

投資信託の現状と課題

～長期の資産形成のために～



良質な金融商品を育てる会（通称：フォスター・フォーラム） 事務局長

永沢 裕美子

はじめに

投資信託への期待が再び高まっている。公募の投資信託の純資産総額が8月末には102兆円6,319億円となり、2年3ヶ月ぶりに過去最高を更新した。2018年からは、一定の要件を備えた投資信託のみを適格とする積立NISAがスタートすることもあり、投資信託が国民の資産形成の中核商品となることを期待する向きは多い。一方、2012年以降、金融審議会において、一般投資家を念頭においた適切な商品供給の在り方が審議の俎上に上がる等、投資信託をめぐる様々な問題が指摘さ

れている。筆者は、1990年代に国内外の投資信託の商品・営業企画に携わった経験から、投資信託の可能性を確信しつつ、わが国投資信託制度の抱える問題点を痛感、市民グループ「良質な金融商品を育てる会（通称：フォスター・フォーラム^{（注1）}）」を有志とともに2004年に組織し活動をするとともに、上記審議会等に消費者側委員として参加してきた。本稿では、そうした立場から、投信改革以降の業界及び商品の変化を概観し、問題の所在を確認した上で、国民の資産形成の中核商品としての投資信託の課題について私見を述べることにしたい。

目次

はじめに

1. 投信改革以降の変化と現状
2. 投資信託、何が問題か
3. 長期の資産形成にふさわしい投資信託を育てるために

1. 投信改革以降の変化と現状

1990年代に「投信改革」という言葉が証券・投信業界を風靡した。90年代前半、単位型を主力としていたことから大量の元本割れ償還問題に直面、この反省から、米国のミューチュアルファンドを範として追加型株式投信

(図表1) 投資信託をめぐる主な出来事

	法制・行政など	商品	販売	運用
1990年代	外資系が投信委託業務に進出(1990)			
		大量の単位型投信が元本割れ、償還延長に踏み切る(1992)		
	銀行系が投信委託業務に進出(1993)		投信委託会社の直販開始(1993)	
	投信改革決定(1994) 1995年に実施			
		日経300上場投信発足(1995)		デリバティブのヘッジ目的以外への利用など運用規制緩和(1995)
		米アライアンス社が毎月分配型投信を設定(1997)		
	金融システム改革法施行(1998)		銀行、保険等が本体で販売参入(1998)	運用の外部委託可能となる(1998)
		私募投信発足(1999)		
		ファンドオブファンズの設定が可能となる(1999)		
2000年代	投信法改正、投信委託業者の受託者責任を明確化等(2000)	会社型投信発足(2000)		運用対象を不動産を含めた幅広い資産に拡大(2000)
	公社債投信時価評価へ移行(2001)	不動産投信発足(2001)	金融商品販売法施行(2001)	
	確定拠出年金発足(2001)	現物拠出型ETF上場(2001)		一部のMMFが元本割れ(2001)
			郵便局での投信販売開始(2005)	
	金融商品取引法施行(2007)			
	リーマンショックによる世界的な金融危機(2008)			運用対象資産として商品が加わる(2008)
	国民生活センターがノックイン投信について警告(2009)			
2010年代				
	金融審議会・投信法制見直しWG(2012)			
	投信法改正、ファンド併合手続きの簡素化等(2013)		日本証券業協会が高齢者勧誘ルール(2013)	分散投資規制、デリバティブを利用するファンドについてリスク量の説明を義務付け等(2013)
			トータルリターン通知制度始まる(2014)	
	金融審議会・市場WG(2016)			
		「顧客本位の業務運営に関する原則」の採択と取組の公表始まる(2017)		

(出所) 杉田浩治(2011)に筆者加筆

を投信営業の主流に育てようという動きが自発的に発生した。この動きは投信改革と呼ばれ、その後、フリー・グローバル・フェアを

掲げた日本版金融ビッグバンの中で、制度創設以来の大規模な規制改革へと繋がっていった。あれから20余年。投資信託の業界及び商

(図表 2) 運用資産規模で見る投信会社上位10社

	運用会社	系列	純資産総額 (百万円)
1	野村	証券	26,533,661
2	大和	証券	14,976,060
3	日興	証券	12,502,369
4	三菱UFJ	銀行	9,847,143
5	AM-One	銀行	8,247,009
6	三井住友TA	銀行・保険	3,494,402
7	フィデリティ	外資	3,436,890
8	三井住友	銀行	2,611,357
9	大和住銀	銀行	2,202,457
10	ニッセイ	保険	2,157,662
25	レオス	独立	303,292

(出所) 投資信託協会公表データに基づき筆者作成

品はどのように変わったのであろうか。

(1) 投信業界はどう変わったか

90年代に始まった第一の改革は、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であった。投信委託業は、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、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参入規制の緩和が行われ、90年代初頭より外資系や銀行系、保険会社系の投信会社が、96年には独立系の投信会社が登場することとなった。

2017年6月現在、わが国には80社の投信委託会社があるが、運用資産額の上位10社の顔ぶれ(図表2)を見ると、大手証券系に続いて銀行系が並ぶ。上位10社の運用資産額の合計額を80社の合計で除した比率は8割となっており、上位数社への集中がうかがえる。なお、独立系については、レオス投信がさわかみ投信を抜き、25位に位置している。

(2) 販売チャネルは変わったか

金融ビッグバンの一番の目玉とされたのが投信の販売チャネルの自由化であった。投資信託の販売は制度創設以来証券会社が独占してきたが、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る銀行や郵便局が投資信託を取り扱うようになれば、家計のお金が投資へ動く期待されたためだ。実際、銀行や郵便局は証券会社をはるかに凌ぐ店舗数を持っており、何よりも一般国民の銀行や郵便局への信頼は証券会社とは比較にならない。銀行・郵便局の販売シェア(純資産残高ベース)は2009年2月末には53.0%にまで急上昇、2017年8月末現在ではチャネル別の運用資産残高シェアは証券会社71.9%、銀行等登録金融機関27.4%、投信委託会社による直販0.7%となっている。直販は、米国では投信市場の成長をけん引してきたチャネルであり期待する声があったが、わが国では販売会社を経由した販売が引き続き

圧倒的に強いことがこうした数字からも見てとれる。

(3) 商品の変化と課題

① 運用規制の緩和と商品の多様化・複雑化

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追加型株式投資信託であった。

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、90年代後半より運用規制の緩和が推し進められた。デリバティブ取引のヘッジ目的以外の利用の解禁（1995年）や他社ファンドへの投資の解禁（1999年）等により、ロ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投資信託が登場することとなった。

② 毎月分配型問題から投信法制の見直しへ

ところで、1990年代半の証券界では、ファンド資産からの資金流出を防ぐ目的で、分配金が自動的に再投資される累投コースの導入に積極的に取り組んでいた。しかし、1997年に米系投信会社が毎月決算をして毎月分配金を払い出す商品（いわゆる毎月分配型）を設定、これが年金生活者向けに大ヒットすると、

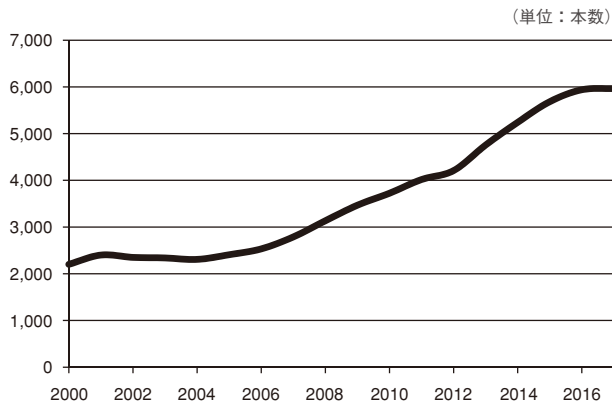
流れは一変し、毎月分配型が投信営業の主役となっていった。

毎月分配型という新しい商品分類が急成長した背景には、超低金利が続き、高齢者が預貯金による資産運用では我慢できなくなったという需要面の要因が大きい、当期に獲得した投資収益以外の分配を許すという、海外の投資信託では考えられないほど緩やかな分配規制や、上述の運用規制の緩和によってキャッシュフローを変形させて分配金の原資を作ることが可能となったという制度面の要因も無視できない。

販売会社が高額な分配金を払い出すファンドのランキングを店頭に表示したこともあって、納品業者である投信会社の間では分配金の払い出し競争が起こり、高額な分配金を払い出せる仕組みづくりに奔走することとなり、結果的に、高リスクの海外債券や、規制緩和によって利用が可能となったデリバティブ取引や外国籍私募ファンド等への投資が行われるようになっていった。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、高齢者に販売されることとなったが、リーマンショック後の市場の混乱で大幅に元本割れするものが大量発生し、社会問題化（注2）することとなった。

このような事態を受けて、2012年に金融審議会の下に設置された投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ（以下、投信法見直しWGという。）では、毎月

(図表 3) わが国の追加型株式投資信託の本数の推移



(出所) 投資信託協会公表データに基づき筆者作成

分配型投信の問題が審議の俎上に上り、分配した分だけ基準価額が下がるという投資信託の基本的な仕組みを知らない投資家が多い現状を踏まえ、購入者に対してトータル・リターンを定期的に通知することを販売会社に義務付ける制度等^(注3)が導入された。また、この頃より、業界内で特別分配金という表現を改め元本返戻金という表現が使われるようになった。投信会社の間でも分配方針を見直し、払い出す分配金額を引き下げる動きが広がったことから、毎月分配型の販売額は減少、追加型株式投資信託全体に占める純資産の比率は、ピーク時（2011年8月末）には67.5%であったが、2017年7月末時点では36.9%に低下している。

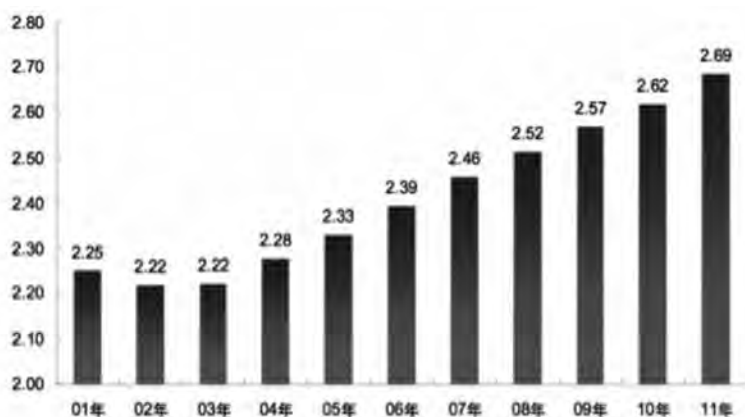
③ 増え続けるファンド数

増えすぎたファンドを何とかしなくてはならないという問題意識は1990年代半より業界内にあったが、2000年代に入り、販売チャネ

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、ファンドの本数は加速度的に増えることになった。その後もファンド新設が止まらない状況にあるが、投信法制見直しWGの最終報告は、証券会社や銀行が顧客に保有ファンドを売却して新しいファンドを購入するように働きかける“乗換え営業”を展開しており、投信会社がこうした動きに呼応するように新しい投資テーマのファンドを次々と新設・提供していることが原因であると指摘した。

同WGの提言を受けて、ファンドの併合手続きの簡素化が行われたが、未だにファンド併合を行う投信会社は現れていない。業界全体に、ファンドの償還によって数を減らす努力を重ねてはいるものの、積立NISAの適格要件に合致したファンドを新設する動きもあり、本数の増加はそう簡単に歯止めがかかりそうにない。

(図表 4) 公募株式型投資信託の平均販売手数料の推移 (単位: %)



(出所) 朝倉智也参考人提出資料

2. 投資信託、何が問題か

(1) 進まない利用者本位の改革

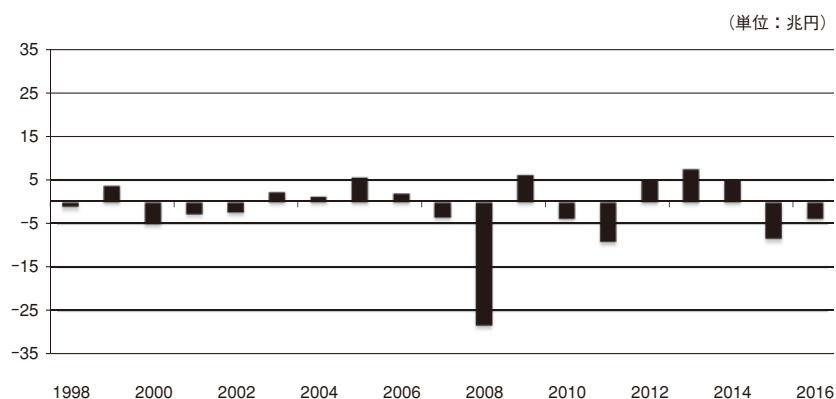
投信改革以降の一連の規制緩和の狙いは、多様化する国民のニーズに応えることができる多様な選択肢の提供に加えて、投信業界や販売チャネルに競争を導入して運用成績の改善や手数料等のコストの引き下げを促し、家計が手にするリターンを改善することにあった。しかしながら、1. で見てきたように、規制緩和によって多種多様な商品が開発・販売されるようになったものの、「商品数が多すぎるために選択ができない」、「複雑で説明を聞いてもよく分からない」といった問題に利用者は直面することになった。

家計が投資信託を利用する際の代表的なコストである販売手数料については、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4の資料が提出され、規制緩和以降、値下がりどころか値上がりしている現実がクローズアップされることとなった。手数料等のコストに敏感な投資家が増えていることを受けて、ネット証券等が販売手数料がないファンド（ノーロードファンド）や低手数料のファンドの取り扱いを拡大しており、販売手数料の水準は全体として低下傾向にある。しかしながら、金融庁が対面販売を主力とする販売金融機関に対して行ったヒアリング調査（注4）によれば、店頭での“売れ筋”（販売額上位）の商品についてみれば、その平均値は一旦下がったものの2016年には再び上昇しており、対面で販売される投資信託の利用コストの高止まりが続いていることがうかがえる。

販売手数料等の利用コストが上昇していることについて、事業者側から「複雑な商品が

(図表 5) 公募追加型株式投資信託純資産残高の資産運用による年間純増減額



(出所) 投資信託協会公表データに基づき筆者作成

増えているため説明に時間や手間がかかるため、値上げも仕方ない」との釈明が聞こえてきたが、時間とコストをかけてまで理解の難しい複雑な商品を所望する家計があるとは考え難く、納得できる説明とは言えない。対面営業を利用する顧客に対して販売会社が提供できる価値とは何か、その価値に顧客は納得して対価を支払っているのか、といった観点からの検討が販売会社には期待される。

運用成績についても、図表 5 は2000年以降の公募の追加型株式投資信託の純資産残高のうち資産運用による増減分の推移を見たものであるが、このグラフから、投資信託が国民の資産形成に貢献することができたと自信をもって言える状況にはない。

(2) 投資信託を育てられない市場構造

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

と言われる。運用資産が純増する流れを作りだすことができれば、ファンドマネージャーは長期的なビジョンでポートフォリオを構築することができる上に、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。ところが、わが国では、大半のファンドで設定後すぐに資産規模が減少する現象が続いてきた。金融庁が2012年に新設された投資信託403本について調べたところ、2016年3月末までに残高が100億円を超えたことがあるファンドは3割に過ぎず、それらについても8割が2016年3月末時点で残高がピーク時の半分になっていたという。

ファンドを育てる文化が育たなかった最大の要因が販売会社の“乗換え営業”にあったことは言うまでもないが、新設してもすぐに売られてしまう状況を甘んじて受け入れている投信会社の存在が、販売会社の“乗換え営業”を助長させてきたとも言える。このよう

な販売会社優位の背景として、金融グループの場合はグループの利益を最大化しようという思惑が働きがちであったとも考えられるが、資本関係のない場合であっても同様の関係が認められる。これには、投資信託の受益者名簿（顧客名簿）を投信会社が保有しておらず、販売会社が保有しており、販売会社に販売を依存せざるをえないという事情が深く関係しているのではないだろうか。投信会社に受益者＝顧客という意識が育ちにくいのは、こうした事情とも無関係ではないように思える。

■ 3. 長期の資産形成にふさわしい投資信託を育てるために

上記の問題は、2016年に金融審議会に設置された市場ワーキンググループでも俎上に上り、金融事業者に対する同WGメンバーからの提言という形で「顧客の最善の利益の追求」「利益相反の適切な管理」「手数料等の明確化」等7つの原則からなる『顧客本位の業務運営に関する原則』案が取りまとめられた。2017年3月末には金融庁が全ての金融事業者に対して同『原則』の採択を要請し、投信会社や販売会社からは同『原則』の具体的な実践の公表が相次いでいる。こうした競い合いを通じて、顧客の利益を第一に考える経営姿勢が企業文化として浸透・定着することを願ってやまない。

本稿を締めくくるにあたり、投資信託が国

民の資産形成の中核商品となるための課題として、持続可能なビジネスモデルであることの必要性について言及しておきたい。顧客の利益を犠牲にしたビジネスが存続不可能なことは言うまでもないが、赤字のビジネスも存続は難しい。一般の家計にとって、投資信託の利用コストが下がることは歓迎すべきことではあるが、時間をかけて検討し購入に至ったファンドやサービスが、事業者側の都合により途中で終了というのも困ったことだ。原価を開示する必要はないが、サービスを維持するには最低このくらいのコストがかかるといった情報の開示、業界の「見える化」を進めることが、不毛な値引き競争の回避や利用者の理解や納得、信頼に繋がるのではないだろうか。

2018年には積立NISAが始まる。国民の長期の資産形成のパートナーとして、投資信託が良質なサービスを長く安定的に合理的な価格で提供できるよう、仮に無駄なコストの原因となっている規制があればそれを見直し、また、フィンテックの活用も積極的に進めていくことが必要であろう。

〔参考文献〕

- ・一般社団法人投資信託協会ホームページ <https://www.toushin.or.jp>
- ・投信資料館ホームページ <https://www.toushin.com>
- ・金融庁・金融審議会等資料
- ・ゴールドマン・サックス投信、1998年、「投資信託革命」、日本経済新聞社
- ・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

(注1) <http://fosterforum.jp>

(注2) 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、消費者からの相談や苦情が各地の消費生活センター等に数多く寄せられ、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することになった。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1,792件となった。

(注3) この他、同WGの最終報告を受けて、ファンドの多層化・複雑化に歯止めをかけるために、分散投資規制の導入や、デリバティブ取引を行う場合にリスク量に関する情報提供の義務付け等の規制強化が行われた。

(注4) 出所は金融庁が2017年3月30日に開催された家計の安定的な資産形成に関する有識者会議第3回に提出した説明資料12頁。この資料によると、主要行等8行及び地域銀行10行にヒアリングベースの調査を行ったところ、売れ筋上位5ファンドの平均販売手数料は、2014年2.80%から2015年には2.44%にまで低下したが、2016年前半2.45%、2016年後半2.57%と上昇、手数料が3%以上の商品の取扱いが増えていることが一因と指摘している。

