

# 平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

10

## 第 2 テーマ A ブロック

15

### 「資産形成手段としての投資信託」

20

駒澤大学 深見ゼミナール

# 目次

	はじめに	4
	第1章 投資信託について	5
5	第1節 投資信託の仕組み	5
	第2節 投資信託の種類	6
	第3節 投資信託の歴史・制度	7
	(1) 世界の投資信託の歴史	8
	(2) 日本の投資信託の歴史・制度	9
10	第2章 日本の確定拠出型年金の運用資産の相違	11
	第3章 日本の投資信託の構造的問題	14
	第1節 回転売買をもたらす手数料体系	14
15	第2節 アクティブ運用中心の商品販売	17
	第3節 毎月分配型商品が支持される日本	19
	第4節 複線化されない販売手数料	21
	第4章 系列関係がもたらす弊害	23
20	第1節 系列会社の商品を中心に販売する日本の販売会社	23
	第2節 販売会社に従属する運用会社	27
	第5章 金融リテラシーの課題	28
	第1節 金融リテラシーの日米比較	28
25	第2節 日本人の金融リテラシーの現状	31
	(1) 日本人は投資に対する関心があるのか	31
	(2) 金融リテラシーと投資の有無の相関性	32
	(3) 学校での金融教育の現状	33
	(4) 今問われる金融リテラシー	34

	第6章 投資信託の情報開示を巡る課題	35
	第1節 顔が見えない投資信託	35
	第2節 運用パフォーマンス向上に向けた取り組み	37
5	(1) 長期に亘る運用実績の非開示	37
	(2) エンゲージメントに関する情報開示の不徹底	37
	第7章 提案	39
	第1節 日本版Bシェアの導入	39
10	第2節 販売会社、運用会社に対する独立評価機関の導入	41
	(1) 販売会社に対する独立評価機関の導入	41
	(2) 運用会社に対する独立評価機関の導入	42
	第3節 運用会社による自社製ファンドの自己保有義務の導入	43
	第4節 投資家の金融リテラシー向上に向けた取り組み	43
15	(1) 企業型確定拠出年金加入者に対する無料相談ダイヤルの開設	43
	(2) お金について考える親子教室の実施	44
	(3) 投資無関心層の若者に向けたスマホゲームアプリの開発	45
	第5節 運用担当者に関する情報公開の実施	47
	第6節 長期に亘る運用実績の開示	48
20	参考文献	49

はじめに

現在、日本の家計金融資産は、日本銀行の「資金循環統計」によると、現金・預金 51.5%、債務証券 1.4%、株式等、10.0%、保険・年金・定型保証 28.8%、投資信託 5.4%での比率で保有されている<sup>1</sup>。このことは、日本の家計金融資産が預貯金に偏重して、投資信託が家計金融資産の形成手段として、機能していない一つの証左と言えよう。

特に、我々ミレニアムズ世代は、預貯金偏重からの是正なくして、老後の資産形成は図れない状況にあると言える。なぜなら、その理由の一点目として、少子高齢化が進行する日本では、依然として若者の年金負担率が増え続けることが予想される一方で、将来受け取る年金額が不透明であることが挙げられる。二つ目として、医療技術の発達による長寿化に伴い、自助努力の必要性は一層強まっていることも挙げられる。さらに、三点目として、一年物定期預金金利が 0.01%であるのに対し、インフレ率がそれを上回る状況下では、預貯金では実質的に資産価値が目減りしているからである。

超低金利政策が 20 年以上に亘って長期化する一方で、デフレ脱却が政策的に進められている局面では、預貯金から投資信託をはじめとするリスク性資産への資金流入が起きてよいはずである。特に、投資信託は合同運用と分散投資によってリスクが分散され、しかも運用はプロが行うわけであるから、投資初心者にとって、最も親和的な投資商品であると言える。それにも関わらず、依然として、家計金融資産に占める投資信託の割合が低迷していることを鑑みれば、投資信託の市場拡大のためには、投資信託に何らかの改善すべき課題があると考える。

本稿では、日本とアメリカの投資信託を比較しつつ、投資信託が家計金融資産形成の手段として活用されてない理由、投資信託の問題点を明らかにした上で、投資信託が、家計金融資産の形成手段として用いられるために、どのように改善をすべきか考察したい。

そこで、以下、第 1 章では投資信託のしくみ、種類、歴史、規制面から、投

---

<sup>1</sup> 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較（2017年8月18日）」p.2  
(<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>) 2017年10月21日確認

資信託の特徴を述べる。次に、第 2 章では確定拠出年金の運用資産の相違から、日本で投資信託の市場規模が拡大しない理由を考察したい。第 3 章では回転売買をもたらす手数料体系をはじめとする、日本の投資信託の構造的な問題について述べる。そして第 4 章では、販売会社と運用会社が系列関係にあることがもたらす弊害を、明らかにしたい。また、第 5 章では家計金融資産の預貯金偏重の一因として、日本人の金融リテラシーが低いことが言われている。そこで、日本人の金融リテラシーの実情を考察する。さらに第 6 章では、情報開示上の観点から課題を挙げたい。最後に、第 7 章では望ましい投資信託のあり方という観点から、改善策を提案する。

10

## 第 1 章 投資信託について

### 1. 投資信託の仕組み

投資信託は投資家から資金を集めて、その資金をまとめて、運用会社の定める運用方針にしたがって運用される商品である。また、その資金の管理は信託銀行によって行われ、運用会社自身の資産とは区別して管理されている（分別管理）。したがってその運用は、委託者指図型の場合、運用会社が作った運用方針に沿って、運用会社が信託銀行に指図して行われる。他方、その販売は、証券会社や銀行、郵便局などが行っている。販売会社は、投資信託の販売だけでなく、分配金や償還金の支払いも行い、投資家にとっての窓口の役割をしている<sup>2</sup>。

20

投資信託の特徴として、三つの特徴が挙げられる。まず 1 点目の特徴は、専門家が運用することである。投資信託は投資家から資金を集め、それをファンドマネージャーと呼ばれる投資の専門家が運用していく。そのため、顧客は一旦資金を預けたら、運用をプロに任せてあるため、自分自身で内外の経済情勢や企業分析などをして、投資先を決定しなくても済む。したがって、投資の経験がなく、投資の知識にも自信がない人は、投資信託を利用する方がよいと言われている。それゆえ、投資信託は投資初心者向けの商品と言われている。

25

---

<sup>2</sup> 投信協会ホームページ「投資信託の仕組み」  
(<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>)2017 年 10 月 21 日確認

2点目の特徴として、合同運用を行うことが挙げられる。投資信託は、不特定多数の顧客から資金を集めて、その資金で一つのファンドを形成し、資金をまとめて投資する。合同運用のメリットは、各投資家から集めた資金を一つのファンドにして運用するので、知識や資金量に乏しい投資家に投資機会を与えることができ、加えて、効率的な運用も可能にしている。さらに、3点目の特徴として、小口の資金をまとめて投資するため、分散投資を可能とし、リスク分散ができることにある。そして、その運用比率や投資対象を変えることで、ローリスクの商品からハイリスクの商品まで、様々な商品を作ることができる。運用会社が、投資対象の運用比率を変えながら運用する商品には、ライフサイクル・ファンドという商品がある。ライフサイクル・ファンドとは、投資家の年齢に合わせて株式や債券の比率を変えて運用するファンドである。若年層にはリスクをとりつつ、長期的な資産運用を目指し、高齢者は、投資元本を取り崩す時期が間近であるため、債券の比率を上げ、元本割れを抑止しつつ、低リスクでの運用を行う。

このように、投資信託は顧客資産をまとめて合同運用するため、分散投資が容易となり、リスク分散が図れる。さらに、その運用はプロが行うため、投資家は知識がなくとも、投資を行うことができるのである。しかも、ライフサイクル・ファンドのように、投資家の年齢に合わせて、投資先の運用比率を変えて運用してくれる商品などもあり、投資初心者むけの投資商品と言えるのである。

## 2. 投資信託の種類

前節では、投資信託の仕組みについて述べた。本節では投資信託には、どのような種類の商品があるのか述べてたい。

まず、一つ目に公募投資信託と私募投資信託がある。公募投資信託とは、一般投資家を対象に、幅広く募集を行うものである。それゆえ、公募投資信託の特徴として、誰でも購入することができることが挙げられる。一方の私募投信は、一般投資家に幅広く募集をするのではなく、専門的な知識があるもののみ募集をかけるところに特徴がある。このように、募集対象の違いから公募と私募に区分されている。

二つ目に契約型と会社型がある。契約型投資信託とは委託者である運用会社と、受託者である信託銀行が契約を結んで、運用や資産管理を行い、受益者である投資家が最終的に利益を受け取ることができるものである。ちなみに日本で販売されている投資信託は、契約型投資信託がほとんどである。

5 一方の会社型投資信託とは、投資法人が投資家から資金を集めて、その資金の運用を運用会社に委託をし、その資金は信託銀行が保管する仕組みになっている。運用の利益は投資法人から投資家に渡される。日本の会社型投資信託では、J-REITが代表的な商品と位置付けられている。

10 三つ目に、クローズドエンド型とオープンエンド型がある。この二つの違いは、投資家が保有している投資信託を、発行会社が買い取りを行うか、否かにある。クローズドエンド型は、運用会社が設定した満期時点まで原則として買い取りが行われず、もし売却をしたければ、上場市場や店頭市場での売買を通じて売却しなければならない。また、発行後、運用会社が買い取りをしないので、発行数量は一定である。オープンエンド型は運用会社が買い取りを行うため、購入と解約が繰り返されるので、資金の集まるファンドと資金が集まらないファンドがあることが、特徴として挙げられる。

15 そのほかに単位型と追加型がある。これはどの時点で購入するかで分類されたものである。単位型投資信託は、設定当初の募集期間しか購入できない。他方、追加型投資信託は、いつでも購入できる。また、無分配型と分配型の投資信託がある。無分配型の投資信託は、決算時に分配金を投資家には還元せず、運用収益や配当などはそのまま元本に加えて、継続して運用する。このため、複利効果が発揮されるという特徴があり、中長期的な資産形成に向いていると言える。一方で、分配型のそれは運用収益を決算時に分配するため、複利効果は期待できなくなるが、年金生活者が年金の上乗せに利用したいというニーズ

25 を持っているため、人気が出ている商品である。

### 3. 投資信託の歴史・制度

第2節では投資信託の種類について述べた。そこで次に、投資信託がどのような歴史を辿ってきたか、あわせて制度の変遷もみていきたい。

## (1) 世界の投資信託の歴史

世界で初めに設定された投資信託は、1868年にイギリスで設定されたフォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラストと言われている。このファンドは現在の投資信託と同じ仕組みとで、様々な証券に分散して投資をし、  
5 中流階級の投資家たちが大資本家と同じように、利益を享受する機会を与えることを目的としていた。このファンドは現在も運用されていて149年も続いている<sup>3</sup>。

1879年以降、イギリスの投資信託は会社法に従った株式会社になる。当時、イギリス経済が好調であったことに加え、低金利政策によって、投資家の  
10 重要な投資対象だったコンソル債の利回りが低下していたこともあり、投資信託への資金流入が起きた。また、このファンドは会社型投資信託であったので、投資証券の発行だけでなく、社債や借り入れによっても資金調達できたため、低金利での資金調達が可能であった。当時、証券投資は約10%のリターンを得られたのに対し、投資信託会社は低金利で資金を調達できたため、  
15 容易に利ザヤを得ることができた。そのため、投資信託会社の運用者自身が自身の会社の株式を保有して、高い収益を得ていた。その結果、運用は安全性よりも高い収益の獲得が優先され、ハイリスクな運用を目指すようになった。

産業革命以降、資金余剰国はイギリスをはじめとするヨーロッパ諸国であり、アメリカは第一次世界大戦までは債務国であった。そのためアメリカのインフラ整備は、ヨーロッパ諸国の余剰資金を調達して行われていた。その資金  
20 調達に、投資信託が用いられていたのであった。

イギリスから投資信託を経由したアメリカへの資金流入は、アメリカ国債が高利回りであったため、高収益を得られたことにあった。ヨーロッパ諸国の投資家から資金提供を受けたアメリカは、生産能力の向上が実現し、加えて、  
25 第一次世界大戦の戦場とならなかったこともあり、資金余剰国となった。さらに1920年代前半には、アメリカの投資家が、投資信託の仕組みを利用して、海外投資を行うようになった。

このようにイギリスで始まった投信は、元々はクローズドエンド型だった

---

<sup>3</sup> 大村敬一俊野雅司『証券論』有斐閣、2014年、p. 344



が、アメリカでの発展の過程で、様々な投資信託が誕生した。ところが、世界恐慌で大打撃を受けた。この出来事から、1940年に投資会社法が制定され、投資者保護が図られた<sup>4</sup>。そして、1980年代以降に、401(k)プランと呼ばれる確定拠出型年金や、IRA（個人年金制度）といった制度が設けられ、投資信託はそれらの投資対象として活用されていく。

アメリカで投資信託への資金流入が拡大した背景として、今述べた401(k)やIRAの投資対象となったことに加え、MMFやラップ口座の開発も投資信託への資金流入を促したとされる。アメリカでは、1980年代に「双子の赤字」から金利が高騰した。預金商品にはレギュレーションQによって、金利に上限が設定されていたのに対し、MMFにはそのような規制がなかったため、MMFの利回りが預金金利を上回り、預金からMMFへ資金が流入した<sup>5</sup>。また、これ以外にもラップ口座も、投資信託への資金流入に寄与したという意見もある<sup>6</sup>。ラップ口座とは、金融機関が顧客と投資一任契約を結び、投資アドバイスや資産の運用・管理を一括して行うものである。このように、投資信託は401(k)やIRA、ラップ口座などの投資対象となったことや、MMFが預金代替商品として機能したことから、市場が拡大したと言えよう。

## (2) 日本の投資信託の歴史・制度

前項では、欧米の投資信託の歴史について述べてきた。本節では、日本の投資信託の歴史を述べたい。日本での投資信託の始まりは、1937年の藤本有価証券投資組合である。これは民法上の任意組合として投資組合を設立し、様々な有価証券に投資した。藤本有価証券投資組合は3年間で137ユニットを募集し、1万人以上の投資家から1,200万円以上の資金を集めた。しかし規模が大きくなったため、信託会社から信託類似行為を批判され、大蔵省の指示で1940年に解散することになった。解散後は、戦時に大量に発行された国債

---

<sup>4</sup> 江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社、1961年、p.19～128

<sup>5</sup> アナト・アドマティ、マルティン・ヘルビツヒ著、土方奈美訳『銀行は裸の王様である』東洋経済新報社、2014年、p.58

<sup>6</sup> シドニー・ルブラン著、日興コーディアル・アドバイザー訳『SMA－アメリカ発資産運用の新潮流』社団法人金融財政事情研究会、2005年、p.63

や、軍事関連企業の資金調達を支えるために、投資信託に対する要望が高まった<sup>7</sup>。そこで1941年に信託業法のもとで、野村証券を委託者、野村信託を受託者とする契約型投資信託が設定された。

戦後、日本では1951年に証券投資信託法が制定され、投資信託が制度として確立された<sup>8</sup>。GHQは証券業務と投資信託の分離を条件にしていたものの、  
5 当時は採算面から、投資信託委託業務は証券会社による兼業が認められた。ちなみに投資信託委託業務とは、資金の運用や商品の設定を行う業務である。その後、投資信託は規模も大きくなり、投資信託委託業務を独立させても、採算  
10 がとれるようになったことに加えて、利益相反を指摘する声や、地方銀行や中小証券会社からの規制論が出てきたこともあり、1960年に投資信託委託業務は証券会社から分離された。この過程で販売会社が投資信託委託会社の親会社となり、後で述べる系列関係によって生じる課題が生まれる素地が作られたのである。

また、1967年に証券投資信託法は改正され、委託会社が議決権を行使することや、委託会社の受益者への忠実義務の規定、ディスクロージャー義務などを規定した。そして、1995年に実施された投資信託改革では、商品設定の自由化や運用対象の拡大のほかに、パフォーマンス評価制度など、顧客に対する  
15 ディスクロージャーの充実が規定された。

さらに、1998年には証券投資信託法が改正されて、「証券投資信託及び証券  
20 投資法人に関する法律」という法律となり、私募投資信託制度や会社型投資信託制度が導入された。しかし、その後、縦割り規制の弊害が見られたことから、類似する金融商品を一括して規制するべきであるとの意見もあり、投資家保護の徹底と包括的な金融規制の実現を目的とした、金融商品取引法が2007  
25 年に制定され、投資信託法上の業規制がこれに移管された。このように、日本の投資信託は以上の制度の変遷を経て、投資家との情報の非対称性や利益相反を解消するよう、規制が強化されてきたのである。

---

<sup>7</sup> 前掲『証券論』p. 348

<sup>8</sup> 前掲『証券論』p. 348

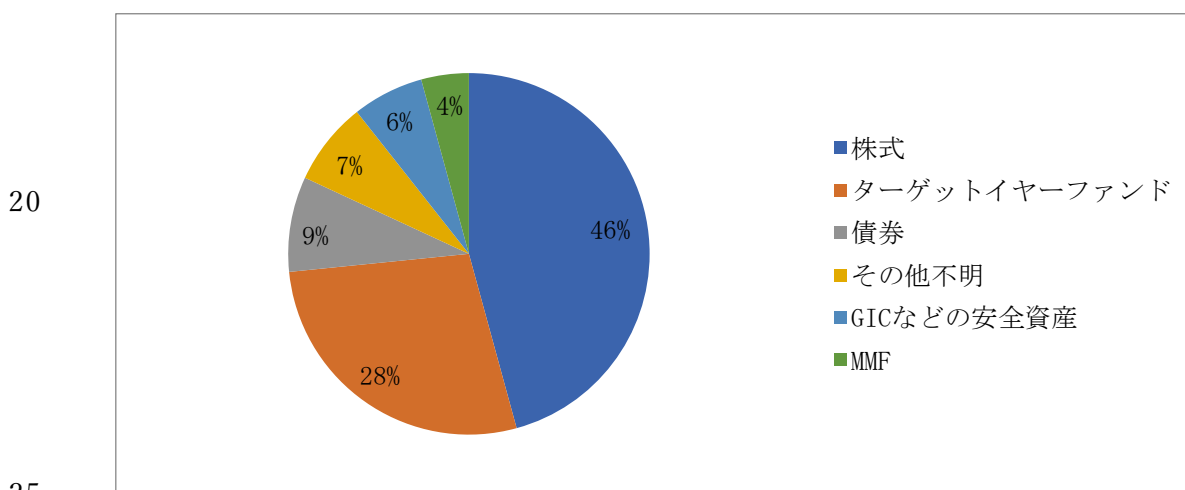
## 第2章 日米の確定拠出型年金の運用資産の相違

さて、アメリカでは401(k)の運用対象となったことが、投資信託の市場規模拡大に寄与したと述べたが、日本でも同様の制度が導入されている。しかし、家計金融資産に占める投資信託の比率は拡大しているものの、そのスピードは遅々としたものである。その理由として、確定拠出型年金の運用資産の違いが挙げられる。

図表1は、アメリカの401(k)の運用資産構成である。図表1から明らかになるのは、アメリカの401(k)の資産の7割が、株式関連の商品で運用されていることである。アメリカでは、401(k)に平均して70%程度の加入率があったが、老後の資産形成の必要性がさらに高まっていたにもかかわらず、それ以降、加入者が伸び悩んだため、従業員が拒否しない限り、自動加入させ、加入率を高めていった<sup>9</sup>。また、運用対象となる商品に預金が含まれていないため、自動加入した加入者が自発的に運用の指図を行わない場合は、自動的にデフォルト商品が選択されるように制度が作られている。

15

(図表1) アメリカの401(k)の運用資産構成



20

25

[出典] Investment Company Institute “401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2015” より筆者作成

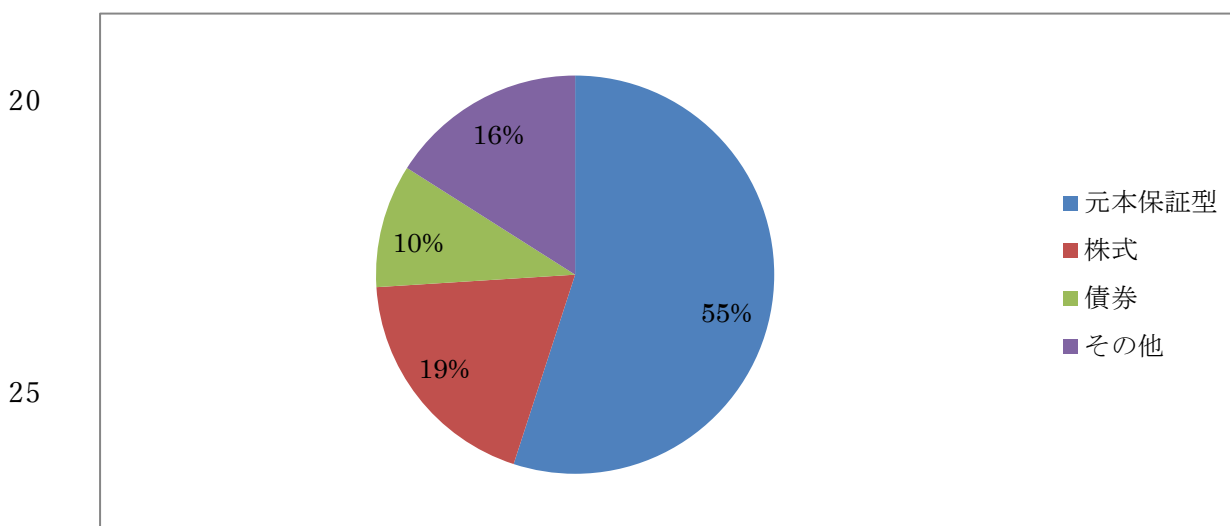
<sup>9</sup> 野村資本市場研究所『総解説 アメリカの投資信託』日本経済新聞出版社、2008年、p.44

([https://www.ebri.org/pdf/briefspdf/EBRI\\_IB\\_436\\_K-update.3Aug17.pdf](https://www.ebri.org/pdf/briefspdf/EBRI_IB_436_K-update.3Aug17.pdf)) 2017年10月21日確認

デフォルト商品には、もともとはMMFが設定されていた。それは、デフォルト商品が、加入者からの運用指図によって運用される商品ではないため、損失発生時の責任を問われることを恐れた企業は、元本保証に近いMMFやGICなどを設定していた。しかし、長期的な資産形成には十分とはいえないとして、2006年の企業年金法改正とそれに基づく労働省規制で、適格デフォルト商品の要件が設けられた<sup>10</sup>。この規則では、長期的なリターンの期待とリスクの整合性がとれた商品であれば、事業主が運用の責任を問われないこととなり、現在では、デフォルト商品に、ライフサイクル・ファンドやマネージド・アカウント、バランス型ファンドなども含まれている。

一方で、図表2では、日本の確定拠出型年金の運用資産構成を示した。図表2によれば、日本では確定拠出型年金の運用は、その半分が預金などの元本保証型商品で行われていることが分かる。アメリカと日本でなぜこのような違いがあるのだろうか。

(図表2) 日本版401(k)の運用資産構成



<sup>10</sup> 野村亜紀子「米国401(k)プランのデフォルト(初期)商品に関する規則改正」『野村資本市場クォーターリー』2008年冬号、野村資本市場研究所

(注) 運用資産構成は 2016 年 3 月末時点

〔出典〕企業年金連合会「確定拠出型年金統計資料」より筆者作成

([https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_toukei\\_2016.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf)) 2017 年 10 月 21 日確認

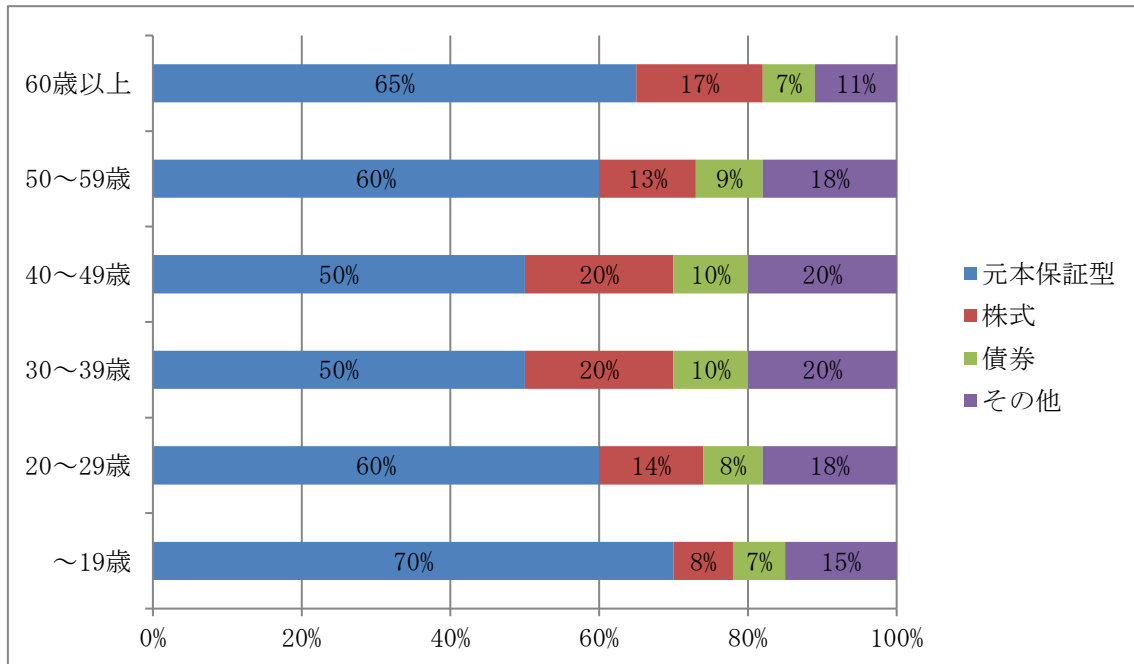
- 5 その理由として、アメリカの 401 (k) の運用商品には、預金が存在しないの  
に対し、日本では預金も運用商品に含まれている。また、企業がデフォルト商  
品を設定する際、値下がりしたときの説明責任を恐れ、その 96%が預貯金など  
の元本確保型商品であるとされる<sup>11</sup>。したがって、年金資産の運用に興味をも  
10 っていない人は、預金で運用されるケースが多いことが挙げられる。つまり、  
運用対象に預金が含まれているか、否かとデフォルト商品の違いが、日本とア  
メリカの 401 (k) の運用資産構成を大きく相違させる理由と考えられる。

- 資産の運用は、年齢や所得によって取れるリスクにも違いがある。一般に若  
年世代は、投資で損失が生じて、給与収入でカバーできるため、リスクが取  
れるのに対し、退職前の世代は、近い将来、その資産を取り崩して生活せねば  
15 ならないため、リスクを取ることは難しいとされる。そこで次に、日本の確定  
拠出型年金における各世代別の運用資産構成を図表 3 にまとめた。

(図表 3) 年代別商品選択割合

---

<sup>11</sup> 「日本経済新聞」2014 年 11 月 26 日 朝刊、p. 26



(注) 運用資産構成は 2016 年 3 月末時点

〔出典〕前掲「確定拠出型年金統計資料」より筆者作成

図表 3 によれば、どの世代も元本保証型商品が 50% を上回っていることが分かる。しかし、20 年近い超低金利政策が続き、現在の 1 年物定期預金金利は 0.01% に過ぎない。確定拠出型年金は、口座管理手数料を支払わねばならないので、預金での運用では、超低金利が続く状況下では、口座管理手数料すら賄えていないことも考えられる。それでもなお、預金に 50% 以上の資産が集中するのは、日本人の金融リテラシーが十分に定着していないことが一因と考えられる。日本で投資信託の市場規模が拡大しない一因に、確定拠出型年金での元本保証型商品による運用が高いことが挙げられよう。

### 第 3 章 日本の投資信託の構造的問題

#### 1. 回転販売をもたらす手数料体系

次に、日本で投資信託がもつ構造的な課題について述べていきたい。最初に、日本の投資信託の販売に関して、金融庁は短期での回転売買を問題視している<sup>12</sup>。この問題の背景には、投資信託の手数料体系があると考えられる。投資信託の手

<sup>12</sup> 「日本経済新聞」2013 年 8 月 27 日 朝刊、p. 4

手数料は、販売会社が商品を販売すると得られる販売手数料と、顧客資産を運用している間、ずっと受けとることができる信託報酬によって構成されている。

この二つの手数料の配分は、図表4に示したとおり、販売手数料はすべてが販売会社の収入になり、信託報酬は販売会社と運用会社、信託銀行の三者で折半しなければならない。図表4によれば、信託報酬の配分は、最初に受託会社が0.1%程度を受け取り、残りを販売会社と運用会社で折半している。仮に、2.5%の投資信託を顧客に販売したとすると、毎年資産運用の1.2%程度を販売会社は受け取ることができる。他方で販売手数料は、株式投資信託ならば2~3%の販売手数料を、販売会社が受け取っている。このため、販売会社としては、必然的に信託報酬よりも販売手数料に旨味を感じるため、顧客に次々と短期間で商品を取り換えさせるようになるのである。

15 (図表4) 投資信託の手数料の内訳

主益源	概要	販売会社	運用会社	受託会社
販売手数料	ノーロード0% 債券ファンド1% 株式ファンド2~3%	全額収入	なし	なし
信託報酬	0.7~2.5%	①受託会社分を差し引いたものの50% ②純資産増加に応じて、運用会社とのより分変更	①受託会社分を差し引いたものの50% ②純資産増加に応じて、運用会社との取り分変更	0.1%程度

〔出典〕宇野淳監修『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社、2010年、p.69 図表3-3より引用

20 また、短期回転売買に関連する問題として、日本の証券会社は、販売手数料も目的となって、ファンドの基準価格が上昇すると、そのファンドを売却させて別の商品に取り換えさせる。このことにより、パフォーマンスの高いファンドほど資産が流出し、運用が困難になるという問題もある。一方、アメリカではどうだろう。2013年末のファンド数は7,707本、投信残高1,582兆円、1ファンドあたりの平均資産は2,075億円であったが、2015年末の新商品設定本数

は 867 本で、投信残高は 2,138 兆円である<sup>13</sup>。つまり、1 ファンドあたりの平均資産は約 2,494 億円となり、2013 年末のそれより約 20% 増加している。また、2000 年代に入って以降、ファンド数は増えているもの、長期投信残高は 2.5 倍も増加している。

- 5 図表 5 は、日米の売れ筋投信についてまとめたものである。図表 5 の設定以来期間平均に注目すると、アメリカの売れ筋商品のそれは 31 年であるのに対し、日本のそれは 13 年に過ぎない。つまり、アメリカでは長期に亘って運用されている商品に、資金が流入していることが分かる。アメリカの投資信託は日本のそれと異なり、20 年、30 年という長期の運用実績を持ち、その間、長期に渡って運用パフォーマンスの優れているファンドが売れているのである<sup>14</sup>。

(図表 5) 日米の売れ筋投資信託

順位	主な投資対象	投信のタイプ	決算頻度	純資産総額平均 (兆円)	設定以来期間平均	販売手数料	信託報酬 (年率)	収益率
						平均 (税抜き)		過去10年平均
15 日本	1 米国リート	アクティブ	毎月	1.1	13年	3.20%	1.53%	▲0.11%
	2 海外リート	アクティブ	毎月					
	3 米国リート	アクティブ	毎月					
	4 海外株式	アクティブ	毎月					
	5 米国格付け債券	アクティブ	毎月					
20 米国	1 米国株式インデックス	インデックス	四半期	22.6	31年	0.59%	0.28%	5.20%
	2 世界株式 (除く米国) インデックス	インデックス	四半期					
	3 米国株式インデックス	インデックス	四半期					
	4 米国株式	アクティブ	年					
	5 米国債券インデックス	インデックス	毎月					

〔出典〕金融庁総務企画局「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー）」2016年7月6日、p.6より引用

([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160706/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160706/02.pdf)) 2017年10月21日確認

<sup>13</sup> 金融庁事務局説明資料『国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー②』平成28年8月2日  
([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160802/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf)) 2017年10月21日確認

<sup>14</sup> スルガ銀行ホームページ  
(<https://www.surugabank.co.jp/toushin/market/column/column-004.html>) 2017年10月21日確認



もう一つ、図表 5 から分かるアメリカと日本の投資信託に見られる相違は、日本ではアクティブファンドが売れているに対し、アメリカではインデックス  
5 運用実績があり、かつ低コストのファンドが売れていることが分かる。他方、日本はテーマ性の高い商品が売れ、かつコストも高い商品が売れていることが分かる。

## 2. アクティブ運用中心の商品販売

10 先ほど、金融庁が投資信託の販売に関して、短期回転売買を問題視していることを述べたが、もう一つ、金融庁が問題視していることがある。それは、「特定の資産に偏ったテーマ型の商品や手数料が稼ぎやすい商品」が投資信託の売れ筋商品に上がっていることである<sup>15</sup>。

15 図表 6 は 2017 年 9 月 13 日時点での、日本で販売されている投資信託のうち、純資産総額が上位 5 ファンドをまとめたものである。純資産総額上位 5 ファンドのうち、四つのファンドが REIT である。金融庁が問題視するように、同じテーマ性をもった商品ばかりが、売れている。

しかも、図表 6 で明らかなように、売れ筋商品はアメリカの REIT であり、ここに掲出したすべてのファンドは、為替ヘッジがされていないものであるため、為替変動リスクも負わなければならない。確かに高利回りではあるが、  
20 リスクも高い商品であることがわかる。しかも、これらのファンドは、高い分配金利回りが運用利回りを上回っており、特別分配金が支払われているものと考えられる。特別分配金とは元本払戻金のことであり、言い換えれば、投資家が  
25 投資した資金が、分配金として払い戻されているだけである。こうした商品が、果たして顧客の長期資産形成に向いているかは懐疑的である。

---

<sup>15</sup> 前掲「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー）」 p. 6

(図表 6) 日本の投信の売れ筋商品ランキング

	ファンド名称	ファンド分類	先週末純資産	直近2ヵ月 純資産増減	運用会社
			(億円)	(億円)	
1位	フィデリティ・USリート・ファンドB (為替ヘッジなし)	外国REIT・アメリカ型	12386	-381	フィデリティ投信
2位	新光 US-REIT オープン	外国REIT・アメリカ型	11041	-402	アセットマネジメントOne
3位	フィデリティ・USハイ・イールド・ファンド	外国債券・ハイイールド型・アメリカ	9676	52	フィデリティ投信
4位	ラサール・グローバルREITファンド (毎月分配型)	外国REIT・世界型	8705	-405	日興アセットマネジメント
5位	ダイワ・US-REIT・オープン (毎月決算型) Bコース (為替ヘッジなし)	外国REIT・アメリカ型	7186	-68	大和証券投資信託委託

〔出典〕投信まとなびホームページ

(https://www.matonavi.jp/fund/ranking.html) 2017年10月21日確認

5

もう一つの問題は、先に挙げた図表 5 でも指摘したが、日本での売れ筋商品はアクティブファンドに偏重していることである。図表 6 に挙げた五つのファンドも、アクティブファンドであり、アクティブファンドへの販売の偏重を裏付ける。前節でも述べたように、アクティブ運用の商品は、インデックス運用のそれと比べて手数料が割高に設定されている。また、高利回りが期待できる REIT は、低金利政策が続く日本では販売しやすい商品である。これらの商品が売れているのは、販売会社が手数料重視の販売を行っている一つの傍証と見えよう。

10

一方で図表 5 によれば、アメリカの売れ筋商品はアメリカ株式に投資するインデックスファンドや世界株式 (除くアメリカ) に投資するインデックスファンド、アメリカ株式に投資するアクティブファンド、アメリカの債券に投資するインデックスファンドであり、その多くがインデックスファンドで占められていた。一般的にインデックスファンドは、低コストであり、また、長期的には運用パフォーマンスもアクティブファンドを上回るとされ<sup>16</sup>、長期資産形成には、インデックスファンドの方が望ましいとされる。このことを踏まえる

20

<sup>16</sup> 「日本経済新聞」2009年4月12日朝刊、p.13

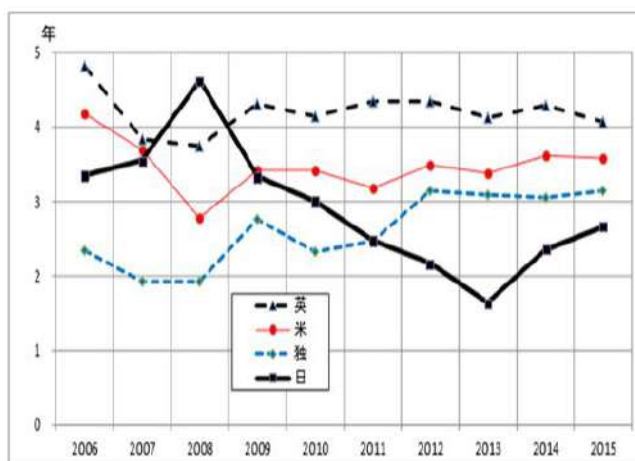
と、アメリカでは投資信託が長期資産形成のために使われている一方、日本では販売会社の手数料稼ぎの商品となっていると指摘せざるを得ない。

### 3. 毎月分配型商品が支持される日本

- 5 先に金融庁が回転売買を問題視していることを示したが、図表7は、各国の長期投資信託の平均保有期間を示したものである。日本では投資信託の平均保有期間が約2.8年であり、諸外国に比べて最も短い。その理由はこれまで述べてきたことの繰り返しとなるが、回転売買の方が稼げる手数料体系のため、販売会社が回転売買を行っていることが一因であろう。また、売れ筋商品にはテーマ性を重視した商品も多い。テーマ性の商品は、ブームが去れば価格下落のリスクもあるため、長期保有には向かない商品と言えよう。このことも短期回転売買を助長していると言えよう。
- 10

15

(図表7) 各国の長期投資信託の平均保有期間



- 20 [出典] 杉田浩治「投資信託の販売をめぐる世界の動向」日本証券経済研究所、p.14、図表4より引用

([http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf)) 2007年10月21

日確認

また、図表 8 に示したように、日本では短期間で売れ筋商品が変わっている。日本では、ハイイールド債や REIT など、その時々でブームになっている特定の商品が売れていることが分かる。加えて、図表 8 に掲出されている売れ筋商品は、そのほとんどが毎月分配型の商品である。

毎月分配型商品の特徴は毎月決算を行い、収益等の一部を収益分配金（分配金）として、決済のつど分配することにある。そのため「投資信託で運用を続けながら、運用成果だけは毎月こまめに受け取りたい<sup>17</sup>」という、投資家のニーズに合致した商品である。毎月分配金を受け取れるという安心感から、日本人には毎月分配金型商品への支持は厚い。後で触れるが、日本人は投資に興味がなく、元本割れを嫌う特徴がある。そのことが分配頻度の高い商品を購入することによって、投資に対する精神的な不安を和らげようとしているのではないかと考えられる。

15

(図表 8) 日本の売れ筋投資信託商品

順位	2012年3月		2013年3月		2014年3月		2015年3月		2016年3月	
	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度
1	国外・債券(豪ドル円為替オプション)	毎月	国内外・株式①	毎月	米国・ハイイールド債	毎月	国内外・特定セクター株式③	6か月毎	米国・REIT④	毎月
2	米国・REIT①	毎月	米国・ハイイールド債	毎月	国内外・特定セクター株式①	毎月	新興国・株式②	毎月	米国・REIT③	毎月
3	新興国・株式①	毎月	米国・REIT③	毎月	米国・REIT③	毎月	新興国・REIT	毎月	国内外・REIT①	毎月
4	米国・REIT②	毎月	国内・株式(ブラジルレアル通貨選択)	毎月	国内外・特定セクター株式②	3か月毎	米国・REIT④	毎月	国内外・REIT②	毎月
5	新興国・債券	毎月	国内外・REIT①	毎月	欧州・ハイイールド債	毎月	国内外・株式②	毎月	米国・REIT①	毎月

〔出典〕前掲『国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー②』平成 28 年 8 月 2 日、p. 3 より引用

<sup>17</sup> 日本証券業協会ホームページ  
(<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/risk/bunpai/>) 2017 年 10 月 22 日確認

そして、毎月分配型商品を支持する投資家は、分配金を利息と同様なものだ  
と  
思っているようである。しかし、分配金には普通分配金と特別分配金があり、  
普通分配金の原資は運用収益であるが、特別分配金のそれは顧客が投資した資  
5 産であり、タコ足分配と揶揄されている。しかも、毎月分配型商品の問題点は  
タコ足分配のみならず、投資信託のメリットである複利効果を打ち消している  
ことも挙げられる。無分配型の投資信託は運用収益を再投資し、複利効果を生  
み出している。ところが毎月、分配金を支払うために、運用収益や場合によっ  
ては投資資金も分配原資とするため、運用益の再投資をできなくするだけでな  
10 く、投資元本の減少ももたらし、運用を困難にする。加えて普通分配金には税  
金が課されるため、運用パフォーマンスを押し下げる一因になる。

さらに、毎月分配型の投資信託は手数料も高く、信託報酬を上回るリターン  
が確保できなかった場合は、結果的に元本割れに陥るため、高い手数料を払っ  
て、自分の資産を少しずつ受け取っていることと大差がなくなる。毎月、分配  
15 金がもらえるという目先の利益にとらわれた結果、思いもよらぬ結果を生み出  
してしまっているのである。毎月分配型商品はこうした問題点を抱えている商  
品であり、長期の資産形成に適しているとはとても言えない。

このような商品特性を持つ毎月分配型商品の販売に際し、販売会社は顧客に  
対して「交付目論見書」を渡すだけでよいのか<sup>18</sup>。分配金の原資やそれには課税  
20 されることなど、顧客と十分に情報を共有していると言えるだろうか。もし、  
販売時の説明が十分にできていないとすれば、毎月分配されるため一見良い商  
品のようにも思えるが、後にトラブルが起きる要因ともなるだろう。

#### 4. 複線化されない販売手数料

25 2007年時点で、販売手数料を伴うアメリカの投資信託販売額上位10本のう  
ち、9本の販売手数料は5.75%と、日本のそれと比べて高く設定されていた  
<sup>19</sup>。この背景には、独立販売会社やIFAによる販売が多いことなどが挙げられ

---

<sup>18</sup> 希望する人には「要求目論見書」が交付されるが、要求目論見書を希望した人は少数と考えられる。

<sup>19</sup> 前掲『総解説 アメリカの投資信託』p. 166

るが、アメリカの多くの投資信託には、手数料割引制度が存在する。

例えば、一定期間内に追加投資を意思表示すれば、販売手数料の割引が適用される。そして、同じ運用会社の投資信託を別に保有している場合も、合計保有金額を勘案して割引が適用される。中には、配偶者が保有している投資信託も、保有金額に合算できる場合があり、販売手数料割引の適用対象となるケースもある<sup>20</sup>。

このほかにも、アメリカでは純資産総額が増えれば、信託報酬が割引される投資信託もある<sup>21</sup>。このような割引制度により、運用会社は顧客の囲い込みを行うわけだが、投資家にとっても安価な販売手数料で投資信託を購入出来るため、一般投資家の裾野を広げていると見られる。また、アメリカの投資信託は手数料体系も多様化しており、図表9に示したように、Aシェア、Bシェア、Cシェアなど、複数の手数料体系が設けられており、顧客が自身の資産形成目的や期間を踏まえ、最適な手数料体形の選択ができるようになっている。

15

(図表9) アメリカの投資信託の代表的な手数料体系

手数料体系	概要
ノーロード	・販売手数料ゼロ、12b-1手数料もほとんどゼロ
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 (70~100bps) 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

20

〔出典〕 前掲『総解説 アメリカの投資信託』 p. 169 より筆者作成

<sup>20</sup> 前掲『総解説 アメリカの投資信託』 p. 166

<sup>21</sup> 橋本卓典『捨てられる銀行2 非産運用』講談社現代新書、2017年、p. 76

一方、日本では手数料体系の複線化はアメリカほど進んでいない。この原因を考えると、日本では販売会社と系列関係にある運用会社の商品を中心に販売するため、手数料を多様化させる必要が乏しい。これに対し、IFA や系列関係にない販売会社に販売の多くを依存するアメリカでは、自社商品の販売競争力を高めるため、販売手数料の多様化が進んでいるものと考えられる。このように考えると、日本で販売手数料の多様化が進まないのは、多くの運用会社が販売会社と系列関係にある弊害と言えるのではないだろうか。そこで、次章では運用会社が販売会社の系列にあるため、もたらされている弊害について考察したい。

#### 第4章 系列関係がもたらす弊害

##### 1. 系列会社の商品を中心に販売する日本の販売会社

日本では先に述べたように、元々証券会社が投資信託の委託業務をしていたこともあり、運用会社と販売会社が系列関係にあるケースが多い。現在も大手の投資信託委託会社の多くは、販売会社が親会社となっている。こうした販売会社と運用会社の関係が基因となって引き起こされる、販売面の利益相反問題について述べたい。あわせて、アメリカではこうした問題に対し、どのような取り組みが行われているのかもみていこう。

現在、金融庁は金融機関に対して「顧客本位の営業姿勢」で営業するよう求めている。投資信託委託会社には、系列販売会社との間で独立性を確保し、顧客の利益を第一に考えた運用と商品設計を求めている。そして、販売会社には、顧客の利益を第一に考えた商品選択、顧客との情報の非対称性の解消が求められている。では、現状の運用会社、販売会社は、果たして「顧客本位の営業姿勢」で営業しているのだろうか。

現在問題になっているものの一つに、販売会社の販売している商品が、系列関係にある投資信託委託会社が運用している商品を数多く売っていることがある。先にも述べたように、現在の日本の手数料体系では、販売手数料が手厚く配分されるため、販売会社にとっては売りやすい商品が必要となる。そこで販売会社と運用会社が系列関係にあることを利用し、テーマ性が強く、販売会社

が手数料を稼ぎやすい商品を、系列の投信委託会社に作らせている<sup>22</sup>。運用会社が販売会社に従属した形で、商品設計や資産運用を行っていることは、投資家の方を向いた営業姿勢とは言えない。また、金融庁も投資信託の売れ筋商品が、「特定の資産に偏ったテーマ型の商品や手数料が稼ぎやすい商品」だと指摘している<sup>23</sup>。

そこで、大手の販売会社がいかに系列下にある運用会社の商品を販売しているかを、図表 10 にまとめた。2011 年 12 月時点のデータではあるが、販売会社ごとの取扱いファンドを、系列内ファンドと系列外ファンドに分けてまとめたものである。図表 10 によれば、実質的に系列外のファンドと判断できる商品<sup>24</sup>は、野村、大和、三菱 UFJ モルガン・スタンレー、みずほの大手 4 社取扱いファンドでは、3、40% しかないことが分かる。すなわち、取扱商品の半分以上が、実質的に系列内ファンドを販売していたことが分かる。

(図表 10) 販売会社ごとの取扱いファンド数の状況

販売会社	取扱いファンド数	系列外ファンド数	系列内ファンド数	自社運用分	他社委託運用分	実質系列外ファンド数
野村証券	586	219	367	141	226	37%
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	249	112	137	56	81	45%
大和証券	216	55	161	90	71	25%
岡三証券	203	130	73	37	36	64%
三菱UFJ信託銀行	194	69	125	64	61	36%
みずほ証券	177	65	112	50	62	37%
三菱東京UFJ銀行	149	41	108	44	64	28%
中央三井信託銀行	133	69	64	34	30	52%
みずほ銀行	126	57	69	22	47	45%
みずほインバスターズ証券	126	75	51	15	36	60%

<sup>22</sup> 過去には、日本の運用会社は販売会社の命令に従って、増資により株価が下落した株式を、買い支える役割をさせられ、「投資信託はゴミ箱」という有難くない評価を受けていたこともある（澤上篤人、馬場千恵『長期投資でお金の悩みから自由になった人たち』日経 BP 社、2017 年、p. 38～40）。

<sup>23</sup> 前掲『捨てられる銀行 2 非資産運用』p. 69 引用

<sup>24</sup> 図表 10 の他社委託運用分とは、委託会社が商品設計は行うものの、実際の運用は他社に委託しているものである。したがって、自社系列内ファンドと言ってもいいと判断し、自社系列内ファンドとして、実質系列外ファンドから除外した。



〔出典〕服部孝洋「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』2012 spring、野村資本市場研究所、p.2より筆者作成

5 2015年8月6日時点のデータでは、野村証券が販売している商品は816本あるが、そのうち系列運用会社の野村アセットメントマネジメントの商品が459本（56.3%）を占め、大和証券の販売商品438本のうち、大和証券投資信託委託の商品が275本（62.8%）、大和住銀投信投資顧問の商品が57本（13.0%）を占めていることが分かった<sup>25</sup>。このデータで分かるように、販売会社は系列  
10 の運用会社が設定した商品を中心に販売していることが分かる。

系列会社が設定した商品を中心に販売する理由は、一つには自社ブランドの構築が挙げられる。多数の販売会社がある中で、自社ブランドの強化は、販売競争力を増すためには不可欠な要素である。そのため、系列運用会社の商品をラインナップに揃えようとするのである。もう一つの要因として考えられるの  
15 は、より多くの人に商品を販売し、販売手数料を獲得するには、その時々ของเกมをうまく取り入れた商品を、機動的に販売することが必要となる。テーマ性の強い商品は、ゲームの間に販売しなければならないため、機動的な商品開発が求められる<sup>26</sup>。こうした理由が、販売会社が系列会社の商品を中心に販売する理由であろう。

20 ただ、こうした販売戦略には弊害もある。販売会社が売りやすい商品を運用会社に設定させ、それらを中心的に販売しているため、顧客の商品選択の幅は狭くなっている。本来の販売のあるべき姿は、販売会社は系列関係の有無を問わず、運用パフォーマンスがよい商品を取り揃え、その中から、顧客が自分の資産形成に向いている商品を選択できるよう、営業マンがアドバイスをを行うべ  
25 きである。しかし、ここまで述べてきたように、現在の販売姿勢は、販売会社

---

<sup>25</sup> HC アセットメントマネジメントホームページ  
(<http://www.fromhc.com/column/2015/08/post-329.html>) 2017年10月21日確認

<sup>26</sup> 我々が投資信託の運用会社で運用担当者の方にインタビューした際、その方は系列運用会社の商品の取扱いが多い理由は、後者の理由が大きいと話されていた。

が販売手数料を稼ぎたいために、系列関係を利用し、テーマ性を追い求めた商品を組成させ、それを中心に販売している。このことから、投資家の利益は二の次となり、販売会社の利益追求が第一になっていると言わざるを得ないのである。

- 5 アメリカでも 2000 年代に入るところまで、このような利益相反問題が起こっていた。それは特定の手数料を多く払ってくれるなど、販売会社にとってメリットが多い会社のファンドを優先的に顧客に販売していた事例である。具体的には、2003 年にモルガン・スタンレーが、販売奨励金や証券売買を受注しているなど、リベートの多い特定の運用会社の商品を優先的に顧客に販売し、その
- 10 事実を公表していなかった。そして、2004 年にはエドワード・ジョーンズが、販売奨励金が多い特定の 7 社が運用している商品を、優先的に顧客に販売していたことを公表せず、このことが問題になったのであった。この二つの販売会社で起きた利益相反問題が明らかになったことにより、アメリカでは販売会社が特定の運用会社の商品に偏することなく、幅広い商品を揃えるようになり、
- 15 投資信託の製販分離がさらに進んだのであった。その結果、アメリカでは大手証券会社も、自社傘下の運用会社が設定する商品以外も販売せざるを得なくなり、販売商品が幅広くなった<sup>27</sup>。

- こうしたオープンアーキテクチャ化が進むにつれて、販売方法も変化していった。以前の販売会社は、傘下の運用会社が設定した商品を推奨していたが、
- 20 オープンアーキテクチャ化の深化とともに、顧客の立場に立って、顧客のニーズに合った商品を販売する営業手法へと変わっていった。加えてアメリカでは、特定の金融機関に所属することなく、個人投資家に対して資産運用のアドバイスを行っている、独立系のフィナンシャル・アドバイザー（IFA）が存在する。アメリカでは、職域 DC 外での投資信託の購入チャンネルは、80%が IFA を通じて
- 25 販売されたものと言われている<sup>28</sup>。金融機関の営業マンとは異なり、IFA は様々な金融機関の商品の中から、顧客に相応しいと判断した商品を、公正かつ中立

---

<sup>27</sup> 関雄太「アメリカにおける投信マーケティングの潮流とホールセラー」『資本市場クォーターリー』2006 年 spring、野村資本市場研究所、p. 133～134

<sup>28</sup> ファイナンシャルスタンダード「IFA とは？世代を越えて家族を支えるお金の専門医「IFA」の役割」([https://fstandard.co.jp/column\\_detail/162](https://fstandard.co.jp/column_detail/162))  
2017 年 10 月 22 日確認

に販売できる。アメリカでは、販売チャネルが多様化したことも、顧客の利益を第一に考えた販売が行われる要因となったと言えよう。

## 2. 販売会社に従属する運用会社

5 前節では、運用会社と販売会社が系列関係にあることで生まれる、販売面における利益相反問題について指摘した。本節では、その系列関係が引き起こす運用会社側の問題について述べたい。

10 何度も述べているが、現在の投資信託の手数料体系は、販売会社が回転売買するインセンティブがあるように設定されている。したがって、販売会社は販売しやすい商品、ブームに乗ったテーマ性のある商品を求める。現在は、AI関連の会社に投資する商品が販売されているが、あれなどはまさにテーマ性の高い商品と言えよう。テーマ性の高い商品は、ブームの間に基準価格が上がれば、その商品を持っている投資家にはそれを売却させ、タイミングを逸してブームが去れば、基準価額の下落を理由に他のファンドへの乗り換えが行われる。そこで、顧客に新たな商品を買ってもらえれば、販売会社は再び販売手数料を獲得することができるからである。

20 こうしたテーマ性の高い商品はブームに依存しているため、次々にブームに沿った新商品を設定し続けてなければならない。そして、販売会社はテーマ性の高い商品の販売に注力するため、既存商品は解約されて、その資金は新商品に流入する。そのため、既存商品の運用は資金面でも困難となり、加えて、ブームに依存しているため、ブームが下がれば株価も下落するために、運用パフォーマンスも下がっていくのである。このように顧客の利益を無視した商品設計では、益々ファンドへの資金流入は見込めなくなり、悪循環を繰り返していくだろう。

25 一方で、最近ではさわかみ投信やひふみ投信、鎌倉投信などの独立系運用会社も設立されてきたが、独立系運用会社の多くは直販をしているため、顧客の利益を第一に考えた商品設計をすることができる。直販とは、販売会社に販売を委託するのではなく、運用会社が直接販売をすることである。運用会社が販売も行っているため、販売会社の販売力が活用出来ない。そのため、商品の良し悪しが販売成績に直結する。それゆえ、運用成績を上げることに専念せねば

ならず、前節で指摘した販売面や運用面の利益相反が、生じにくい仕組みになっている。

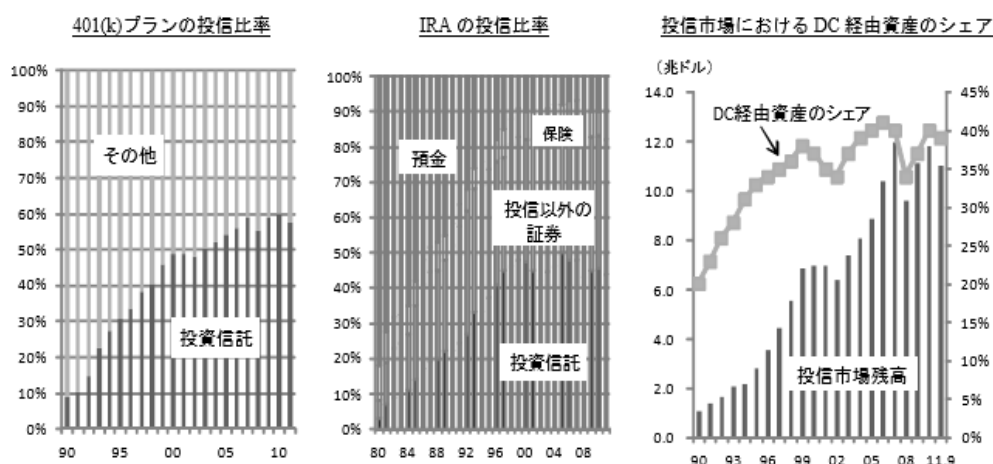
## 第5章 金融リテラシーの課題

- 5 第3章、第4章を通じて、日本では販売会社が手数料ほしさに回転売買を行うため、運用パフォーマンスのよいファンドほど残高が減る一方、アメリカでは長期的に運用パフォーマンスが高く、コストの低いインデックスファンドが売れていることを述べた。この差異はどこに起因するかを考えると、日本人の金融リテラシーの低さも一因ではないかと考える。そこで、本章では日本人の
- 10 金融リテラシーの現状を考えてみたい。

### 1. 金融リテラシーの日米比較

- まず、アメリカでは投資信託の市場規模が大きい。先にアメリカで投資信託は、401(k)やIRAを通じて、市場規模が拡大したことを述べた。まず、この
- 15 ことを確認するため、図表11にアメリカの投資信託市場と401(k)との関係をまとめた。図表11によれば、アメリカでは401(k)の運用手段として、投資信託が利用されていることを契機として、アメリカでは投資信託の市場規模が拡大したことが分かる。

20 (図表11) アメリカ投資市場とDC



〔出典〕野村亜紀子「アメリカ投資信託ロングセラーを支える確定拠出型年金

(DC)』『野村資本市場クォーターリー』2012spring、野村資本市場研究所、p.3  
より引用

5 また、アメリカでは確定拠出型年金の加入者教育が、加入時のみならず継続  
的に行われる。加入時には自助努力であることや、複利効果、分散投資、長期  
投資の有効性を一通り説明するが、一回の説明だけですべての加入者がこれら  
を正しく理解することは期待できない。そこで、継続教育が重要な役割を果た  
しているのである。

10 アメリカでは IT バブルの崩壊が継続教育の重要性を認知させた一因である。  
また、エンロン問題もその一因であった。すなわち、IT バブルの崩壊により、  
すべての加入者が加入時の教育だけで、合理的な投資家になれるわけではない  
ことを気付かせた<sup>29</sup>。また、エンロン問題は、エンロンの従業員が 401 (k) で  
も自社株投資をしており、エンロンの破綻が失業のみならず、老後資金も失わ  
15 せたのであった。そのため、老後資金の形成を適切に行う投資教育の必要性に  
気付かせた。これらから、継続的に加入者教育を行う重要性が増したのであ  
った。

401 (k) で行われる投資教育の内容は、同じことを何度も行うのではなく、  
加入時、継続中、退職前のそれぞれのタイミングにあった内容が提供される。  
継続中はプラン設計や運用商品変更時の説明、アセットアロケーションの見直  
20 し、拠出率の引き上げなど、401 (k) を継続するにつれて湧いてくる、加入者  
の疑問を解決するための教育が行われている。また、運用商品が偏っている加  
入者には、分散投資の有効性を伝えるメールを送るなど、加入者の行動やタイ  
プを分類してそれぞれに合った教育が行われている。このように加入者の状況  
に応じて、それぞれが必要とする知識が修得できるよう工夫されている<sup>30</sup>。

25 他方、日本では継続教育が義務化されている、企業型の確定拠出型年金の加  
入者は、2017 年 3 月末時点で 591.4 万人に対して、就労者が 6,573 万人である

---

<sup>29</sup> 前掲『総解説 米国の投資信託』p.38

<sup>30</sup> 野村亜紀子「重要性を増す確定拠出型年金の加入者教育」『知的資産創造』  
2003 年 9 月号、野村総合研究所

31ことから、約9%にとどまっている。また、継続投資教育の状況には改善が見られるものの、依然としてアメリカの水準には至っていない。「企業型確定拠出型年金（DC）担当者の意識調査 2015年版（第11回）の報告書サマリー」によると、2012年以降、継続教育を行ったか否かを問うた質問に対して、全体の

5 25.6%が実施の予定が無いと回答していた。企業規模別にみると、大企業ほど実施割合が高い傾向にあるが、従業員数50人以下の小規模な中小企業では、44.3%が今後も実施の予定が無いと回答していた<sup>32</sup>。つまり、就労者の約9%のうち、74.4%の企業に勤務する従業員しか継続教育を受講していない。

また、図表12に401(k)加入者が継続教育に無関心な理由をまとめたが、

10 ここで注目されるのは、「運用ということが分からない」や「老後、将来に備える必要性が認識できない」といった回答が多いことである。このことから考えられるのは、401(k)加入者は、401(k)に加入したものの運用知識がなく、また運用の必要性すら認識していないことである。つまり、継続教育の内容が加入者のレベルに応じたものとなっていないことである。このことを踏まえる

15 と、日本の401(k)の継続教育は、アメリカとは異なり、十分な金融リテラシー向上の場として活用されていないといえよう。そして、金融リテラシーの低さが、販売会社の顧客不在の営業姿勢を助長しているのではなかろうか。

(図表12) 401(k) 加入者が継続教育に無関心な理由

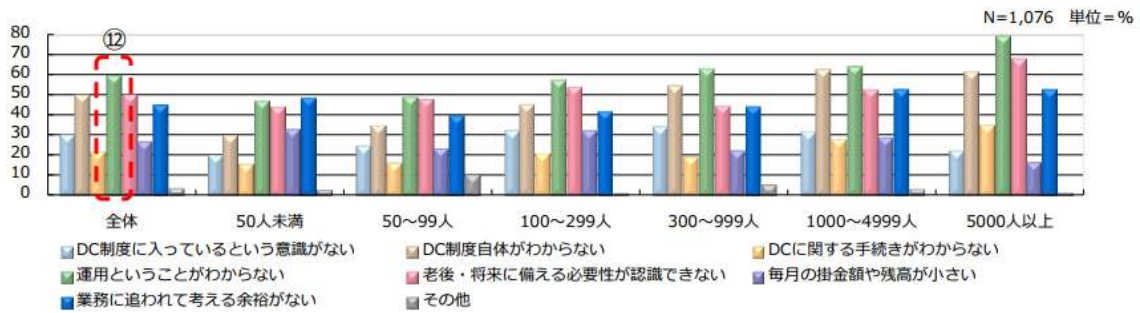
---

<sup>31</sup> 厚生労働省ホームページ

(<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html>) 2017年10月21日確認

<sup>32</sup> NPO401k教育協会「企業型確定拠出型年金（DC）担当者の意識調査 2015年版（第11回）報告書サマリー」p.10

([http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/12/DC\\_2015\\_summary.pdf](http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/12/DC_2015_summary.pdf)) 2017年10月21日確認



〔出典〕NP0401k 教育協会「企業型確定拠出型年金 (DC) 担当者の意識調査 2015 年版 (第 11 回) 報告書サマリー」 p. 9、図表より引用

([http://www.npo401k.org/wp-](http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/12/DC_2015_summary.pdf)

5 content/uploads/2015/12/DC\_2015\_summary.pdf)

2017 年 10 月 21 日確認

## 2. 日本人の金融リテラシーの現状

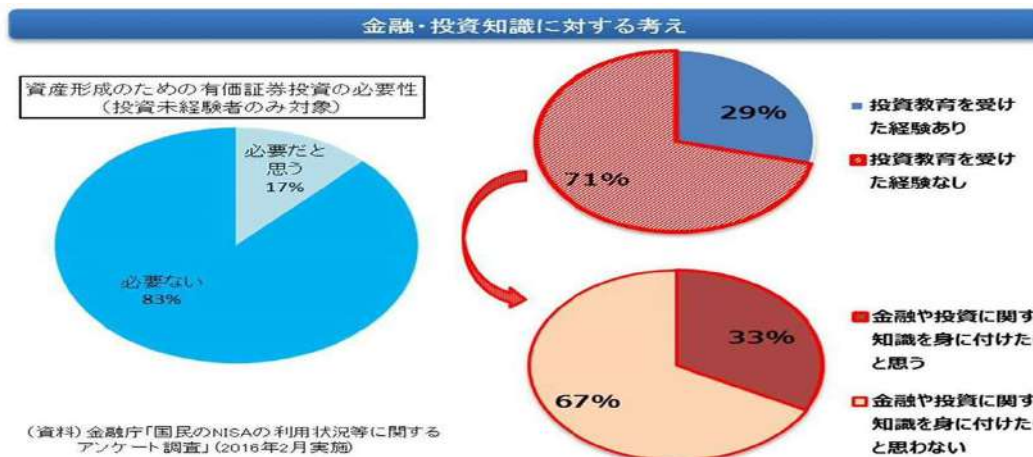
### (1) 日本人は投資に対する関心があるのか

10 日本人は、金融リテラシーが低いと言われて久しい。アメリカ同様、日本でも確定拠出型年金加入者に対する、継続教育は義務化されているが、先に述べたように未実施の企業も多い。また、学校教育でも金融教育はほとんど行われておらず、金融リテラシーを修得する場がないのも事実である。そこで、本節では日本人の金融リテラシーの現状を述べたい。

15 図表 13 は、金融庁が市場ワーキング・グループに提出した資料から、投資教育を受けた経験を問うた結果を引用したものである。それによると、投資未経験者の 8 割以上が、有価証券投資を必要とは思わないと回答し、投資教育を受けた経験がない人の約 7 割が、金融や投資に関する知識は必要ないと回答している。つまり、日本人はそもそも投資に対して、関心がないのではなかろうか。

20 投資未経験者の多くが、そもそも投資に関心がないとのことであったが、金融リテラシーが高ければ、投資をしているのだろうか。そして、金融リテラシーと投資の有無は相関性があるのだろうか。次に、「金融リテラシー調査」を用いて、この点を考察したい。

25 (図表 13) 金融・投資知識に対する考え



〔出典〕前掲『国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー』  
p. 5 図表を引用

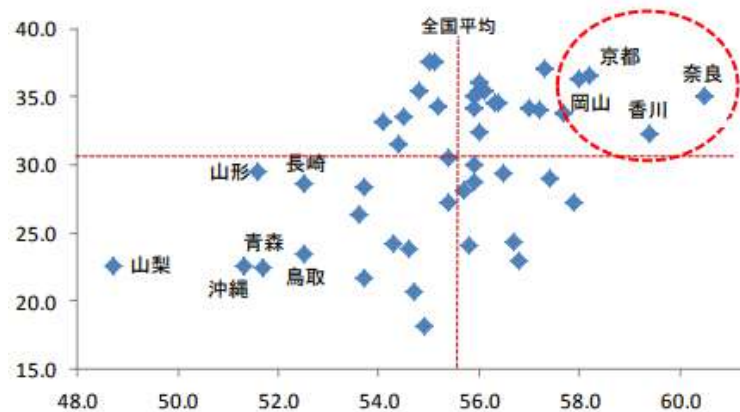
5 (2) 金融リテラシーと投資の有無の相関性

金融リテラシーの高さは投資の有無に影響を与えているのだろうか。このことを考察するため、金融広報中央委員会が行った「金融リテラシー調査」の結果を図表 14、図表 15 に引用した。この調査は、金融に関する知識を問う調査を行い、その結果を都道府県別に集計した上で、各都道府県別の投資信託への投資、株式への投資の相関性を示したものである。

図表 14、18 から明らかなことは、調査の正答率が高いほど、投資信託や株式への投資を行っていることである。このことから、日本人の証券投資への無関心は、そもそも金融リテラシーが修得できていないからと言えよう。つまり、投資信託の普及のためには、日本人が金融リテラシーを修得する必要があると考える。

(図表 14) 調査の正答率と投資信託購入との関係

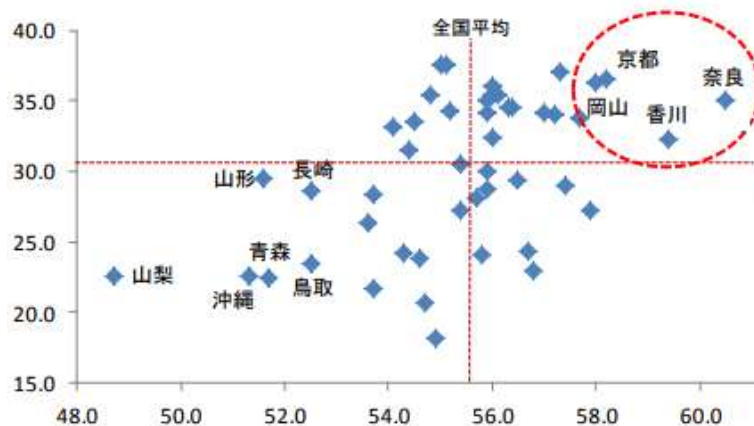




〔出典〕金融広報中央委員会「金融リテラシー調査」2016年、p.32より引用  
 (https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf) 2017年10月21日確認

5

(図表 15) 調査の正答率と株式投資との関係



〔出典〕前掲「金融リテラシー調査」2016年、p.32より引用

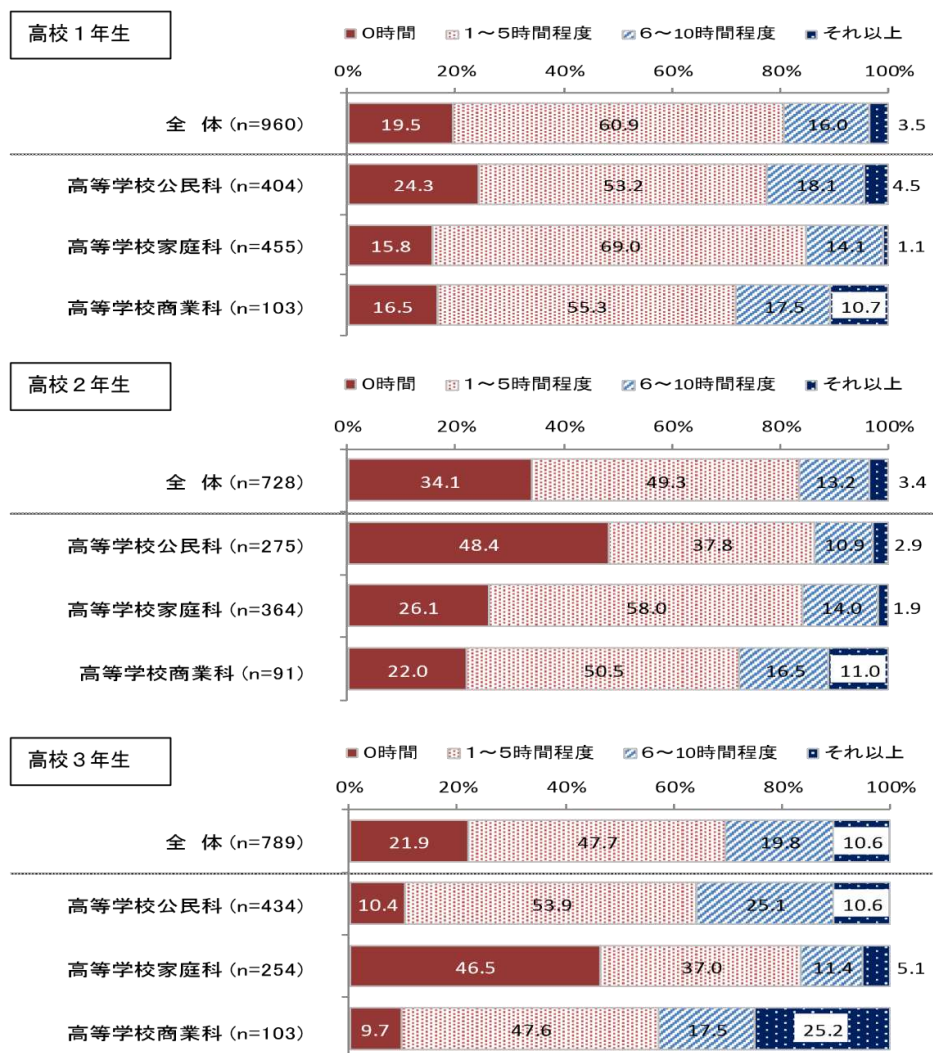
10 (3) 学校での金融教育の現状

さて、投資信託の市場拡大のためには、金融リテラシーの修得が重要と述べた。では、学校教育に於いて、金融リテラシー教育はどの程度行われているのであろうか。そこで、図表 16 に高等学校での金融経済教育の授業実施時間を示した。

15 図表 16 によると、金融経済教育の授業実施時間は、高校 3 年生でさえ約 68% の学校が、5 時間未満にとどまっており、この授業時間数で、十分な金融リテ

ラシー教育を行うのは不可能と言えよう。

(図表 16) 高等学校の金融経済教育授業実施時間



5 [出典] 日本証券業協会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」p.14より引用

( [http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf) )

2017年10月21日確認

10 (4) 今問われる金融リテラシー

先に挙げた図表 13 から、投資教育を受けたことがない日本人は、約7割もいるということが明らかになった。また、学校教育における金融経済教育や確定拠出型年金の継続教育でも、十分な金融リテラシー教育が行われているとは言

い難い。

他の章でも述べてきたように、投資信託の組成、販売において、我が国では構造的な問題を抱えている。特に、販売に於いて、金融庁が目指している顧客本位の営業姿勢とは程遠い営業実態を明らかにしてきた。もちろん、そういった販売方法に問題があることは言うまでもないが、高額な商品を知識もないまま、営業マンに言われるままに購入している投資家にも、問題がまったくないとは言えないだろう。日本人の金融リテラシーが高まれば、投資家は商品の内容をきちんと理解して買うようになり、販売会社のこれまでのような販売手法を許されなくなるだろう。したがって、今、日本人の金融リテラシーが問われていると言える。

## 第6章 投資信託の情報開示を巡る課題

日本とアメリカの投資信託を比較しつつ、その課題を考察すると、情報開示の面でも課題が挙げられる。この章では二つの課題を指摘しておきたい。

15

### 1. 顔が見えない投資信託

投資信託への投資の際、そのファンドの運用哲学、運用スタイルとそれを具現化したポートフォリオが組み込まれているか、人材、パフォーマンスを確認すべきだと言われているが、日本の家計で投資信託が活用されない一因に、ファンドの顔が見えないことも関係しているのではないかと考える。アメリカやヨーロッパでは、投資信託を運用しているファンドマネージャーの顔や名前、運用方針、運用歴、自己保有の有無などが、ホームページなどで公開されている。そのため投資家は、ファンドマネージャーがどのような方針でそのファンドを運用しているのか、また、その人が過去にどのようなファンドを運用し、そのパフォーマンスはどうだったのかが簡単に分かる。

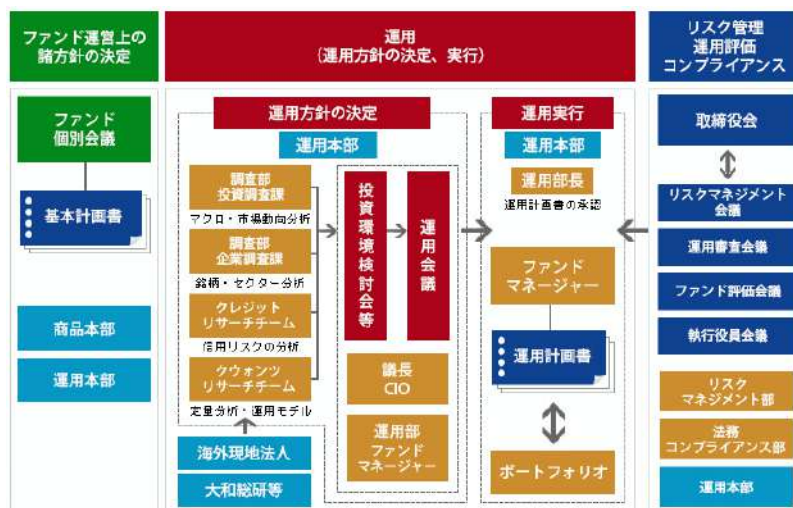
他方、日本でファンドマネージャーの運用歴や運用方針などを開示しているのは、独立系の運用会社に限られている。なぜ、日本ではこれらの情報の開示が進まないのだろうか。理由の一つは、日本とアメリカでは運用方針を決定するプロセスなどが、大きく違うことが挙げられる。アメリカでは、ファンドマネージャー自身が運用方針などを決めて運用しているが、日本の大手運用会社

30

では、図表 17 や 21 のように運用委員会や運用会議という名称の会議で、合議によって運用方針や運用戦略が決定される。

アメリカでも投資委員会はあるが、ファンドマネージャーに対する監視役にとどまっており、ファンドマネージャーが大胆に特色ある運用方針を立てることができる。また、責任の所在も明確である<sup>33</sup>。それに対し、日本のファンドマネージャーは、アセットアロケーションやポートフォリオの決定、売買発注を行っているに過ぎない。この具体的な事例として、図表 17、21 に、大和投資信託委託と岡三アセットマネジメントの運用プロセスの図を引用した。図表 17、21 によれば、両社ではファンドマネージャーは運用会議や運用委員会、運用戦略会議での決定にしたがって運用するだけであり、その結果をこれらの会議体に報告しているに過ぎないのである。したがって、ファンドマネージャーに関する情報を開示したところで、彼らが投資方針や運用戦略を決めているわけではないので、情報を開示してもあまり意味がないことがある。

15 (図表 17) 大和投資信託委託の運用プロセス

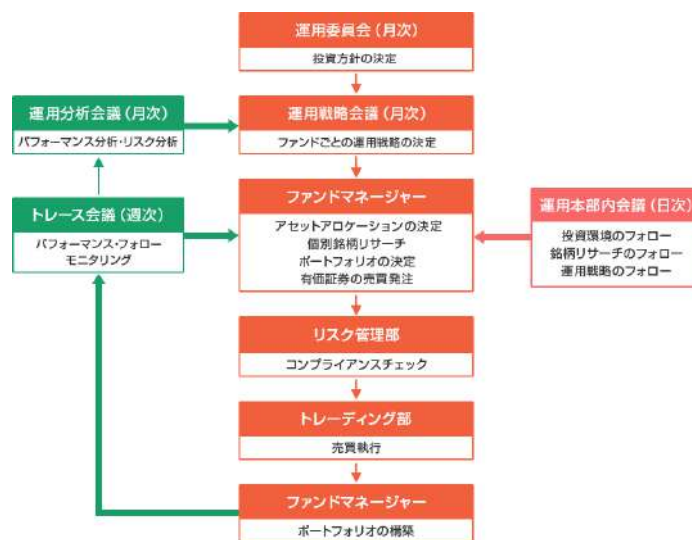


(出典) 大和投資信託委託ホームページより引用

(<http://www.daiwa-am.co.jp/company/managed/investment.html>) 2017年10月21日確認

<sup>33</sup> 田村威『八訂 投資信託 基礎と実務』2011年、経済法令研究会、p. 249～250

(図表 18) 岡三アセットマネジメントの運用プロセス



[出典]岡三アセットマネジメント株式会社ホームページ(<http://www.okasan-am.jp/company/invest.html>) より引用。2017年10月21日確認

5

## 2. 運用パフォーマンス向上に向けた取り組み

前節では、ファンドマネージャーの過去の運用歴などの情報開示が不十分であることを指摘した。もう一つの情報開示上の課題として、長期に亘る運用実績の非開示と、エンゲージメントに関する情報開示の不徹底が挙げられる。

### 10 (1) 長期に亘る運用実績の非開示

アメリカでは、あるファンドが組成されると、運用開始からの運用実績が雑誌に掲載されている。そのため、投資家は自らが購入しようとしている、ファンドの過去の運用実績がどの程度か、容易に調べることができる。そのことが、アメリカでは運用開始から長期に亘って運用されている商品が、売れ筋商品になっ

15

ている一因と考えられよう。  
図表5で示したように、アメリカにおける売れ筋投資信託上位5ファンドの平均運用期間は31年であるのに対し、日本のそれは13年に過ぎない。日本ではテーマ性の高いファンドがよく売れているが、それは投資信託の長期に亘る運用実績が開示されておらず、運用実績を判断軸にした商品選択が行えないこ

20

とも一因と考えられよう。  
アメリカのモーニングスターは、Webで1日、5日、1ヶ月、3ヶ月、1年、3

年、5年、10年と細かく商品の運用実績を見ることができる。一方、日本版のモーニングスターは、最長3年しか運用実績を見ることができない。もちろん、日本の投資信託はテーマ性の高い商品に偏っていることと、短期間で回転売買が行われるために、ファンドの寿命が短いことも長期の運用実績が開示されない一因ではあろう。しかし、図表5に示した調査では、日本の投資信託の平均運用期間は13年とされるわけであるから、もう少し長期の情報開示は可能はずである。

#### (2) エンゲージメントに関する情報開示の不徹底

10 政府は、2014年2月にデフレ脱却に向けた施策の一つとして、機関投資家が受託者責任を果たし、企業に対して対話を通じた中長期的な成長を促すため、日本版スチュワードシップ・コードを策定した。このコードを受け入れた機関投資家は、平成28年12月27日時点で信託銀行などは7社、投信、投資顧問会社などが152社、生命保険会社は18社、損害保険会社4社、年金基金など26  
15 社、議決権行使助言会社などが7社の合計214機関に上る<sup>34</sup>。

152社の運用会社がコードを受け入れているわけだが、どのように企業とのエンゲージメントを進めているのだろうか。投資信託の運用手法には、インデックス運用とアクティブ運用の二つがある。TOPIXに連動するインデックスファンドの場合、2017年6月12日時点で2,013銘柄が組み入れられており<sup>35</sup>、果  
20 たしてすべての組み入れ企業と対話を行っているのか疑問が残る。

先日、運用会社でインタビューをした際、インデックスファンドのエンゲージメントについて質問すると、すべての組み入れ銘柄に対して、対話を行っているのではないようであった。また、経営者との対話も、重点的に対話を行う企業もあれば、そうではない企業もあり、濃淡があるようであった。しかし、

---

<sup>34</sup> 金融庁ホームページ「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について（平成28年12月27日更新）」  
(<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>) 2017年10月21日確認

<sup>35</sup> バリュートラストホームページ  
(<https://www.valuetrust.net/entry/2017/06121748.htm>) 2017年10月21日確認

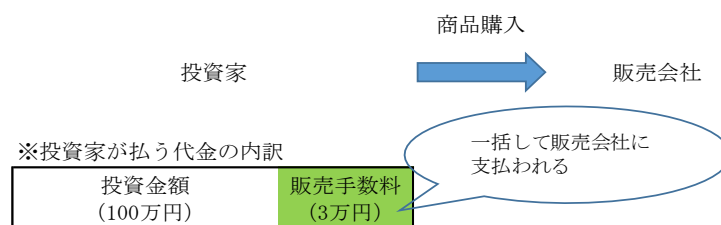
そのことは情報開示されておらず、どこまで機関投資家が、企業との対話を行っているかが不明である。もちろん、相手企業の経営戦略等にかかわる内容も含まれているため、開示できる情報が限られていることは承知しているが、投資家の利益を第一に位置づけるのであれば、開示できる範囲で情報を開示すべきではないだろうか。

## 第7章 提案

### 1. 日本版 B シェアの導入

図表 19 に示したように、日本のロード型商品の販売手数料は、商品購入時に投資家の購入額に上乗せして、販売手数料が一括で徴収される。したがって、日本の投資信託の手数料体系は、販売会社を回転売買に依存させる誤ったインセンティブが与えられていることを主張した。また、そのことが顧客に無意味な回転売買を助長させ、顧客本位とは言えない販売が行われる原因であることを指摘した。そこで、我々は現在の手数料体系を見直すべきではないかと考えた。

(図表 19) 現行の販売手数料の支払い体系のイメージ



〔出典〕 筆者作成

日本では販売手数料を販売時に徴収する投資信託と、ノーロードの投資信託しかないが、アメリカにはそのほかにも、販売手数料を後払いするファンドも存在する。これが図表 9 に示したものである。B シェアと呼ばれる手数料体系においては、投資家からは販売時に販売手数料を徴収せずに、後払いさせるものである。ただし、それでは販売会社にその商品を販売するインセンティブが与えられないため、契約が成立すれば販売会社には、運用会社が一括して手数料を支払っておく。その後、運用会社が一括で支払った販売手数料は、顧客の運用資産から一定期間をかけて回収するというものである。仮に、途中解約な

どで販売手数料が全額回収できなかった場合、CDSC と呼ばれる条件付繰延販売手数料が設けられており、これによって回収が行われる<sup>36</sup>。

この仕組みで注目すべきは、販売手数料を後払いしている点である。ただ、この仕組みでは投資家は販売手数料を後払いできるが、販売会社が販売手数料を手にするタイミングは、従来と同じであり、このまま取り入れても販売会社の営業姿勢が変化することは考えられない。そこで、この仕組みを次のように改善して、日本版 B シェアとして導入することを提案する。

日本版 B シェアを選択した投資家は、商品購入時に販売手数料の一部は支払うが、残りは設定された販売手数料に達するまで、図表 20 に示したように、毎年、商品の運用利回りに対して一定額を支払っていくのである。運用利回りに対する一定額とは、図表 20 にイメージを示したが、毎年の運用利回りの高いケース①の商品を販売すれば、販売会社にとっては、早く手数料を回収出来る。したがって、販売会社は顧客に高いパフォーマンスが期待できる商品を売ろうとするだろう。

15 (図表 20) 日本版 B シェアの仕組み

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目
ケース①	1.00%	1.00%	0.75%	0.25%	—	—	—
ケース②	1.00%	0.00%	0.80%	0.50%	0.40%	0.20%	0.10%

※このケース①、②の販売手数料は 3%とする。

※1年目は販売時に手数料をとり、2年目以降は運用利回りの 25%を後払いの販売手数料として徴収することとする。

20 [出典] 筆者作成

短期では利益が得られない収益構造になることで、販売会社は顧客に販売して終わりではなく、販売以降も、顧客の運用商品の利回り上昇に関心を持つ。したがって、早く販売手数料を回収したいという動機から資産価値向上の見込め商品を選定して販売するインセンティブに繋がると思われる。こうして、顧客と販売会社の利害を一致させることで、販売会社の営業姿勢を顧客本位なも

<sup>36</sup> リー・ウレミリオン著、稲野和利訳『投資信託ビジネスのすべて』東洋経済新聞社、2002年、p.257～258



のにするのである。

ただ、この販売手数料の支払い体系で起こり得る問題として、販売会社が顧客に短時間で商品を乗り換えられた場合に、販売手数料を全額回収できなくなることが発生する。そこで、全額回収するまでに解約した場合、販売手数料の一定額（例えば80%）を設定し、それに不足する額を解約時手数料として徴収する。こうして、顧客の利益にならない短期売買を、販売会社に抑制させるのである。このように、顧客と販売会社の利害を一致させることで、顧客本位の営業姿勢を販売会社に採らせ、顧客の利益を考えた商品販売をさせるのである。そうすれば、顧客の裾野は広がるであろうし、結果として家計金融資産の運用手段として、投資信託が普及する一端を担うことが期待できるだろう。

## 2. 販売会社、運用会社に対する独立評価機関の導入

### (1) 販売会社に対する独立評価機関の導入

販売会社と運用会社が系列関係にあることは、販売面で利益相反を想起させる可能性があることを指摘した。大手の証券会社が、系列会社の商品を中心に販売していることを示しながら、販売会社が販売手数料を稼ぐために、系列の運用会社に販売しやすい商品を組成させているのではないかと指摘した。

販売会社が手数料の欲しさに、親会社であることを利用し、運用会社に販売会社が儲かるような商品を組成させ、系列会社の商品を主として販売させないように圧力をかける仕組みを作るべきだと考えた。また、その仕組みをきっかけとし、取扱商品のオープンアーキテクチャ化を実現できるような環境を構築したいと考えた。そこで、我々は販売会社の営業姿勢を評価する独立評価機関の導入を提案する。

この機関による調査は、次のように行われる。まず、販売会社が独立評価機関に、評価手数料と顧客に対してどの商品を販売したのかという書類を提出する。そして、書類審査とともに、調査員が不定期で顧客となり、販売員の営業姿勢を確認する覆面調査も行い、書類審査、覆面調査の両方から、販売会社の販売姿勢を評価、公表する。そして、高い評価を得られれば、顧客本位の営業を行っている証明となる。評価の際、手数料は販売会社から徴収するため、癒着などの利益相反の可能性も排除できない。この問題に対しては、金融庁への

登録制にし、また、評価機関自身も販売会社から受け取った手数料、評価プロセスをホームページで公開させることで、利益相反を抑止したい。このように、第三者からの圧力によって、販売会社の販売方法を是正したいと考えている。

5 これにより、販売会社は系列関係に関係なく、商品の販売するようになれば、  
5 自ずと投信スーパーマーケット（自社の系列、他社の系列関係なく、商品を販売すること）が実現することになるだろう<sup>37</sup>。

## (2) 運用会社に対する独立評価機関の導入

日本の投資信託はアメリカと異なり、長期の運用実績が開示されていない。  
10 それは、アメリカは、日本と異なり、運用実績を背景にして、長期間の運用歴  
がある商品が主として販売されている。第6章第2節の2項では、エンゲージ  
メント情報の開示不徹底を述べた。しかし、企業とのエンゲージメントの内容  
を公表することは、相手企業の経営戦略なども明らかになってしまうため、開  
示は困難であると考えられる。事実、運用会社のホームページを見ても、スチュワ  
15 ードシップ・コードを受け入れたことは開示されているが、その活動内容は掲  
載されていない。そこで、我々は運用会社のエンゲージメント活動を評価する、  
独立評価機関の設置と、評価の義務づけを提案したい。

大学は7年に1度、第三者機関による外部評価を受けなければならないが、  
同様に運用会社にも、エンゲージメント活動に対する第三者評価を義務付ける  
20 ののである。販売会社に対する独立評価機関と同様に、評価手数料を評価機関に  
支払う仕組みを採る。また、評価手数料などの金銭面を介して評価機関と運用  
会社の癒着が起りうることも想定し、第三者評価を行う独立評価機関には、  
販売会社に対する独立評価機関同様、事前に金融庁に登録させておくことで癒  
着関係による利益相反を抑止したい。この仕組みを通じて、運用会社がエンゲ  
25 ージメント活動を積極的に行うよう、外部からの圧力をかけ、中長期的な運用  
パフォーマンスの向上を目指すのである。

---

<sup>37</sup> アメリカでも、1992年にチャールズ・シュワブが設立したシュワブ・ワンソースを皮切りに、投信スーパーマーケットが形成された。チャールズ・シュワブのワンソースに代表される投信スーパーマーケットが、アメリカの投資信託の販売手法をノーロード型投資信託主流へと転換させたと言われている。

### 3. 運用会社による自社製ファンドの自己保有義務の導入

前節では、販売会社と運用会社の資本関係を解消させることは不可能なので、独立評価機関を通じて、販売会社の優越的地位を利用した商品開発を抑止する提案を行った。加えて、運用会社自身も販売会社からの投資家の利益を無視した要望を断らせるような仕組みを考えておく必要があるだろう。

5

アメリカでは、ファンドマネージャー自身が運用するファンドを自己保有しているか、否かが開示されている。ファンドマネージャーが、自身が運用するファンドを自己保有していれば、投資家としてはファンドマネージャーが自らの資産を投入している商品であるから、一生懸命運用に励むだろうと判断できる。

10

このように自己資金を投入させれば、当然運用者も損はしたくないだろうから、無理な要望やハイリスクな運用を抑止する効果を発揮するだろう。そこで、我々は運用会社に対して、自社が組成したファンドの自己保有を義務化することを提案する。

15

アメリカのようにファンドマネージャーではなく、なぜ運用会社に保有させるのか。それは、アメリカではファンドマネージャー自身が運用方針を決めて、ファンドの運用を行っている。他方で、日本では運用委員会などの会議体で、ファンドの運用方針を決定しているため、ファンドマネージャーに自己保有させても、顧客の利益を無視した運用を抑制させる効果が発揮されないためである。

20

では、どのようなスキームで運用会社に自己保有させるのかというと、自己保有した商品の大幅な価額変動により、運用会社自身の経営に大きな影響を及ぼさぬよう、自己保有額に一定の上限を定めておく。運用会社に自己保有を義務づければ、テーマ性が高く、ブームが去れば運用が困難になる商品の組成や、投資家に利益に相反する商品を組成しなくなる一定の抑止効果が期待できるだろう。また、自社が組成したファンドを自己保有させれば、運用会社もファンドの運用パフォーマンス向上に努力をするだろう。つまり、運用会社と顧客の利害を一致させ、顧客本位の商品組成、運用の実現を目的としたものである。

25

### 4. 投資家の金融リテラシー向上に向けた取り組み

30

(1) 企業型確定拠出年金加入者に対する無料相談ダイヤルの開設

第5章において、日本は企業型確定拠出型年金の継続教育が十分に機能しているとはいえず、教育現場における金融教育の授業時間も少なく、投資に無関心な人が多いことを述べた。そこで、企業型確定拠出型年金に加入し、投資をすることに不安を持っている人のために、継続教育とは別に資産運用に関する無料相談ダイヤルの開設を提案する。

5 確定拠出型年金に加入したものの、金融リテラシーが低いと、預金で運用している人が多いが、預金の金利は超低金利政策が長期に亘って行われ、預金では元本が増えない状況にある。老後資金を準備するには、若い人の方がリスクを取れる。そのため、加入者に必要なリスクを取り、資産形成に役立ててもらうことを手助けするのである。

10 無料相談ダイヤルの仕組みは、企業が確定拠出型年金に新規に加入した人に対して、投資教育を行った後、無料相談ダイヤルの存在を提示する。そして、FPやIFAなど金融のプロを無料相談ダイヤルのオペレーターとし、オペレーターが相談者のプロファイリングを行うとともに、ライフプラン、投資に対する意向を聞き、その人に最適と思われる金融商品を紹介するのである。

15 無料相談ダイヤルは確定拠出型年金導入企業共通のものとし、その運営にかかるコストは、全加入企業で負担するのである。このことによって、投資に関しての知識が乏しい投資初心者であっても、無料でプロから投資のアドバイスを受けられるようになるので、企業型確定拠出型年金を有効に利用し、老後に向けた資産形成を行うことができるようになるだろう。そして、確定拠出型年金を通じて投資の面白さを知れば、他の資産の運用も行うようになるのではないかと考える。

## (2) お金について考える親子教室の実施

25 ただ、企業型確定拠出型年金の加入者は、就業者数の約9%に過ぎない。したがって、無料相談ダイヤルでは相談できない人が、ほとんどである。そのため、別のプログラムも提案したい。その一つは、第一子を出産する際に行われる親子教室に、お金のことを相談できるブースを設けることである。そこで人生の三大資金と言われている「住宅資金」「教育資金」「老後資金」にかかる資金や、人間が一生を生きていくために必要な資金などにも触れ、投資の必要

30

性を考える機会を作る。日本 FP 協会からの派遣講師や IFA がブースで待機し、中立な立場から投資の必要性などを説明する。顧客にとっても、自分や家族のライフプランを実現するには、どの程度の資金が必要かを考えるときに、プロのアドバイスを受けられることは意味があろう。

- 5 また、子どもがさらに成長し、小学生になったタイミングで新たなプログラムを提案したい。それは年に数回の割合で主に土曜日の午後の時間を使って、日本 FP 協会から派遣された講師などによる親子参加型のお金について考えるセミナーを開催することである。なぜ、このタイミングでの親子セミナーを提案するのかと言えば、小学生になり親から小遣いが与えられると、多くの小学生は限られた小遣いの中で物を買うための勘定をすることを自然と覚えていく。
- 10 このことが、人生でお金に触れる最初のタイミングであると考えからである。

- セミナーでは、次のようなことを行う。低学年対象のそれでは、100 円玉 1 枚で 150 円の商品は買えないことや、お金は親が寝る間をも惜しんで一生懸命働いたお礼として会社から貰うものであることなど、お金の大切さについて考え
- 15 させる。また、中学年ではお金は銀行に預けると、銀行からお礼として金利が貰える、というような金利について考え、高学年では単利と複利について考える時間とする。このように学年進行に合わせて、段階的な金融教育を施すこと
- によって、児童だけでなく親も一緒に金融リテラシーを身に付けることができる。

- 20 この親子教室の参加者は、個別に派遣された FP や IFA に相談する場合、初回費用は無料とする。さらなる相談を希望する人には、FP や IFA が有料で相談を受ける。FP や IFA にとっては、一度目の相談では無償奉仕となるが、マーケティングの場として活用できるので、協力が期待できる。

### 25 (3) 投資無関心層の若者に向けたスマホゲームアプリの開発

- 日本人が投資をしない一因は、そもそも投資に対して無関心であることを述べた。これまで見てきたように、学校での金融経済教育の機会も少なく、企業型確定拠出型年金加入者を対象とした継続教育を受けられる人も限られており、投資に関して興味を持てる場が限られていることは言うまでもない。その
- 30 ため、大多数の日本人は「投資」と聞くと、リスクが高いやギャンブル、賭博

というイメージを抱いてしまうのだろう<sup>38</sup>。しかし、それは短期的な投機取引を行った場合のものであり、投資とは本来、自身のライフプランを見据えた長期的視点に立って行われるものである。この二つの違いを理解してもらう機会を増加させなければいけない。

- 5      まず、若年層は所得や貯蓄も多くなく、その貯蓄は住宅購入や結婚資金など、ライフプランの実現のための資金である<sup>39</sup>ため、元本保証に対するニーズは高いと考える。しかし、長期的視点に立った場合、投資で損失が生じて、給与収入でカバーできる若者ほど、リスクをとれる人はいない。したがって、若者が金融リテラシーを修得することは望ましい。そこで、提案したいのは、
- 10     日本証券業協会や東京証券取引所をスポンサーにした金融教育アプリを開発することである。現代の中高生は金融経済教育を受ける時間が限られているが、スマートフォンの保有率は非常に高い値を示しており<sup>40</sup>、投資と触れ合う機会を増加させるにはこれ以上ない機会であるといえる。

- 15     青少年の金融リテラシー向上に向けたゲームの内容であるが、青少年が興味関心を持ち、ゲームをプレイし続けるインセンティブがなければ、継続教育としての効果が発揮されないと考えた。ゲームの進め方としては、運用でポイントを増やしつつ、クイズの正答率によってもポイントが与えられ、運用ゲームとクイズの並行で溜まったポイントは、ゲーム内での運用商品購入に使ったり、後に説明するような、他アプリのポイントと交換可能にしたりするといったものである。
- 20

運用ゲームの進め方は、まず、簡単なライフプランなどを設定することによって運用目標額が自動的に設定され、その目標額を達成するために自分だけの最強のポートフォリオを組んでいくというものである。全てのプレイヤーはル

---

<sup>38</sup> 日本証券業協会「平成 27 年度 証券投資に関する全国調査」2015 年 11 月、p. 25  
(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27honbun.pdf>) 2017 年 10 月 24 日確認

<sup>39</sup> 日本証券業協会『個人投資家と証券市場のあり方—証券市場の健全な発展のために—』2005 年、p. 22～25

<sup>40</sup> 内閣府 平成 28 年度青少年のインターネット利用環境実態調査報告書  
([http://www8.cao.go.jp/youth/youth-harm/chousa/h28/jittai\\_html/index.html](http://www8.cao.go.jp/youth/youth-harm/chousa/h28/jittai_html/index.html)) 2017 年 10 月 25 日確認

一キーという段位からスタートする。そして初級者、中級者、上級者、達人という感じに段位が上がっていき、段位が上がることによって最大運用可能額が上がっていく仕組みとする。プレイヤーは最初に与えられた自分の資産を、ポートフォリオを組んで運用するが、その運用商品はゲーム内の証券会社に相当するショップで購入する。

ショップでは、様々な証券関連商品や預金商品などが取り揃えてある。また、相談料を支払えば、ショップで商品や運用の相談ができる。こうして、自分自身で運用してもよいし、アドバイスを受けながら運用してもよい。

さらに、開始期間を決めて、その期間内に参加したプレイヤーは、全員で3カ月ごとの運用利回りを競争し、優秀な成績をあげたプレイヤーにはポイントが進呈される。このポイントを増やしていくことによって段位が上がっていくのである。ポイントは他のポイントサイトと提携して、携帯料金の支払い、Amazonのギフト券などとも交換可能とし、プレイヤーにアプリを使うインセンティブを与える。また、このゲームの価格変動は、実際の商品の価格を用いており、高い運用利回りをあげるには、定期的なポートフォリオの見直しも必要となる。

また、そこまでの知識のない人には、基礎編として金融クイズを用意する。これで段位があがるごとに、ゲーム同様ポイントを進呈する。こうして、楽しんでゲームをしながらリテラシーが身に付くので、日本人の金融リテラシー向上が期待できる。

#### 5. 運用担当者に関する情報公開の実施

第6章において、アメリカやヨーロッパではファンドマネージャーの経歴などが公開されており、投資家がファンドマネージャーの顔や名前はもちろんのこと、過去の運用歴や運用パフォーマンスなどを、容易に確認できることを述べた。しかし、日本では運用方針などの決定は、運用委員会やそれに相当する会議体で決定されていることを述べ、日本で運用担当者の情報公開をしても、ファンドマネージャー自身の経歴などを公表してもあまり意味がないことを指摘した。そこで、ファンドマネージャーに加えて、運用委員会の構成メンバーとその人たちの入社後のキャリアや運用歴、運用パフォーマンスなどの

公表を提案する。

顧客はファンドマネージャーや運用委員会の構成メンバーの運用歴や、過去に担当したファンドの運用実績などを確認でき、過去の運用実績を考慮した商品選択が可能となる。このような提案をする背景には、金融機関の社会的存在意義を問い直すことにある。すなわち金融機関は、顧客との情報の非対称性を解消する点に社会的存在意義があるが、第3章及び第4章で述べたとおり、現在の金融機関は情報の非対称性を利用し、顧客本位の営業とは言えない販売姿勢が金融庁からも指摘されている。しかし、情報開示を充実させることにより、情報の非対称性を緩和する。

10 このことにより、運用会社は定期的な人事異動での、優秀なファンドマネージャーの異動ができなくなるだろう。優秀なファンドマネージャーを定期的に異動させることをなくし、運用実績の高い商品のマネージャーには引き続き、そのファンドの運用を担わせる。そして、若いファンドマネージャーは運用実績の高いマネージャーのもとでOJTを続けて、次世代のファンドマネージャーへと育成していくのである。こうして、運用会社自身の運用力を高めることを目的としている。

## 6. 長期に亘る運用実績の開示

日本のモーニングスターでは、Webで最長3年までしか運用実績が開示していないと指摘した。日本ではテーマ性の高い商品に偏っていることや、短期間での回転売買が行われているため、ファンドの寿命が短くなっていることが、長期間の運用実績が開示されない一因であることを述べた。しかし、図表5で示した調査では、日本の投資信託の平均運用期間は13年とされているので、日本でも10年以上運用されているファンドがあることを示している。そこで、日本でもアメリカと同様に誰でも閲覧できるように、Web上で1日、5日、1ヶ月、25 3ヶ月、1年、3年、5年、10年と細かくファンドの運用実績を開示することを提案したい。

アメリカでは、投資信託を買う際に、ファンドが設定されてから、長期に亘ってどの程度の利回りを出しているのかを確認し、それが投資商品を選択する一つの方法にもなっている。日本でも長期の運用実績を開示することで、長期



に亘って高いパフォーマンスを出している商品を購入する投資家を増やし、運用会社の運用能力が問われるようにすれば、運用会社もこれまで以上に運用成績の向上を目指すであろうし、販売会社も過去の運用実績を考慮した販売手法に転換するのではないだろうか。

5

#### 参考文献

- ・アナト・アドマティ、マルティン・ヘルビツヒ著、土方奈美訳、『銀行は裸の王様である』東洋経済新報社、2014年
- ・宇野淳監修『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社、2010年
- 10 ・江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社、1961年
- ・大村敬一・俊野雅司『証券論』有斐閣、2014年
- ・澤上篤人、馬場千恵『長期投資でお金の悩みから自由になった人たち』日経BP社、2017年
- ・シドニー・ルブラン著、日興コーディアル・アドバイザー訳 『SMAーアメリカ発資産運用の新潮流』 社団法人金融財政事情研究会、2005年
- 15 ・杉田浩治「投資信託の販売をめぐる世界の動向」日本証券経済研究所、2016年
- ・関雄太、「アメリカにおける投信マーケティングの潮流とホールセラー」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、2006年
- 20 ・田村威『八訂 投資信託基礎と実務』経済法令研究会、2011年
- ・日本証券業協会『個人投資家と証券市場のあり方ー証券市場の健全な発展のためにー』中央経済社、2005年
- ・野村亜紀子「アメリカ投資信託ロングセラーを支える確定拠出型年金（DC）」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、2012年
- 25 ・野村亜紀子、「重要性を増す確定拠出型年金の加入者教育」『知的資産創造』野村総合研究所、2003年
- ・野村亜紀子「米国 401 (k) プランのデフォルト（初期）商品に関する規則改正」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、2008年
- ・野村資本市場研究所『総解説 アメリカの投資信託』日本経済新聞出版社、
- 30 2008年

- ・橋本卓典『捨てられる銀行 2 非産運用』講談社現代新書、2017年
  - ・服部孝洋、「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』野村資本市場研究所、2012年
  - ・リー・ウレミリオン著 稲野和利訳『投資信託ビジネスのすべて』東洋経済新聞社 2002年
- (ホームページ)
- ・運営管理機関連絡協議会「確定拠出型年金統計資料」、2016年  
[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_toukei\\_2016.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf)
- 10
- ・岡三アセットマネジメント株式会社ホームページ  
<http://www.okasan-am.jp/company/invest.html>
  - ・金融広報中央委員会「金融リテラシー調査」、2016年  
[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/)
- 15
- ・金融庁総務企画局「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー）」、2016年7月6日  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryoku/20160706/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160706/02.pdf)
- 20
- ・金融庁事務局説明資料「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー②」、2016年8月2日  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryoku/20160802/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160802/02.pdf)
- 25
- ・金融庁ホームページ「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について」、2016年  
<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>
  - ・企業年金連合会「確定拠出型年金統計資料」、2016年  
[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_toukei\\_2016.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf)
- 30
- ・厚生労働省ホームページ  
<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu>

[u/kiyakusu.html](http://www.kiyakusu.com/u/kiyakusu.html)

- ・スルガ銀行ホームページ

<https://www.surugabank.co.jp/toushin/market/column/column-004.html>.

- ・投信協会ホームページ「投資信託の仕組み」

5 <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>

- ・投信まとなびホームページ

<https://www.matonavi.jp/fund/ranking.html>

- ・日本証券業協会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」

[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)

10 ・日本証券業協会「平成27年度証券投資に関する全国調査」、2015年11月

<http://www.jsda.or.jp/shiryochousa/data/files/h27/H27honbun.pdf>

- ・日本証券業協会ホームページ

<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/risk/bunpai/>

- ・日本学生支援機構「平成26年度学生生活実態調査」、2014年

15 [http://www.jasso.go.jp/about/statistics/gakusei\\_chosa/2014.html](http://www.jasso.go.jp/about/statistics/gakusei_chosa/2014.html)

- ・日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」、2017年

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

- ・バリュートラストホームページ

<https://www.valuetrust.net/entry/2017/06121748.html>

20 ・文部科学省 高等学校指導要領 公民科の頁、2008年3月

[http://www.mext.go.jp/a\\_menu/shotou/new-cs/youryou/kou/kou.pdf](http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/new-cs/youryou/kou/kou.pdf)

- ・大和投資信託委託ホームページ

<http://www.daiwa-am.co.jp/company/managed/investment.html>

- ・f-style。「IFAとは？世代を越えて家族を支えるお金の専門医「IFA」の役割」

25 [https://fstandard.co.jp/column\\_detail/162](https://fstandard.co.jp/column_detail/162)

- ・HCアセットマネジメントホームページ

<http://www.fromhc.com/column/2015/08/post-329.html>

- ・NP0401k教育協会「企業型確定拠出型年金（DC）担当者の意識調査 2015年版（第11回）報告書サマリー」、2015年

30 [http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/12/DC\\_2015\\_summary.pdf](http://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/12/DC_2015_summary.pdf)

• *Institute Company Investment. [2015] “401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2015” .*

[https://www.ebri.org/pdf/briefspdf/EBRI\\_IB\\_436\\_K-update.3Aug17.pdf](https://www.ebri.org/pdf/briefspdf/EBRI_IB_436_K-update.3Aug17.pdf)

5 (新聞記事)

- 日本経済新聞 2009年4月12日
- 日本経済新聞 2013年8月27日
- 日本経済新聞 2014年11月26日