

投資信託¹⁾の現状と課題



Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長 永沢 裕美子

～要旨～

投資信託は、金融ビッグバンが断行された 1990 年代後半、家計の資産形成の中核商品と位置づけられ、様々な規制緩和が実施された。運用成績の向上やコストの低減を期待しての改革であったが、狙いに反して、①家計の理解・選択が困難になるほどの商品の多様化・複雑化、②投資信託の利用コストの上昇、③ファンド資産の小規模化による運用効率の低下等の諸問題に直面している。販売会社の乗換え営業による手数料稼ぎが主因と指摘されるが、背景には④投資信託の供給における販売会社優位の市場構造、⑤それを甘んじて受け入れる投信会社の経営姿勢、⑥販売会社の対面営業に依存するシニア顧客の存在、という構造的要因がある。家計の安定的な資産形成を重要な政策課題と掲げる金融庁は今般、金融事業者の経営姿勢の是正を促すべくフューチャー・デューティーという概念を金融行政に導入、2017 年には現役世代をターゲットとする積立 NISA をスタートさせる。この 2 施策によって販売会社、投信会社、顧客の 3 主体が変わり、良質な投資信託を育てる循環が回り始めることを期待したい。

はじめに

わが国の人口は 2008 年をピークに減少に転じており、少子高齢化が進む中、家計の資産形成が遅れていることが懸念されている。わが国の家計の金融資産は 2015 年末現在で約 1,740 兆円にもなっているが、どれだけ増やせたかという観点から国際比較すると、1995 年末比でわが国が 1.47 倍に対し、米国は 3.11 倍、英国は 2.27 倍であり、わが国の蓄積のペースが遅いことが際立つ。この差は、稼働人口の減少やデフレによる収入減による貯蓄減少の影響に加えて、保有する金融資産の構成による影響が大きい。2015 年末現在の株式や投資信託への投資比率は、米

国が 45.4%、英国が 35.7% であるのに対し、わが国は 18.8% と低い水準にとどまっている。わが国の家計の場合、金融資産の過半を現金や預貯金に置いており、長引く超低金利により運用リターンをほとんど得られてこなかった。この点、日本株に同期間投資をしていたとしたらリターンはマイナスであったことを考えると、わが国の家計の選択は結果的には合理的であったという指摘もあり、一理ある。しかし、今後についてはどうであろうか。今後 20 年、30 年を考えた時に、現在のポートフォリオでいいはずがない。それでは、家計はどのように投資比率を高めていけばいいのだろうか。一つの解として金

融庁が提示しているのが、投資信託を利用した長期・国際分散投資である。

ところで、1990年代後半、投資信託は家計の資産形成の中核的な金融商品と位置づけられ、金融ビッグバンに続く「新しい金融の流れ」²⁾の中で、預貯金に滞留する家計のお金を投資へと導くための仲介機能を果たすことが期待され、様々な規制緩和（投信改革）が実施された。しかしながら、個人金融資産に占める投資信託の比率³⁾は2016年9月末現在5.0%と低い水準にとどまっている。投資信託は期待されていたような役割を果たしているとは言えない。

投資信託への期待が再び高まる中、本稿では、過去の失敗を活かすという観点から、1990年代半ばから2000年にかけて行われた「投信改革」をレビューし、期待された成果が得られなかった背景等を考察した上で、金融庁が現在推し進めている施策と残された課題について言及することにした。

1 「投信改革」の狙いと概要

(1) 「投信改革」とは

1990年代の前半、わが国の投資信託は大量の元本割れ償還問題に直面していた。戦後のわが国の投資信託は、設定当初の募集期間しか購入できず、3～5年で償還を迎える単位型が主流であったが、バブル期に販売された単位型投資信託が大幅な元本割れの状態で償還となったことから苦情が殺到、社会問題化した。こうした反省から、証券業界を中心に、米国のミューチュアルファンドを範として、期間が無期限で、募集期間終了後も購入（追加設定）可能な追加型を投信営業の主流にしようという動きが起こった。1994年に始まったこうした動きを業界内では「投信改革」と呼んだが、その後、フリー・フェア・グローバルを掲げて始まった日本版金

融ビッグバン（金融システム改革）へとつながることとなった。

(2) 販売チャネルの多様化

投資信託における金融ビッグバンの一つが銀行窓販の解禁、すなわち投資信託の販売市場の自由化であった。家計の金融資産のほぼ半分（1995年当時）を預貯金という形で預かっていた銀行や郵便局が投資信託を取り扱うようになれば、家計のお金が預貯金から投資へと動くことが期待されたからだ。投資信託の販売は戦後長らく、証券取引法上の有価証券であるという理由から証券会社が独占してきたが、1998年12月の銀行窓口での直接販売の解禁（郵便局については2005年10月）により、販売チャネルの多様化が一気に進むこととなった。銀行や郵便局の店舗数は証券会社をはるかに凌ぐことから、一般消費者が投資信託という金融商品を目にする機会は格段に増すこととなった。

なお、販売チャネル別のシェア（純資産残高ベース）については、2007年までは銀行がシェアを伸ばし証券会社に肉薄したが、近年は証券会社がシェアを回復しており、2016年12月末現在では証券65.2%、銀行等登録金融機関が34.0%、直販0.8%となっている。

(3) 投信の組成・運用業務への参入規制の緩和

運用競争によりパフォーマンスの改善が期待されるとの期待から、投資信託を組成・運用する投信委託業への参入規制の緩和も推し進められた。戦後長らく証券会社の系列の投信会社のみが営業を許されていたが、1990年代に入り外資系や銀行系、保険会社系の投信会社の設立が相次ぎ、1996年以降、独立系も登場することとなった。

(4) 運用規制の緩和

家計に提供される商品も大きく変わった。1980年代の人気商品であった中期国債ファンドやMMFに代表される公社債投信は、国際的な流れとなっていた時価評価の徹底や低金利政策の継続により提供が困難となり、店頭から消えていった。代わって主役となったのが、価格（基準価額）が変動し元本割れリスクのある株式投資信託であり、規制緩和は商品の多様化と複雑化を大きく加速することになった。

家計の多様な資産運用ニーズに応えるためには、様々なリスク・リターン特性を持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されることが望ましいとの判断から、運用規制の緩和⁴⁾も推し進められた。1995年のデリバティブ取引のヘッジ目的以外の利用の解禁や1999年の他社ファンドへの投資の解禁等により、ノックイン投信や通貨選択型、ファンドオブファンズといった多層構造の商品の組成が可能となり、一般の個人投資家（アマ）にも販売されるようになった。なお、米国のミューチュアルファンドではヘッジ目的以外にデリバティブ取引を利用することは許されておらず、日本の運用規制の緩さは際立っていることを付言しておきたい。

(5) 目論見書制度の導入

金融ビッグバンでは、フェアな競争の確保という観点から情報開示の制度整備が進められ、投資信託も例外ではなかった。投資信託は有価証券でありながら、長らく目論見書の交付が不要とされてきたが、1998年12月以降、目論見書制度が導入され、投資信託の販売勧誘にはその交付が義務付けられることとなった。目論見書を読まなくてはならないというのは一般の家計には大きな負担増となったに違いないが、情報開示は投資の自己責任の大前提であり、戦後長

らく預金類似商品として育てられてきた投資信託が“一人前の投資商品”として扱われるようになったという意味で、エポックメイキングな出来事であった。

2 「投信改革」の失敗～家計が直面する諸問題

(1) 期待された効果

一連の規制緩和によって期待されていたのは、家計にとっての選択肢の拡大とサービスの改善や利用コストの値下げであった。特に、投資信託の組成・運用を担う投信委託業と、投資信託を家計に仲介する販売業のそれぞれに競争を導入することによって、パフォーマンスの改善や手数料等のコストの引き下げが促され、その結果として家計が受けとる利益（リターン）が高まることが期待されていた。ところが、こうした期待に反して、わが国の家計は以下のような諸問題に直面することとなった。

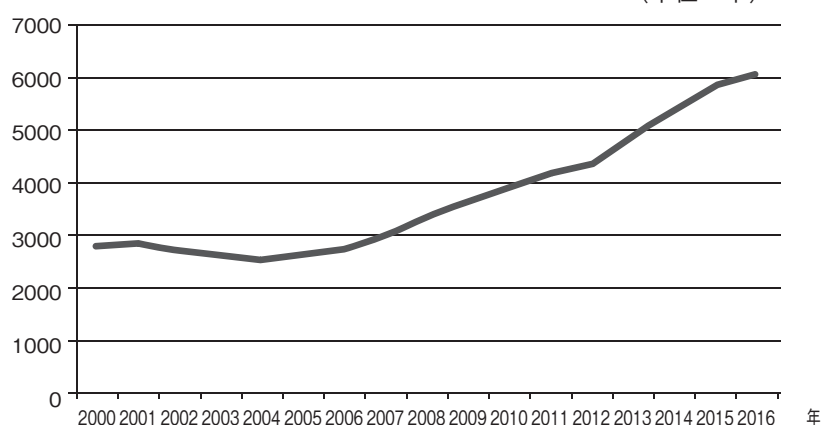
(2) 商品の多様化・複雑化と消費者トラブルの発生

新規設定が続き投資信託の本数が多くなりすぎていることが深刻な問題と認識されるようになった。本数の多さは、規制緩和の前から業界内で問題とされていたが、参入規制の緩和により商品の供給者である投信会社の数が増え、さらに、販売チャンネルに新規参入した銀行が大手証券会社同様、競うように専用ファンドを設立したことから、投資信託の本数は加速的に増加することとなった（図表1）。

商品の複雑化も進んだ。背景として、運用規制の緩和に加えて、超低金利が長引く中で、毎月分配型と呼ばれる投資信託が年金生活者を中心に人気化したことが大きい。販売会社が高い分配金を払い出す商品を好んで店頭に並べ、だから売れるという現象が生じた。投信会社は高

図表1 わが国の公募契約型投資信託の本数の推移

(単位：本)



(出所) 投資信託協会公表資料に基づき筆者作成

い分配金を支払うための仕組みづくりに奔走し、結果的に、分配金原資獲得のためにリスクの高い海外債券やデリバティブ取引、外国籍の私募ファンドに投資を行うファンドが増加することになった。こうして、仕組みが複雑であったり高リスクを内包する投資信託が、預貯金の代替商品として店頭に並べられ、これらが銀行を通じて高齢者に販売されるということが広く行われるようになった。

リスクを取れない高齢者に高リスクの商品を販売することは適合性の原則に反する。また、こうした商品の仕組みは概して複雑であるところ、投資経験のない高齢者には、説明を尽くしても理解してもらうことはほぼ不可能だ。結果的に、適合性の原則や説明義務に違反した不適切な販売勧誘が、毎月分配型投信がヒット商品となる中で、横行することになった。

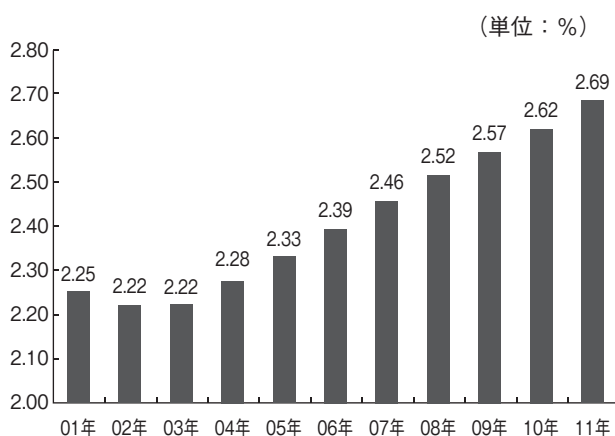
こうした中、2008年の世界的な金融危機によって株価等が大きく下落、とりわけ、毎月分配型の代表格として広く銀行で販売されていたノックイン型投信において想定外の損失を被る投資家が続出し、消費者トラブルが多発することになった。2009年年初には国民生活センターがノックイン型投信について警告を発出したが、

2009年以降も投資信託に関する相談件数は増加傾向が続き、2007年度は929件であった相談件数は2011年度には約2倍の1792件となった⁵⁾。その後、アベノミクスによる株高や円安により投資信託の基準価額が回復したことから、相談件数は減少に転じてはいるが、一度経験した想定外の元本割れの痛みはそう簡単に家計の記憶から消え去るものではない。

(2) 投資信託の利用コストの上昇

複雑な仕組みの投資信託が増える中で、投資信託を利用して投資を行なう際のコストが値上がりしていることが指摘されるようになった。2011年に金融審議会に設置された『我が国の金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ』に図表2が参考資料として提出され、その指摘が裏付けられる形となった。投資家が初年度に負担するコスト（販売手数料＋信託報酬）は2003年以降増加傾向をたどったことがわかる。コスト上昇の原因として、販売会社が受け取る販売手数料と代行報酬が値上がりしたことが大きい。代行報酬とは、投信会社が本来行うべき業務のうち、受益者に対する運用報告書の送付や分配金の支払い等の業務を代行する対

図表2 公募株式型投資信託の平均販売手数料の推移



(出所) モーニングスター社朝倉智也氏提出資料

価として販売会社が受領する報酬であるとされている。販売手数料や代行報酬が値上がりしている理由として、販売会社側からは、複雑な仕組みの商品が増えており、対面販売では顧客に商品性等を理解してもらうための説明に一定の時間をかけざるをえないためとか、購入後の情報提供にも一手間かけているためといった釈明が聞かれたが、複雑な商品の購入を希望する家計があるとは考えにくく、納得できる説明とは言えない。

国際的に見ても日本の投資信託のコストが高いことが指摘されている。米国モーニングスター社⁶⁾が2年に1度、世界の25の先進国・地域の投資信託市場および制度の定性評価を行っているが、2015年のレポートでは、日本は9段階中、下から3番目のC-、全体では23位と非常に低い評価となった。低評価の主な原因は、手数料と各種費用の高さであることが報告されている。

(3) 期待はずれのパフォーマンス

図表3は、公募の株式型投資信託⁷⁾の純資産の増減のうち、運用による純資産の増減分を取り出して表示したものである。1998年からの19年中10年がマイナス(損失)となっていることから、

図表3 公募株式型投資信託の運用による年間純資産増減



(出所) 投資信託協会公表データに基づき筆者作成

金融ビッグバン以降に投資信託を購入した家計の多くが成功体験を得られていない状況にあることが推察できる。

また、図表4は、2016年3月末現在の、日本と米国の純資産残高上位の投資信託5本(いわゆる売れ筋ファンド)の比較である。日本の場合、売れ筋ファンドの過去10年間の平均投資収益率はマイナスになっており、わが国の投資信託が家計の資産形成に貢献できていない状況がこうした数字からもうかがえる。

ところで、販売会社を経由して販売される投資信託の場合、販売手数料に加えて、信託報酬の約半分が代行報酬として販売会社に支払われる。仮に、家計が図表4の売れ筋ファンドを10年間保有したとすると、概算ではあるが、家計は当初元本の約10%を販売会社に支払った計算になる。結果論ではあるが、家計には10%を超える損失が発生し、一方、その損失が販売会社に利益となって移転したとも言える。家計はこうした不均衡を感じ取っており、投資信託という金融商品に対する不信・不満の原因ともなっていると推察される。

図表 4 日米の純資産上位 5 投資信託

		主な投資対象	決算頻度	純資産総額 (平均)	設定以来期間 (平均)	販売手数料	信託報酬 (年率)	収益率 (年率)
						(平均・税抜)		過去 10 年間平均
日本	1	米国リート	毎月	1.1 兆円	13 年	3.20%	1.53%	▲ 0.11 %
	2	海外リート	毎月					
	3	米国リート	毎月					
	4	海外株式	毎月					
	5	米国低格付債券	毎月					
米国	1	米国株式インデックス	四半期	約 22.6 兆円	31 年	0.59%	0.28%	5.20%
	2	世界株式 (除くインデックス)	四半期					
	3	米国株式インデックス	四半期					
	4	米国株式	年					
	5	米国債券インデックス	毎月					

(注 1) 2016 年 3 月末基準 米国投資信託純資産総額は日銀 17:00 レート、1 ドル = 112.43 円にて換算。

(注 2) 日米共純資産上位 5 投資信託。ETF、確定拠出年金専用、機関投資家専用は除く。

(注 3) 日本の販売手数料は上限、米国の投資信託でシェアクラスによって手数料が異なる場合は、各クラスの残高を基に加重平均。

(注 4) 米国の信託報酬は、代表的なシェアクラスのものの。

(注 5) 収益率は、販売手数料を加味し、分配金を再投資しないベースで算出。

(出所) 金融審議会・市場ワーキング・グループ第 4 回 (2016 年 8 月 2 日開催) 事務局説明資料。

3 投資信託を育てられない構造的要因

(1) ファンドの小規模化

わが国の投資信託の実績は実に良くない。その原因として、一つには、販売会社が顧客に勧めた商品が適切ではなかったという点があげられる。わが国ではかねてより、投資テーマを掲げて投資信託を販売勧誘する営業スタイルが続けられてきたが、その投資テーマは往々にして外れることが多い。加えて、2. (3) でも指摘したように、信託報酬はファンドから差し引かれるため、この料率が高いことは、パフォーマンス悪化の原因となっている。さらに、ファンド規模が小さく、また、設定後すぐに資産規模が小さくなるものが大半で、運用効率が悪く、ファンドマネージャーが良質な運用サービスを提供しにくい運用環境にあるという点も、優れたパフォーマンスの原因であると指摘されている。

ファンドの運用にとって理想的な状況は、純増を継続しながら資産規模が拡大することだと言われる。運用資産が純増する流れを作り出すことができれば、ファンドマネージャーは長期的な視点からポートフォリオを構築することが

できるうえ、取引規模が大きくなれば取引執行コストの軽減等も可能となるからだ。

この点について、2012 年に金融審議会に設置された『投資信託及び投資法人法制の見直しワーキング・グループ』が取りまとめた最終報告書において、ファンドが次々と新設されることにより、ファンド 1 本あたりの運用資産が減少していることが問題として指摘され、投信委託業界及び販売業界に対して改善が要望された。しかしながら、状況は改まっておらず、金融庁が 2012 年に新設された投資信託 403 本について調査⁸⁾したところ、7 割の投資信託が設定後 2016 年 3 月末までの間、残高 100 億円を一度も超えることができておらず、また、ピーク時残高が 100 億円を超えた残り 3 割について見ても、その 8 割が 2016 年 3 月末には残高がピーク時から半減していることが明らかになった。

わが国の投資信託が一本あたりの運用資産を伸ばせない原因として、販売会社が顧客に既存ファンドを売らせて新設ファンドへの買い替えを勧める、いわゆる乗換え営業が行われていることがかねてより指摘されてきた。2000 年代に入って、証券会社については株式手数料の自由

化により株式取引の収益が低迷、銀行についても低金利により融資ビジネスの収益が減少した。こうした本業の収益の落ちこみを埋める形で、投資信託の販売が営業の主役に位置付けられたことが大きい。

なお、意図的な乗換え営業以外の要因として、ある銀行員から、顧客に投資信託を勧めたところ損をさせてしまった経験から、手数料と金利分を超えるところまで値上がりすると顧客に売却を勧めてしまうという話も聞いた。このように、販売する側が投資信託への信頼を失っていることも、わが国の投資信託の短命化を加速していると言えよう。

販売会社の乗換え営業については、販売会社の営業姿勢に問題があることは言うまでもないが、ファンドを新設してもすぐに売られてしまいファンド資産が急減するような状況を、甘んじて受け入れている投信会社と、販売会社の営業社員の勧めに従って短期で売買してしまう顧客の存在が、こうした悪循環を助長させてきたとも言えよう。

(2) 販売会社優位の市場構造

わが国では、投資信託の純資産残高の99%が販売会社経由で販売されており、家計への投資信託の供給において販売会社の対面営業が大きな力を有している。その結果、販売会社傘下の投信会社は親会社である証券会社や銀行の求めるままに新ファンドを組成し、販売に供してきた。それ以外の投信会社についても、独自の販売網を持たないため、販売会社の意向にそった商品提供を行わざるをえないというのが実状である。こうした状況の背景には、以下のようなわが国の投資信託制度の歴史が深く関係している。

わが国の投資信託制度は、1951年の証券投資

信託法の制定によってスタートしたが、当初は、証券会社が委託者、信託銀行が受託者という構成が採用されており、証券会社が投資信託の商品設計から設定、販売、運用、運用後の受益者への報告や分配金の支払い等の一切を行っていた。ところが、その後、利益相反が指摘され、投信委託業務の分離独立が図られ、投信会社を子会社として設立し同業務が移管されることとなった。このような経緯から、投資信託の受益者名簿（顧客名簿）は販売会社が保有して顧客対応の業務を担当する一方、投信会社は親会社である証券会社に商品を提供するにとどまり、個々の受益者への対応には関知しないという“棲み分け”が行われることになった。

こうした“棲み分け”は、投信委託業への参入規制が緩和された後、現在においても維持されており、投信会社にとっての事実上の顧客は販売会社という状況が続いている。なお、1990年代後半に直販を売りにする独立系投信会社が登場し、こうした状況を打破することが期待されたが、直販によって販売された投信の純資産残高シェアは2000年末の3.5%に対して2016年末は0.8%と低迷しており、販売会社優位の市場構造は変わっていない。

(3) 販売会社に依存するシニア顧客の存在

シニア層と呼ばれる65歳以上の人口は、1998年当時2千万人であったが、団塊の世代が65歳を迎えた2000年頃から増え続け、直近では3千万人を超えるまでになっている。わが国では、退職時にまとまった退職金を受け取り、そこから資産運用を始めるという家計が多いことから、銀行等はこうした層を対象に対面営業の強みを発揮し、投資信託の顧客化に成功してきたと言えよう。

投資信託は初心者向けの投資商品と言われる

ことが多いが、実は株式や債券よりも選定が難しく、投資信託を購入するには一定水準の学歴が必要という調査結果もある⁹⁾。商品の多様性や複雑性が年々と増しており、多くの家計は、対面によるサポートがなければ投資信託を選定・購入することが難しい。わが国では、一般の家計が資産運用を始めようとする場合は、金融機関の対面営業に全面的に頼らざるをえないのが実状であり、こうした依存が、販売会社優位の市場構造の存続を助長してきたとも言えよう。

4 良質な投資信託の育成に向けて

(1) 投資信託育成の必要要件

わが国の投資信託は1990年代の後半より、家計の資産形成の中核商品となることが期待されながらも、家計の側からすると、選択することが困難になるまでに多様化・複雑化し、利用コストも高くなっている上に、多くの投資信託において良質な運用サービスの提供が期待しにくい状況に陥っている。そして、このような状況が生じた背景には、①販売会社（特に対面販売営業）が商品設計や販売に大きな決定力を有していること、②投信会社がそうした販売会社の求めるままに商品提供を続けていること、さらに③金融資産は持っているが、自分の判断で商品を選ぶことができず、販売会社の営業社員の勧めに従う傾向の強いシニア顧客層の存在、という3条件が重なったためと考えられる。であるとすれば、現在の閉塞状況を打開し、良質な投資信託を育てるための循環を作り出す緒は、この3条件を変えていくことにある。その意味で、筆者は、金融庁が推し進めている次の2施策は、上記の3条件を変えうる可能性を持っており、良質な投資信託を育てる一歩になりうると期待している。

(2) 『顧客本位の業務運営に関する原則』¹⁰⁾

今年3月末、金融庁は全ての金融事業者に対し、以下の7つの項目からなる『顧客本位の業務運営に関する原則』（以下、『原則』という。）を受け入れるよう要請した。

《顧客本位の業務運営に関する原則》

- 原則1 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等
- 原則2 顧客の最善の利益の追求
- 原則3 利益相反の適切な管理
- 原則4 手数料等の明確化
- 原則5 重要な情報の分かりやすい提供
- 原則6 顧客にふさわしいサービスの提供
- 原則7 従業員に対する適切な動機付けの枠組み等

この『原則』は、同庁が2014年以降、金融機関に対し繰り返し求めてきた「フィデューシャリー・デューティー」が出発点である。「フィデューシャリー・デューティー」とは英米法固有の概念であり、第三者から信託を受けた者（受託者、フィデューシャリー）が当該第三者（受益者）に対して負う信託義務と邦訳される。日本法にはない法概念であり、契約関係のように当事者を対等とは見ず、受益者が受託者に一方的に依存することを認めた上で、受益者に自己責任を迫るのではなく、受託者に対して受益者の利益を図ることを義務づけるものである。わが国でもグローバルな資産運用業者の間では浸透しつつあるが、リテールの営業現場には全く馴染みのない概念であった。そのような概念を、金融庁が資産運用・管理に携わる金融機関に限定せず、商品開発や販売に携わる金融機関にも求めたことは、金融界には大きな衝撃であった。

金融庁が「フィデューシャリー・デューティー」を提唱するに至ったのは、上で述べてきたように、投資信託を回転売買に利用して手数料

稼ぎをする販売会社やそれを甘受する投信会社がわが国の家計の安定的な資産形成を損ねており、その経営姿勢の是正が急務であると判断したためであった¹¹⁾。

この『原則』は法的拘束力のないプリンシプルという形で金融行政に導入されることとなったが、この『原則』を提言した「金融審議会・市場ワーキング・グループの報告書」は「プリンシプルベースのアプローチが金融事業者の行動に変革をもたらす上で十分でないと考えられる場合には、ルールベースの手法による対応を含め、改めて検討がなされるべきである」と結んでおり、わが国においても、顧客に対する信託義務的なものが新しい義務として法定される可能性はないわけではない。販売会社と投信会社は顧客本位・家計本位の経営へと変わることが強く求められている。

(3) 積立 NISA

積立 NISA は 2017 年より導入が予定されている非課税制度である。現役世代の長期投資を促すことを狙った制度であり、年間最大 40 万円を 20 年という長期にわたって非課税で運用することができる。ただし、積立 NISA 口座で購入できるのは、長期の積立・分散投資というコンセプトに適した投資信託に限られ、以下の要件を満たす商品に限定されることが公表された¹²⁾ ところである。

- ・ 信託期間が無期限または 20 年以上、分配頻度が毎月でないこと
- ・ 販売手数料なし、信託報酬は上限を規定
- ・ ヘッジ目的の場合等を除きデリバティブ取引による運用を行っていないこと
- ・ アクティブ運用の場合は、純資産残高が 50 億円以上・信託設定以降 5 年以上経過・存続期間中資金流入超の回が 2/3 以上 等

積立 NISA は以下の 2 つの観点から良質な投資信託の育成に資すると考えられる。第一に、積立 NISA により、販売会社に依存しない顧客層の誕生が期待される。現役世代を主なターゲットとしており、金融庁はこの世代に積立 NISA を通じて効率的に投資教育を提供することも計画している。これがうまく機能すれば、自立した投資家が投資信託の顧客層の中に登場することになるだろう。

販売会社も変わらざるをえない。積立 NISA の対象商品は販売会社にとっては利が薄いことから、コストのかからない販売方法の確立を急ぐ必要がある。一方、行政や家計の側も、利のないところに民間ビジネスの継続は期待できないことに留意すべきである。積立 NISA 対象商品については、目論見書のネット交付や運用報告書のネット上開示を原則とする等、情報開示関連の制度の見直しを進め、販売会社等の負担コストの軽減を図ることも必要ではないだろうか。

第二に、投信会社の商品供給のあり方・考え方が大きく変わる可能性がある。金融庁によれば、積立 NISA の対象商品の要件を満たすことができた商品は 2017 年 3 月末時点で約 50 本（公募株式投資信託 5,406 本の 1% 未満）に過ぎず¹³⁾、大半の既存の投資信託は要件を満たすことができなかった。積立 NISA では、設定後 5 年以上の運用履歴が必要とされているため、ファンドを新設して対応するのは非効率である。投信会社は今後、既存商品の見直しを行い、積立 NISA の要件に合致するよう、ノーロード（販売手数料なし）化や信託報酬の引下げ等の対応に動かざるをえないだろうし、そうあることを期待したい。

終わりに～残された課題

筆者は、2004 年に有志とともに金融に特化し

た消費者市民グループ「フォスター・フォーラム（良質な金融商品を育てる会）」を立ち上げ、良質な金融商品の条件として、①シンプルで分かりやすいこと、②手数料等のコストが合理的で明示されていること、③商品の提供者責任が果たされていること、④販売だけでなく商品設計・組成の段階でも適合性の原則が遵守されていること、の4つを提示して活動をしてきた。今年3月に金融庁から提示のあった『顧客本位の業務運営に関する原則』には、この4つが全て盛り込まれており、金融事業者各社がこの『原則』を実践いただければ、家計が信頼して利用できる良質な金融商品の供給も早晚実現するのではないかと期待している。

ただ、投資信託について、まだ残された課題があると感じているので、この場を借りて2点ばかりお伝えしておきたい。

一つは、投資信託のガバナンスの問題である。投資信託は、それを運営する事業者と購入する家計との間には大きな非対称性があり、それを情報開示で埋めることは不可能と言わざるを得ない。そのような認識もあり、海外では、取締役会を有する会社型への移行が進んでおり、日本のように契約型を主流とする国は先進国の中ではかなり例外的となってきた。現行の契約型を維持するにしても、ガバナンスが確保できる仕組みを知恵を絞って考えていく必要がある。

もう一つは、分配規制についてである。一般に投資信託は、「複数の投資家から集めたお金を一つの基金にまとめ、資産運用の専門家であるファンドマネージャーが株式や債券等に分散投資して運用し、その成果を投資額の割合に応じて還元する仕組みの金融商品の総称」（日本証券業協会サイトより）と説明され、運用の成果である投資収益を分配する金融商品であるという

のが常識的な理解である。ところが、わが国の投資信託の分配規制は、米国（実現益からの分配はできるが評価益からの分配は不可）や英国・フランス（どちらも途中分配は不可）と比べて分配原資の対象が広く、実現益も評価益も分配が許されている。しかもファンド段階で利益の留保できる等、他国と比べて分配の自由度を高めた制度となっている。このように、いくら分配するかが投信会社の裁量によるところが大きくなっており、こうした点が、投資信託をわかりにくくしている原因の一つとなっているのではないだろうか。このように緩い分配規制が定められた背景として、わが国の投資信託が戦後、家計からの資金吸収を使命として誕生・発展してきたことから、預金類似商品として分配金や元本の安全性が求められ、それを可能とするための工夫であったと伝えられている¹⁴⁾。しかし、そのような時代はすでに終わっている。投資信託が真の投資商品として育っていくためには、分配規制の見直しについても踏み込んで議論すべき時期に来ているように思う。

【注】

- 1) 本稿でいう投資信託は、銀行が直接販売する契約型投資信託（上場投資信託除く）を指し、ETFや不動産投資法人は含まない。
- 2) 金融ビッグバン後の1997年から98年にかけて省庁を超えて設置された「新しい金融の流れに関する懇談会」では、「新しい金融の流れ」として、投資信託に代表される集団投資スキームが金融仲介チャネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として円滑な資金の調達と運用が図られると期待されていた。
- 3) 1997年に日本経済研究センターが行った予測によれば、同比率は1996年の2.2%から2020年には20.2%にまで上昇、家計のお金を貯蓄から投資

- へと導くことが期待されていた。
- 4) 本文記載の他、2000 年の投資信託法改正によって、上場投資信託 (ETF) や不動産投資法人 (J リート) の組成・販売が可能となった。なお、2000 年の改正により証券投資信託法を改め投資信託及び投資法人にかかる法律となった。
 - 5) 国民生活センター 2012 年 7 月 26 日報道発表資料。
 - 6) Morningstar: Global Fund Investor Experience Study June 2015
 - 7) わが国の投資信託には、基準価額が元本を下回った場合に回復するまで追加設定ができないタイプを公社債型、その場合でも追加設定ができるものを株式型と定義しており、投資対象による区分ではないことに留意が必要。例えば、投資対象が公社債であっても、元本が割れても追加設定をすることを予定しているファンドは株式型として設定されている。
 - 8) 金融審議会・市場ワーキング・グループ第 4 回 (2016 年 8 月 2 日開催) 事務局説明資料。
 - 9) 丸淳子他 (2016) P5。
 - 10) 金融審議会・市場ワーキング・グループが 2016 年 12 月に提言し、パブリック・コメントの募集を経た上で、金融庁が 2017 年 3 月 30 日に金融事業者に対して公表。
 - 11) 金融庁・平成 27 事務年度金融行政方針 P3 ~ P5。
 - 12) 金融庁・家計の安定的な資産形成に関する有識者会議第 2 回 (2017 年 3 月 30 日開催) 参考資料。
 - 13) 同上。
 - 14) 大村敬一 (2014)

【参考文献】

ゴールドマン・サックス投信編、1998 年、『投資信託革命』、日本経済新聞社

樋口範雄、1999 年、『フィデューシャリー「信託」の時代』、有斐閣

一般社団法人投資信託協会、2016 年、『投資信託の主要統計』

大村敬一、2014 年、『毎月分配型投信と預金類似性を有したわが国の投信分配制度』、『早稲田商学』440 号

「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会、2010 年、『金融取引の展開と信託の諸相』、『金融研究』

金融庁、2016 年、平成 27 事務年度金融レポート

杉田浩治、2011 年、『発足から満 60 年を迎える日本の投資信託』、日本証券経済研究所

杉田浩治、2016 年、『世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題』、日本証券経済研究所

丸淳子、2012 年、『投資信託 60 年：飛躍のために過去に学ぶこと』、『日本証券アナリストジャーナル』

丸淳子・松澤孝紀、駒井隼人、2016 年、『我が国の投資信託の現状と改革：アンケートプロフィールデータ分析からの視点』、日本経営財務研究学会

ながさわ ゆみこ

消費者市民グループ「フォスター・フォーラム (良質な金融商品を育てる会)」を主宰。

1984 年に東京大学教育学部を卒業後日興証券に入社。年金運用や商品開発に従事した後、Citibank にて個人投資部を担当。

退職後、2004 年にフォスター・フォーラムを設立し、意見書提出や草の根の金融学習活動を展開中。金融庁の金融審議会委員として市場ワーキング・グループ等に参加する他、金融行政モニター委員 (参事)、金融広報中央委員会金融経済推進会議委員、国民生活センター紛争解決委員会 (ADR) 特別委員、公益社団法人日本消費生活アドバイザー・コンサルタント・相談員協会理事等を務める。2012 年早稲田大学法科大学院修了。

【共著】

『生涯学習の基礎』学文社、2011 年

【論文】

「家計の資産形成と『顧客本位の業務運営』〜フィデューシャリーの登場」『証券アナリスト・ジャーナル』、平成 29 年 5 月号 等。

【その他】

「金融経済教育のススメ」『国民生活』2016 年 5 月号や『くらしの豆知識』等、消費者向けの記事を執筆。
