売額シェアの約 90%を占めている²⁹。

5 IFA は個人投資家に資産の運用についてのアドバイスを専門的かつ、独立した立場から提供する職業である。すべての金融商品を扱い顧客のニーズに合ったプラン提案を求められるため、高い水準の知識が必要となる。2012 年末に「個人向け金融商品販売制度改革」が実施された。これにより、資産運用会社から IFA へ手数料の支払いが禁止され、IFA の独立が明確になった。IFA はプラットフォームを利用して資産運用会社から提供される金融商品を用意し、顧客の
10 資産運用ニーズにあったものを選択する。

第五章 投資信託の普及・発展策

第一節 確定拠出年金を通じた投資信託の普及

15 アメリカの投資信託市場が拡大した要因としては、退職後の資産形成ニーズと、それに応えた確定拠出年金などの資産形成制度があると考えられる。アメリカでは ICI が 2011 年に行った調査によると、投資信託保有者のうち企業型確定拠出年金を通じて初めて投資信託を購入した人の割合は 62%と高く、その後、それ以外のチャネルを使用して投資信託に投資し始めた人も 68%いる³⁰。税制優遇がついた確定拠出型の年金制度の理解が進めば知識、興味が乏しい従
20 業員にも投資教育を行えるため、投資信託と個人をさらに結び付けることが可能となる。

デフォルト商品の内容設計については、元本確保型に偏らずに分散投資、ターゲットイヤーファンドを組み込むことの推進を図るべきと考える。分散投資は内外の株式や債券など、複数の資産を組み合わせることでバランスよく長期間投資
25 を行えばリスク・リターンの観点から見て効率的であり、かつ想定利回りを達成する確率ももっとも高いものと言える。しかし、実際にデフォルト商品にリスク資産を組み込むことを決定するのは事業主であり、リスクの高いデフォル

²⁹ 詳しくは田中健太郎(2014)を参照されたい。

³⁰ 投資信託を保有しているチャネルの内訳は、企業型確定拠出年金のみが 32%、企業型確定拠出年金以外が 31%、両方が 37%となっている。

ト商品を設定することに躊躇う事業主も少なくはない。アメリカにおいて確定
5 拠出年金が発展した経緯を踏まえ、事業主がデフォルト商品で分散投資や、タ
ーゲットイヤーファンドを導入しやすくする法整備も必要だと考える。現在、
国の政策によりデフォルト商品の見直しが進んでいるが、現段階の議論では事
業主がデフォルト商品に分散投資、ターゲットイヤーファンド等のリスク資産
を組み込むには最終的に生じた損失に対して事業主が責任を問われる懸念があ
る。アメリカでのセーフハーバールールを習い、法整備を執り行わなくてはな
らない。

セーフハーバールールでは事業主の責任の範囲を定めるものであるが、決し
10 て投資教育を怠るものであってはならない。投資教育の例として具体的には、
リバランスの必要性の説明などをしなくてはならない。リバランスに関しては
ファイナンシャル・エイジング社の調べによると「ターゲット・イヤー・ファ
ンド、マネージド・アカウント、オンライン・アドバイスについて、加入者自
身で行わないポートフォリオ変更やリバランスなどをプロによって自動的ない
15 し個別アドバイスで変更することを「助け」としており、リーマン・ショック
を含む 2006 年から 2012 年にかけて、このプロの「助け」によったほうが、そ
うでない場合と比べると平均 3.3%リターンが高い³¹⁾」となっている。

企業型確定拠出年金は各個人が資産運用を考えるうえで重要で最適なタイミ
ングであると考え。この法整備や、投資教育の充実を図ることで、より多く
20 の人が資産運用を考えることにつながるであろう。

第二節 さらに投資家の理解を進めるために

自己責任原則が要求される投資家にとって、投資判断材料になるのはファン
ド側からの情報提供と考える。第二章で述べたように、ディスクロージャーの
25 改革は行われたが、投資家によるファンド評価の材料となる情報の量には大き
な不足がある。ディスクロージャーの一層の整備と評価機関の機能向上は、今
後、さらに投資への理解を進めるために重要な鍵を握っていると言えよう。
そこでアプリケーション「ファンド大全」を用いてファンド側からのさらなる
情報提供と、その情報に対し投資家がレスポンス、チェックが行えるシステム

³¹⁾ 伊藤宏一（2015）P18 から引用。

を提案する。これにより、ファンドと投資家は互いに歩みより、個人投資家はさらに投資信託や個々のファンドの理解、投資リテラシーが向上できる。

このアプリは従来の投資信託評価会社が行っている情報提供とは異なり、ファンドと投資家が互いに情報を共有するためのものである。「ファンド大全」の

5 一つの機能として情報提供を目的としたファンドマネージャーによる「コラム」を利用者は閲覧できる。このコラムは運用会社側に義務化をさせ、月に一度①当月の運用状況、運用成績②今後の運用方針③現段階のマーケットの動向の考察④今後考えられるリスクについて明記させるものである。このコラムにより運用会社が行う運用の詳細な状況が分かり、今後マーケットや、個別のファン

10 ドで起こりうる事態の把握ができる。またこのコラムに対し、投資家はコメントと五段階評価ができる。この機能により投資家は受身の立場から脱却を果たすことができる。なお、このファンドによるコラムの開示情報に対し第三者の監視者として金融庁が監視を行い運用会社の利益相反行為を防止する。また、ファンドマネージャーの情報提供も義務化させる。具体的には個々のファンド

15 マネージャーの経歴、運用してきたファンドとそのファンドのパフォーマンスの可視化ならびに、ファンドマネージャーとしての運用哲学の明記、そして貸金体系の明記、これまで書いてきたコラムの開示である。さらにウォッチリストでよく見るファンド、ファンドマネージャー、コラムを登録し、見たい時にすぐに見ることができ、ファンドの比較も容易に行える。また、ファンド分布

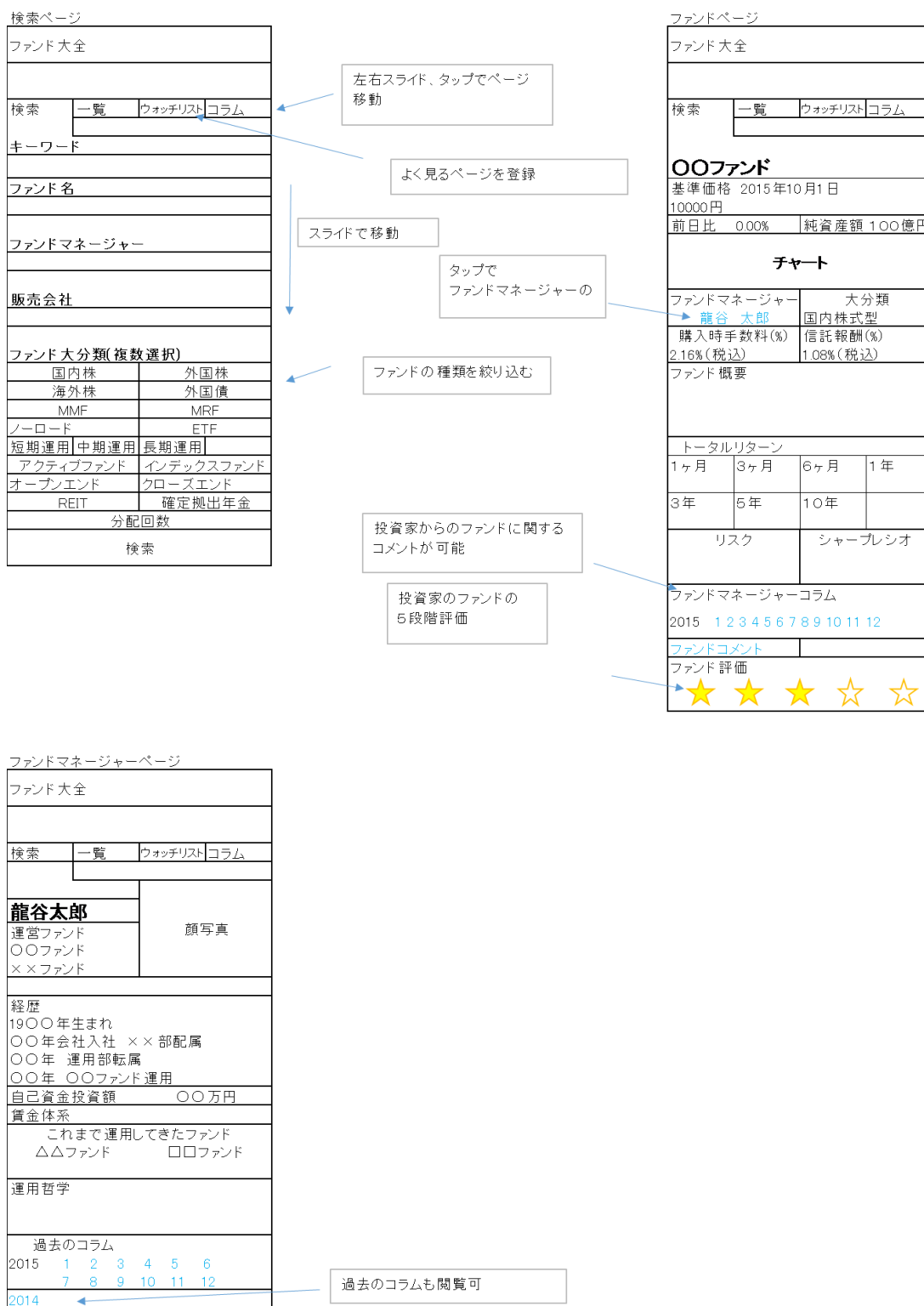
20 図を作成することによって複数のファンドを図式化して比較できるためリスク・リターンがより明確に理解できる（図 12）。

2012 年の金融審議会でもファンドマネージャーの情報開示の義務化が検討されたものの運用会社の自主判断に任せられ義務化は見送られた。しかし、これまで運用してきたファンドのパフォーマンスではファンドマネージャーがどのような経済状況の時にどのようなファンドでどのような成果を挙げたのかと

25 ファンドマネージャーの経験を知ることができる。運用哲学ではファンドマネージャーの思想を知ることによってファンドの方向性を知ることができ、ファンドの運用パフォーマンスでは計れない判断材料の一つになる。これらの機能は投資家のファンド選択において重要な判断材料になり、ファンドへのチェックにもなる

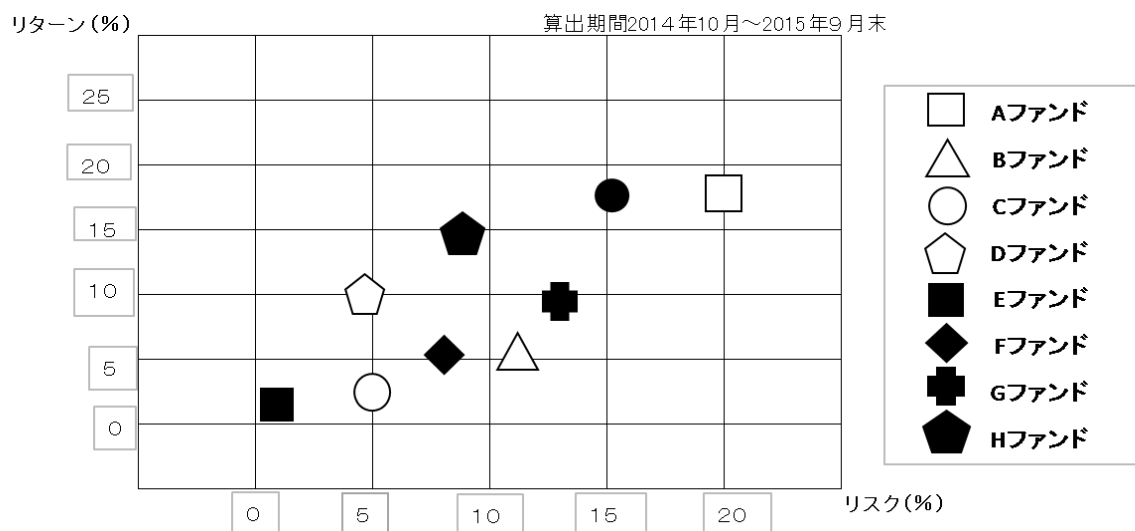
30 だろう。

(図表 11) ファンド大全イメージ図



出典：著者作成

(図表 12) 実績リターンとリスクの分布図



出典：著者作成

5 終章

投資信託は個人の小口資金を証券市場に流入させ短期的なリスクはあるものの長期的には高いリターンが期待できる将来にむけた資産形成に優れた商品である。さらに個人からのリスクマネーが資本市場に供給されることにより安定した経済成長が期待できる。投資信託が発展することで個人の資産形成、経済成長と複数の利点が得られる。

日本の証券市場、特に投資信託では日本に比べ大きく発展しているアメリカ、イギリスに比べ制度、環境、思想において差がある。しかし、アメリカの投資信託市場の飛躍の根幹になった確定拠出年金の普及と、今日の日本の確定拠出年金の普及の状況には多くの類似点がみられる。そのため、日本の投資信託の発展の余地は十分に存在すると考える。

日本の投資信託を発展させるには投資家と証券会社や運用会社、企業が真摯に向き合う必要がある。投資家は投資に対する有効性と自分の生活とのバランスを理解し将来を見据え、目的を持った投資を行わなければならない。また、証券会社、運用会社が投資家に対して誠実な販売、運用、情報開示を行わなければならない。製造業では製造物に対して製造物責任法がある。資産運用業界においても製造物責任法のような制度

が必要とは言い切れないが、販売会社、運用会社が投資家の資金を扱うことに対してしっかりと責任を持たなければならない。

5 提言でもある確定拠出年金の拡充は老後資金の確保とともに企業から投資家に教育を行うので未投資層からの新規の投資に期待できる。さらにファンド大全により投資家のファンドへの理解の深化は現在の投資家のリテラシーの向上にもつながるだろう。さらに投資家のリテラシーが向上すれば現状、誠実とは言い難い証券会社の販売方法や責任感についても改善されるだろう。ファンド大全はファンドマネージャーの情報開示強化と投資家間の情報共有によりファンドの健全性が予想される。また、現在投資信託を購入を検討しているものの、

10 どのファンドを選べばいいかわからない人たちからの資本市場への資金流入し、活性化が予想される。

投資信託の環境整備と金融機関、証券会社の営業体制の課題を改善され、投資家の理解が向上し、投資家のよりよい資産形成と証券市場の発展、経済成長を願い結びとする。

15

20

25

30

〈参考文献〉

- ・ 青山直子（2014）「「元本保証」から「元本保証のない」金融商品へ～投信販売における説明義務とは」『銀行法務 21』第 774 号 7 月
- 5 ・ 伊藤宏一（2015）「中立的な投資アドバイザー制度の確立のために」『月刊資本市場』4 月号
<http://www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2015/pdf/201504-5.pdf>
- ・ 神山哲也（2014）「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み-加入率の向上と運用の効率化に向けて-」
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr04.pdf>
- 10 ・ 企業年金連合会（2014）「企業型確定拠出年金投資教育ハンドブック」
http://www.pfa.or.jp/jigyو/jimushien/files/dc_handbook.pdf
- ・ 金融庁（2011）「投信に関する現状の課題と対応」
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/w_group/siryu/20111216.html
- 15 ・ 金融庁（2012）「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」
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf
- ・ 金融庁（2015）「金融商品等に関する法律について」
<http://www.fsa.go.jp/ordinary/kinyuusyuhin/>
- 20 ・ 経済産業省（2014）「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（最終報告書）
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-1.pdf>
- ・ 国民生活センター（2015）「相談事例・凡例 投資信託」
http://www.kokusen.go.jp/soudan_topics/data/tousin.html
- 25 ・ 生命保険協会（2015）「確定拠出年金（企業型）の統計概要（平成 27 年 3 月末現在）」.5 月 26 日
<http://www.seiho.or.jp/info/news/2015/20150526.html>
- ・ 生命保険文化センター（2013）「平成 25 年度生活保障に関する調査《速報版》」
<http://www.jili.or.jp/research/report/pdf/h25hosho.pdf>
- 30 ・ 関秀忠（2014）「個人年金の解約資金・満期資金の受け皿となる投資信託等の販売における留意点」『銀行法務 21』第 774 号 7 月

- ・ 杉田浩治（2010）「新興国の投資信託市場」 日本証券経済研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1005_01.pdf
- ・ 杉田浩治（2011）「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託-その軌跡・現
 状と今後の課題-」 日本証 券経済研究所
 5 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf
- ・ 杉田浩治(2013)「投資信託は制度・税制変更でどう変わるか」 日本証券経済
 研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1305_01.pdf
- ・ 杉田浩治（2014）「投資信託の 14 年改革と今後の課題」 日本証券経済研究所
 10 <http://www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2014/pdf/201407-2.pdf>
- ・ 杉田浩治（2014）「残高が 3,000 兆円を超えた世界の投資信託-10 年で 2.1
 倍に拡大した要因と日本への示唆-」 日本証券業協会
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1409_01.pdf
- ・ 杉田浩治（2015）「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」 日本証券
 業協会
 15 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf
- ・ 鈴木裕（2015）「機関投資家の報酬（手数料）設計の見直し」 大和総研
http://www.dir.co.jp/research/report/finance/investment/20150914_010119.pdf
- 20 ・ ダイヤモンド社書籍オンライン（2011）「本当に買うべき投資信託とはどん
 なものなのか？アメリカのランキングに学ぶ、日本の投資信託の特殊性」.7
 月 25 日
<http://diamond.jp/articles/-/13261?page=3>
- ・ 高橋元(2000)「我が国の投信制度改革と情報開示」『現代ディスクロージャー
 制度』6月 No.6
 25 <http://www.jardis.org/publications/cdr/01/cdr-01-report2.pdf>
- ・ 田中功（2014）「アクティブファンドはベンチマークに勝てるのか」『投資信
 託事情』

- ・ 田中健太郎（2013）「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」野村資本市場クォーターリー
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr03web.pdf>
- ・ 投資信託協会(2012)「投資信託を含む金融商品関心層対象の全国調査結果
5 【2012年（平成24年）調査結果の概要】」
<http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2012/8580/>
- ・ 投資信託協会（2014a）「投資信託に関するアンケート調査報告書（平成26年度）」
<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2014/>
- 10 ・ 投資信託協会（2014b）「日本の投資信託2014」
<http://www.toushin.or.jp>
- ・ 行方洋一（2014）「高齢顧客に対するリスク性商品の販売に関するルールの運用ポイント」『銀行法務21』第774号7月
- ・ 日本銀行（2015）「統計資金循環」
- 15 ・ <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/>
- ・ 日本証券経済研究所（2013）『図説アメリカの証券市場』日本証券経済研究所
- ・ 日本証券経済研究所（2014）『図説 日本の証券市場』日本証券経済研究所
- 20 ・ 日本証券業協会（2012）「証券投資に関する全国調査（個人調査）」
http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research_h24.html
- ・ 野村資本市場研究所(2012)「我が国の個人金融資産の資産運用高度化のための調査」報告書
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002019.pdf
- 25 ・ 服部孝洋（2012）「進展が著しいわが国投資信託ビジネスのオープン・アーキテクチャ化」野村資本市場クォーターリー
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012spr02web.pdf>
- ・ モーニングスター（2015）「日本は”投信後進国”！？グローバル調査下位の理由」.7月9日
- 30 <http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA120150709.html>

- ・ 森裕司 (2006) 「アメリカ 401 (K) プランの「加入自動化」」 大和証券グループ
<http://www.daiwa-fc.co.jp/report/NL0609-4.pdf>
- 5 ・ 吉井一洋 (2014) 「いよいよ適合開始 投信制度改革 (全体像)」 大和総研
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20141208_009236.pdf
- ・ NPO401k 教育協会 (2011) 「2010 確定拠出年金加入者の投資運用実態調査」 集計結果
http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2012/06/report_2011_kanyu_usya.pdf
- 10 ・ NPO401k 教育協会 (2014) 「企業型確定拠出年金 (DC) 担当者の意識調査 2014 年版 (第 10 回) 報告書サマリー」
http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/02/DC_2014_summary.pdf
- 15 ・ 臼杵政治 (2007) 「401(k)プランと行動ファイナンスー米国年金保護法にみるー」 ニッセイ基礎研究所
<http://www.nli-research.co.jp/report/report/2007/03/eco0703a.pdf>

〈日本経済新聞〉

- 20 『日本経済新聞』 2015 年 5 月 9 日 「2050 年の東京都内の人口、1000 万人に減少も 都が推計」
- 『日本経済新聞』 2015 年 6 月 20 日 コラム 「ボーナスでの投資先、「日本株」は 7 割超」
- 『日本経済新聞』 2015 年 7 月 9 日 「広島銀行、顧客のポートフォリオを「見える化」」
- 25 『日本経済新聞』 2015 年 9 月 17 日 「三井住友アセット、「受託者責任」で行動計画」
- 『日本経済新聞』 2015 年 9 月 24 日 「NISA 口座数、6 月末で 921 万件」
- 『日本経済新聞』 2015 年 10 月 4 日 「資産作りの助っ人 独立系アドバイザーが助言」
- 30