

ビッグバンと個人金融資産

一上季代司

一二月からの金融ビッグバン実施を控え、家計貯蓄の動向が注目されている。家計貯蓄のうち高い比率を占める預貯金からどの程度、証券とりわけ投資信託にシフトするか、これが注目点である。言い換えれば、投資信託の市場成長性が注目されているのである。図1は、日本の個人金融資産にしめる金融商品別の内訳であるが、預貯金の割合が高く、証券（株式、債券、投信）の比率は非常に低い。これに比べ、アメリカでは投信が九八年には五兆ドルを突破、家計貯蓄の二割以上を占めて、すでに預貯金の比率を上回ったと推定される。このような日米比較は、将来的に日本でも預貯金から投信へ家計貯蓄がシフトする印象を与える。

しかし当然のことであるが、日米にはそれぞれ固有の事情がある。日本の投信市場が成長するかどうかは、少なくとも、①投資信託に関する規制や税制等の制度上の問題、②わが国における投信産業（運用機関や販売会社）のあり方、③日本の貯蓄者の投資行動如何、の三つの要因に左右される。そこで、以下では、この点につき簡単に、整理してみた。

① 制度的変化—金融システム改革関連法—

本年六月、「金融システム改革のための関係法律」が国会を通過した。この法律に盛り込まれた改革案のスケジュールは、本年二月から施行され二〇〇一年三月までに完了することとされている。いわゆる金融ビッグバンがこれである。さて、この改革案は極めて広範囲なものであるが、投資信託に関連するものを拾い上げて表にすると、第1表のようになる。説明を要すると思われる諸点につき簡単に見ておこう。

①投資信託のディスクロージャーについては、これまで証券取引法の開示義務が適用免除されていたが、今回の改革では、有価証券報告書の提出と法定監査の義務が課せられることになった。これによって投資家保護の観点から透明性が向上したが、監査費用がかかることになった。監査費用はアメリカで一本あたり一万五千ドルから二万ドル程度とされているが、アメリカの投信市場は五兆ドル（七〇〇兆円）の規模で約九千本、これに対し日本では四四兆円の規模に対し約四百本。それだけ日本の投信は一本あたりの規模が小さく、新しく導入される監査費用は割高になる。法定監査の義務づけは当面は新規設定のファンドからとされているが、一本あたりの規模を大きくするため、既存のファンドについて集約化が進むであろう。

②投信委託業務と証券業務との兼業が可能になったことは、投信運用会社が投信受益証券の保護預かりや累積投資業務を行えるようになったことを意味し直接販売を推進しやすくなる効果がある一方、ラップ口座など証券会社による新しいサービス提供が可能になり、さらには投信委託業務の免許制から認可制への転換と相まって、投信運用における競争促進の効果がある。

③金融機関による投信の窓口販売の解禁は、これまで証券会社の営業店に限られてきた投信の販売チャンネルを飛躍的に拡大する効果がある。銀行店舗の数は証券会社店舗をはるかに上回り、今回の投信改革の目玉の一つとされている。

④今回の改革で解禁される私募投信は、規模の小さい基金が多く個別運用ではコスト高になるとされる適格年金の合同運用の受け皿として期待されている。

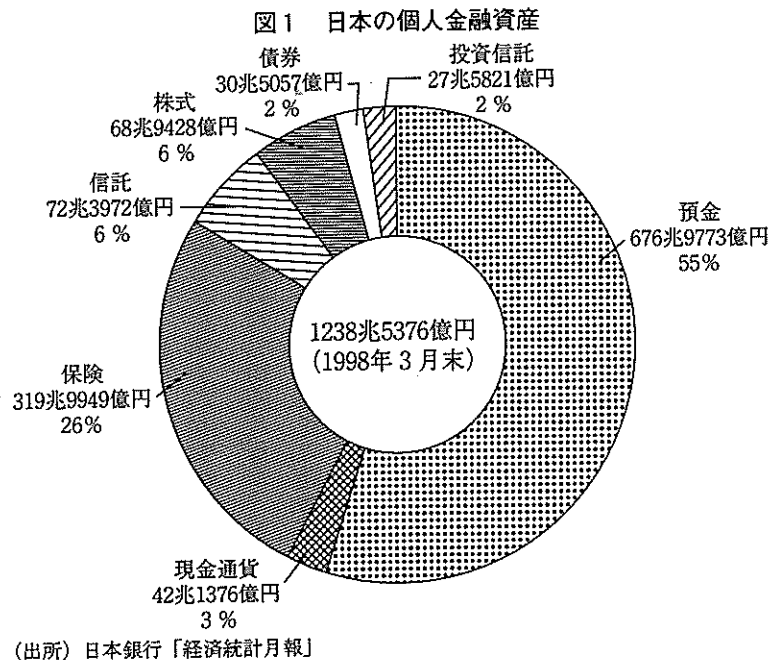


表1 金融システム改革関連法案における投信改革

内容	備考
1 証券投資信託の受益証券へのディスクロージャー制度の適用	有価証券報告書の提出、法定監査の義務づけ (98年12月以降、新規設定につき)
2 証券業、投資信託委託業および投資顧問業の兼業が可	
3 金融機関の証券業務	金融機関による投信の窓口販売の解禁
4 私募投信の解禁	2人以上、49人以下の投信設定を認める
5 投資信託委託業の免許制から認可制への転換	投信委託業の競争促進
6 投信委託業務の外部委託の解禁	専門的な運用が可能
7 信託約款の事前個別承認制から届出制へ	多様な商品の出現を促進
8 投信委託業者の直接販売に関して証券取引法のルールを準用	
9 会社型投資信託 (「証券投資法人」) の創設	
1 証券投資法人の登録制	
2 資産運用は運用業者 (投信委託業者など) に委託することを義務づけ	
3 保管は資産保管会社 (信託銀行) に委託することを義務づけ	
4 証券投資法人の投資証券を保管振替制度の対象とする	

(3)

⑤ 投信委託業務の外部委託の解禁は、これによってわが国の投信運用会社が比較的に弱いとされている海外での運用や特殊な技法の運用を売り物とする投信が設定しやすい効果がある。

⑥ 会社型投資信託 (「証券投資法人」) の創設は、銀行の投信窓口販売とならんで今回の投信改革の目玉の一つである。これまで会社型投信の導入については幾度となく提案がありながら商法、税法等の理由で困難視されてきたが、商法上の会社ではなく、証券投資法人という特別な法人制度を認めることで法律上の問題をクリアしたことから、もう一つは、会社型導入の意義がこれまでのように市況対策としてではなくコーポレートガバナンスの観点から論じられるようになったことが注目される。すなわち、会社型投信では投資家が投信の運用や運用機関との契約内容 (運用手数料など) について発言権を持つ点に力点が置かれているのである。

このほか、投信運用会社が取引コストを節約することで運用パフォーマンスを高める余地を作ったという意味では、①「手数料の自由化」、②法改正ではなく取引所の定款の変更であるが「市場集中義務の撤廃」、③私設の取引システム「PTS」の解禁、④「証券取引所の專業規定の撤廃と複数市場の開設の解禁」も投信市場の成長にプラスの項目といえるであろう。

(4)

以上、投信については、若干の問題が残っているものの (後掲第2表を参照)、今回の改革によって制度上の課題はほぼ解決されたといっている。既に運用上の規制緩和は前回の投信改革 (九四年の投信協会「投資信託改革の実施」) によってあらかじめ済んでいる。今回の改革により、運用、販売における競争促進策が導入され、投資家保護の観点からこれまで問題視されてきたディスクロージャー制度、ガバナンス構造についても決着した。強い

残っている大きな制度的問題としては税制であろう。

さて、制度改革はこれから実施されることであり、この改正によってどの程度、投信市場が拡大、活性化する

表2 日本型投資信託市場からあるべき投資信託市場へ

	規範的、理想的な投信市場	日本型投信市場	変化及び改革案
商品提供	・主要アセットミックス、運用手法につき、グローバルに長期的・競争的に商品が提供	・バランス型ファンドに偏り	
		・グローバルな商品提供力に弱い	・外国投信の輸入販売、外資系運用会社との提携
	・加熱したテーマ、シナリオ（ドイツ株、アジア株ブーム）	・単位型が多く、パフォーマンスが良くても追加的に購入できない	・追加型が増えてきている
	・パフォーマンスの優れた商品の継続的提供	・系列的な品揃え、手数料稼ごの解約・設定の回転	・系列から離れたラインアップが浸透
ディスクロージャー	・大衆化に備えた投信評価制度の定着	・大衆的な評価制度は存在せず	・評価会社が多数参入
	・時価評価（透明性に優れている）	・公社債投信では非上場債は簿価	・非上場債に時価評価（1999/7実施予定）
効率的な競争関係	・運用会社間にパフォーマンス競争が働いている	・販売証券に依存するためパフォーマンス向上のインセンティブ弱い	・運用会社の新規参入・銀行の窓口販売
投信の社会的機能	・その結果、投信による効率的な資金配分機能が働く	・パフォーマンスの良いファンドから残高が減っていく	
手数料	・適切なサービスが継続的に提供される手数料体系	・投信協会の割引禁止規定（カルテル）が存在	・投信協会の割引禁止規定を削除（1998/3実施）
		・横断的で包括的	・投資対象別に縦割り
法制上の問題	・コーポレートガバナンス	・受益者の発言力の確保の場がない	・会社型投信の創設
	・ディスクロージャー	・現状の受益証券説明書・運用報告書では不十分	・有証報告書の提出と法定監査の義務づけ
	・裁判外紛争解決手続き	・総理大臣による仲介制度（ほとんど機能せず）	・協会による斡旋制度
税制	・パススルー（導管理論）	・預貯金と同じ、平均信託金の制度	

（出所）山崎養世「日本の投資信託」『証券アナリストジャーナル』1997年3月、上田正之「投資信託—何が問題か—」（東洋経済新報社、1994年）、落合誠一編著『比較投資信託法制研究』（有斐閣、1996年）、等により作成。

かは予測できないが、一方ですでに、投信産業では運用、販売の両面においていくつかの変化がでている。そこで次にそれをみよう。

2 日本の投信産業の変化

日本の投信市場は、これまで多くの識者によって問題視されてきた。⁽¹⁾日本の投信市場は本来あるべき姿からはずれた歪んだ特徴をもっている⁽²⁾と批判されてきたのである。しかし、最近はそのが是正の方向へ変化しつつあるとも言われている。そこで次にそれについてみよう。

第2表は、さまざまな局面からみて、ベンチマークとされる規範的、理想的な市場と比べて日本の投信市場がどのように乖離していたか、そしてそれがどのように改善されつつあるか（あるいは依然と改善されていないままか）を整理したものである。

【商品提供】

商品の提供という点から見ると、理想的な投信市場ではグローバルな範囲で主要なアセットミックス、運用手法が網羅されており、その様な投信商品が長期的、競争的に提供されている。パフォーマンスの優れた商品が継続的に提供され、系列を超えた商品の品揃えが行われている。これに対して、これまでの日本の投信運用会社の提供商品は株式、債券のバランス型ファンドに偏り、グローバルな商品提供に弱いとされてきた。これに加えて、販売にあたる親会社は系列投信ばかりを売りさばき、手数料稼ごのために顧客に利食いの解約と新規設定ファンドの販売に熱心だったという批判がなされてきた。

しかしこうした過去に対し、最近では変わりつつある。円安傾向に加えて国内の低金利傾向が長期化したことも

あり、外国投信を熱心に販売するようになった。投信の運用会社を系列下におく証券会社でさえ、系列から離れたラインアップが浸透してきた。商品提供という点では、大きな変化が生じているのである。

【ディスクロージャー】

ディスクロージャーについては、先に見たように今回の金融システム改革関連法により有価証券報告書の提出と法定監査が義務づけられたが、これらは一般の投資家にはわかりにくい。一般の投資家にとって簡便な投信評価制度が定着していることが理想的である。日本にはこのような大衆的な評価制度が無かったのであるが、これについても今年に入ってから多くの投信評価会社が参入、事態は変わりつつある。

また日本の公社債投信では非上場債について簿価評価が許されてきた。このため時価を無視した理論基準価格の公社債投信が主流を占めてきたのである。本来、リスクのある公社債投信があたかも預貯金類の元利払い保証の金融商品のように扱われてきた。しかし、この点でも、非上場債に時価評価が義務づけられるようになり、変わりつつある。

【パフォーマンス運用競争】

理想的な投信市場では、運用会社間にパフォーマンス競争が働らき、高いパフォーマンスを提示できる運用会社のファンドは良く売れ、資産規模が拡大、逆にパフォーマンスの悪い運用会社のファンドの売れ行きは悪くなり、市場から退出するという市場原理が働く。これは一面では投信による資金の効率的配分機能が働いているということでもある。

ところが日本の場合には、これまでファンドの販売をもっぱら証券会社に依存してきたため運用会社側にパフォーマンス向上のインセンティブが起きないし、独自のプランに基づく戦略的商品ラインアップやマーケティング戦略に弱いといわれてきた。他方、販売会社サイドでも系列投信を売りさばくだけで、顧客へのコンサルティング、パフォーマンスの優れた商品を顧客に継続的に提供する、という努力に欠けてきた。販売会社は利がのってきたファンドを解約させ、新規設定のファンドを販売して手数料を稼ごうとするので、パフォーマンスの優れたファンドほど残高が減っていくという傾向があり、投信による効率的資金配分機能が働いていないといわれてきた。

こうした現状についても、運用会社の新規参入が相次ぎパフォーマンス競争は高まりつつある。また販売サイドでも、銀行の窓口販売による販売チャネルの拡大、証券会社の個人営業における資産管理型手法の導入など、変化が起きている。

【手数料体系】

理想的な市場では営業員のアドバイス、コンサルタントの有無や質によって手数料は異なっていくべきであるが、日本では販売手数料の割引が禁止されてきたこともあり、手数料の徴収はサービスの質に応じて行われてこなかった。しかしながら今年の三月に、割引禁止が撤廃されたこともあり、手数料とサービスの適切な対応が可能になった。これにより、一部のファンドで他社と異なる手数料を設定する販売会社が現れている。

【税制】

理想的な投信市場では、ファンドは税制の観点からは、最終投資家である受益者への成果帰属の通り抜け勘定であり、単なる導管 (Conduit Theory) である。したがって、ファンドが得た収益の大部分は受益者に配当金として還元すべきであり、受益者が受け取る配当金の原資がインカムゲイン (利子、配当) であるか、キャピタルゲイン (売買益) であるかによって、利子所得、配当所得、売買益所得別の税率が課せられる。ところが日本の

投信税制は預貯金と同じ二〇%の源泉分離課税となっている。この結果、追加型投信には平均信託金制度が課せられ、公社債投信の場合には元本割れが起こると追加設定が出来ないことになる。

他方、確定拠出型年金については税制上の優遇措置を講じれば、投信市場は大きく成長するという期待がある。アメリカでも確定拠出型年金四〇一Kの運用対象の多くは投信に向けられ、アメリカ投信市場成長の原動力となったという評価がある。

しかし投信税制の改革、さらには日本版四〇一Kの創設にからむ税制上の措置は、証券税制全体と絡むだけに、その改正は容易では無からう。

以上で見たように、様々な観点から見て、日本の投信産業は理想的な投信産業から乖離していたのであるが、系列外ファンドの販売が増えてきたことや、運用、販売両サイドにおける競争促進によって日本の投信産業も是正の方向に向かっている。このことは投信市場拡大にプラスの方向に働こう。

(9)

3 貯蓄者の投資行動

最後に検討すべきは貯蓄者の投資行動である。日本の貯蓄者は保守的であると言われている。その性格は、元本保証の預貯金に家計貯蓄が偏っていることに表れている。しかし、日本の貯蓄者のもう一つの特徴は、家計貯蓄の多くが高齢者に集中していることである。一般的には、貯蓄のライフサイクルは、二〇代から五〇代までの間に資産を形成し、六〇代以上の退職者になると資産の取り崩しに入る。これからすると高齢者にとって金融資産は、流動性の高い短期の確定利付き商品の割合を高めることがベターなのである。

従って、高齢者に資産が集中していることが、全体として預貯金の割合が高い理由であるが、さらにその原因は、わが国の退職金制度と日本的雇用制度にある。日本的雇用制度のもとでは、退職金は長く勤めれば勤めるほど多くなる仕組みになっており、高齢になって退職して始めて手にする人が多い。一方、相続税の実効税率が不動産に有利で金融資産には不利という現状は、若年層の金融資産蓄積を抑制する方向に働く。これらのことが相まって、高齢者に金融資産が集中するのである。

したがって、退職金制度、日本的雇用制度、相続税等にメスが入らないと高齢者に金融資産が偏る傾向は是正されないであろう。しかしこのことは投信市場成長にとって絶対的な限界ではない。投資信託はさまざまな特性を備えた金融商品をつくりうる可能性をもっているからであり、高齢者のニーズにあった商品を提供すればよいのである。

(10)

そのうえ家計貯蓄を預貯金に集中させてきた要因の一つがはげ落ちようとしているのである。二〇〇一年三月からはペイオフが実施に移され、それまでのように預貯金は全額保護されず、返ってくるのは元本の一千万円までとなる。これまで貯蓄者は金融機関の信用リスクを考慮する必要がなかった。このことが預貯金に資産を集中する背景となってきたが、このような効果は今後は薄れてくる。むしろ、国債等の短期証券を中心に組み入れ、高格付けを取得しているMRF (Money Reserve Fund) の方が信用リスクが低いということにもなる。

したがって、投信のラインアップに工夫し、顧客属性にあった商品を提供できるマーケットイン体制が整備されれば、投信市場の成長は大いに期待できるであろう。

注(一) 山崎養世「日本の投資信託」(証券アナリストジャーナル)一九九七年三月)は、本来あるべき投信市場の姿をベンチマークとして日本の投信市場の問題点を整理している。以下では、この論文を参考にした。