

発足から満六〇年を迎える日本の投資信託

—その軌跡・現状と今後の課題—

杉 田 浩 治

要約

二〇一一年六月に日本の投資信託は発足六〇周年を迎える。その歴史を振り返ると、英・米のように投資家ニーズに沿って自然発生的に誕生し変化してきたというよりも、制度・商品・販売チャネルをふくめ、国策の影響を受けてきた面がかなりある。たとえば、商品について単位型株式投信でスタートしたことや現物拋出型ETFの導入、販売についての銀行の参入などである。

現状を国際比較すると、残高規模については米の一五分の一、仏の二分の一に止まり、一人あたり残高で見ても米の六分の一、仏の四分の一である。その主因は九〇年代以降の株価の長期低迷にある。投信ビジネスの規制は米・欧にくらべやや緩やかであり、商品についてファンド数が多いこと、販売面では米にくらべ確定拋出年金との結びつきが弱いこと、運用のグローバル化が債券中心に進んでいることなどが日本の投信の特徴である。

今後の課題としては、①運用パフォーマンスを

更にレベルアップするため、グローバル投資の推進とともに機関投資家として日本企業の株式価値の向上に貢献すること、②投資家利回りの向上のために積立て投資を促進すること、③確定拠出年金の拡充を推進し、その市場で地位を確立すること、④投資家の商品理解を徹底するとともに分かりやすい商品へ脱皮すること、⑤新商品開発だけでなく既存商品の育成に注力することなどが挙げられる。

はじめに

一九五一年（昭和二六年）六月の証券投資信託法施行、第一回ユニット型投資信託の募集開始によりスタートした日本の投資信託は、本年六月で満六〇年を迎える。⁽¹⁾人間でいえば還暦である。ちなみに九〇〇兆円を超える残高を持つ米国の投資

信託は、一九四〇年投資会社法の制定から起算すると七〇年経過したところであり、日本の投資信託は米国投信に近い歴史の長さを持つことになる。

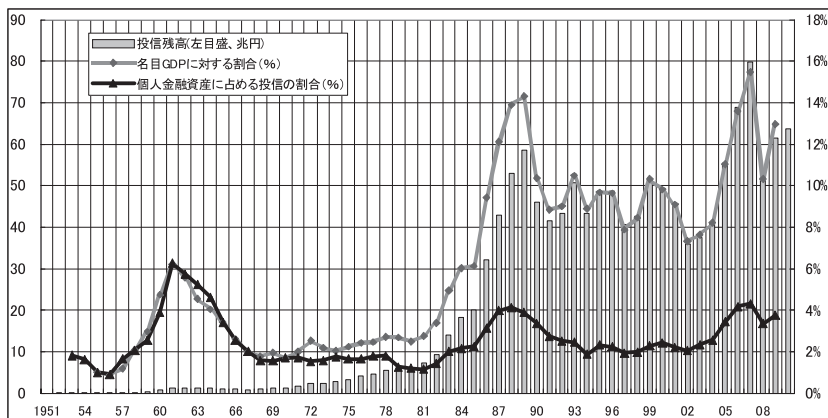
そこで、この六〇年間に日本の投資信託はどのように推移してきたかを分析するとともに、米国その他との国際比較から見た現況を整理し、それらをふまえて今後の課題をまとめてみた。

一、六〇年間の軌跡

(1) 規模の推移

発足以来の投信残高の推移を年末ベースで追うと図表1のとおりである（本稿においては、発足時から存在している公募の証券投資信託を取り上げ、私募投信や不動産投信は含めない）。図の棒部分は残高の推移を、二つの線は残高のGDPに

図表 1 日本の投信残高とGDPに対する割合、
および個人金融資産に占める投信の比率の推移



(出所) 投信残高は投信協会。名目GDPに対する割合は内閣府GDP統計を、個人金融資産に占める割合は日銀統計を用い筆者計算。

個人金融資産は、79年以降について現行統計・年度末ベース、78年以前は旧統計・年末ベース。

に対する比率および個人金融資産に占める投信の比率の推移を示している。

年末ベースでの残高は八三年に一〇兆円を超え、八九年に五八・六四兆円で一たんピークを付けたのち、〇二年に三六・〇二兆円まで落ち込んだ。その後、株価反騰などを反映して回復に転じ、〇七年に七九・七六兆円の史上最高水準（月末ベースでは〇七年一〇月の八二・一五兆円が最高）に達した。しかしリーマンショックで〇八年末に五二・一五兆円へ縮小、そして直近時点（一一年三月末）では六五・三一兆円まで戻している。

投信の普及度を国際比較する際に良く使われる△残高のGDPに対する割合▽は、八六年まで一〇％以下で推移していたが、八七年～八九年に一たん一〇％を超えた。その後、七～一五％程度のレンジで推移して一〇年末には一三・三％と

なった。

一方、個人の資産運用における重要度を示す個人金融資産に占める投信の比率¹⁾は、日本銀行の旧統計ベースにまで遡ってみると、六一年（銀行よきようなら、証券よ今日は）というフリーズが喧伝されたほど証券市場が持て囃された時期）に六・三％に達していた。しかし、その後はこの水準を抜くことがなく現在は四％弱となっている。⁽²⁾

次に投信法制、および商品・販売・運用の変遷をたどってみると図表2のとおりである。ここで、法制以外の要因を三つに分けた理由は、この三つ——すなわち「魅力的な商品開発」と「適切な販売」、そして「付加価値の高い資産運用」が投信ビジネスの根幹であると考えるからである。

(2) 法制の変遷

過去六〇年間に、投信法制において最も大きく変化した事柄は、資産運用者としての投信委託業務の位置づけである。すなわち投信委託業務は、当初に証券会社の兼業業務としてスタートしたのち、「利益相反抑止」⁽³⁾の趣旨などから一九五〇年に一たん証券会社から分離され、以後、投信委託会社の独立性の確保が強く意識されることとなった。しかし九〇年代後半の金融ビッグバンの下で再び証券会社が投信委託業務を行うことも可能（利益相反の抑止は行為規制で確保する）となった。現行の金融商品取引法においては、投資運用業（銀行等の金融機関本体は禁止）の登録を受けた金融商品取引業者が投信委託業務を行えることとなっている。

また、六五年（昭和四〇年不況⁴⁾時）に発生した単位型投信の額面割れ償還などに対する社会

図表 2 日本の投資信託の歴史

	法 制	商 品	販 売	運 用
1950年代	証券投資信託法施行、投信委託業務を証券会社の兼業によりスタート (1951)	単位型株式投信でスタート (1951) 追加型株式投信発足 (1952)	証券会社のみで販売	国内株中心
1960年代	委託会社の証券会社からの分離 (1960営業開始) 投資信託法改正、「委託会社の受益者への忠実義務、組み入れ証券にかかる議決権行使、ディスクロージャー義務」などを規定 (1967)	公社債投信発足 (1961)		国内債組入れ本格化 (1961)
1970年代		マザーファンドを活用した運用方式（ファミリーファンド）発足 (1970)	外国投信の国内販売自由化 (1972)	外国証券組入れ開始 (1970)
1980年代	委託会社が投資顧問業務に進出 (1984)	中期国債ファンド発足 (1980)		先物・オプションの利用可能となる (1987)
1990年代	外資系が投信委託業務に進出 (1990) 銀行系が投信委託業務に進出 (1993) 投信改革決定 (1994) 1995年に実施 金融システム改革法施行 (1998)	MMF 発足 (1992) 日経300上場投信発足 (1995) 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)	投信委託会社の直接販売開始 (1993) 銀行、保険等が本体で販売参入 (1998)	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) 運用の外部委託が可能となる (1998)
2000年代	投信委託業者の受託者責任を明確化 (2000) 公社債投信時価評価へ移行 (2001) 確定拠出年金発足 (2001) 金融商品取引法施行 (2007)	会社型投信発足 (2000) 不動産投信発足 (2001) 現物拠出型 ETF 上場 (2001)	金融商品販売法施行 (2001) 郵便局での投信販売開始 (2005)	運用対象を不動産を含めた幅広い資産に拡大 (2000) 一部のMMFが元本割れ (2001) 運用対象資産として商品が加わる (2008)

[出所] 筆者作成

的批判をふまえて六七年に大幅な投信法改正が行われた。投信委託会社の「受益者への忠実義務」、「ファンド内容のディスクロージャー義務」、「組み入れ証券に係る株主権行使」の規定が盛り込まれた。これらは、現在では当たり前になった「金融サービス業務における利用者保護の徹底」の先駆けとなったものと評価できる。

その他の法制変更は、日本の金融・資本市場の国際化・規制緩和という環境変化を反映して実施されたものが多い。

(3) 商品の変遷

商品については、図表2に示すように多様化が進んできたが、かなり政策的要請に沿った商品開発も行われてきたことが日本の投信の特徴として挙げられる。

①単位型株式投信でスタート

五年間の投信発足時には、株式という無期限で価格変動の大きい証券を組み入れるにもかかわらず、短い償還期限を設けた「単位型株式投信」という国際的に珍しい商品でスタートした。その背景には日本の投信が発足した際の時代的要請があった。

すなわち、投信が発足する直前の一九四〇年代後半における日本の証券市場は「財閥の解体や財産税の物納等によって株式は供給過剰の状態であり、株価は大幅に下落して株式市場は極度に沈滞していたことから、戦後経済の復興と再建に必要な企業の増資を行うことが困難な状況にあった⁽⁴⁾。このため「かかる事態に対処する対策の一つとして、証券民主化の一翼を担うべく、投資信託制度を活用すること」⁽⁵⁾になったのである。

こうした証券民主化、言い換えれば国民が保有

する預貯金の一部を証券投資に振り向けるという狙いに沿って、個人が購入しやすく、また業者も販売しやすい「単位型ファンド（当初設定後は追加設定を行わないファンド）を毎月新設する方式」が採用された。逆に言えば、欧米の投信で一般的であった「無期限追加型ファンドを日々変動する時価で販売する方式」は取られなかった。

具体的には、二年という定期預金並みの短い信託期間を設けるとともに、募集期間一ヶ月の新しいファンドを毎月設定する方式により、日々変動する時価ではなく常に固定・ラウンド金額（当初は一口五、〇〇〇円、六六年設定分から一百万の額面金額）で販売できる方式を取り入れた。

その後、五二年に追加型ファンドもスタートしたが、販売の主力は毎月募集の単位型ファンドであることに变りはなかった（ただし、信託期間は五四年募集分から三年、さらに五六年募集分から

五年へ延長された）。この単位型中心の投信販売、言い換えれば「右肩上がりの株価トレンドを前提として、期間五年程度の貯蓄的商品を毎月募集する」というビジネスモデルは、九〇年のバブル崩壊によりそれが成立しなくなるまで続いた。

そして九〇年代後半からは、追加型ファンドを日々変動する時価により「投資商品」として販売するという欧米並みの方式が主流となり（ただし一口一円とし、たとえば「一〇〇万円購入する」といった金額指定の買付を可能とした）、一一年三月末現在では株式投信残高の九八%を追加型が占めるに至っている。

②公社債投信、中期国債ファンド

六一年に公社債投信が発足し（当時は国債がまだ発行されておらず、実態は「社債投信」であった）、八〇年には中期国債ファンドが誕生した。

前者は日本の社債市場育成の狙いがあった。また後者は、業者サイドにおいては「米国MMFの日本への導入」を意図していたが、銀行等の反対の中で「中期国債の円滑な消化に資する」という大義名分のもとに中期国債ファンドとして発足にこぎつけた商品であった。

③不動産投信、ETF

二〇〇〇年には従来の信託契約にもとづくファンドのほかに、投資法人型（いわゆる会社型）ファンドが導入された。その意義は、ファンドのガバナンスを充実した制度の導入、会社型ファンドが主流を占めていたグローバルスタンダードへの接近といったことにあった。

そして、流動性の小さい物件にも投資できるクローズドエンド（ファンド自体は投資家からの解約請求に応じないで、ファンドの上場によって換

金性を付与する）制度を採用した不動産投資法人（J-REIT）が発足した。その背景には日本の不動産市場の活性化を図るねらいがあった。

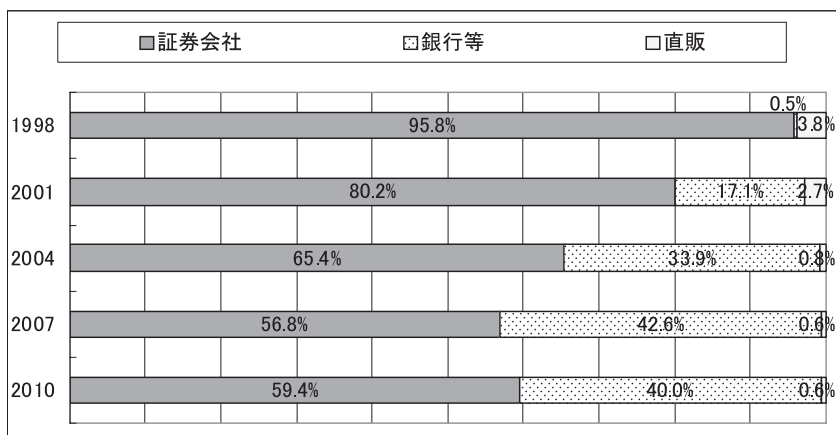
また〇一年には低迷する株式市況を刺激する狙いもこめて、現物（株券）拋出型ETFが導入された。

以上のように、日本の多くのファンドの発足の背景には政策的意図があったことは否めない。

(3) 販売面の変化

販売面では、金融ビッグバンの下で銀行等が投信販売に参入したことが大きな変化であった。しかし、給与振込口座から毎月引き落としで投信を買付けるといった「積立て」はまだ普及していない。

図表 3 公募ファンド全体の販売チャネル別残高構成の変化



〔出所〕 投資信託協会統計より筆者作成

① 銀行窓販の開始

日本の投資信託は、その受益証券が証券取引法上の有価証券であることから、図表2に記したように証券会社だけが販売する方式でスタートした。その状態は九三年に投信委託会社による直接販売が始まるまで四二年間にわたって続いた。

しかし九〇年代後半に政府主導で進められた「直接金融から間接金融へ、個人の資産運用の効率向上へ」という狙いを持った金融ビッグバンの中で、投資家と投信の接点を広げるため九八年に銀行等による投信販売が始まり、〇五年には郵便局も参画した。

銀行窓販は、投信広告の増大による効果をふくめ投信の認知度を飛躍的に向上させた。

なお図表3に見るとおり、投信販売全体に占める銀行など登録金融機関の販売シェアの拡大はゼロ年代後半には一巡し、残高の販売者別構成は安

定化する気配を見せている。一一年三月末の公募投信全体の販売残高構成は証券五九・四%、銀行等四〇・〇%、投信委託会社による直接販売〇・六%（公募株式投信だけをとると、それぞれ五一・九%、四七・四%、〇・七%）である。

②「積立て」は未定着

投信の顧客は個人中心である。すなわち、日銀資金循環統計の一〇年末現在速報によれば、投信の保有者別構成は、個人六〇・〇%、事業法人一六・七%、保険・年金一六・〇%、金融法人五・九%、その他一・四%となっている（私募投信をふくむ）。

その個人投資家は得てして高値買い、安値売りに走りやすく、投資家利回りの低下を招く結果になる。

こうした投資家行動を是正する一つの方法は

「市況変動に関係なく毎月買付を続ける積立て投資（ドルコスト平均法の活用）」である。業界でも六八年にけいぞく投資専用ファンドを発足させるなど、一部に積立て促進の努力が見られた。しかし、証券業界では資金をコツコツ集める営業手法が定着しづらく（たとえば一時熱心であった財形営業も永続しなかった）、現在でも投信販売金額に占める積立ての割合はわずかと推定される。

筆者は九八年に銀行の投信販売が始まる際に、「給与振込口座を押さえている銀行の潜在的販売力は大きく、預金口座からの定期引き落としによる投信販売も増加するだろう」と考えた。しかし今のところ銀行においても（積立てを取扱う会社数は多いものの）積立てによる投信買付金額が急増しているようには見えない。比較的積立ての割合が高いと言われるゆうちょ銀行の場合でも販売額に占める積立ての割合は一割程度と聞く。

後述するように米国では四〇一k（企業型確定拠出年金）口座を通じる給与天引き・継続買付による投信購入の比重が高い。これは投資家の時間分散投資の実現に寄与するとともに、投信の資金安定化にも貢献している。日本でも積立てによる投信買付けが定着する日がくることを願ってやまない。

(4) 運用面の変化

運用面では、投資対象の多様化とグローバル化が進展した歴史であったと言える。また、九八年に運用の外部委託が可能となったことにより海外運用会社の活用が進んだ。

① 投資対象の多様化

図表 2 に記載したとおり、投信の運用対象は五年の発足時には国内株が中心であったが、社債

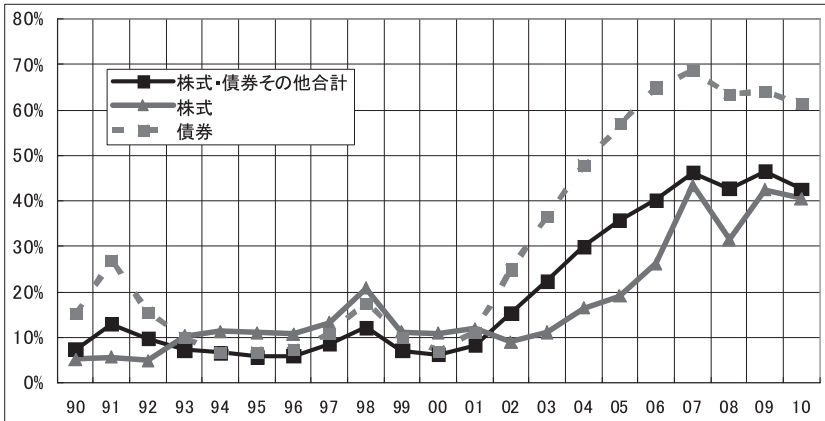
市場の発達さらに国債発行の開始（六五年）など債券市場の拡大とともに債券組み入れが増加した。投信全体の資産構成の変化をたどって見ると、六二年に債券が株式を上回るに至り、以降、株価ピーク時の八九年および九〇年の二年間を除き、常に債券の保有金額が株式を上回ってきた。

またデリバティブについては、八七年に先物・オプションの利用が始まり、当初はヘッジ目的に限られていたが、九五年にヘッジ目的以外にも利用可能となった。その結果、基準価額が前日比で株価等指数の二倍・三倍に動くブル・ファンドや、指数の逆方向に動くベア・ファンドも生まれた。

② グローバル化

七〇年に、日本の対外証券投資自由化の先陣を切って投信による海外投資が始まった。（生保に

図表4 日本の投信の外国投資比率の推移



〔出所〕投資信託協会統計より筆者作成

海外証券投資が認められたのは翌七一年である。しかし、国内証券のリターンが高かったこともあって、投信の外貨建て資産への投資比率は八五年まで一割以下で推移し、やっと八六年に一時一〇%を超えるに至った。その後はまた一〇%以下で推移することが多かったが、図表4に見るとおり、二〇〇〇年代に入り日本の超低金利・株価低迷の長期化の中で、債券を中心に外貨建て投資が急増した。

一一年三月末現在では、外貨建て資産の比率は債券で六三・一%、株式で四一・一%、投信資産全体では四三・一%に達している。日本の投信のグローバル投資はゼロ年代に至って定着したと言える。

③運用の外部委託の解禁

九〇年代後半の金融ビッグバンの一環として、

運用の外部委託が可能となった。これにより特に海外運用会社の活用が増加し、前述の運用グローバル化を進展させる素地となった。また、一ファンドの運用を複数の会社に分割するマルチ・マネージャー制の採用も可能となり、九九年のファンド・オブ・ファンズの解禁と相まって、地域別などの運用の専門化が進んだ。

以上、日本の投信の現在に至る歴史について、ポイントだけを捉えて見てきた。

それでは日本の投信の現状を外国と比べた場合、その規模や普及度はどのような状況にあり、制度・商品・販売・運用の各側面でのどのような特徴を見出すことができるだろうか。以下、現状を国際比較してみた。

二、現状の国際比較

(1) 一人当たり保有額は米国の六分の一（規模・普及度の比較）

国際比較が可能な直近時点（一〇年末）における投信の規模・普及度を主要先進国と比べると図表5のとおりであり、日本の投信普及度は非常に低いことが指摘できる。

たとえば(i)残高は米国の一五分の一、仏の二分の一である。(ii)国民一人あたり投信保有額でみると、日本は五〇万円で米国の六分の一、仏の四分の一である。(iii)GDPに対する投信残高の比率で見ると、日本は一三％であり、これも米（八一％）・仏（六二％）・英（三九％）を大幅に下回っている。（なお、以上の(i)～(iii)について、図表5では独の金額・比率が小さいが、独においては隣

図表5 投信の規模等の国際比較

	投信純資産 (2010年末)	投信純資産(A) (円換算)	人口(B) (2010年)	一人当たり投信保有額 (A/B)
日	63.72兆円	63.72兆円	127百万人	50万円
米	118,207億ドル	963.51兆円	310百万人	311万円
英	5,766億ポンド	72.93兆円	62百万人	118万円
独	2,529億ユーロ	27.29兆円	82百万人	33万円
仏	12,103億ユーロ	130.59兆円	63百万人	207万円

(注) 独は公募証券ファンドのみの数字であり、スペシャルファンドおよび公募の不動産ファンドを含んでいない

※円換算レートは10年末レート： 1ドル=81.51円、1ポンド=126.48円、1ユーロ=107.90円

	GDP (2010年)	GDP(C) (円換算)	GDPに対する投信 純資産の比率(A/C)	投信の世帯普及率
日	479.2兆円	479.2兆円	13.3%	7.9%
米	146,242億ドル	1,192.0兆円	80.8%	43.9%
英	14,647億ポンド	185.3兆円	39.4%	na
独	25,283億ユーロ	272.8兆円	10.0%	na
仏	19,544億ユーロ	210.9兆円	61.9%	na

(注) 普及率は日本が2009年、米国は2010年。

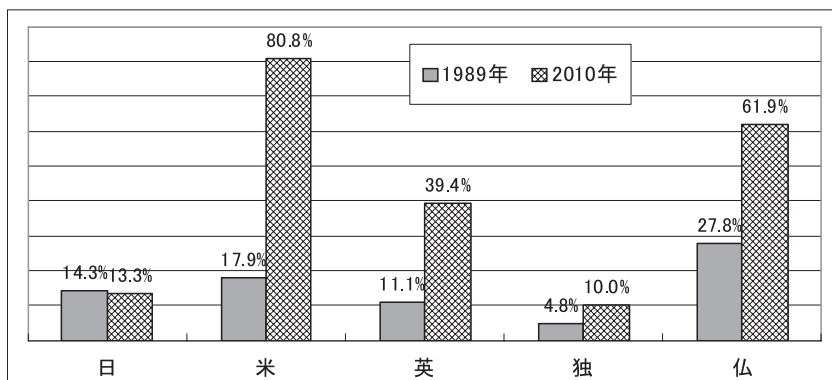
	個人金融資産(日・米は2010年末、他は注参照)		円換算 () 内は投信	個人金融資産 に占める投信の比率
	総額	うち投信		
日	1,489兆円	52兆円	1,489兆円(52兆円)	3.5%
米	47.64兆ドル	5.84兆ドル	3,883兆円(476兆円)	12.7%
英	(注1)40,399億ポンド	1,388億ポンド	536兆円(18兆円)	3.4%
独	(注2)46,717億ユーロ	(注3)5,553億ユーロ	617兆円(73兆円)	11.9%
仏	(注4)39,050億ユーロ	2,606億ユーロ	446兆円(30兆円)	6.7%

(注1) 2010年9月末。(注2) 2009年末。(注3) 不動産ファンドのほかスペシャルファンドの一部を含むと推定される。(注4) 2010年9月末。

※個人金融資産の円換算は表に示した各時点のレートによる(1ドル=81.51円、1ポンド=132.67円、1ユーロ=独について132.00円、仏について114.24円)

〔出所〕 投信については日本が投資信託協会、米はICI (Investment Company Institute)、英はIMA (Investment Management Association)、独はBundesbank、仏はAFG (L'Association Française de la Gestion Financière)、人口・GDPはIMF、個人金融資産は各国中央銀行資金循環統計によった。

図表 6 投信残高の対GDP比率の変化



〔出所〕 図表5と同じ出所データより筆者計算。

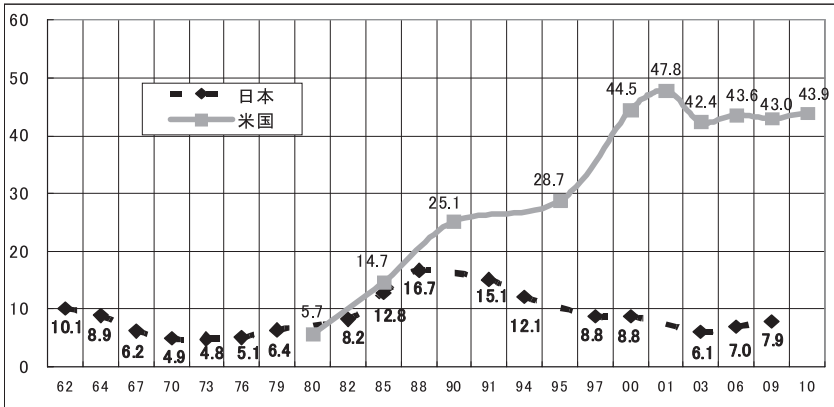
国ルクセンブルグにファンドを設立して国内に持ち込むケースが多く、国内籍ファンドの残高が小さいことによっている。(二)世帯普及率は日本の八%に対し、米国では四〇%を超えている。(ホ)個人金融資産に占める投信の比率は日本の三%台に対し、米・独では一〇%以上である。

以上のように、いずれの角度から見ても日本の投信普及度は低く、逆に言えば今後の成長余力は大きいとも言える。

なお、日本の投信の不振は主に九〇年代以降に顕在化したと言うことができる。

図表6が示すように、九〇年代に入る直前(八九年末)の日本の「投信残高のGDPに対する割合」は一四・三%で、一七・九%の米国と大差はなく、英の一・一%よりも高かった(ちなみに、野村アセットマネジメントの八九年末の投信運用資産額は一五兆九、九六七億円で、米国最大

図表7 日・米の投信世帯普及率(%)の変化



〔出所〕 米国 はICI “Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet, 2010”、
 日本は(日本証券業協会)証券教育広報センター
 「証券投資に関する全国調査」(2003年までは世帯調査、06年以降は個人調査)

のフィデリティの投信運用資産額九六七・八六億ドル⁽⁷⁾(当時の一ドル一四三・四〇円で換算して一兆八、七九一億円)を上回っており、投信運用会社としてはおそらく世界最大であったと推定される。

しかし、その後の二〇年間に欧米諸国では投信残高が大きく成長した結果、GDPに対する割合が二〜四倍に上昇した一方、日本のそれは一四・三%から一三・三%へ低下した。その結果、一〇年末現在では前述のとおり、日本の「投信残高のGDPに対する割合」は、米の六分の一、仏の五分の一、英の三分の一になっている。

また、投信の世帯普及率(全世帯のうち投信を保有している世帯の比率)の変化について、統計の入手できる日・米で比較すると図表7のとおりである。八〇年代には日・米の普及率には大きな差はなく、八五年には日本一二・八%、米国一

四・七%であった。しかし九〇年代に入って米国の普及率が急上昇し四〇%を超えるに至る一方で、日本では八八年の一六・七%（三年に一度の調査であるので、この前後の状況は不明）をピークに〇九年には七・九%へ半減している。

以上のように、過去二〇年間に日本の投信が欧米諸国にくらべ伸び悩んだ最大の要因は、国内の投資環境があまりにも厳しかったことにある。

第一に、株価については九〇年代初（八九年末）を一〇〇として、一〇年末に米・英・独・仏の株価が、それぞれ三五六（S&P500）・二四四（FT100）・三八六（DAX）・一九〇（CAC400）へ値上がりしたのに対し、日本の株価（TOPIX）は三二に下落した。

第二に、債券の金利は各国とも低下傾向にあったが、日本と欧米との水準の差は大きく、九〇年から一〇年の二一年間を平均すると米・英・独が

いずれも五%台であったのに対し、日本は二・四%であった（日本において九九年以降の十数年にわたり「一〇年国債利回りが一%台」という世界史上に類を見ない超低利回りが継続していることは周知のとおりである）。

以上のように日本の投信の運用環境は世界の主要国と比べて著しく厳しかった。逆に言えば、欧米諸国の投信の成長は好環境に助けられた面もある。事実、米国投信協会（ICI）の前理事長フィンク氏は、最近の著書の中で、米国投信の成長をもたらした要因を掲げ（詳細は後述）、近時における最大の成長要因は二〇〇〇年に至る「かつてない規模のブルマーケット」であったと述べている。

(2) 日本の投信ビジネス規制は比較的緩やか(法制の比較)

次に投信の法制面について国際比較すると日本の規制はやや緩やかであると言える。

主要事項を比較すると図表8のとおりである。ここで欧州については、EUの共通基準となっている「UCITS(譲渡可能証券への集団投資事業)」に関するEU指令」を主に参照している。

図表8にみるとおり、①ファンドの公募は日本では当局への届出で可能であるのに対し、米国は登録、欧州は認可を必要とすること、②運用について米国・欧州とも一会社への投資はファンド純資産の5%以内に抑えるという分散投資規制があるのに対し、日本では法的規制はないこと、③収益分配制度についても、日本だけが評価益の分配が可能であることなど、日本は投信ビジネスを行うにあたっての自由度が高いと言える。

(3) ファンド数が多い日本(商品の比較)

次に商品に関連して、各国のファンド数を比較すると図表9のとおりである。

日本は残高規模の割りにファンド数が多い。したがって一本あたり規模は米国の八分の一、英国の二分の一に止まっている。

単位型ファンド(三八七本)の存在、および新商品に重きをおいた営業が行われているため次々と新ファンドを発足させていることがファンド数の増大をもたらしている主因であると考えられる。

(4) 独立FP、確定拠出年金との結びつきが弱い日本(販売面の比較)

販売面においては、ファンドと投資家を結ぶチャネルとして欧米におけるような独立フィナンシャルプランナー(IFA)インディペンデン

図表 8 投信規制の日・米・欧比較

	日本 (証券投資信託)	米国 (ミューチュアル ・ファンド)	欧州 (UCITS) (注)
運用会社の営業規制	登録制	登録制	認可制
ファンドの公募規制	届出制	登録制	認可制
運用上の規制 (例として 1 会社株式への投資制限を掲げた)			
・分散投資を徹底するための 対ファンド純資産に対する制限	法的規制なし	1 会社へは 5 % 以内	1 会社へは 5 % 以内が原則
・会社支配を排除するための、企業の発行株式総数に対する制限	1 投信会社全体で 50 % 以内	1 ファンドで 10 % 以内	発行体の経営に重要な影響を与える議決権を持つ株式を保有できない
販売手数料	自由化されている (同一ファンドについて、販売会社により、また顧客により異なる手数料率を適用することも可能)	目論見書記載の販売価格以外で販売することは違法	UCITS 指令には記述がない
収益分配	評価益も分配可能	評価益は分配不可能	英・独・仏は評価益は分配不可能 (英・仏は実現益も分配不可能)
税制			
・ファンド段階	利益留保可能 (非課税)	利益留保は実質的に不可能 (留保すれば課税される)	英・独・仏はキャピタルゲインの留保可能 (非課税)
・投資者段階	株式投信は株式並み、公社債投信は公社債並み	収益の源泉 (利子・配当・キャピタルゲイン) 別にそれぞれの税制を適用	同左

(注) 欧州の「UCITS」は、Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (譲渡可能証券への集合投資事業) の略

〔出所〕 筆者作成

図表9 公募・証券ファンド数と1本あたり金額の国際比較(2010年末現在)

	ファンド数	純資産	純資産 (円換算)	1本あたり金額 (円換算)
日	3,905本	63.72兆円	63.72兆円	163億円
米	7,569本	118,207億ドル	963.51兆円	1,273億円
英	2,406本	5,766億ポンド	72.93兆円	303億円
独	2,158本	2,529億ユーロ	27.29兆円	136億円
仏	7,791本	12,103億ユーロ	130.59兆円	168億円

〔出所〕 図表5と同じ出所データより筆者計算。

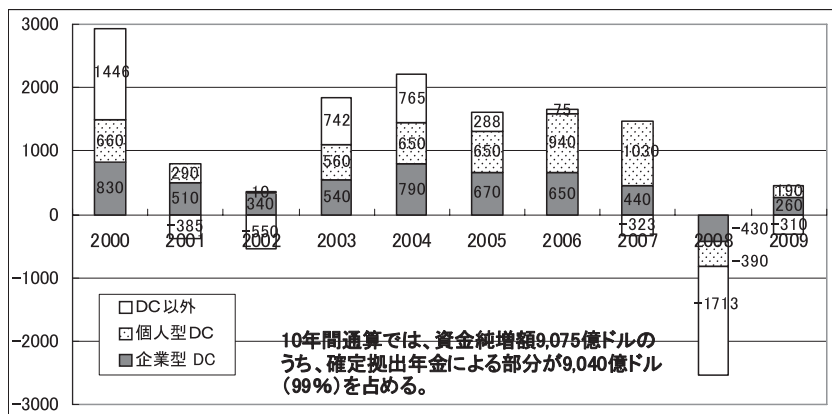
ト・フィナンシャル・アドバイザーと呼ばれることもある）の存在が確立されていないこと、および米国におけるような確定拠出年金（DC）市場が未発達であることを指摘することができる。

このうち、米国におけるDC市場と投信の結びつきについて述べると次のとおりである。

まずDC市場の規模について、八〇年代半ばに二、〇〇〇億ドル程度であった米国のIRA（個人型確定拠出年金）資産残高は〇九年には四兆二千億ドルへ二一倍に拡大し、また四〇一k（企業型確定拠出年金）資産残高は八〇年代半ばの一、四四〇億ドル程度から〇九年には二兆七千億ドルへ一九倍に拡大した。

そして、この市場における投信のシェア（運用資産額のうち投信で保有されている割合）は、IRA市場について八〇年代半ばの一六％から〇九年に四六％へ、四〇一k市場については同じく八

図表10 米国株式投信資金純増額の内訳（単位：億ドル）



〔注〕 株式投信にはバランスファンドを含む。

〔出所〕 ICI資料より作成

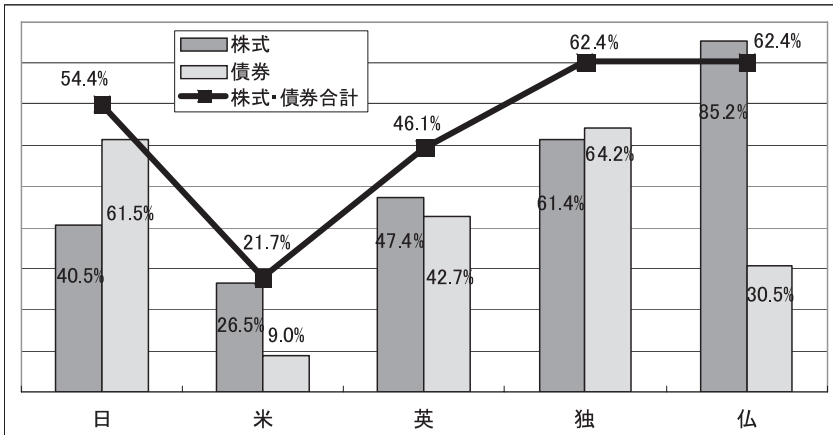
%程度から五五%へ拡大した。

この結果、DC年金（公務員等のDC年金をふくむ）による投信保有残高は〇九年に四兆ドルを超え、米国投信残高一・一兆ドルに占める比率は三六%、株式投信だけをとれば残高の五五%に達するに至っている。

さらに〇九年に至る一〇年間の株式投信の資金フロー（販売額から解約額を差し引いた資金純増額）を見ると図表10のとおりである。DC年金以外の一般買付け分は大幅な資金純減の年もあるなどフレが大きい一方、DC年金からの資金流入は安定していた結果、株式投信については一〇年間合計の資金純増額九、〇七五億ドルのうち九、〇四〇億ドル（九九・六%）をDC年金部分が占めていた。

以上の米国の状況に対し、日本では〇一年に導入された確定拠出年金の市場がまだ小さいうえ、

図表11 各国投信の外国投資比率（英は9年末・他は10年末現在）



(注) 日・英・独は運用資産の内訳(日・独の出所は図表5と同じ、英はONS Financial Statistics)から計算。

米・仏は外国投資ファンド(仏の債券は非ユーロ債ファンド)の残高(出所は図表5と同じ)により計算。

いずれも株式・債券の合計には現金などの資産またはMMFを含めていない。

同市場に占める投信の割合も四割以下に止まっている。すなわち、格付投資情報センター発行「年金情報」二〇一〇年一月一五日号によれば、主要一二金融機関グループが提供するDC年金向け運用商品の一〇年九月末の販売残高は四兆三九四億円、うち投資信託などは一兆五、九二九億円であった。したがって、同時点の投信残高全体(六二兆五、六八八億円)のうちに占めるDC年金ファンド資金の割合は三%以下と計算される。

(5) 債券投資のグローバル化が先行している日本 (運用面の比較)

次に運用のグローバル化に関連して、直近時点における各国投信の外国投資比率を国際比較すると、図表11のとおりである。

日本の外国投資比率はすでに欧州諸国並みの水準に達している(米国は国内市場の規模が大き

く、国内証券の収益率も高かったため、外国投資比率は近年増加傾向にはあるものの水準はまだ低い。

株式と債券に分けて比較してみると、米・英・仏では株式の外国投資比率が債券のそれより高いのに対し、日本は債券の方が外国投資比率が高い。日本の超低金利および投資家の安定インカム（毎月分配受取り）ニーズを反映している結果と思われる。

三、今後の課題

以上述べてきた歴史的経緯、国際比較を踏まえて今後の日本の投信の課題について触れてみたい。

それを描くための参考として、先ず世界の投信残高の約半分を占める米国の投信が大成を遂げた理由を整理しておきたい。米国投信協会（IC

I）の前理事長フィנק氏は、前掲の著書の中で、過去数十年にわたる米国投信成長の要因として次の五つを挙げている。

①証券市況の傾向的な上昇（特に一九八二～二〇〇〇年に至る一八年間にも及んだスケールの大きな株価上昇↓八二年八月～〇〇年三月に至る S & P 500 株価指数の年平均リターンは一・九・七％）。

②中間層の拡大（数千万の人々が住宅取得・子ども教育・自らの退職に備える資産形成を実践した）。

③新商品の開発（MMF、免税地方債ファンドなど）。

④新しい販売手法の開発（銀行等による投信販売など）⁽⁹⁾。

⑤退職準備貯蓄を促進する法制（IRA、四〇一k などの確定拠出年金制度）の整備と、確定拠

出年金市場における投信の浸透。

以上の米国投信の発展をもたらした要因を日本に当てはめて考えてみると、②の中間層の拡大、③の商品開発、④の販売チャネルの拡大については日本でも既に実現していると考えられる。米国と異なる点は①の投資素材―すなわち日本株式・日本債券の投資リターンが低いこと、および⑤の確定拠出年金市場が日本では未発達なことにあろう。

これらの要因を考慮し、前述の国際比較をも踏まえて、日本の投信の課題を挙げれば次のようなことになると思われる。

(1) 運用パフォーマンス(ファンド利回り)のレベルアップ

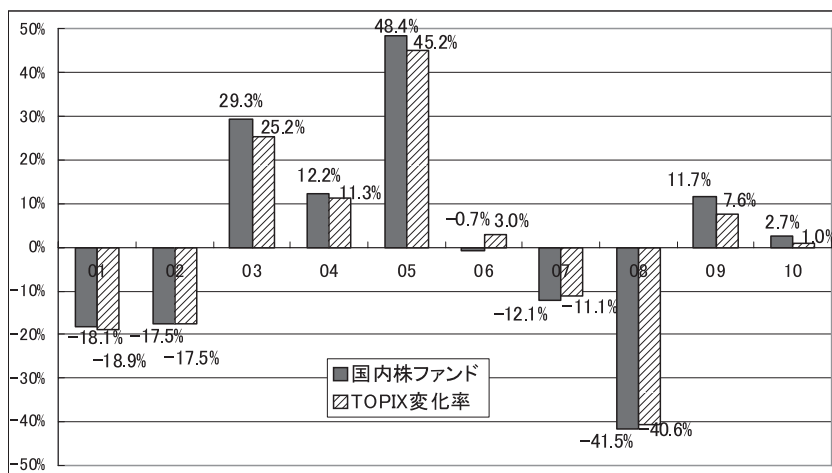
パフォーマンスの向上は投信の永遠の課題であることは言うまでもない。そしてパフォーマンス

を上げるには、運用技術の向上と併せて、良い投資素材の発掘が必要である。前述した国内の厳しい投資環境に対応するために、グローバルな観点に立って良い投資素材を求めることは当然である。一方で、機関投資家として国内株式の投資価値を高めることに貢献することも求められよう。

①機関投資家として日本企業の株式価値向上に資する

日本の投信の運用実績を検証する意味で、過去一〇年間の国内株ファンドの平均収益率と国内株の代表的インデックスであるTOPIX(東証株価指数)の収益率を比較すると図表12のとおりである。毎年の値動きを比較していくと、国内株ファンドの収益率がTOPIXを上回っていた年が六回、下回っていた年が三回、同率の年が一回あり、通算して国内株ファンドが六勝三敗一引分

図表12 日本の国内株ファンド収益率とTOPIX収益率の比較



(出所) 国内株ファンドはモーニングスターインデックス(分配金再投資、単純平均)、TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIXの投資収益率)

けでインデックスに勝っていた。

このように日本の投信のパフォーマンスはインデックスとの相对比较では負けていない。しかし日本株市場全体(インデックス)の収益性が海外市場に比べ見劣りしてきたことは周知のとおりである。九〇年代以降の日本の株価と世界の株価の差は一一三頁で述べたとおりであるが、最近一〇年間(〇一―一〇年)をとってもTOPIXの年平均収益率(配当込み・算術平均)は〇・五%であり、米国S & P 500の三・六%より小さい。

こうしたことから、投信会社は機関投資家として日本企業の株式価値向上に資することが求められる。具体的には、議決権行使を通じてはもちろん、あらゆる機会を捉えて企業に対しROE(株主資本利益率)向上等を働きかけること、そして株式価値の高い企業により多くの資金を供給する(機関投資家としての企業評価機能を高め

る)よう、銘柄選別を強化することなどが考えられよう。

②グローバル投資の更なる推進

上記①の活動が実を結ぶには時間がかかることもあり、併行的にグローバル投資を更に高度化させていくことも必要であろう。

一一九頁で述べたように、日本の投信の海外投資は債券が先行しているが、今後は対新興国をふくめ株式についてもグローバル投資を進化させて、その成果を一般投資家に提供していくことが求められる。

その実現のためには、もちろん各投信会社が内部的にグローバル投資能力を強化することが望ましいが、体制が整うまでの「時間を買う」という意味を含めて、投資対象先(現地)の運用会社と提携する(運用を外部委託する)ことも一法である。

ろう。

(2) 投資家利回りの向上―積立ての推進

(1)で述べたファンド利回りの向上は専ら運用会社の責務であるが、販売会社を含めた業界関係者の課題として、投資家の買付け・換金のタイミングを考慮後の「投資家利回り」を向上させることが挙げられる。

投資家は、市況が上がれば買い、下がれば売るという行動を取りやすい。投信先進国の米国においてすら、その傾向が見られるようである。その結果、投信について「売買タイミングを考慮した投資家利回りはファンドの運用利回りより低い」という報告が出ている。

すなわち、〇三年にボストンの調査会社 Dalbar 社が発表したレポートによると、八四年から〇二年までの期間で、米国株式ファンドに投

資した投資家の平均リターンは年率二・六%であったという。この間の株式ファンドの平均リターンはリッパース社調べで九・三%であった。また最近のモーニングスター社の分析においても、〇九年末に至る米国投資家の長期ファンド（MMF 以外の債券および株式ファンド）についての加重・年平均リターンは一・六八%で、長期ファンドの平均リターン三・一八%を下回っていた。

日本の投資家についても、似たような分析結果が発表されている。たとえば野村総合研究所発行『日本の資産運用ビジネス二〇一〇／二〇一一』によれば、二〇〇〇年度初～二〇〇九年度末の期間を対象に、追加型株式投信の中で残高一千億円以上のファンドについて、一六の商品分類別にファンドの加重平均収益率と投資家リターンを表す金額加重収益率を比較したところ、金額加重収益率が低い分類の方が多かったとのことである。

以上の事実は、投資家の恣意的投資行動をなるべく排除して、毎月積立てなど定期・定額投資を推進することの有用性を示唆している。定額投資を続けていけば、ドルコスト平均法の効果により平均買付コストが下がることは良く知られているとおりである（たとえば〇一年一月から一〇年二月まで一二〇ヶ月の月末日経平均株価の単純平均は一・九八五円であるが、毎月等金額を投資した場合の平均購入単価は一・三七七円と計算される）。

定額積立てを増加させて、投資家の平均買付コストをファンドの平均基準価額より低くできれば、前述の分析結果とは反対に、投資家利回りをファンド利回りより高くできる可能性がある。販売サイドにおいても「積立て」推進の努力が望まれる。

(3) 確定拠出年金の拡充を推進し、その市場で地位を確立する

投資信託は、確定拠出（DC）年金の運用手段として高い適性を発揮する。なぜなら、勤労者は投資信託を毎月購入し、退職時まで保有することにより、①分散された証券ポートフォリオに、②時間分散投資できて、③長期保有のメリットを得ることができるからである。

そして、DC年金プランによる投信買付けは、強制的に月掛投資をおこなうことであるから、前述の投資家の恣意的行動にともなう高値買い・安値売りを排除し、ドルコスト平均法の効果と相まって、投資家利回りの向上につなげることができる。

さらにDC年金導入企業においては加入者に対する投資教育も行われるので、DC年金制度の拡充は、国民の金融リテラシーを向上させる効果も

指摘できよう。

ここで、米・英において益々DC年金制度の拡充が進んでいることを追記しておきたい。

拡充する米・英の確定拠出年金

先ず米国では〇六年の年金改革法により、企業型DC年金（四〇一kプラン）制度の一層の拡充が図られるとともに、運用対象として株式組入れ商品の重要性が更に増している。その内容は次のとおりである。

①四〇一kプランへの加入について、従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合（オプティン）のみ加入する（Ⅱ企業が拠出金を給料から天引きできる）方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否（オプアウト）しなければ、自動的にプラン加入者に繰り入れることができる方式」

に改めた。

②上記の自動加入方式を採用する場合、「給料の何％を積み立てるか」という拠出率を従業員自らが設定しないときは、自動拠出率を一年目は最低三％、二年目は最低四％、三年目は最低五％、四年目以降は最低六％（いずれも最高十％まで設定可能）へ、自動的に引き上げていく仕組みを導入した。

③四〇一kプラン加入者が、プラン資産の運用方法について選択を行わなかった場合、労働省の定める規制に沿った資産を選んだものとみなすことができるようにした。

そして労働省は③の「四〇一kプラン加入者の運用指示がなかった場合の適格投資商品（デフォルト・オプション）」として、「ライフサイクルファンド、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（SMA）」の三つ（いずれも

株式組み入れ可能商品）とすることを定め、M Fや保険会社のG I C S（元利保証投資契約）など元本確保商品をデフォルト・オプションに含めなかった。その理由として労働省は「元本安定商品は短期運用手段あるいはポートフォリオの一部とするには有用であるが、四〇一k資産の全部をこれらに投資してしまうと、加入者が必要な老後資産を形成するために十分なリターンを生まない恐れがある」と述べている（これは日本の確定拠出年金法が元本確保商品を重視していることと対照的である）。この制度改正は、株式ファンド中心に投資にとつて追い風となると米国投信業界では受け止められている。

また、英国では一二年から二二歳以上・公的年金受給年齢（男性六五歳、女性六〇歳）未満の被用者（フルタイム・パートタイム両方の就

（労働者）全員を、一たん自動的に確定拠出年金に加入させる制度がスタートすることになっている。⁽¹⁰⁾

日本では米・英以上に人口の老齢化が急速に進行することが想定され、公的年金財政見通しは米・英以上に厳しい。個人の自助努力積立てを奨励する制度をもっと拡充しても良いのではなからうか。

(4) 投資家の商品理解の徹底と、分かりやすい商品への脱皮

日本では最近、毎月分配型ファンドが人気を呼んでいることは周知のとおりである。これに関連して、「投資家が、投資信託の分配と基準価額の関係（分配は資産の払い戻しであって、分配すれば基準価額はその分だけ下がること）を十分に理

解しているか」が懸念される。⁽¹¹⁾ こうした点を初め、投信の仕組み・リスクなどについて更に顧客理解を深めることが必要であることは論をまたない。

その方法として、販売担当者の対顧客説明を徹底することは当然であるが、そのほかに、ファンドの情報開示制度の改善（発行開示手段である目論見書については交付目論見書の必要記載事項が整理されるなど大幅に改善したので、継続開示手段である運用報告書を読みやすくすること）や、目論見書等に記載する投信用語をもっと分かりやすいものにするなどなどの検討が必要であろう（たとえば追加型株式投信の「特別分配金」（元本の払い戻しに当たる部分であり非課税となる分配金）は「ボーナス分配金」と誤解される恐れがある）。

また商品や商品体系をもっとシンプルにできな

いだろうか。投信は本来、資金も知識も時間も豊富でない投資家でも買える「証券投資の入門商品」のはずである。米国ではごくオーソドックスな株式ファンドや債券ファンドが販売の主流を占めているが、日本の最近の売れ筋商品の中には多通貨ヘッジ・その他のデリバティブを組込むファンドなど難しい商品があることは否めない。

さらに中長期的には、投信法改正をふくめて、投信の仕組み（構造）をより分かりやすくすることも望まれる。たとえば、同一運用内容のファンドについて、一般投資家向けと確定拠出年金向けとで異なる募集手数料・信託報酬率を適用したい場合に、現在は一般投資家向けファンドと確定拠出年金向けファンドを設定し、その資産を合同運用する別個のマザーファンドを設定する方式（いわゆるファミリーファンド方式と呼ばれる二層構造）を取らざるを得ない（投信法に「受益権は均

等に分割しなければならない」と規定されている故である）。これに対し米国では、一本のファンドに種類別シェア（手数料前取りの A シェア、後取りの B シェアなど）を設けて、二層のファンド構造になることを避けている。日本の会社法では既に種類株式を導入していることもあり、投信においても種類受益権が認められることが望まれる。

(5) 既存商品を育成する

日本では新商品中心の営業活動が行われているために、ファンド数も多くなっていることは一四頁で触れた。米国の場合をみると、投資家あるいは投資家との間に立つフィナンシャルプランナーが「中長期の運用実績を重視してファンドを選択する」ため、よく売れるのは実績を積んだ既存商品であり、新商品の販売量は多くない。逆に

いえば業界側でも「小さく生んで大きく育てる」姿勢が徹底している。

話は少し技術論になるが、日本では投資家の換金時に信託財産留保金（換金に応じるため組入れ資産を処分するコストとして基準価額の〇・二（〇・三％程度）を徴収することが今や当たり前になっている。しかし米国には短期換金ペナルティーを除いてファンド留保金は存在しない。何故なら、オープンエンド型ファンドは、顧客の買付・売付注文を日々受けながら徐々にファンド規模を拡大させていく（顧客の換金請求があっても新規販売により相殺されて組入れ資産の売却をしないですむ）ことが一般的であるので、資産処分コストは要らないのである。日本では資金の動きが一方的である（ファンド新設時にどっと資金が入るが、後は流出する一方というケースが多い）が故に、留保金を徴収せざるを得なくなつて

いる。

日本でも、投資家が運用実績をチェックできる既存ファンドに「積立て」投資することなどが一般的になれば、ファンドの資金量が安定化して信託財産留保金という必要悪をなくせる（投資家コストを下げられる）可能性がある。その実現のためには、業者の商品組成・販売姿勢も問題となる。商品の製造者・販売者が新商品の開発・販売だけでなく、既に製造・販売したファンドを大事に育成し、見守っていくことに一層注力することが望まれる。

以上、縷々述べてきたが、本稿の最後に、日本の資産運用ビジネスの大幅な自由化の基礎となつた九七年六月発表・証券取引審議会報告書の中の一節を掲げさせていただく。金融ビッグバンに込められた想いを、我々はもう一度噛みしめるべきであると思うからである。

「自由で効率的な市場の枠組みが真の活性化をもたらすかどうかは、最終的には市場参加者の行動にかかっている。・・・自由には規律と責任が伴う。すべての市場参加者が自由を最大限に活用し、主体性と高い倫理観に裏打ちされた規律をもつて行動することが望まれる。」

九七年六月発表・証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革—豊かで多様な二一世紀の実現のために—」より抜粋

(注)

- (1) 投資信託は戦前にも組合形式や信託形式による商品が存在していたが、特別法にもとづく本格的制度としてスタートしたのは一九五一年である。なお戦前の投信の発足は一九四一年であるから、そこから起算すると日本の投信は七〇年の歴史を持つことになる。
- (2) 図表 1 に見るとおり、一九六一年には投信残高の対 GDP 比率と個人金融資産に占める投信の比率はともに六％台ではほぼ同一であった。それが現在では、投信残高の対 GDP 比率は一三％程度であるにも拘らず、個人金融資産に占

める投信の比率は四％以下に止まっている。その主因は個人金融資産が GDP の伸びを大きく上回って成長したことにある。すなわち二〇一〇年の GDP 四七九兆円は六一年の一九・五五兆円の二五倍である一方、個人金融資産は六一年の一六・九兆円から二〇一〇年の一、四五七兆円へ八六倍に増加している。

- (3) たとえば、証券会社にとってはファンドがポートフォリオ売買を頻繁におこなう方が手数料を多く得られるが、ファンド受益者にとってそれは不利益となる。

- (4) 投資信託協会発行「日本の投資信託二〇一〇」p.5。

- (5) 投資信託協会発行「日本の投資信託二〇一〇」p.5。

- (6) 一九六八年二月に野村投信委託（現・野村アセットマネジメント）が積立て株式ファンドを設定した。

- (7) 米国 Investment Company Institute “Complex Assets Report December 1989”。

- (8) Matthew P. Fink (2011) *The Rise of Mutual Funds 2nd edition*, Oxford University Press.

- (9) フィンク氏は具体的に挙げていないが、この他に新しい販売手法として、ファンドスーパー、インターネットを通じる販売などが含まれると思われる。

- (10) 英国の新個人年金制度の詳細については、杉田浩治「自動加入方式」を採用する英国の新個人年金制度—行動経済学を取り入れた改革—『証券レビュー』二〇一〇年一月

号 日本証券経済研究所 pp105～134参照。

- (11) 日興アセットマネジメントが、販売会社向け研修に参加した銀行の販売担当者を対象に行った意識調査（二〇一〇年七月～十一月に実施）によると、「分配金とは元本の他に付く利息のようなもの」という感覚を持っている顧客がどの程度いると思うか」という問いに対して、「七割以上」との回答が二五％、「五―七割」との回答が三五％を占めていた（日興アセットマネジメント発行『BOSSEYミBOK』「第一部 投信窓販白書二〇一一」）。

（すぎた こうじ・当研究所専門調査員）