

## 貯蓄から投資へ

— 投信の銀行窓販からみた投資家行動の変化 —

丸 淳子

### はじめに

丸でございます。紹介をいただきましてどうもありがとうございます。

私は昭和三九年に日本証券経済研究所に入りました。ですので、それから四十何年、証券と証券市場のことを研究してまいりました。実は「貯蓄から投資へ」というテーマでしゃべるのですが、きのう、きょうのリーマンショックで、新聞やテレビを見ますと、個人投資家が、もう株なんか金

輪際やるかというふうなコメントもしておりますので、もしかすると「投資から貯蓄へ」ではないかというふうにも思われると思うのですが、私もちよつとショックを受けて、きょうはどうやってお話ししようかと思いましたが、ちよつと時間がなかったので、当初から予定していたものをつりあえずしゃべらせていただいて、もし皆さんからの御意見がございましたら、一緒に考えさせていただければと思っております。

## 一、日本の投資信託

では、本題に入るということで、「貯蓄から投資へ」。私は、投資信託のパフォーマンスについて研究したのは、私が誇れる唯一かもしれないですが、多分日本で初めてそういうことをやりました。それからずっと投資信託については、フィナンスをやっていると、大体皆さん関心を持つと思うのですが、実をいうとなかなか普及しないというので、どうしてしないんだろうか。これからそのお話をいたします。

それで一時、実は一〇年ぐらい、投資信託の研究から遠ざかっていたのですが、銀行の窓販開始ということ、もしかすると、私にとっては大変な実験をやってくれるのでないだろうかということで、非常に期待をして観察をしてきて、アン

ケート調査なんかしてきました。貯蓄から投資へという流れが多少見えてきたかなといったところで、きのう、きょうのことなものですから、私自身もかなりショックを受けているということですから、頑張って報告をしたいと思います。

### (1) 日本の資産運用の特徴

(文末資料二ページ参照)

これはもう皆さんよく御存じのことで、二〇〇四年のデータですが、傾向からいえば、そう変わらないと思います。斜線のところが預貯金になりますので、要するに、日本は圧倒的に資金の多くの部分が預貯金に行く。アメリカと比べると大きな差があり、リスクのある資産に直接投資することに関しては、日本はその部分が非常に低いといっていると思います。

## (2) 株式投資収益率

(文末資料三ページ参照)

この図は株式投資収益率です。そもそも株を持つていたらどのぐらい収益があるか、あるいは損があるかということで、これは私が研究所にいたころ、多分研究所に入って最初の大きな仕事があったころではないかと思うのですけれども、株式の収益率。金利ですとデータはありますが、株式投資収益率というのはデータがなかったわけですね。株投資については、本来はこれからどれだけ儲かるかという話なんでしょうけれども、残念ながら、それが無いとすると、過去はどうであったのかということをまづきちんと把握して、それに基づいていろいろ分析ができるだろう。特にアメリカではそういうファイナンスの理論ができ上がって、それをこういうデータを使って実証分析をやっていたということです。

亡くなられました蠟山昌一先生の指導で、そのころ、計測室といっておりましたけれども、そこで個別銘柄の株式収益率をつくり、なおかつ、それを積み上げて、市場全体の収益率を計算するということをいたしました。まだまだ大型のコンピュータがやつと出てきたばかりで、研究所にはございませんので、それは外注をするということですが、それからデータは取引所に行って手で写すということで、大分時間をかけていたしました。それは今ずっと継続して行われております。このデータは、年率に直してあるのですけれども、もともとのデータは月でございます。年率で見ただくと、かなり変動しております。一九五二年から始めて去年の末までデータはできております。確かにすごく変動いたしました、一番儲かったときですと、一九七一年に買って七二年に売るといいますと、年率七一%くらいあるので

す。それも市場平均です。全銘柄の平均で七％ぐらいです。

ですが、そういうことばかりではありませんので、バブルがはじけた後は、マイナス二五％ということですよ。五十年以上の平均をとりますと、平均一五％ちょっとですよ。かなり変動もあるねということですよ。リスク商品を株式に限っておりますが、一五％というのは高いんですか、低いんですか。もちろん預貯金や公社債の利回りよりも高いのは確かだけれども、だからといって、この高さでリスクをカバーするのに十分かどうかというのはまた別の問題なわけです。それはまさに投資家が判断するということで、もし日本の投資家が、リスク回避度が高いと、これでも不十分だといって、もう保有しないかもしれないという問題も当然出てくるだろうと思います。

### (3) リスク資産としての投信

(文末資料四ページ参照)

今は株の話をしましたでしたが、今度はまた投資信託に戻りますと、そもそもリスク資産としての投信はどういうふうな位置づけられるか。投資家がリスク回避的ということをお前提にしますと、私は、投資家の最大、唯一の戦略だと思っておりますが、これは分散投資です。ただし、個人で分散投資をするということは、今はインターネットなんかですと、一〇万円ぐらいでも株はいかようにも買えるので、分散投資がかなり可能にはなっている。手数料も安くなっておりますけれども、そうはいっても、何百という銘柄を自分で分散するということはちょっと難しい。そういうことで、これはやはりプロの資産運用者に任せましょうということになるだろうと思うのです。テキストにもそういうふうな書いてございます。リスク分散をす

るためにということですので、なかなかいいものじゃないかということなのですが、実は日本ではなかなか普及しない。

その要因を少し考えてみたい。まず運用会社、かつては投資信託委託会社と呼ばれていましたが、投信の運用会社です。運用会社の運用パフォーマンスが悪い。なので、買ったはいいけれども、ちつとも儲からないということですので、投資家はあきらめて売っちゃうということではなかなか普及しない。

それからもう一つは、そもそも投資信託というのを、投資家がどのぐらい知っているんですか。日本の投資家は、戦後金融政策、金融システム等々で銀行にお金を預けておけば、経済も成長するし、それなりに金利ももらえるし、つぶれることもないしということ、預金をしていればというのがかなりの部分だったと思います。そうする

と、別に投資教育というのは余り必要を感じないということもあるかと思うのですけれども、いずれにしても投資家のほうも、自分の資産をどのように運用しようかということについて余り考えていない。投資信託というのわかりません。

そのころ、証券会社しか投信を売っておりませんでした。証券会社に行く、投資信託にいろいろなファンドがあるよなんというのはどこでも説明しないんですね。行けば新規設定したファンドを売ろうということですので、そのファンドはリスクがあるのかないのか、どの程度なのかということすら説明がなく、投資家を買わせる。それはもちろん売るほうも悪いけれども、買うほうの投資家もほとんど知識がない。儲かるといえば、そうかと思つて買ってしまふというような状況であつたと思われまふ。

それから、今出てきた売るほうというのは、基

本的にこれは証券会社だけです。証券会社はもちろん営利団体だから、利益を上げたいということはおもっともなんですけれども、販売手数料を最大化にする。そうすると、投信を売って投資家がそれを長く持っているということでは信託報酬が入るわけですけれども、手早く儲けるにはどうしたらいいかといえば、売ったり買ったりさせることである。投信の手料は、株式の手料よりは高いですよ。ですから、販売会社としてはなかなか魅力的な商品であったと思われまます。

それから次に、情報開示、これは運用パフォーマンス等々、当然そういうのはないですね。これからパフォーマンスについてもちょっとお話しいたしますけれども、投資家はそもそも基準価格なんという言葉も多分知らない。ですから、投資信託を買わされた者が、一体どうなっているのかなかなか情報が得にくい。新聞等々をじっくり

自分で見て、かなりわかっている投資家はいいですけれども、そうでないと、買って、運用報告書もどうやって読んでいいかわからないみたいなことになっていたのではないかと。普及が進まない要因はいろいろ挙げられるだろうと思います。

#### (4) 投信パフォーマンスが悪い要因

(文末資料五ページ参照)

次に、一番最初に出てきた投資信託のパフォーマンスが悪いということについて。これから悪いというのを実際にお示ししますが、なぜ悪いのかということを考えて、そのころいろいろなファイナンスの研究者なんかは、我々も含めてですけれども、まず日本のファンドマネジャーの質が悪い。ファイナンスの理論ということも、余り勉強しないで運用していたみたいなのもあるのではないだろうか。

ですが、一番よく言われたのは、ここに書いてあるように、ファンドマネジャーはサラリーマンだ。アメリカのファンドマネジャーは、サラリーマンではないんですね。運用して、よければ報酬が上がる。悪ければクビになる等々ありますので、頑張れば、それだけ報酬がふえる。ですけれども、日本の当時のファンドマネジャーはそういうことではなく、基本的には決まったサラリーで働く。パフォーマンスが少しよければ、ボーナスがちよっと上がるといふことはあるにしても、そのファンドの責任者で、あなたに余分に払いますというような契約にはなっていないかったわけです。そうすると、そもそも他人と違うようなことをやって運用者にうんとリスクを課してパフォーマンスを上げるといふインセンティブがあるのかというようなことがよくいわれました。

それから、そのころアメリカのビジネススクー

ルに、ファイナンスの勉強のために若い社員を出していただきましたので、その人たちが二年ぐらい勉強して帰ってくる。帰ってきたときは、とつても元気がいいんですね。新しい理論を習ってきて、これを実際に応用しましょう。ですけれども、ちよっとたつと、みんなおとなしくなっちゃうんですよ。要するに、学んできたことがうまく実際に使えない。

じゃ、どうなっていたかというところ、運用部というのは運用部長がいて、その下にファンドマネジャーがいる。どのファンドはだれが責任者だというふうにはなっていないわけです。いつてみれば、どんぶり何とかというような感じですよ。すると、一生懸命勉強してきて、一生懸命何かやろうと思っても、どうも組織の中ではうまく動けなくてというようなことになっていたのではないかと思います。

ファンドのパフォーマンスはだれが責任をとるのかということが見えない。それから、そのほかに、運用制度の問題で、今はなくなりましたけれども、平均信託金とか、一時は空売りができないとかという運用の制限等々も関係したと考えられます。

## 二、一九八〇年代の投信。パフォーマンス

### (1) 投信ファンドのパフォーマンス評価

(文末資料六ページ参照)

まずパフォーマンスが悪いのを見ておきましょう。パフォーマンスのはかり方ですけれども、一口に投資信託のファンドといっても、皆さんは、ファンドが違うよというのを、何をもって違うというふうに定義いたしますか。もし一言で

いうのだったら、これはリスクが違うんですね。ファンドにもリスクの低いものからうんと高いのがあります。運用者は、まず自分のファンドをどのぐらいのリスクで運用するんだということを意識しているかどうかということが問題になる。

まず、リスクとリターンの関係、ファンドのリスクの違いを考慮したときに、そのファンドのパフォーマンスがいいかどうかということをはかりましょう。その理論的な根拠は何かといえ、ここにCAPMと書いてありますが、これはキャピタル・アセット・プライシング・モデルの略でございます。要するに、資産価格がどういうふうに決定されるのかという話なんです。

前提は何かというと、投資家がみんな分散投資をするということが前提になっております。実は分散投資をして、最も好ましいポートフォリオは何かといったら、マーケットポートフォリオで

す。要するに、市場全体を持つ。実際にはいろいろコストがあるので、それがいいかどうかあれですけれども。

そうしますと、分散投資が十分にできています。個別のファンドの個別固有のリスクは、分散化によって消えちゃうんですね。ですから、幾ら分散しても残るリスクはありません。そのリスクを相対的にはなかったものが、ここにあるように $\beta$ というものです。

そうすると、 $\beta$ とリターン、期待（平均）収益率というのは正の関係にある。理論でいえば直線になるんですね。この直線、そこにSMLと書いてありますけれども、これは証券市場線と申します。これはリスクがあつたときに、平均的にどのぐらいのリターンがあればいいかということ。ですから、この線はリスクを考えたときの平均値になるわけです。

リスクの平均値、 $\beta$ は一です。そのときに、ちょうどマーケットポートフォリオの収益率になる。それよりもリスクが高ければ、マーケットポートフォリオのリターンよりも高くなるし、低ければ低いということになります。投資信託の大体三年とか五年の期間を使って $\beta$ を推定し、その間の平均値、平均収益率を計算する。それがどこにプロットされているかということを見てみましょう。

(2) 一九八〇年～八二年頃の投信のパフォーマンス  
ス（文末資料七ページ参照）

これが一九八〇年代です。一番最初にある八〇年一月から八二年二月ですので、三年間の月別データ、三六個から $\beta$ を推計し、平均値を計算して、それでプロットしてみました。そうしますと、この時期、このSML、要するに、リスクを

考えたときの平均線のほとんどが下なんです。

ということ、あるリスクがあつて、それに見合った収益は上がつてないということなんです。

ちよつといいおくれましたけれども、これはアクティブファンドです。インデックスファンドではなくてアクティブです。アクティブファンドというのは、実際にそうなるかどうかは別として、この平均値を超えようというのを目標にして運用しているファンドということになります。

(3) 一九八五年〜八七年頃の投信のパフォーマンス  
ス（文末資料八ページ参照）

それから次に行きますと、これは八五年から八七年というところで、バブル期に入つて、相場でいえば非常にいいときですよ。相場がいいので、先ほどよりも、この線より上のもある。相場がいいときって、我々だつて結構いいパフォーマンス

は上がるではないか。プロなんだから、もつと上がつていいだろうみたいなことがありますけれども、とりあえずその平均線よりも上に出てきたんだけれども、相変わらずその下にも随分たくさんあります。

というので、まず最初に、パフォーマンスをこのファイナンスの理論に基づいて、リスクリターンという関係からはかると、どうも一九八〇年代、実は私はそのもつと前にもやっています、やはり悪かったのですが、この八〇年代も悪いといつていいだろうと思います。

(4) なぜ八〇年代のパフォーマンスが悪いのか  
（文末資料九ページ参照）

なぜ悪いのかというのは、先ほどファンドマネジャーが悪いのよと。実は私なんかもしばらくの間、ファンドマネジャーが悪いといつていたので

すが、でも、どうもそれだけでこれを説明するのはどうかと思っていたのです。

運用会社の若い人とちよつと私的な勉強会をして、若い運用者が嘆くには、どうも自分たちが一生懸命つくったファンドが長続きしない。パフォーマンスがいいのに長続きしない。どういふわけか売却されてしまうというのです。投資家の顔を見たいのですけれども、基本的にそのものしかないですから。どうしても販売会社、証券会社経由の情報しかない。販売会社は、先ほどいいましたように、手数料をなるべくたくさん稼がたいということだと、なかなかパフォーマンスがいいというのがどんどん伸びるということでもないか。その辺にちよつと問題があるのではないか。これは基本的に契約型の投資信託です。投資家が売るといふことを投資家が決めたのか、販売会社がそのように進めたのか置いておいて、売ると

いうことは、契約を解約するわけですので、ファンドマネジャーは何をやるかというと、慌ててどの株を売ろうかということを考えるのですね。比較的理想的なポートフォリオをつくっていたのですが、解約がどどつと来ますと、何かを売らなければいけない。そうすると、慌てて売ると、いいことは余りないですよ。大体その株価は下がるとか。

そうすると、株価のマーケットインパクトを少なくするには、いい株で保有しつづけたいが、流動性があるので、それを処分しましょうみたいなことになってしまう。そうすると、持っていたポートフォリオがだんだんいい形から崩れていく。それをまたもとへ戻すというのはなかなか難しいということにもなるだろうと思います。

(5) 投信ファンドの販売

(文末資料一〇ページ参照)

これは皆さんも耳たこで、こんなことを今さらですが、投信ファンドの販売はどうなっていたかというところ、これは運用会社、そのころは投資信託委託会社ですが、それと販売会社、要するに、証券会社。そもそも最初に日本で投資信託を戦後つくって販売したのは、証券会社が自分で投資信託をつくって売っていたのですね。それがいろいろ問題が当然ありますので、分離するという形になりましたけれども、基本的には証券会社の一〇〇%子会社が運用会社をやるということで、昭和の最後、六〇年ぐらいまでは、証券会社が採用や人事を全部やって、その中から運用会社に人を回すということをやっていた。

ということですから、とりあえず会社の門は別々にあるんだけど、中のほうはかなり一緒

というようなことになっていたということと、これは販売会社のほうが当然親ですから、力関係でいえば圧倒的に強いということになります。

日本の投資信託の特徴の一つは、ファンドの数がすごく多いんですよ。どうするかというと、新規に設定をして、ストーリーをくつつけて、それで売るということをやるわけですね。数はたくさんある。ですけども、新しいファンドを販売したときに、新しい金が入ってくればいいのですが、そうではないとすれば、今持っているファンドを売らせて、新しいのを買わせるということもやるわけですね。ということ、投信の売買回転が速くなるということが行われていたように観察されます。

ということ、運用会社は、投資家がどういうニーズを持っているかということよりは、販売会社がどういうニーズなのかということに振り回さ

れるというようなことが私的研究会でもわかって、どうも運用もさることながら、販売のところ  
に問題があるのではないだろうかと思つたのです  
が、販売のところを研究するというのがなかなか  
難しい。個別にちよつと話を聞いてというけれど  
も、それでは実は論文は書けないわけです。

何かその辺は怪しいなとは思うけれども、  
じゃ、それをどういうふうに実際に実証分析をす  
るかということになると、なかなか動けなくて、  
ちよつとしばらく研究から遠ざかっていました  
ら、金融ビッグバンで、日本もまさに貯蓄から投  
資というようなことで、投資信託改革がかなり行  
われた。そのときに、販売会社が銀行でも販売で  
きるのだというようになりましたので、こ  
れが投信の普及にどういうように関与していくの  
か、影響があるのかということを見ようと思つ  
て、まず、公表データを観察しました。

### 三、銀行窓販以降の変化

#### (1) 投資信託の普及状況

(文末資料一ページ参照)

ちよつとこれを見ていただくと、銀行窓販が始  
まったときから直近までの公募投信の残高です。  
きょうの話は公募投信に限っております。一番下  
のところは三〇兆円ですので、そこから去年の夏  
あたりがピークで八〇兆円になって、今また下  
がっております、ここ何日かは大変なことにな  
っているのかなと思います。

まず投信販売が始まってすぐは、銀行はリス  
クのある商品をリテールに販売するということは全  
く経験がないということで、かなりリスク商品と  
いうことで慎重になる。なるべくリスクの小さい  
ものから売ろうではないかみたいなことだったん

ですね。

## (2) 銀行経由の販売実績

(文末資料一二ページ参照)

始まってからすぐ上がっているのは、銀行経由で売れて上がったというよりは、ITバブルがあまりまして、相場がよかったので大分投信が売れたと考えられます。その後、ドドドッと減っています。これはITバブルがはじけたということもありますけれども、銀行がかなり力を入れて売っていたMMFがずっこけちゃったんですね。多分銀行では、MMFをリスクがないというふうに売っていたと思うんですよ。リスクがない、あるいは元本割れはしない。元本割れしないということと、リスクがないとはちよつと違いますけれども、とりあえず元本割れはしないといっていたと思うのですけれども、大いに元本割れいたしました

た。エンロン債の破綻等々があった。九三〇〇円ぐらいになったのがあった。

それから、これは全くの余談ですが、証券経済学会というのがあります。その事務局が研究所にあるのですが、そこで多少資産があるので、それを運用する。でも、基本的にはすごく短期で運用するので、MMFで運用していたんですね。あるファンドを持っていたのですけれども、それが元本割れたんですよ。ですから、いつてみれば、玄人の集まりのところで、何でそんな元本割れのMMFを持っていたかということで、そのときちょうど帳簿を見なければいけない私としては、びつくら仰天ということでありました。今だから笑っていいのですが、何かそういうような変な事態が起こった。

いずれにしても、銀行はすごく慎重に売っていったはずのMMFがこけてしまったということ、

いよいよ慎重になる。ですが、やっと日本の経済も復調してということに徐々に上がってきました。去年の夏までは順調に。なお、二〇〇五年に郵便局でも投資信託が販売できるようになりましたので、とりあえず急速には伸びているのだけけれども、絶対額としてはまだそう多くないので、今回は銀行ということに絞らせていただきます。

これが銀行経由の販売残高であります。現在のところ、要するに、半分は銀行経由ですね。

#### 四、投信販売にみる投資家行動

(文末資料一三ページ参照)

次に、投信販売にみる投資家行動、きょうの主たる話題であるのですけれども、地方銀行の投信窓販に関する調査をしています。調査主体は私の研究室と想研というところで共同でいたしました

た。地方銀行なので、地方銀行と第二地銀が対象で、一一〇行ございました。回答数は七一行ということで、この種のアンケート調査だと、回答は悪くはないのかなと思います。

銀行じゃなくて、なぜ地銀なのかという質問が、こういう研究発表をしますと必ず出るのですけれども、まず証券会社というのは、そもそも支店が少ない。あるとすれば、地方でもかなり大きな都市だろうと思うのですね。ですが、地方銀行の支店というと、当然そこには多分証券会社の支店もないということなので、多くの投資家は、証券会社とか証券にはなじみが薄い。リスク商品になじみの薄いような投資家が、銀行経由でどのように投信を買うのだろうかということを調べてみたいという趣旨で、一応地銀に絞ってあります。

(1) 投資家の投信選択・投資家の判断

(文末資料一四ページ参照)

二〇〇五年、二〇〇六年、二〇〇七年と、三回  
定点観測といいますが、大体二月、三月にいたし  
ました。ことしはちよつとずつこけで、夏になっ  
てしまったので、四回目はきよりの発表に間に  
合いませんでした。とりあえず去年までの三年間  
で見ると、どのような傾向があるだろうかという  
ことを見たいと思います。

本当は投資家にアンケート調査をしたい。です  
けれども、投資家にアンケート調査というのは数  
も多いし、どうしようもないので、みんなそれを  
やりたいのですが、なかなかできない。あくまで  
もこれは銀行の窓口を通して、どういうことがわ  
かったということですので、間接的な投資家行動  
ということになりますので、それはちよつとまず  
お断りしたいと思います。

下から上、下が二〇〇五年で、上が二〇〇七年  
ということになります。そうすると、まず投資  
家、預金者が、投信選択をするというのは、どの  
ようなことになっているかと申しますと、投資家  
が自分で銀行の窓口に行つて、投資信託の説明を  
聞いて、じゃ、これを買いますという人がどのぐ  
らいいるかといったら、二〇〇五年だと一〇%な  
んですね。基本的に六〇%は「いいえ」というの  
ですから、これは自分では判断していないという  
ことになります。

ということとは、銀行員がお勧めをして、説明を  
して、いろいろ話を聞いたら、リスクはとりたく  
ないといっているのです、じゃ、こういうファンド  
はどうですかみたいなことで勧めて買ってもら  
う。きょうはアンケート調査の結果を最小限持つ  
てまいりましたけれども、このときに窓口で投資  
家がやってくるのか、あるいは行員が預金者のお

宅に行つてやるのかというと、圧倒的に預金者のお宅に行つて売っているのですね。

預金者も、預金があるので、月に何回とか行員が行つて、いろいろと話をしている間に、今回銀行で投資信託が買えるようになりました。そもそも投資信託って何ですかみたいな話から。ですから、一回や二回ではないにしても、何回か行つている間に預金者が少し理解して、じゃ、満期になつたので、全部ではなくて、そのうちの少しを、投信でも買ってみましようかというようなのが多い。それが二〇〇六年とか二〇〇七年になると、直接自分で判断するというのが三〇%近くになつて、「いいえ」のほうが大分減りました。

どちらでもないというのは、とりあえず銀行員がお勧めして説明したりしているうちに、自分も一緒に考えてというので、共同作業で、じゃ、こういうのを買いましようというので、半分それな

りに理解しながらということをやっているの、どちらでもない。自分ですべて判断するのではなくて、行員といろいろ相談して買っているということが読み取れます。

## (2) 投資家の投信選択・担当者の提案

(文末資料一五ページ参照)

それから、これは今は行員から見た預金者がどうかということですが、今度は担当者の提案かどうかみたいなことを見ますと、二〇〇五年ですと、八〇%は、担当者がこのファンドはどうですかといったら、そうかというので買っている。そういう傾向がだんだん減りまして、二〇〇七年ですと、五十数%に減っている。いづれにしても販売するほうが、力関係でいえば、強いというよなことが見てとれるかなと思います。

### (3) 銀行の投信ファンド選定理由

(文末資料一六ページ参照)

次に、銀行の投信ファンド選定理由。銀行というのは、これは地方銀行ですが、販売者です。運用会社から、商品、投信ファンドを仕入れるわけです。運用会社から仕入れるとき、どういう判断で仕入れているのかというのを聞いているという意味でございます。

かつては、系列関係がやはりあるのではないか。系列があつて、販売会社と運用会社の系列でその商品を売るといふので、銀行が窓販を始めた当初は結構それがあつたのです。系列で売るといふことが、二〇〇五年ぐらいの時期になると、ほとんどもうありません。もう少し実質的に自分の銀行ではどういふファンドがいいかなというようなことを重んじるという傾向になりつつあつた。

その幾つかの理由は何かと申しますと、一番

は、やはり過去のパフォーマンスがいい。このファンドはなかなかよかつた。さっきのでいえば、いろいろ含めて平均よりよかつたんだと。そういうのだと投資家にも説明しやすいというので、ファンドのパフォーマンスがよかつたというのが第一なわけです。

もう一つは、運用会社のサポート。というのは、銀行員がファンドを売るときですけれども、そのファンドの特徴やなんかを説明するための資料等々は自分では当然つくれないですね。運用会社から、ファンドの説明の仕方とか、今経済はどうなつてるとかみたいなことも含めて、そういうサポートがあるというところのファンドを選択することが多いということになります。

それから、ファンドの説明しやすさ。リスク限定型何とかみたいなファンドは、実は私なんかが目論見書を見ても、一体どのようなリスクが限定

されていて、本当にリスク・リターンに関係になつていのかをみたいなのが難しいのは、銀行員がそれを説明するのはなかなか難しい。ということなので、比較的説明がしやすいものを選択する。

それからあとは、ラインアップの拡充等々ですね。

もう一つは、一番下の分配金ですが、実は日本で売れているものは分配型なんです。上の総合と分配とでは、分配が随分少ないのですが、どうもその辺が、こちらの意図とちよつと違うふうに理解して、もしかしたらアンケートに答えているという可能性もあるかなとは思いますが、実をいうと投資家の中では分配金が非常に大きな要素とされます。

#### (4) 銀行の重視する販売戦略

(文末資料一七ページ参照)

銀行が重視する販売戦略はどういうものかと申しますと、まずこれは少なくとも銀行、特に地方銀行がそうだと思うのですけれども、やはり行員の質については、幾ら行員が一生懸命勉強しても、なかなか現実についていけないぐらいなんです。ですから、行員にいかにかセールスの研修をさせるかということは、多分投信を売っている限り、それはもうずっと必要なだろうと思えます。というので、まずセールスの研修をしなければいけない。リスク商品とは何たるかも含めて研修しなければいけない。

それから、特にコンプライアンスが今とても重要ですね。リスクというの、ちゃんとリスクを説明しなければ売ってはいけない等々のことをきちんとして守るかどうかというので、コンプラ研修も

とても重要だ。

それと、顧客へのセミナー。これは二〇〇七年で大分ふえております。さつきも申しましたように、かつて投資信託を買うのは、行員が投資家のお宅に行つて勧めていた。それがこのごろは、どちらかといえば、投資家が自分の意思で銀行に来て投信を買う。さらに、もつと積極的に、世の中がどうなっているのか、経済はどうなのか、自分の持つているファンドはどうかというので、セミナーに積極的に参加するというのが非常にふえているですね。そうすると、そのセミナーにどういふ講師を呼んでくるか。何百人も集まるようなセミナーもある。そういうところはかなり有名な講師がやってきて、世界経済、日本経済を説明して、その後、個々のファンドについて説明をする。そういうセミナーが非常に重要視されているということなので、投資家のほうも、自分の足

で歩いてセミナー会場に行つたりというので、かなり積極性が増していると読むことができるのではないかと思います。

#### (5) 銀行が運用会社に望むサービス

(文末資料一八ページ参照)

銀行が運用会社に望むサービスというのは何かといえば、もうこれは一にも二にもみんな同じで行員の研修に講師をとか、いろいろ資料等々を提供してくださいということ、銀行員の質向上についてかなり運用会社に頼っているということがあるかと思ひます。

それから、まさに今だろうと思うのですが、実は市況急変のときのクイックな応対は、銀行ではできない部分がある。今回のようなときに、銀行の上層部が、どういうふうに対応するかということ。でも、そのときも、きつと運用会社にいろいろ

ろな情報を提供してもらっていると思います。個々の行員に至るまで、今回事こったことをどう説明するかみたいなことが必要なときには、銀行そのもので対応できないときは、運用会社に頼ることがかなり重要視されているというふうになっております。

#### (6) 地銀の投信窓販の収益性

(文末資料一九ページ参照)

銀行も、この投資信託業務を最初は非常に恐る恐るやっていたのですけれども、大分手ごたえを感じているということで、少なくとも二〇〇七年のアンケートで見ますと、投信業務が収益の柱になってきていると答えているのが銀行の九割以上です。地方銀行の九割以上は柱になっていると答えております。

投信業務の手数料は何かというと、販売手数

と、あと信託報酬があるのです。理想をいえば、投資信託が長期投資ということであれば、信託報酬で稼ぐのが王道なんですけれども、なかなか信託報酬だけではということ、販売手数料に頼るということがどうしても起こりやすい。ですが、一応手数料の収益性というのが各銀行では非常に重視されていると思っています。これはあくまでも地方銀行の平均的な姿なので、個別に見ると、かなり柱になっているところと、いや、ほとんどもう手をつけておりませんというところもあります。ですので、かなり格差はあります。

#### (7) 投信の回転売買

(文末資料二一・二二ページ参照)

証券会社だけで販売していたときに、さつき問題にいたしました投信の回転売買というのが、銀行窓販が始まった後は一体どうなっているんだら

うかというのをちよつと計算しようと思うので  
す。

これが結構面倒くさいので、本当の意味の回転  
売買ではございませんが、非常に簡単にやっ  
ています。販売とは今年一年間でどのぐらい売れま  
したというものです。その間に純資産がどれだけ  
えたかということ、基準価格には変化がなく  
て、なおかつ、売却が何もないとすれば、これは  
一と出るので。ですが、売却があれば、その  
分、純資産が減りますので、一・五とか二にな  
る。プラスして実はこの間に基準価格が変化し  
ますので、その影響がかなり大きい。とりあえず  
株式投信をこういう基準ではかったら、二〇〇四  
年が二・四、二〇〇五年が一・五、二〇〇六年が  
二・九。二〇〇七年は純資産が減っているのだ  
ね。それでマイナスになっているので、ちよつと  
読みにくいのですが、こういうことになってい

る。

何がいたいかと申しますと、地銀経由を同じ  
ような定義でやると、投信全体より低いとい  
うことがいえます。ですので、販売額に対して売却が  
少ないと見ていいかなと思います。大手銀行も実  
はそんなに高くないので、そういう意味では、こ  
ういう基準でいうと、証券会社のほうが、売買回  
転が高くなっている。ただ、今いきました定義が  
非常にあいまいです。これで大きな声でいうつも  
りはないのですが、多少こういう傾向があるかな  
というふうには思っております。

#### (8) 売買回転率と投信業務収益率

(文末資料二三ページ参照)

それから、この売買回転率で投信収益業務を回  
帰させると右上がりですので、売買回転があれば  
手っ取り早く手数料を稼げるというのは、多少そ

うという傾向は当然あるだろうと思います。

### (9) アンケート結果との整合性

(文末資料二四ページ参照)

それから、アンケート調査をいたしますと、これは地銀のアンケート調査ですが、二〇〇七年なんかで売れているものは何かといえますと、結構仕組みの複雑なもの、それから、新興国のものなんかはそうですが、リスクが高い。それから、ファンド・オブ・ファンズですから、これはファンド作成を二回やるわけですから、総じて最近、少なくとも二〇〇七年に売れているものは、手数料の高いものですね。そうすると、考え方によつては、とりあえず標準的なものは一巡したもので、次に売れるものかというと、目先の変わったものかというと、こういうものが出てきて、これは手数料も高いしということで、販売を積極的にした

というふうに見るのかなと思いますけれども、一応こういう傾向があるということでありませう。

## 五、銀行窓販後の投信パフォーマンス

(1) 二〇〇〇年～二〇〇八年二月のパフォーマンス

ス(文末資料二五～三〇ページ参照)

私は投資信託のパフォーマンスが悪いということの一つの理由は、販売のところの問題があるのではないかと考えていますので、窓販が始まってから、投資信託のファンドのパフォーマンスはどのようなになったのかということを見ましようというので、もう一度CAPMを使って、最近のファンドのパフォーマンスをはかっております。

これは大学院生と一緒に研究をやっていて、とりあえず今出ている簡単な結果を説明します。こ

これは二〇〇〇年から直近の二〇〇八年の二月のデータを使っているのですが、最初は二〇〇〇年の四月から二〇〇三年の三月、三年間ということでした。

このとき、ITバブルがあつて、はじめてということで、市場全体のパフォーマンスがマイナスなんです。というので、CAPMというのは、そういうときには右下がりになります。リスクが大きいほど収益が悪いという関係にある。ですが、いずれにしてもこの線、SML直線の上にあるかどうかというのが問題になります。

これを見ると、もちろん下もあるけれども、上もかなりあります。市場パフォーマンスがよくなるところでも、半分ぐらいはパフォーマンスはこの上を超えているということがいえるだろう。六期やっているのですけれども、どの時期も、かつてのリスクを考えたときの平均線に比べると、大

分その上にもある。格差も随分ありますけれども、上もかなりある。下もかなりありますが、上もかなり出てきているといつていいだろう。

(2) 二〇〇三年四月～二〇〇六年三月のパフォー

マンス（文末資料二八ページ参照）

それから、これは市場、相場が最もよかった時期の二〇〇三年四月から二〇〇六年三月ですが、これはこの線のほとんど周辺にいるか上なんです。相場がいいときは、一九八〇年代も相場がよいつきには、投信のパフォーマンスもちよつとよかつたように思いますが、ここでも相場のいいときで、これはほとんどのファン드가リスクとリターンの関係にあつた。ただ、これはアクティブなので、できれば上に超えたい、線の上にいたいというのはありますけれども、八〇年代に比べると、かなりパフォーマンスがよくなっていると

いつていいだろう。よくなったということが銀行窓販とすぐイコールということではないにしても、地銀のファンド選択の最大の理由がファンドのパフォーマンスであることから、パフォーマンスが意識された結果とも考えられます。

### (3) 相場急変時の投信残高、基準価格の変動につ

いて（文末資料三一・三二ページ参照）

基準価格が当然変わるので、基準価格が下がれば当然純資産額は下がります。純資産残高が下がったということは、基準価格が下がって、みんなびっくりして売却して出ていっちゃったというふうに読むことももちろんできるわけですけれども、よくよく見ると、かなりの部分、少なくとも去年サブプライムローンの問題が起こって、去年の秋ぐらいまでは、実は売却が増えて、残高が減ったというよりは、基準価格が下がったので、

その分、純資産額が下がったということだったのです。

ただ、そうはいっても、これだけ基準価格が下がってくると、やはりとてもじゃないけどリスク資産は嫌だというので、出ていっちゃうということがふえてきておりますので、それはもうちょっと識別をしないといけません、いずれにしても、相場急変のときは、一つはそもそも買が入ってこないというのと、一つは売却がふえる。もう一つは基準価格そのものが減ってしまうので、純資産が減ってしまう。そういうことを考慮して、どういうふうになったかというのを見なければいけないと思いますが、私の前の経験から見ると、基準価格が下がった割には、純資産が減っていない。減っていないですか、売却がふえてないという意味で、減っていないと思います。そのように見てとれる。

地方銀行の特徴はどういうものかといいますと、先ほど地方銀行は売却が少ないだろうといったのはどういふことかというところ、まずそもそも純資産が減る一つの原因であった基準価格の下落が、ファンドによつて随分違うのですね。不動産投信というのは、非常に基準価格が下がっている。ですが、グロソブ・ファンドなんかは、そんなに下がっておりません。健闘しております。

そうすると、そもそも銀行が取り扱っているファンド、あるいは地方銀行が取り扱っているファンドと、証券会社を取り扱っているファンドに違いはかなりある。そのファンドの違いによつて、売却が余り多くない、あるいは、いや多かつたみたいなきことが起こるといふ可能性はあります。

一つは、あるファンド、不動産投信なんかですと、これはかなり売却が多いんですね。そのお金

がすぐ銀行に戻るのかというと、いや、いつてみればもう少しリスクの少ないファンドにシフトする。ですから、ファンドの中で、シフトも起こっているということが一つ挙げられる。というので、この相場が下落でも、これはすべて同じように下がっているわけではないので、ファンド間の特徴によつて、こういうときでも余り減らない。

ということは、そういう意味では、もともとリスクがそんなに多くないファンドというのは、ある意味では長く持たれるし、何か起こったときにも、頑張れるといえますか、もう少し我慢して持つていふようなことにつながる。

ですから、これは投資家から見ると、投信を買うときに、こういうのはなかなか魅力的なんです。あつという間に二倍になったりするものだから魅力的なだけども、長期的な観点から見て、そういうものを持つことが本当にいいのかど

うかということについては、改めて考えさせられるという今の場面だろうと思っております。

## 六、銀行窓販の問題点

時間の関係で、先にこつちをご説明します。

(文末資料三九・四〇ページ参照)

地銀のデータからつくりました。これは複数回答になっているので、実は足して一〇〇%にはなっておりませんが、ちよつと傾向を見ていただくと、地方銀行の主な顧客はだれかというところ、これは新聞なんかにもよく書かれていますので、まさにそれと同じなんです、一番は六〇代です。それから基本的に資産家といえますか、富裕層です。で、三〇〇〇万円以上というのが多い。いずれにしても、六〇歳代が多い。ちよつと団塊の世代で定年を迎えて、お金も入ってきて、どうも銀行

に預けておいてもというので、投信がちよつと調子もよかつたので買ってみたいということですよ。

それ自体、ちゃんと理解して買っているということ。を前提にすれば、決して悪いことではないのですが、されど、多分その人たちは、買って一年か二年で今の状況に陥っているわけです。そうすると、自分が投資したものの三分の一はなくなってしまうかなということになっている。

ここから何が問題かというところ、三〇代、四〇代はなかなか投信に手を出していない。銀行なんか、地銀なんか、いろいろアンケートとか、インタビューなどをしてお聞きしますと、六〇代でかなり裕福な人は投信をもう経験している。もつとすそ野を広げるには、やはり若い人がもう少し積極的に買わないと、すそ野が広がらないけれども、そこがなかなか広がらないというよ

うな話も聞きました。

## 七、今後の課題——投資教育の

### 重要性（文末資料三八ページ参照）

五十年の株価の動きだけ見ても、とんでもないですね。上がったりがったりするし、大変なバブルも経験いたしました。ただし、平均的に見ると、株式を見ても、先ほどいいましたように一五%ある。これをうまくとらえることになる、やはり何やかんやいっても、長期投資なんです。

それと、もう一つは、若いときであれば、多分三〇代だったら、運用期間が三〇年、四〇年。その間に波はありますよね。ですけれども、それを平均化すれば一五%になるかもしれない。なので、若いうちにリスクをとって、六〇ぐらい、もう私ぐらいになったら、リスク投資はやめまし

て、日本の国債は大丈夫かという問題はありますが、国債とか、かなり安全なものにシフトさせる。そういうライフサイクルというのが、実はある意味で、これは常識でもあるのだけれども、アメリカなんかの偉い先生も、そういうことをこういう講演会で堂々といっている。本当にそうだろうと思うのです。

今の日本の株式というか投信ブームというのが、うまいぐあいに普及してきたなと思っておりますが、どうも普及している先が六〇歳代だ。そろそろリスク資産から売却したほうがいいのではないかとこのころが買っている。というのは、日本の投信普及の仕方がちょっとゆがんでいるといえますか、問題を残すところではないだろうかと考えているわけです。

そういうことで、投資教育は、もちろん今お年寄りがたくさんお金を持っていますから、そこに

丁寧な投資教育をしなければいけないというのは事実なんだけれども、本当はやはり若い人にリスクということをきちんと把握してもらって、ライフサイクルの中で、どこでリスクをとって、だんだんリスクを減らしていくみたいなことを各自が自覚する。

別のアンケートもやっておりまして、それはインターネット上で今アンケートができるようなシステムがあります。それをやって若い人を見ると、きっかけは何かというと、一つは、かなりインターネットが使えるので、情報を集めてインターネットで投信を買うということと、もう一つは、確定拠出型が導入されて、嫌でも投資の勉強をしなければいけない。その中で、こういうものがあるって、改めて買ってみました。たまたまそういうチャンスがあつて教育される。

ですけれども、もう少し国を挙げてということ

であるならば、もっと学生といいますが、若い人の教育。学校は、大学だけでいいとはいいませんけれども、五〇%近く大学へ行くわけですから、そこできちんとやれば、大変な効果ももちろんあるだろうと思うのですね。

でも、これだけリスクがあると、リスクをやめちゃおうということを考える投資家がいるのは、これはこれで当然なんだけれども、我々はやはりリスクのあるところに住んでいる。それを全く避けようということはできないし、どうしたらそれとつき合っているのだろうか。経済成長するためには、やはりリスクマネーは必要なんです。そうすると、そういうものを最終的には投資教育していく。

それをしますと、銀行の窓口は普及に非常に効果があつたと思っているけれども、そうはいわつたって、銀行は営利産業ですよ。営利でやって

いるわけだから、そこにかんりのことを押しつけるということは、限界があるだろうと思うし、金商法ができませんでしたけれども、銀行はかなり苦戦していますよね。あれはコストがかかるんですね。

ですが、実は投資家のほうからも、自分がよくわかっていのに、またまた何か説明を受けたりする、これもしんどい話だという声も聞くわけです。ですので、投資教育を通して販売のところのシステムをうまく整理できたら、もう少し効率的にリスク商品の普及に役に立つのではないかと思うのですが、されど、何を具体的にやりますかといわれると、これは結構難しい。今はもう少し研究をしていきたいと思います。

とりあえずここで話を終わりにして、皆さんからコメントをいただければ、研究に生かしたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

若林常務 丸先生、どうもありがとうございます。た。

お時間も少しいただいているようでございますので、ここで御質問、御意見等をお受けしたいと思います。

どなたかいらつしやいませんか。挙手をいただければと思います。

それでは、私から一点御質問させていただきますと思いますが、よろしゅうございますでしょうか。最後に書いておられます投資クラブの経験ということですが、お伺いするところによりますと、学生の皆さんと、シミュレーションではなくて、実際の運用を目指した投資クラブを経験されているやに聞いているのですが、それでよろしゅうございますか。その辺のところを、投資教育との関連でちょっと御説明いただければと思います。

丸 余り書くことがないので、ここにちよつと書いておりますが、私はさつき経済学部というふう  
に御紹介いただきましたけれども、もうちよつと  
細かくいうと金融学科なんです。武蔵大学の金  
融学科というのがございまして、金融学科ができ  
たので、研究所からそちらに移ったという経緯で  
す。

それで、たまたま私の学生のゼミで、片方のゼ  
ミの十数人が証券アナリストの資格に挑戦してい  
るんですよ。とりあえず三年ぐらいで一次を通ろ  
うではないかみたいなので、ぼつぼつ受かってい  
ます。例えば財務分析みたいなものと、企業  
の財務を実際に分析したほうがわかりやすいだろ  
うということもありますので、株を買おうではな  
いか。

株を買うには、個々の会社がどんな会社なのか  
調べる。その多くは財務分析、財務データを使っ

ていろいろやるというので、それもありまして、  
彼らから金を徴収してやろうと思つたのですが、  
一万円ずつ集めても十数万円にしかならなくて、  
なかなか分散投資もできないので、私の退職金か  
ら一〇〇万円を出しまして、一〇〇万円で運用し  
ております。

どうやっているかという点、今いきましたよう  
に、各学生が自分の推奨する銘柄をいろいろな形  
から調べてきて、十数人でテーブルを囲んで、ま  
ずプレゼンをいたします。プレゼンをして、いろ  
いろ質問が出て、最終的には、いろいろ議論をし  
た結果、全員じゃないにしても、かなりみんなが  
賛成して、買っていいだろうというときには、お  
買い上げということになります。

ただし、一〇〇万円しかなく、新規にお金が  
入ってきませんので、買うためには売らないとだ  
めなんです。なので、とりあえず私の理想とは

違いまして、長期投資はできないんですよ。これはもうしようがない。授業料だと思って短期投資でやろうということです。

そうすると、まず買うときに、どこまでいったらどうする。要するに上がるも下がるもですけれども、どこまで上がったら売るか。もう一つは、どこまで下がったら損切りするかということも、完全にそこできるかどうかは別だけれども、あらかじめ考えてプレゼンしてもらおうということをやっております。

一〇〇万円ですので、このごろ数万円で買える株もあつたりしてということなので、一〇銘柄ぐらいは買って、それからインターネットでやっていますので、手数料もそう高くないので、こういう実験といえますか、実際に売り買いができるということですが、実際にこれだけ悪い状況で、よくないので、彼らの唯一のエクスキューズは、

「先生、指数よりはいいよ」とかなんかいつております。

これは彼らが本当はプロになりたいわけだけれども、ならなくて、自分のライフサイクルにどうやって生かすのかなということについてはなかなか思い浮かびませんが、一番いいのは、世の中に非常に関心を持つということに関しては、新聞をよく読んだり、いろいろな雑誌を読んできたりということ、そちらでは役に立っているかとは思いますが、そういうようなことをやっております。

ただ、学校でこのような投資教育というのは、みんなにこれをやれということはとても難しいことだろうと思います。私は証券市場論をやっておりますので、証券市場論の中で、そもそもファイナンスの理論を応用した投資信託の評価とか問題とか、今どうなっているかみたいなことを、三ノ

四回はいたします。

ですけれども、最終的に彼らが何を質問するかというと、「先生、じゃ、どのファンドを買えばいいですか」といったときに、私は答えはないんですよね。答えられない。そこはそもそも投資家個人が自分で考えて判断することなので、こういう形かは別として、やはりそういうような教育をきちんとする。自分で責任を持つというよな教育をきちんとするのが重要であること、毎日感じているのですが、非常にいい手があるかといわれると、なかなかいろいろなことやっていかなければいけないのではないかと思っています。

以上です。

**若林常務** どうもありがとうございます。

ほかに御質問ございませんでしょうか。いかがでしょうか。どうぞ。マイクを持ってまいります。

す。

**質問** 済みません、座ったまま失礼させていただきます。

先ほどの銀行窓販の問題点というテーマ、タイトルのところ、地銀の顧客の主要層というのは六〇代以上。三〇代、四〇代はほとんど手を出していないというお話をいただいたかと思えますけれども、都市銀行の傾向と地方銀行の傾向の違いというのは何かあるのでしょうか。簡単にお話しただけならと思います。

**丸** 都銀のアンケート調査はやってないのですよ。なので、これをすぐに比較してどちらかというのは非常に難しいので、ちょっとお答えできません。ただ、もう一つは、これは何人いるかということと、どれだけの金額かというのはちょっと違いますよね。若い人は、金額からいえば、やはり少ないと思うのです。だけれども数はいるよと

いうのだと、希望が持てますね。ですが、金額も少ない上に、なおかつ人数も少ないということになると、ちょっと大丈夫だろうか。

これはアンケートなので、これは金額と両方で見ているのであれですけれども、どのぐらいの人数がいるのかどうかということで見ると、これは人数も少ないのですが、都銀はどうですかね。都銀はちょっとやっておりますが、額でいえば絶対に少ないのは確かです。ただ、人数が少ななくてもふえているのかどうかということが一番重要なのですが、今すぐ答えられなくて、ちょっとチェックをいたします。済みませんでした。

**若林常務** ほかにございませんでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、時間も参りましたので、本日の「証券セミナー」はこれで終わらせていただきたいと思います。

丸先生、ありがとうございました。(拍手)

(まる じゅんこ・日本証券経済研究所客員研究員  
武蔵大学 教授)

(この講演は、平成二〇年九月十七日に開催されました。)

丸 淳 子 氏

略 歴

1964年 3月 青山学院大学経済学部卒業

同年 6月 日本証券経済研究所入所

1991年 4月 武蔵大学経済学部教授

現在に至る

専攻：金融・証券市場

# 貯蓄から投資へ

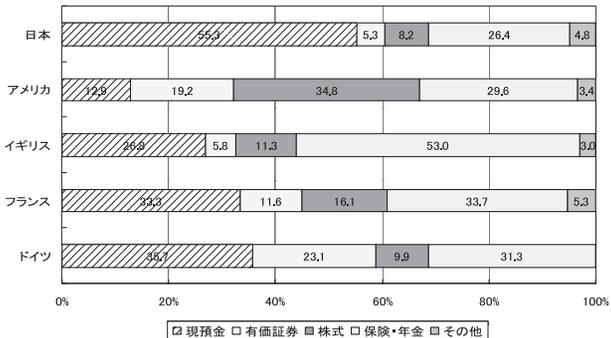
## 投信の銀行窓販からみた 投資家行動の変化

2008. 9. 17 証券セミナー

1

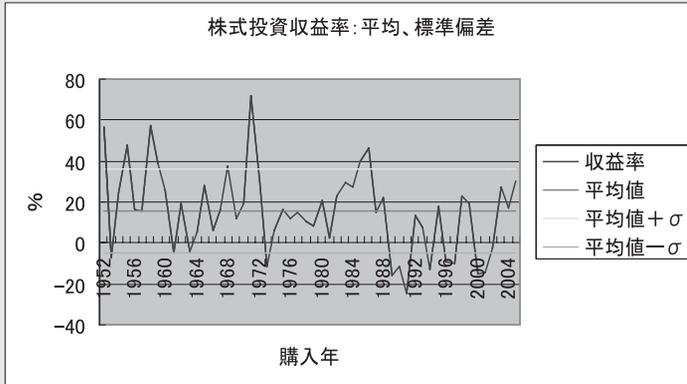
# 日本の資産運用の特徴

図4: 家計資産の国際比較 (2004年)



2

## 株式投資収益率



3

## リスク資産としての投信

- ★分散投資によるリスク軽減とプロの資産運用者の活用
- ★投資信託の普及を妨げた要因
  - 運用会社: 投資パフォーマンスが悪い
  - 投資家: リスク投資に関して無知
  - 販売会社: 販売手数料最大化
  - 情報開示: 運用パフォーマンス情報の開示不十分

4

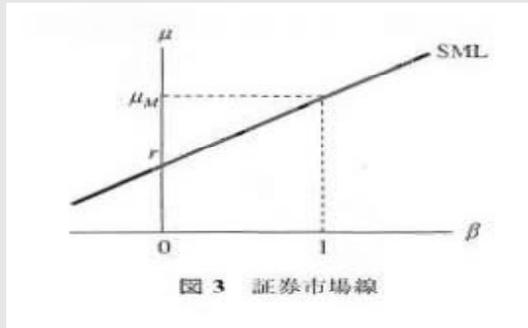
## 投信パフォーマンスが悪い要因

- ファンド・マネジャーの問題
  - ・ファンド・マネジャーはサラリーマン
  - ・ファンド・パフォーマンスの責任者は？⇒マネジャーの顔が見えない
- 運用制度の問題
  - ・平均信託金
  - ・運用制限

5

## 投信ファンドの パフォーマンス評価

- CAPMによる評価

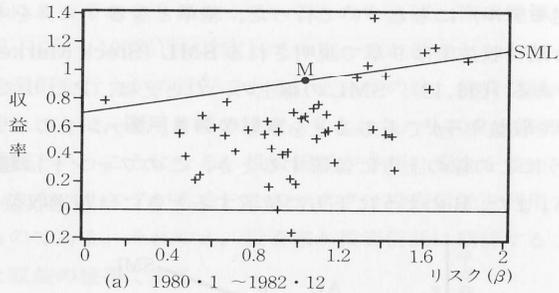


6

## 投信ファンドのパフォーマンス

1980. 1—82. 12

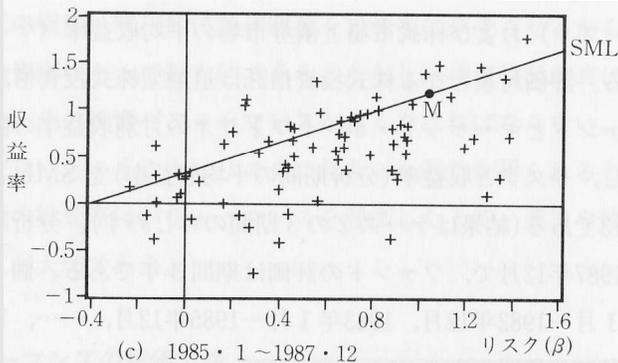
6 投資家の資産選択と証券市場



7

## 投信ファンドのパフォーマンス

1985. 1—87. 12



8

## なぜパフォーマンスが悪いか

- ファンド・マネジャーの質の問題？
- 売買回転率が高い(解約率が高い)



- 販売手数料最大化



- ポートフォリオの非最適化

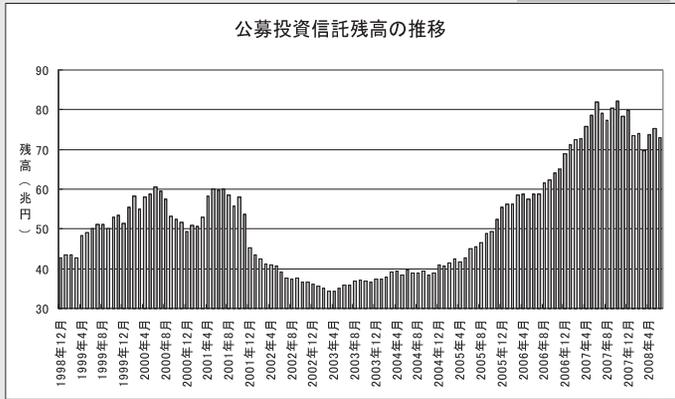
9

## 投信ファンドの販売

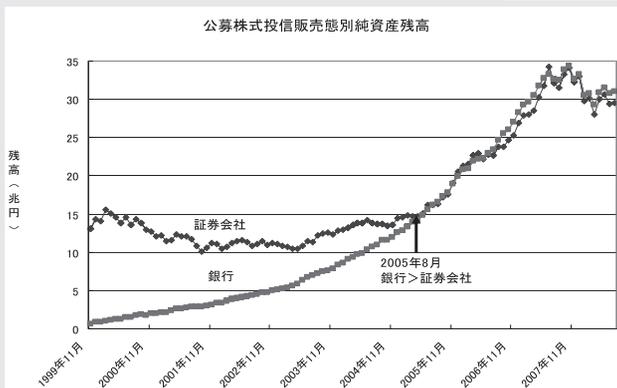
- 運用会社(投資信託委託会社)と販売会社(証券会社)の関係:親子関係
- 販売会社の力が強い
- 新規ファンドの設定による販売強化
- 運用会社は投資家のニーズよりも販売会社のニーズに対応

10

## 投資信託の普及状況



## 銀行経由の販売残高



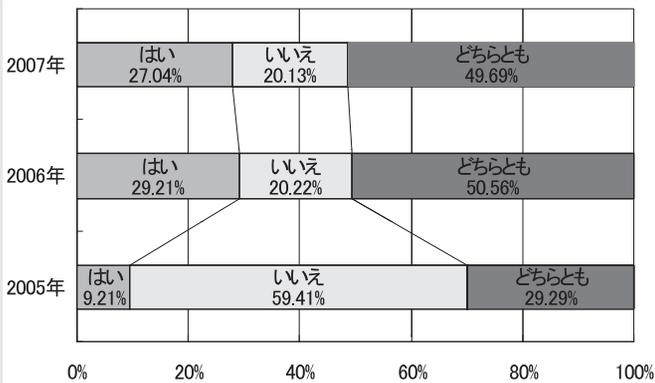
## 投信販売にみる投資家行動

### 地方銀行の投信窓販に関する調査

- 調査主体: 丸研究室 & (株) 想研
- 調査対象: 地方銀行・第二地銀110行
- 調査期間: 2005.2、2006.3、2007.3
- 回答数: 71行159名

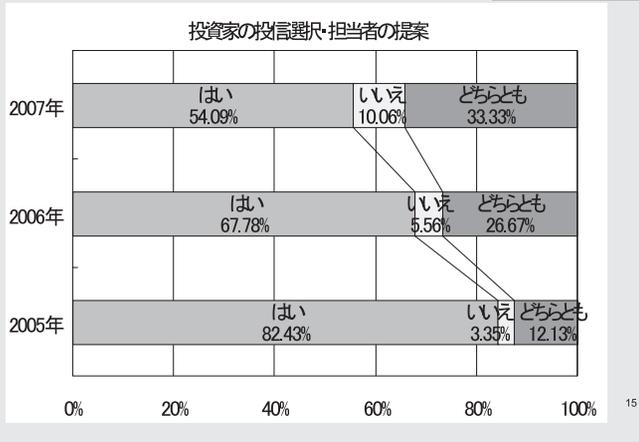
13

### 投資家の投信選択・投資家の判断

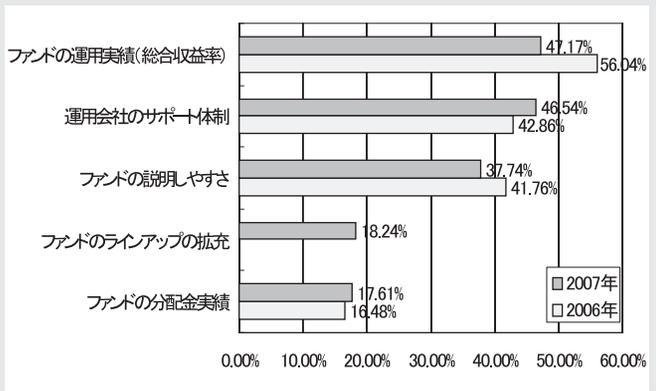


14

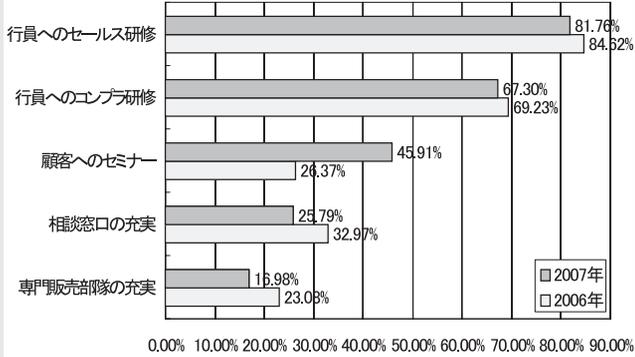
## 投資家の投信選択・担当者の提案



## 銀行の投信ファンド選定理由

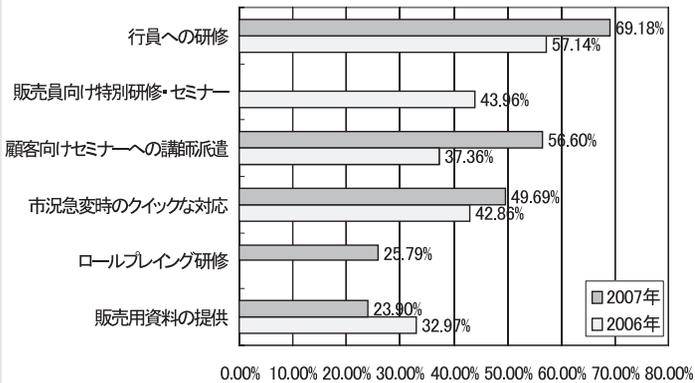


## 銀行の重視する販売戦略



17

## 銀行が運用会社に望むサービス



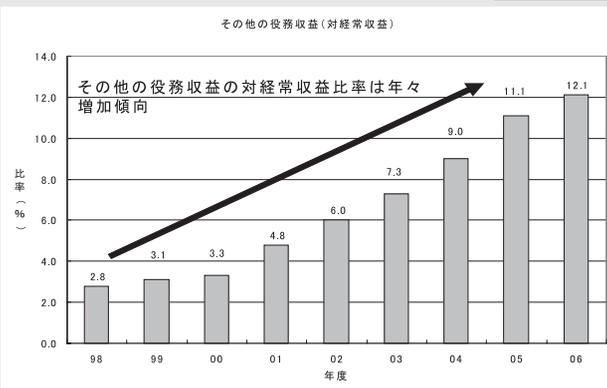
18

## 地銀の投信窓販の収益性

- 投信業務が「収益の柱となっている」と回答している銀行が9割以上
- 投信業務の手数料は、販売手数料と信託報酬、信託財産留保額
- 投信の手数料はその他の役務収益に分類される

19

## 投信業務の収益性



20

## 投信の回転売買

- 投信は長期的保有により収益を上げる金融商品
- 投信の普及が妨げられた原因のひとつが回転売買にあるとされている
- 銀行による投信窓販により、投信の回転売買は変化したのであろうか？

21

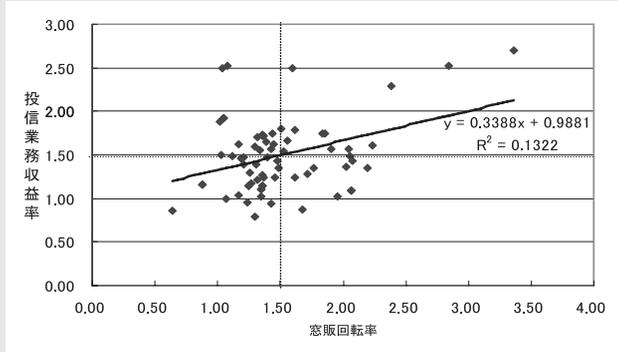
## 売買回転：販売額 ÷ 純資産増減額

|            | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 株式投信       | 2.47   | 1.54   | 2.09   | -17.86 |
| 地銀経由       | 1.55   | 1.44   | 1.53   | -5.50  |
| 大手銀行・証券会社等 | 3.23   | 1.57   | 2.26   | -22.52 |

22

## 売買回転率と投信業務収益率

### ■ 2006年度



23

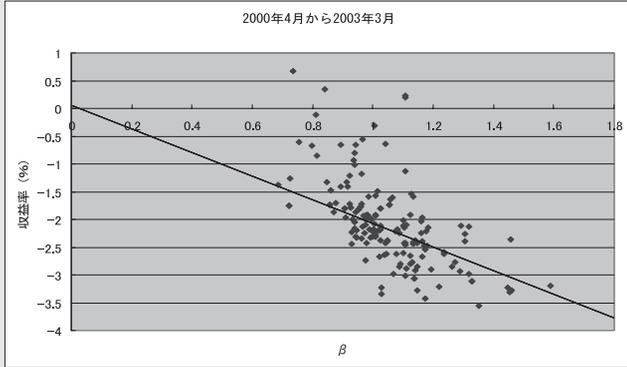
## アンケート結果との整合性

- アンケート結果から、最近売れているファンドの特徴
  - ・仕組みが複雑(財産3分法など)
  - ・リスクが高い(新興国など)
    - 販売手数料が高い
  - ・ファンド・オブ・ファンズ
    - 信託報酬が高い

24

## 最近の投信パフォーマンス

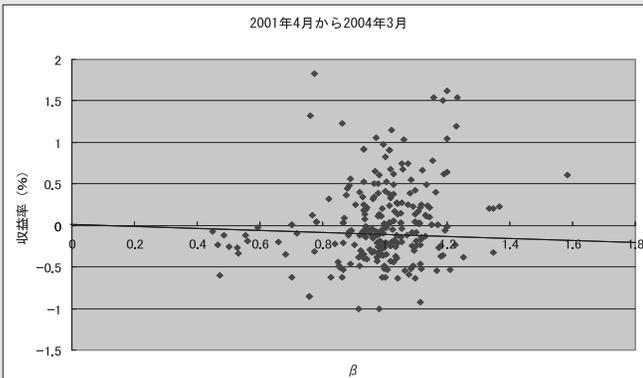
2000. 4 - 2003. 3



25

## 最近の投信パフォーマンス

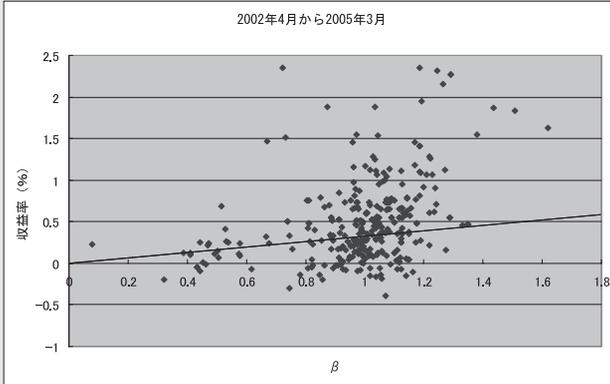
2001. 4 - 2004. 3



26

## 最近の投信パフォーマンス

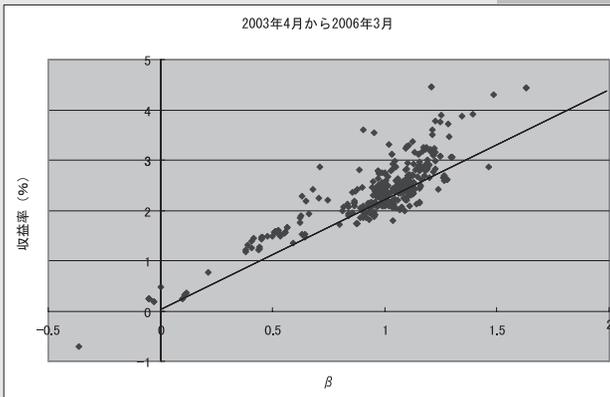
2002. 4—2005. 3



27

## 最近の投信パフォーマンス

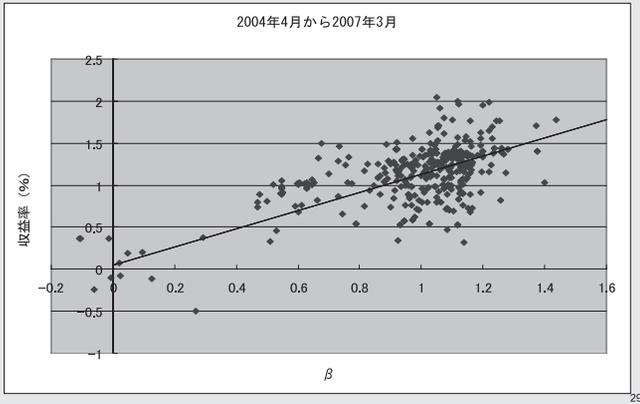
2003. 4—2006. 3



28

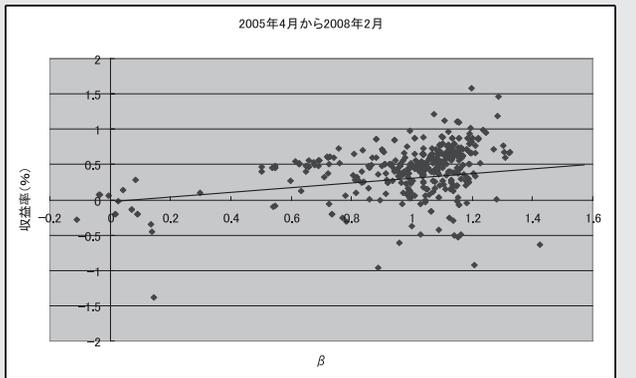
## 最近の投信パフォーマンス

2004. 4－2007. 3



## 最近の投信パフォーマンス

2005. 4－2008. 3



## 相場急変時の投信残高の変動



31

## 相場急変時の投信基準価格



32

## 投信ファンドの純資産残高

- 販売額：純資産の増加
- 解約額：純資産の減少
- 基準価格：基準価格下落の大きい  
ファンド⇒純資産の減少大
  - 販売機関の純資産：取り扱いファンド

33

## 金融商品取引法の施行

- 2007年9月30日施行
- 投資家保護の徹底を目指し、元本割れの恐れのあるリスク商品の販売において顧客の知識、経験、財産状況、契約目的を考慮し、不適切な販売・勧誘をしてはならないと定める
- 不適切な販売が判明すれば行政処分

34

## 銀行の対応

- 行員研修を強化し、販売体制を切り替え販売員の複数対応や説明が丁寧
- 高齢者への保護の徹底  
家族の同席や複数回の説明、販売後の個別訪問による運用状況の説明、80歳以上の販売の禁止

35

## 金商法施行後の投信窓販

- 金商法に厳密に沿った販売は非常にコストがかかる
- 説明が丁寧になる一方で手続きが煩雑になり、投資家に手間がかかる
- 金融機関での投信販売は停滞するのではないか：地銀の一部で販売停止

36

## 地銀窓販の意義と限界

- 地銀窓販⇒未経験者を経験者にするという点では効果的(預金からのシフト)
- 金商法により投資家保護、されど金融機関は営利目的⇒投資教育には限界
- 投信ブームと反転:投資家は身をもってリスクを体験⇒撤退・ファンドのシフト・好機
- 投資家自身が金融リテラシーを身につける必要がある

37

## 金融リテラシーと投資教育

- 高齢者への投資教育:富裕資産者は高齢層(投信購入者の中心)
- リスク許容度が高い:若年層
- 大学での投資教育
- 職場での投資教育:確定拠出型年金
- ライフサイクルと資産選択
- 投資クラブの経験

38

## 銀行窓販の問題点(1)

| 主な顧客層       |       | 30代以下  | 40代    | 50代    | 60代以上  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 3000万円以上    | 2007年 | 0.00%  | 1.89%  | 14.47% | 44.03% |
|             | 2006年 | 1.10%  | 3.30%  | 28.57% | 53.85% |
| 1000~3000万円 | 2007年 | 0.63%  | 18.24% | 48.43% | 63.52% |
|             | 2006年 | 3.30%  | 18.68% | 54.95% | 68.13% |
| 1000万円未満    | 2007年 | 41.51% | 28.93% | 28.30% | 16.98% |
|             | 2006年 | 34.07% | 26.37% | 21.98% | 18.68% |

39

## 銀行窓販の問題点(2)

- リスク資産投資とライフサイクル
- 若いとき: リスク資産のウェイトが高い  
⇒ リスクの時間分散が可能
- 退職後: リスク資産のウェイトを減少  
⇒ 株式から国債にシフト

40

## ・参考文献・資料

- 丸淳子『証券市場』 新世社
- 丸淳子『大学教授の資産運用セミナー』中央経済社
- 丸淳子「投資信託の機能とパフォーマンス」『証券研究 No. 8』 日本証券経済研究所
- 首藤 恵「最近の投資信託ブームと投信パフォーマンス」『証券資料No. 106』日本証券経済研究所
- 証券経済学会報告「投資信託の普及は本物か」
- 株式投資収益率: 日本証券経済研究所
- イボットソン・アソシエイツ: 投信ファンド・データ