

インターネットと投資家行動*

丸 淳 子
駒 井 隼 人
松 澤 孝 紀

要 約

個人投資家の株式取引の80%以上がインターネット経由で行われている。ネット取引の最大の利点はコストの低さである。コスト低減の理由は取次の簡便さに加えて情報コストの節減である。金融取引に伴うリスクは預貯金中心で金融行動をしてきた個人で理解することが難しく、販売サイドと購入サイドの間では情報の非対称性が大きい。販売サイドからの情報・アドバイスが必要であり、店頭取引ではそのコストが加算されている。とくに株式より複雑な投資信託など仕組み資産では情報の非対称性のコストが高い。

ネットでは情報コストが節約できるが、ネットはただ取引をつなぐだけではなく、低いコストで情報を広く浸透させ、普及させることが期待できる。規模の経済性が働きやすかった投資では従来リスク投資の足かせになっていた要因が金融資産額であった。ネットの登場は、資産の少ない若年層が積極的にリスク投資を展開できる機会を提供する。ネット証券のホームページには多様の商品情報が掲載されているから、投資家は商品の売れ筋、推奨ファンドなど過剰なほどの情報に直面している。投資家に本当に必要な情報提供のためにはネット上での金融商品についてのマーケティングが非常に重要となってきた。個人の金融行動を明らかにすることは必須条件であり、本稿では約6,000人のモニターから構成されるインターネットユーザーのパネルデータによって実証分析を実施している。マクロデータの平均値からは明らかにならなかった金融行動に与える要因を探求できよう。

*日本証券経済研究所 資産運用研究会（主査：米澤康博氏）の研究会において貴重なコメントをいただいた。ただし、あるべきミスは著者の責任である。

	目次
I. はじめに：個人投資家の株式投資とインターネット	4. 分析結果
II. 情報の非対称性とネットの可能性	V. 日本の投資信託状況と特徴
III. 個人の資産選択の特徴	1. 銀行等の投信窓販市場の参入
IV. 実証分析	2. 投信市場の現状
1. モデル	3. 投信ファンドの特徴と手数料
2. データ	4. 日本の投信ファンドの評価
3. ネット投資家のプロフィール	VI. おわりに：ネット取引で賢い投資家に
	VII. 研究の課題

I. はじめに：個人投資家の株式投資とインターネット

個人投資家（以下個人）の株式取引はインターネット（以下ネット）経由の割合が80%を超えている。ネット取引の特徴はコストが非常に低いことであり、店頭取引に比して20から30分の1以下である。ネット取引のコストが低いのは売買コストの低減に加えて情報コストがほとんど含まれないからである。

取引手数料には売買のための取次コストと販売サイドからの情報・知識の提供コストが含まれる。金融商品はリスクを伴うので情報の獲得、分析は重要である。米国で取引手数料の自由化が要求されたのは、情報提供を必要としない投資家が多かったからである。結果、売買コストだけを支払うディスカウント・ハウスの利用が急増した。

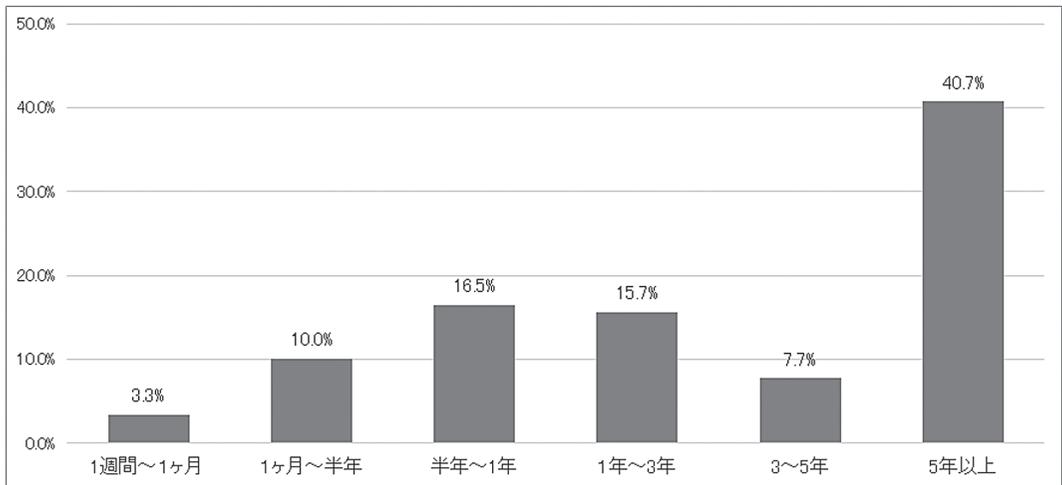
他方、日本では、取引手数料が完全に自由化されたときにもディスカウント・ハウスのような証券会社の設立の動きは非常に弱かった。手数料自由化後でも対面の店頭取引には投資家が好むと好まざるとに関係なく情報コストが含まれていたため、コストが急速に低減することは

なかった。この状況を変えたのがネットの登場、普及である。2004年にネット証券協議会が設立されたが、当初、ネット取引はデイトレーダーなど取引頻度が異常に多い超短期投資家が注目されることが多かった。しかし、低い取引コストに加えて、取引注文の簡便さ、ネット上で得られる情報の豊富さは利用者を急増させた。結果、ネット証券会社間の競争も高まり、さらに使い勝手が向上している。図表1はアンケート調査におけるネット取引者の利益が得られるまで待てる期間であり、超短期取引は少ない。

1980年代後半の超バブルの発生から崩壊を経験し、その後の長期の経済低迷、超デフレで金融大国である日本は預貯金の多くが国債投資へと向けられ、成長路線に乗れなかった。超低金利で預貯金による資産増加を図ることは難しい状況下、個人もリスクを取ることでより資産を増加させるという従来の政策の転換が1996年の日本版金融ビッグバンで導入された。リスクを取るということは金融資産を自己責任で行うことであり、預貯金を中心としてきた個人への影響を注視しなければならない。

ネットの普及で株式に関しては個人の行動に大きな変化があったが、株式以外の金融商品、

図表1 利益がでるまで待てる期間 (株式)



とくに「貯蓄から投資へ」という政策において重要視されている投資信託（以下投信）に関して、ネット普及が投資家の資産運用の改善にどのように機能しているのか。ネットの可能性と課題をアンケート調査のデータから分析する。

II. 情報の非対称性とネットの可能性

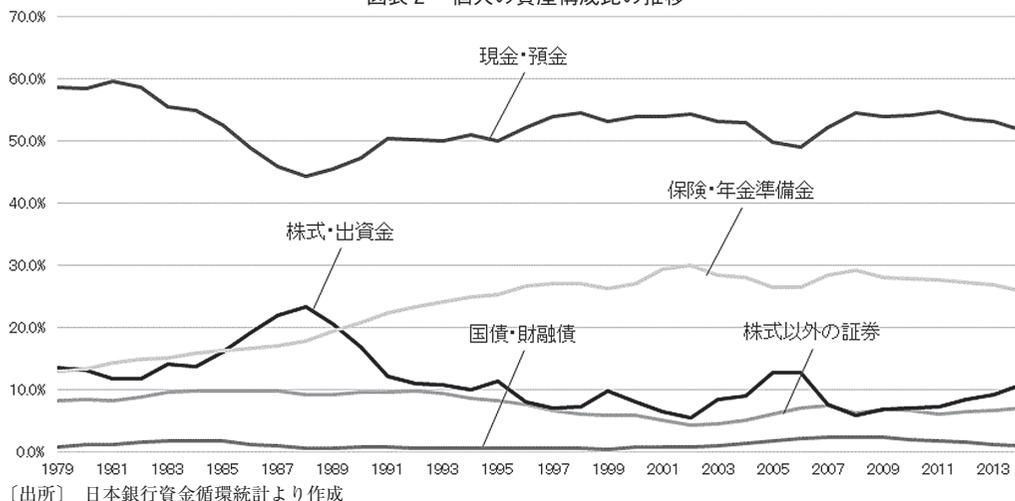
金融商品に関して、販売サイド（窓口）と購入サイド（個人）の間に情報の非対称性が存在する。とくに、個人の多くが預貯金中心に資産蓄積してきた日本では格差が大きい。株式投資が固定手数料制時代には個人の株式投資は証券会社の推奨による売買が盛んで、回転売買も多かった。しかし、株式は機関投資家の増加などで情報開示が進み、結果的に企業の業績や将来性を理解しやすくなった。手数料の自由化や売買単位の低下は少額での株式投資を可能とした。このように株式を発行している企業・産業についての情報獲得のコスト低減が進み、ネット取引が急速に拡大している。

他方、分散投資が売り物である投信は多様な金融商品や為替などが複雑に仕組みられたファンドが多い。高リスクで複雑なファンドほど取引手数料が高い。これは情報の非対称性が大きいことを意味している。5章で詳述するが、日本の投信ファンドは高リスク、複雑な仕組みで高取引コストのものが非常に多い。さらに、ファンドの寿命は短く、次々に新しいファンドが設定され、過去のファンドの収益率履歴が少ない。

投信を利用する個人の特徴は高齢の高資産保有者であること、預貯金中心の資産蓄積で投資の経験が少ないこと、投資教育に無縁であることなどである。また、情報の非対称性が大きいときには規模の経済性が強く、リスク商品の投資比率は金融資産残高が高いほど高くなる傾向にある。

ネットが利用可能になった現在、個人はネット経由でコストの低い取引と、店頭で対面による販売員のサービスが受けられるコストの高い取引を選択できる。すなわち、同じ金融資産をネット経由と店頭経由で取引できるが、売買コ

図表2 個人の資産構成比の推移



スト、情報コストの差から別商品とみなせる。店頭利用者は店頭窓口で担当してくれる販売者に商品の特徴（リスクやリターン）だけではなく、購入するかしないかの判断をも任せていることが多い。また、店頭取引とネット取引にはより大きな情報格差が存在する。店頭取引は地域限定という制約がある。さらに、実際にその場所に行く時間的制約もある。投資家が店頭を選択する範囲は狭く、さらに、店頭サービスを見極めることも非常に難しい。店頭取引は長期的・固定的になりやすいであろう。それに対してネット取引は取引口座を開設する手間・コストが非常に低いので、取引を移動しやすく、複数の口座を利用することも自由である。ネット取引には地域的・時間的制約はほとんどないのである。実際、アンケートでも40%の投資家が2つ以上のネット証券を利用している。

Ⅲ. 個人の資産選択の特徴

図表2は1980年以降の個人の資産構成比の推移である。この期間、規制の非常に強い金融・

証券市場にも徐々に緩和が進みつつあった。金融・証券市場間の壁が次第に低くなり、両市場間の競争・競合が国内だけではなくグローバルに深化しつつあった。金利の自由化、バブルの発生・崩壊、証券市場の国際化・国債化、長引く経済不況、金融ビッグバンの金融規制緩和による個人の資産運用に自己責任の導入などと個人を取り巻く金融環境は大きく変化してきた。

30数年で個人金融資産は5倍に増加し、世界的に個人金融資産大国である。証券市場の拡大、個人のリスク投資促進のためにリスク分散を可能にした投信の銀行窓口販売（以下窓販）などの規制緩和を進めてきた。しかし、この期間、時系列的には個人の資産運用は大きく変化したとは言い難い。ゼロ金利状況でも預貯金の比率が大きく低下することはなく、株価上昇時に多少高まるリスク資産への比率も株価下落とともにもとに戻ってしまう。

他方、クロスセクションからリスク資産構成は相対的危険回避度が（絶対値）1以上、すなわち、リスク資産への投資比率は金融資産残高の増加関数である。時系列データとクロスセク

ション・データの非整合性はなぜ起きているのか。理由の一つが金融取引に存在する情報の非対称性である。金融市場の規制緩和が進んでいるが、実は、情報の非対称性はあまり改善されていない。金融に関する知識、情報収集、投資教育などは積極的に与えられる環境にはなかった。また、高額資金を保有するのは平均的に高齢者に偏在しているのも変化が乏しい一因であろう。

この状況に風穴を開ける手段の一つがネットの利用である。アンケートデータの分析からネットの可能性を探ろう。

IV. 実証分析

1. モデル

金融商品として、株式、投信、公社債を取り上げ、それぞれネット経由のネット株式、ネット投信、ネット公社債と店頭経由の店頭株式、店頭投信、店頭公社債を選択できる投資家の特徴を投資家の属性との関係からみてみよう。

ここでは、下記モデルによって金融資産をネット商品と店頭商品に分け、それぞれの保有状況と投資家の属性（年代、収入、学歴）の関係を分析する。

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3$$

p：チャンネル別金融資産保有変数

a：切片

x1：年代（年齢、資産の代理変数）

x2：収入

x3：学歴

チャンネル別金融資産保有変数を年代・年収・学歴で説明する。先述したように、投資家は

ネット経由でコストの低い取引と、店頭で対面による販売員のサービスが受けられるコストの高い取引を選択できる。そして、金融資産はネット経由と店頭経由の購入チャンネルの違いによって、同じ金融資産であったとしてもネット商品と店頭商品の二つの商品に分けられる。チャンネル別金融資産保有変数は、投資家がネット商品または、店頭商品を保有しているかを、投資家区分と保有する金融資産の変数を合成し表した変数である。たとえば、「ネット株式」をチャンネル別金融資産保有変数に取った場合、投資家区分がネット投資家かつ株式の保有者の場合に「1」（＝ネット株式保有）、それ以外は「0」（＝ネット株式非保有）の二つの値をとる。これにより投資家がネットと店頭のどちらの購入手段を選択し金融資産を保有しているかを表現する。説明変数は年代、収入、学歴の順序尺度をとる。年代は30代から60代以上の10代刻み（4区分）、収入は0円から1,000万円以上の100万円刻み（11区分）、学歴は中学校、高校、短大・専門、大学・大学院（4区分）をそれぞれとる。

2. データ

株式会社ビデオリサーチインタラクティブのサービスである WebPAC 2 のデータを使用する。WebPAC 2 は RDD 方式¹⁾により選ばれた約6,000人のモニターから構成されたインターネットユーザーのパネルである。WebPAC 2 は、①プロフィールデータ、②インターネット行動データの2種類のデータから構成される。

①プロフィールデータは、1年に1回の郵送調査で実施するアンケートにより収集したデータである。性別・年代・年収・職業といった基本属性から、起床時間や食事内容などの日常生活

活、好きなブランドや欲しいモノなどの興味関心、直感的や楽観的などの思考といった幅広いジャンルを網羅し、約5,500項目から構成される。本稿では2015年1月～2015年12月分（郵送調査：2014年11月実施）のプロフィールデータのうち、基本属性と「株式・投資信託・オンライントレード」についての回答データ²⁾を利用する。

②インターネット行動データ（以下、行動データ）は、モニターの家庭内PCのURL履歴を収集したものを指す。URL履歴は各モニターの家庭内PCに調査用ソフトを埋め込むことで毎日24時間、自動的に取得される。URL履歴を見ることで、どのネットの上のどのページを閲覧したかはもとより、下記例のようにどんな行動を起こしたかまで把握すること

が可能である。この行動データとプロフィールデータとを重ねて見ることで、「いつ？誰が？どんな行動をしたのか？」の解析が可能となる。

例)
<https://www.●●/scode=1234/act=buy>
 ⇒ ●●証券で証券コード1234の銘柄を買った
<https://www.●●/sarch=1234> ⇒ ●●証券で証券コード1234の銘柄を検索した

本稿では下記条件に基づいてデータを定義し分析する。

【分析期間】2015年1月～2015年12月（郵送調査：2014年11月実施）

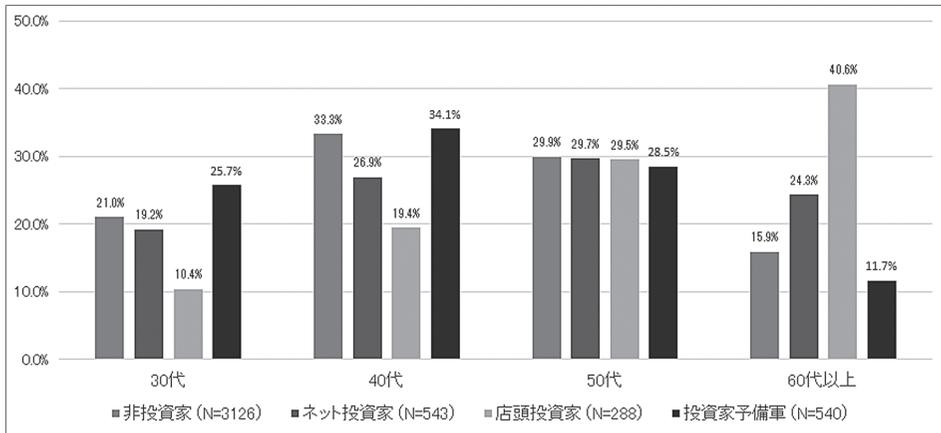
【分析対象】30代以上の男女

【投資家区分】非投資家（3,126人）／ネット投資家（543人）／店頭投資家（288人）

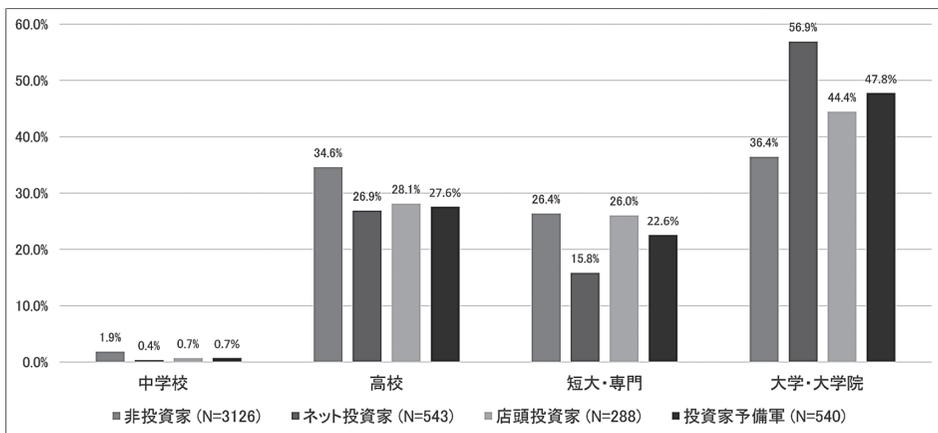
基礎統計

		全体		非投資家		ネット投資家		店頭投資家	
		実数	構成比	実数	構成比	実数	構成比	実数	構成比
N		3,957	100.0%	3,126	100.0%	543	100.0%	288	100.0%
年代	30代	790	20.0%	656	21.0%	104	19.2%	30	10.4%
	40代	1,242	31.4%	1,040	33.3%	146	26.9%	56	19.4%
	50代	1,180	29.8%	934	29.9%	161	29.7%	85	29.5%
	60代以上	745	18.8%	496	15.9%	132	24.3%	117	40.6%
最終学歴	中学校	62	1.6%	58	1.9%	2	0.4%	2	0.7%
	高校	1,308	33.1%	1,081	34.6%	146	26.9%	81	28.1%
	短大・専門	985	24.9%	824	26.4%	86	15.8%	75	26.0%
	大学・大学院	1,576	39.8%	1,139	36.4%	309	56.9%	128	44.4%
年収	0～100万円	917	23.2%	782	25.0%	73	13.4%	62	21.5%
	100～200万円	434	11.0%	363	11.6%	42	7.7%	29	10.1%
	200～300万円	498	12.6%	385	12.3%	70	12.9%	43	14.9%
	300～400万円	468	11.8%	368	11.8%	52	9.6%	48	16.7%
	400～500万円	361	9.1%	285	9.1%	54	9.9%	22	7.6%
	500～600万円	358	9.0%	282	9.0%	57	10.5%	19	6.6%
	600～700万円	254	6.4%	195	6.2%	44	8.1%	15	5.2%
	700～800万円	219	5.5%	158	5.1%	46	8.5%	15	5.2%
	800～900万円	136	3.4%	91	2.9%	35	6.4%	10	3.5%
	900～1,000万円	106	2.7%	74	2.4%	23	4.2%	9	3.1%
1,000万円以上	148	3.7%	93	3.0%	43	7.9%	12	4.2%	

図表3 投資家のプロフィール (年代)



図表4 投資家のプロフィール (学歴)



3. ネット投資家のプロフィール

図表3, 図表4はそれぞれ投資家の年代と学歴を示している。年代についてネット投資家と店頭投資家を比べると、ネット投資家は40代、50代を中央とした山なりの分布、店頭投資家は年代が高くなるほど増加する三角形の分布となっている。また、最も差のある60代に着目すると、ネット投資家は24.3%、店頭投資家は40.6%と15%以上の差が見て取れる。他方、学歴を比べると、ネット投資家は大学・大学院が56.9%と半数以上を占めるが、店頭投資家は44.4%と半数以下となっており、ネット投資家

のほうがより高い。短大・専門はその逆で、ネット投資家は15.8%、店頭投資家は26.0%と店頭投資家のほうがより高い。中学校、高校での差はないといってよいであろう。これら上記を踏まえると、ネット投資家は店頭投資家に比して「若く高学歴」というプロフィール像が見えてくる。

4. 分析結果

ネットと店頭の比較で最も特徴的なのが年代である。ネットは全ての金融資産が有意でない。これに対し、店頭は全ての金融資産が有意に正である。ネットに年代との関係がみられな

被説明変数	説明変数					
	年代		収入		学歴	
ネット	株式	-0.093 (0.166)	0.072 (0.003)	0.087 (0.295)		
	投資信託	-0.021 (0.769)	0.066 (0.009)	0.205 (0.022)		
	公社債	0.017 (0.886)	-0.019 (0.646)	0.085 (0.557)		
店頭	株式	0.667 (0.000)	0.008 (0.816)	0.134 (0.247)		
	投資信託	0.248 (0.002)	-0.118 (0.000)	-0.014 (0.889)		
	公社債	0.675 (0.000)	-0.118 (0.018)	0.149 (0.317)		

(注) () 内はP値

い一方で、店頭は高齢なほど保有している傾向にある。さらに、収入はネットでは株式・投信について有意に正、店頭では公社債・投信について有意に負となっている。ネットでは収入が多いほど、店頭では少ないほど保有している。年代と収入の結果を合わせると、ネットでは収入のある勤労世代が中心に、店頭では低所得高資産な高齢者層が中心に金融資産を保有していると解釈できる。

他方、学歴についてはネットの投信のみ有意に正である。投信は様々な金融商品や為替などに分散投資をする為に、複雑な仕組みを有するものが数多い。また、次々に新しいファンドが設定されており、商品の多様性、複雑性は年々と増している。こうした中で投資先のファンドを選定するのは、株式や債券のようなシンプルな金融商品を選定するよりも遥かに難易度が高いと言える。店頭においては高コストの対価として、情報・知識が提供されるために、複雑な金融商品であったとしても、理解と選定のサポートを得られるであろう。しかしながら、ネットにおいては情報収集から選定までの全てのフローが個人に依存する。情報が氾濫するネットの中で、必要な情報を収集し、整理し、咀嚼する行程を複雑な仕組みを有する投信について、それを実践するには一定水準の学歴が必

要と読み取れる。

V. 日本の投資信託状況と特徴

1. 銀行等の投信窓販市場の参入

1990年代のバブル経済崩壊を受け、1996年橋本政権は「金融制度改革」いわゆる「金融ビッグバン」を推し進めた。金融ビッグバンを推し進めるうえで、少子高齢化への対応も含め経済の活性化をもたらすためには、約1,500兆円ある個人資産をどのように運用するのかが重要であった。個人の金融資産は図表2のように5割強が預貯金であり、金利が年率1%に満たない預貯金から、リスクはあるもののリターンを獲る金融商品への資金運用方法の変更、いわゆる「貯蓄から投資へ」が重要となった。預貯金者が投資家として自主的に資産運用を行い、その果実を得られるようにするための改革である。改革の目玉として、リスクを効率的にとることが期待される投信を積極的に投資対象にし、銀行等金融機関(以下、銀行等)の窓販を認可した。

投信窓販市場へ参入した銀行等による証券業務への展開は、日本経済の金融環境の変化によりもたらされた。金融の国債化と国際化である。この2つの「こくさい化」は日本の財政と

本邦企業の資金調達行動を大きく変化させ、取分け1980年代後半の資金調達市場において銀行貸出のシェアが縮小していった。またバブル経済崩壊を受けて不良債権問題が生じるとともに、優良な貸出先の減少から貸出業務の拡大が望めなくなり、利鞘も縮小していることから、その営業基盤を維持したまま範囲の経済性を生かし収益を獲得するため手数料業務である投信や保険などの預かり資産業務（フィービジネス）への変改が急務になった。2015年3月現在全国銀行ベースでフィービジネスの収益に占める割合は約15%にまでなっている。

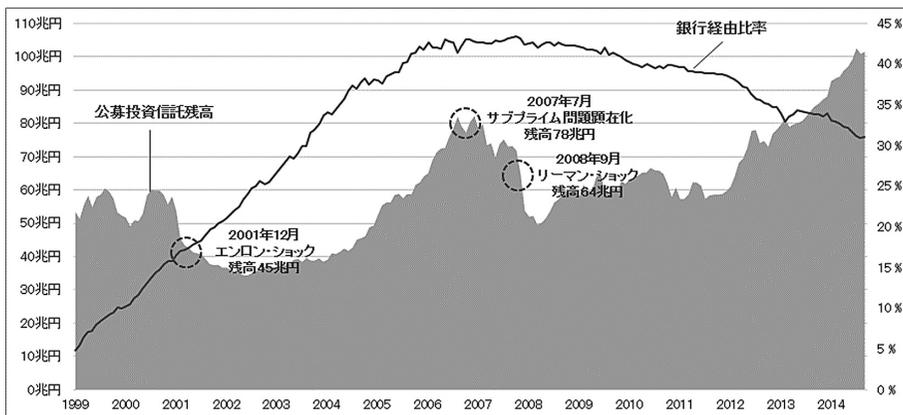
銀行等の投信窓販市場への参入にあたり、1998年に「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（金融システム改革法）」が施行された。同法の施行前の日本の投信市場は、証券会社のみが販売業務を担っていた。同法は「国民に、よりよい資産運用と資金調達の道を提供するため、ニューヨーク・ロンドンと比肩しうる、自由で公正な金融システムを構築することを目的として、金融の各業態を越えた総合的な改革を一括して行う」ことをめざし、1 資産運用手段の充実、2 活力ある仲介活動を

通じた魅力あるサービスの提供、3 多様な市場と資金調達のチャンネルの整備、4 利用者が安心して取引を行うための枠組みの構築³⁾、を主要な改革の目玉としていた。投信市場に影響を与えたものとして、1 資産運用手段の充実の①新しい投信商品（いわゆる会社型投信や私募投信）の導入、②銀行等による投信の窓販の導入、2 活力ある仲介活動を通じた魅力あるサービスの提供の①サービス提供の自由化（証券会社の專業義務の撤廃等）、②価格（株式売買委託手数料等）の自由化、③参入の促進、があげられ、ネット投資が本格化した⁴⁾。

2. 投信市場の現状

図表5は1998年12月に銀行等が投信窓販市場に直接参入してから1年後の1999年11月からの投信市場の状況を示している。2000年代初頭にはすべての銀行が投信窓販市場に参入している（信用金庫は2015年3月末時点で267庫中197庫）。2015年12月末現在の公募投信残高は約97兆円（私募を含む全体で約159兆）、販売業態別では証券会社経由が約67兆円で68.5%（同約77兆円、48.3%）、銀行等経由が約30兆円で

図表5 公募投資信託の残高と銀行経由比率の推移



〔出典〕 投資信託協会「契約型公募・私募投資信託会計の販売業態別純資産残高の状況（実額）」より作成

30.8%（同約77兆円，48.6%），直販が約6千億円で0.6%（同約5兆円，3.1%）となっている。

株式市況により変動はあるが，銀行等の参入により投信市場自体の規模は拡大傾向にある。ファンド本数をみると，1998年12月に3,443本であったが，米国エネルギー企業エンロンによる粉飾決算事件（エンロン事件）を受けて投信残高が低迷していた2004年5月の2,526本を底に，2008年1月に3,000本を，2011年6月に4,000本を，2014年2月には5,000本を超え急速に本数を伸ばしている。

投信ファンドの種類では，銀行等の投信市場参入時点において投信市場全体で公社債投信やMMFという比較的风险の低く流動性の高いファンドが多く公募投信残高の約70%（銀行等経由約66%）を占めていたが，エンロン事件によりMMFに元本割れが生じたことに伴い，それ以降は（公社債投信に比べて）リスクの高い株式型投信が増加し，2015年12月末現在では公募株式型投信の比率が約85%（銀行等経由約98%）を占めている。株式型投信とは株式を主な投資対象としている投信であり，運用に株式を組み込める可能性があれば（実際には株式が全く組み込まれていないものもある）株式型投信に分類される⁵⁾。後述するが，現在投信残高上位にランキングしているETFは公募株式型投信に含まれており，これらのファンドは株式市況の好転に伴い残高を増加させている。なおETFはその商品性から銀行等経由では取引ができないため，一時期公募投信で43%を占めていた銀行等経由のシェアは約30%にまで減少している。

3. 投信ファンドの特徴と手数料

銀行等の投信窓販業務参入に伴いファンド本数や株式型投信の残高比率が上昇していることから，投信の商品性も変化が生じた。毎月分配型ファンドや新興国を含む外国への投資ファンド，通貨選択型ファンド，REIT（不動産投信）である。毎月分配型ファンドは，銀行が代理店方式（間貸し）により投信業務に参入した1997年12月に取扱いを開始し2008年8月に残高が5.7兆円に達した国際投信（現三菱UFJ国際投信）の「グローバル・ソブリン・オープン」が先駆けである。毎月分配金があるファンドは，銀行等経由の投資家からすると預貯金利息が低い中，より高いインカムゲインがあるものとして注目を集め（元本を一部分配に回しているため元本に目減りが生じ，解約時に元本を大幅に割っているファンドもある。もちろん分配金を含めた累積収益に元本を加えると収益がプラスであるファンドもある），販売会社からすると分配金を好む投資家が多い日本では売りやすい（説明しやすい）。また毎月分配型ファンドは海外への投資ファンドが多く，通貨選択型ファンドも多い。例えば2013年10月末現在の公募投信残高上位20ファンドのうち，毎月分配型ファンドではないのは1本のみであり，日本を投資対象としているファンドは2本のみであった。なお2015年12月末現在の公募投信上位20ファンドのうち毎月分配型ファンドではないのが8本となっており，8本はETFやインデックスファンドである。また日本を投資対象としているファンドは9本となっている。

投信への投資にはさまざまな手数料が必要になる。購入時には販売手数料，保有時には信託報酬と運用時にかかる手数料，解約時には信託財産留保額あるいは解約手数料がかかる。説明が難しいファンドは販売コスト（情報・知識の

図表6 日本とアメリカの投資信託残高等の比較

	ファンド数	残高	1本あたりの残高平均
日本	5,539本	97兆円	175億円
アメリカ	7,986本	1,940兆円	2,429億円

(注) 2015年3月時点, \$1=¥120.17. 対象投資信託は公募投資信託
〔出所〕 金融庁「金融モニタリングレポート」2015年7月より作成

提供コスト)がかかるため、販売手数料は高い。また、投資対象を海外の金融資産とするファンドは為替レートや投資先金融商品が多種にわたるため複雑でその管理費である信託報酬と運用コストが高くなる。2015年12月16日時点の公募投信ファンドは5,644本であるが、そのうち毎月分配型ファンドは1,573本、販売手数料が3.25%以上は333本、信託報酬が1.5%以上は1,126本となっている。通貨選択型ファンドは505本あり、販売手数料が3.25%以上のファンドが166本、信託報酬が1.5%以上のファンドが476本である。通貨選択型ファンドは、信託報酬以外にも通貨転換時に運用費用がかかるものがあり、1%程度を徴収するファンドもある。例えば、公募投信残高19位の「ドイチェ・高配当インフラ関連株投信(通貨選択型)米ドルコース(毎月分配型)」は、販売手数料が3.78%、信託報酬が0.8964%、運用手数料(投資対象とする外国投信の信託報酬率)が通貨セレクトコースで1.15%、それ以外のコースで1%、信託財産留保額が0.3%となっている。つまり1年以内に売買をすると6%以上かかるのである。

日本は投信投資にかかるコストが非常に高いのである。

4. 日本の投信ファンドの評価

日本の投資家は投信投資に対してどのような考えを持っているのであろうか。投資信託協会

の「投資信託に関するアンケート調査」では、購入時において販売員(店頭)への依存度が強く(6~7割が店頭でアドバイスを受け購入)、保有期間は基本的に長期投資で、保有には手数料等のコストがかかることを認識しており、低リスクファンドを好むことなどが毎年の結果となっている。

低リスクファンドを好むという結果は、公募投信残高のうち株式型ファンドが85%で、為替リスクがあり投資対象が海外の金融商品であるという複雑な仕組みのファンドを購入している現状とはかなり乖離があるようである。

このような日本の投信の現状を監督官庁の金融庁はどのように分析しているのであろうか。2015年7月の「金融モニタリングレポート」は、残高が最も多く、リスク回避度が日本より低いアメリカの市場と比較している。アメリカの投信の現状として2015年3月末時点のファンド数は7,986本⁶⁾(日本5,539本)、残高が1,940兆円(同97兆円)、1本あたりの残高平均は2,429億円(同175億円)である。日本と比べると本数は1.4倍、残高は20倍、1本あたりの平均残高は14倍である(図表6)。日本はファンドの本数が多すぎるのである。規模の経済が働くとファンドの管理費用が逡減する。本数が多すぎるために管理費が高くなっているということが考えられる。

また販売手数料率の推移では2010年(日本は年度末)においてアメリカが約1%であるのに

図表7 投資信託市場の評価スコア

A	韓国	アメリカ				
A-	オランダ	台湾				
B+	イギリス					
B+	スウェーデン					
B-	オーストラリア	デンマーク	フィンランド	ノルウェー	スイス	
C+	カナダ	ドイツ	インド	ニュージーランド	タイ	
C+	ベルギー	フランス	香港	シンガポール	南アフリカ	スペイン
C-	イタリア	日本				
D+	中国					

〔出所〕 モーニングスター「Global Fund Investor Experience 2015 Report」より作成

対して日本は2.74%、2014年ではアメリカが約0.9%であるのに対して日本は2.96%と上昇している。販売手数料が高く、1本当たりの残高も圧倒的に低い。

さらに投資信託協会のデータによると日本の投信全体の平均保有期間は2010年3月に2.81年であったが2015年3月に2.15年となっており、保有期間が短くなっている。このことは2012年4月の「投資信託事情」にもあるように、「1年間継続して資金純増の商品は3,778本中52本しかなく」新たな商品本数と残高自体は増加していることから回転売買が行われている可能性がある。つまり販売面にも問題があるようである。2015年7月の「金融モニタリングレポート」でもいまだに営業の評価を「収益・販売額」としている販売会社が4割弱あるとともに、販売手数料が高く、売れ筋ファンドがリスクの比較的高いファンドとなっており、(回転売買をさせるため)投資信託の分散投資が行われていない現状が述べられている。

米国モーニングスターは2年ごとに世界25か国の投信市場の評価レポートを報告している。評価事項は「規制と税制」「目論見書や運用報告書での情報開示」「手数料や各種費用」「販売行為とメディア報道」の4項目である。日本は「規制と税制」がB-、「目論見書や運用報告書

での情報開示」がC、「手数料や各種費用」がD-、「販売行為とメディア報道」がB-という評価であり、評価は25か国中23番目である(図表7)。どの指標で見てもよいとは言えないが日本の低評価の主たる要因は「手数料や各種費用」である。高リスク、複雑な仕組み、新規設定ファンドの多さなどの特徴が鮮明に表れている。

投資家が長期保有を目的とした資産運用ができる、言い換えれば販売・運用会社が長期的に安定した取引ができるような販売体制、商品設定の確立が必要である。

VI. おわりに：ネット取引で賢い投資家に

ネット利用者と店頭利用者の種類別投信を比較すると、ネット利用者の方がETFなど理解しやすいファンドが多い傾向にある。ネットの最大の特徴はコストが安いことである。ネット上などから自己責任で安いコストで得られる情報で可能な資産運用は資産額などの制約が少なく若年層でも大いに利用できる。投信は株式より複雑である。ネット上では多様な情報が提供されているが自分で理解しなければならない。ネット上で投信を利用している投資家の特徴が

高学歴であるということは納得的である。しっかり理解し納得できる範囲で、リスクを効率よく、賢くとることが可能になろう。

店頭取引は対面で投資家のニーズをくみ取ることができる。この特徴をもっとも生かせるのは資産の管理・運用を投資家から委託される業務である。この機能はネット取引では不可能であり、店頭取引とネット取引の棲み分けが進むであろう。また、店頭で取引する投資家は取引に関する費用対効果だけではなく、対面取引から得られる満足（効用）を楽しんでいるとも考えられる。このような投資家を無理にネット取引に誘導する必要もないし、可能でもない。

今回のアンケート調査で現在投資をしていないが興味があるという投資予備グループが13.6%存在する。彼らの年齢と学歴が図表3、図表4である。投資予備グループの年齢はネット投資家よりさらに若年層であり、学歴も高い。彼らがネットを効率的に利用できる可能性は非常に高いと考えられる。

ネット投資家の特徴は店頭投資家に比して年齢が低く、それゆえ、投資金額が小さい。投資件数の増加に比して、金額ベースではウェイトが急激に増加することは期待できない。これは投信ファンドの複雑さ・高リスク・高分配利回りという商品提供がシンプル化されたとしても時間がかかるであろう。しかし、5年、10年単位で流れを変えることは期待できるであろう。

ネット取引について取次コストの低減を強調してきたが、ネットにはディスカウント・ハウスにはない機能がある。それは積極的な情報提供が可能である点である。ネット証券のサイトには多様な商品情報が掲載されているから、投資家は商品の売れ筋、推奨ファンドなど過剰なほどの情報に直面している。投資家に本当に必

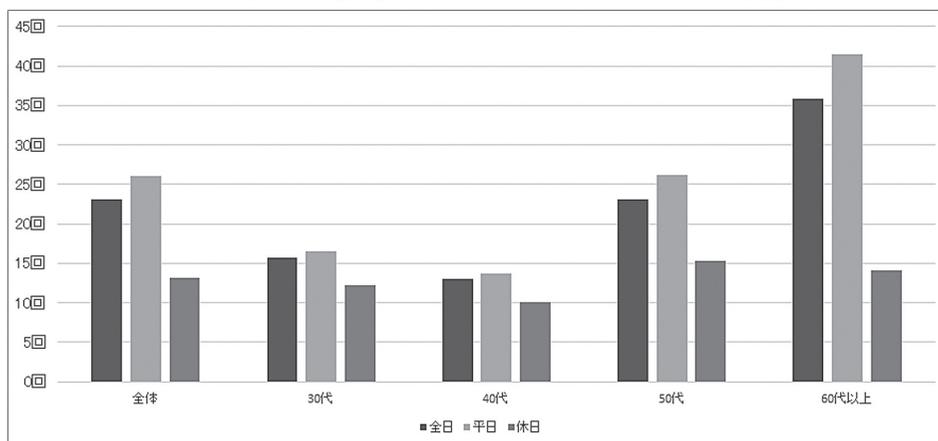
要な情報提供のためにはネット上での金融商品についてのマーケティングの重要性は大きい。個人の金融行動を明らかにすることは必須条件であり、約6,000人のモニターから構成されるインターネットユーザーのパネルデータによる分析は非常に重要である。

VII. 研究の課題

ネット投資家の投信と株式の保有状況は、いずれかのみ保有者が55.1%と半数以上を占めている。ネット投資家の80%が株式投資しているが、この経験から投信投資をするとは言い難い。株式・投信を保有する者と投信のみ保有する者の種類別投信ファンドを比較すると、後者の方がバラエティに富んだ選択をしている。金融商品の保有状況の違いや保有するきっかけを知ることは興味深いし、重要である。

本研究の次のステップは行動データの解析である。先述したように行動データは各モニターの家庭内PCのURL履歴を収集したものであり、このURLを解析することにより、ネット上のどこのサイトに訪問したか、どれくらい滞在していたか、どのボタンを押したかなどのネット上の行動を分析することが可能になる。たとえば、投資に係る情報をどのサイトで収集しているか、どんな銘柄にいつ注目していたか、どの証券会社で何の銘柄を購入していたか、といった情報収集から購入、売却に至るまでの投資行動の履歴が把握できる。（別表：ネット投資家の証券会社サイト内での行動）この行動データをプロフィールデータと合わせて分析し、投資行動に影響を与えるファクターを明らかにする。

別表 ネット投資家の証券会社サイト内での行動（1日あたり平均閲覧回数）



【期間】

2015年1月～10月

【対象証券会社サイト】

カブドットコム証券, 大和証券, 東海東京証券, 東洋証券, 日興イーゼートレード, 野村証券, マネックス証券株式会社, 楽天証券, GMOクリック証券, SBI証券, SMBCフレンド証券, SMBC日興証券

注

- 1) コンピューターで無作為に数字を組み合わせて番号を作り電話をかける方法「Random Digit Dialing」の略
- 2) 投資への興味関心, 売買経験, 保有金融商品, リスク嗜好性, 利用証券会社についてのアンケート回答データ
- 3) 大蔵省「金融システム改革法について」http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001.htm
- 4) 松井証券「沿革」
- 5) 海外ソブリン物は株式型投信に分類されているが, これは, 債券型投信は基準価額が1万円を下回っていると分配を行なうことができず, また1万円を上回る部分についてはすべて分配する必要があるため, 基準価額が1万円を割り込んでも配当や有価証券を売買することで分配することが可能な株式型投信に分類したためである。
- 6) アメリカの投資信託の本数と残高は, Closed-end funds, ETFs, UITsを含んでいない

参 考 文 献

Morningstar: Global Fund Investor Experience
2015 Report
金融庁『金融モニタリングレポート』2015年7月
投資信託協会『投資に関するアンケート調査』2014年11月
丸研究室・想研窓販マーケティング研究会『地方銀

行の投資信託窓販に関するアンケート調査報告書』2006年8月

丸淳子「日本の投資信託の歩み：個人投資家の資産選択からの視点」『武蔵大学論集 丸教授記念号』2012年2月

丸淳子「投資信託60年：飛躍のために過去に学ぶこと」『証券アナリストジャーナル VOL50 NO8』2012年8月

駒井隼人／岡修平「日本株アクティブ・ファンドのパフォーマンス：分散化と規模の経済性」『証券アナリストジャーナル VOL50 NO8』2012年8月

丸淳子・松澤孝紀・松本勇樹「銀行の投信窓販にみる投資家行動—地銀のアンケート調査からの示唆」『証券経済研究』第53号 2007年3月

松澤孝紀「地域銀行の投資信託業務の収益性」『武蔵大学論集 丸教授記念号』2012年2月

丸 淳子 (武蔵大学名誉教授)
駒井 隼人 ((株)ビデオリサーチ
インタラクティブ データサイエンティスト)
松澤 孝紀 (武蔵大学非常勤講師)