

投資信託の普及と課題

～投資信託六〇年の歴史から学ぶこと～

丸 淳子

はじめに

今、紹介いただきました丸でございます。

私は、四八年前にこの研究所に入りまして、研究所があったから今があるということです。

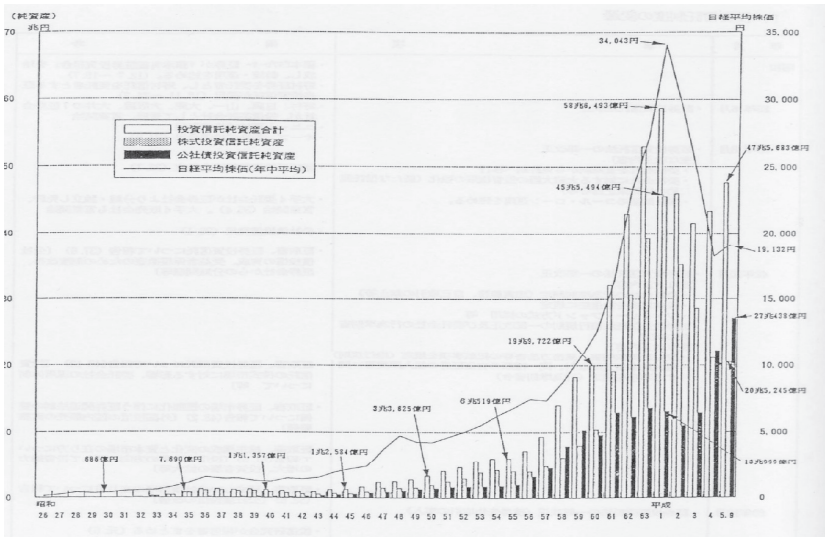
どういう研究員として入ったかという点、そのころは証券市場イコール株式市場と言ったほうがよかったと思いますが、それを計量的に、ちょうどファイナンスの理論が確立されつつあるときですので、そういうものをもとにして実証分

析をする。そういうところが研究所の中にありませんでしたので、そういう部署をつくって、教育も研究所へ来てから受けました。

その後、研究所としても、もしかしたら一つの財産かと思いますが、株式の投資収益率を計算して、それは代々受け継がれて、今は完全に日本の標準的な株式の収益率ということで確立していると思います。まずデータをつくって、実証分析をするということです。

最初に私が自分で意図的に研究したのが、投資信託のパフォーマンスだったんです。ここでは六

図表 1 投資信託60年：1



〇年と言っていますが、さすがに私は六〇年ではないけれども、院生と投資信託のパフォーマンスなどを測っておりますので、結局、四〇年ぐらいは投資信託に関与して研究してきたということです。

私にとっては非常に重要な研究テーマでもありますし、そもそも投資信託の機能に非常に期待しているんですけども、どうも必ずしもそうなっているのかなというところで、改めてここどういう過程で投資信託が発展し、なおかつどういう問題を抱えているのかということを、今日は考えてみたいと思います。

一、投資信託の歩み

(1) 投資信託の純資産額と株価指数の推移

図表1がバブルがはじけて数年というところま

での投資信託の、縦の棒が純資産額で、折線が日経平均になっております。日経平均は年の平均なので、一番上が三万八九〇〇円になっておりません。

特徴の一つは、単純に、相場がよければ投資信託はふえるという、当たり前だけれども、そういう経過が物すごくはつきりしている。特にバブルのときには、黒いのが公社債で、白っぽい棒は株式ですから、相場がよければ株式がどんどん伸びているということです、相場が悪くなればその逆というわけです。

日本の市場は、株価もさることながら、こうやって見ると、「何だ、投資信託ってすごく伸びているじゃないか」と思われるかと思えますけれども、実は個人投資家（家計）が投資信託を持っている保有比率は、せいぜい二〜三%です。後で出てきますけれども、直近、調子がよくて八〇兆

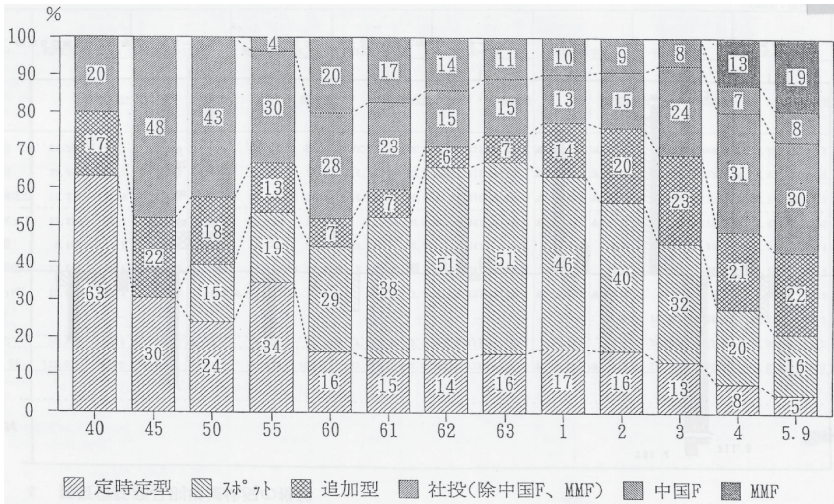
円ぐらいになったときが、やっと五%というようなものです。

(2) 投資信託の種類別シェアの推移

次に、図表 2 も日本の特徴だろうと思います。これは、どういう投資信託が売れているというのか、その内容です。昭和四〇年から平成五年まであります。バブル時に売れているのは、単位型の定時定型とかスポットです。

これはテーマで、ストーリーで売れるということ、私は、投資信託はリスクがあるわけだから、まずはどのぐらいのリスクでどういうものかというところから入るかと思いきや、全くそういう話はありません。いろんなテーマをつくって売りましょう。売れるときに、そういうのが圧倒的にどんどんふえてしまうんです。追加型は少ないわけです。

図表 2 投資信託60年：2



単位型は、投資家が意図的に売っているのか、販売会社が勧めて売っているのかは置いておいても、売却がふえる。売却がふえれば運用資産が減りますよね。当然、運用資産がどんどん減るところでうまく運用ができるはずなんかないと思うんですが、実はそういうものが非常にふえたということです。

投資信託を窓口に行ったらとしたら、投資信託というのは物すごく種類が多いですね。けれども、例えば証券会社の支店で、「こういう投資信託を売っていて、こういう種類があります。

この信託はどういう特徴があって」、一番簡単に言えば「これはハイリスク・ハイリターン、こちらはローリスクです」みたいなことで売っていたところがありますかね。買いに行くと、売る商品は決まっています。新規設定のファンド、何の説明もなく、下手をしたら「確実にもうかりま

図表 3 投資信託60年：3

(単位型：本、十億円)

	日 本			米 国		
	株 式 投 信	公 社 債 投 信	合 計	株 式 投 信	公 社 債 投 信	合 計
本 数	3,641	2,060	5,701	1,354	2,494	3,848
純 資 産 額	21,103	22,197	43,301	59,259	140,169	199,428
1 本 当 た り 純 資 産 額	5.80	10.78	7.60	43.63	56.09	52.35
ファンドマネージャー 1 人 当 た り 管 理 本 数	—	—	(1992年7月末時点) 11.6	1.27	2.06	(1990年末時点) 1.67

す」に近いことも言うということが一般的ではなかったかと思えます。今はとてもそんなことはできないと思いますが。いずれにしても、そういう特徴があります。

(3) 投資信託の日米比較

図表3は、日米の比較です。アメリカは、御承知のように投資信託が一番進んでいる国だと思います。そのアメリカと日本で比較いたしますと、まずそもそもアメリカのほうが金融資産が多い。国が大きいですから多いのは当たり前ですが。投信もそうですけれども、投信の額の割合に比べて日本は本数が物すごく多い。単位型なんかを出せば、本数がどんどんふえるということは当然あるわけです。本数が物すごく多いということが非常に大きな特徴です。

もう少しよく見ると、日本は公社債投信が少な

くて、アメリカはかなり多い。公社債投信は、株式等と比べればかなりローリスク・ローリターンの投信です。日本は、それがないとは言いませんし、時期によっては多少ふえますけれども、基本的にはアメリカなんか比べてもかなり少ない。これも最後に問題にしようかと思えますけれども、そういう傾向があります。

これだけ本数が多いので、ファンドマネジャー一人当たり何本の投資信託の運用、ファンドの運用を担当しているかということになると、日本はいっぱい抱え込んでいるんです。そもそも、ファンドマネジャーとして機能しているかどうかちょっとわかりませんが、いずれにしても、そういうことになります。そうすると、個々のファンドが独立して、どのぐらい運用されているかどうかというのも怪しいのかなと思います。いずれにしても、こういう特徴があります。

図表4には、今私が説明したことを箇条書きにしております。

相場がよければ当然売れますよね。基準価格が上がるわけですし、売りやすいと言えば売りやすいわけですから。今言いましたように、スポット型（単位型）のファンドが非常に多いというのも特徴だろうと思います。「過剰な」と言っているですが、これはあくまでもアメリカに比べればファンド数が非常に多くて、一ファンドマネジャーが抱えているファンドもかなり多いというのがここまでの特徴です。

二、投資信託のパフォーマンス

後でパフォーマンスが出てくるので、最初にパフォーマンスを、ここで実際のデータで示しておこうと思います。

図表 4 投資信託の特徴

- ・ 相場上昇時の販売拡大: 基準価格の上昇は販売しやすい
- ・ スポット型ファンド(単位型)の急増: ファンドをリスク・リターンで販売するのではなく、ストーリーで販売、短い信託期間、追加資金流入がないので運用資金は減少
- ・ 過剰なファンド数: 新規設定ファンドの販売と回転売買による手数料確保

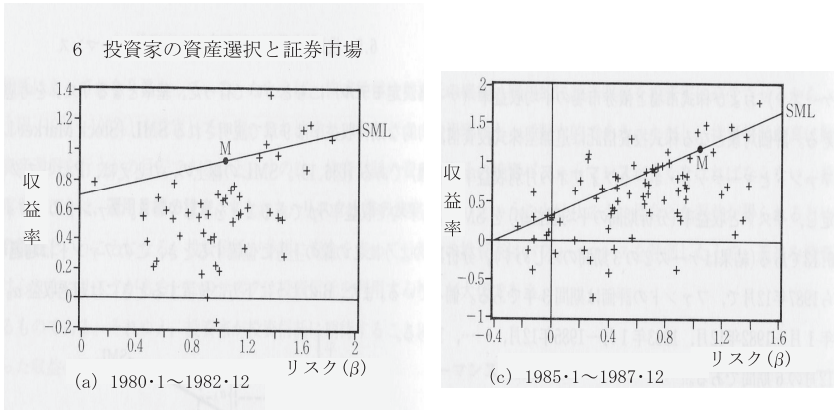
(1) 投信パフォーマンス（一九八〇年代）

図表5は、投資信託のパフォーマンスです。投資信託のパフォーマンスというのは、投資信託が、あくまでも過去三年とか五年の間にどのくらいもうかったかということを評価しようという話です。

そのときに、個々のファンドはとっているリスクが違います。ですから、ただただ収益率だけ計算しても余り意味がありませんので、まさにこれはファイナンスの理論を応用した、CAPM（キャピタル・アセット・プライシング・モデル）という言葉をお聞きになったことがあるかと思いますが、それを使って、実際にリスクと平均的な収益率を計算して、プロットしたらどういうことになるか。

理論的には、横軸ががリスクです。いわゆるベータリスクと呼んでいるリスクです。縦軸が平

図表5 投信パフォーマンス：1980年代



均的な期待収益率、ある期間での平均的な収益率です。リスクが大きくなれば平均収益率も高くなるという右上がりの関係SMLと言っているんです。リスクが大きければリスクプレミアムが高くなって、収益率も高くなります。

また、市場でリスクを平均的に見ると、「SML」と書いてある直線になるはずなのです。これが市場平均になるんです。ですから、ファンドのリスクに応じた平均収益率を獲得しているかが問われる。

これは一九八〇年から一九八二年の三年間、月別データではかっておりますが、なかなかSMLの上にあるのが少なくて、かなりドカンと下にあります。これは、一言で言えば、パフォーマンスが大いに悪いねということになるだろうと思います。右は、一九八五年から一九八七年の、もうバブルに入っていて市場全体のパフォーマンスもよ

くなっている時期で左に比べるとかなりいいんですけれども、されど SML の線から、左に比べれば上にあるのも大分あるけれども、下に落ちているのも多いということになります。

理由の一つは、ファンドで、ファンドマネジャーがいるわけですから、ファンドマネジャーの能力がないんだろうと考えてしまえば簡単です。私も最初は、日本のファンドマネジャーはサラリーマンファンドマネジャーだし、横並び意識も強いしみたいなことで納得していたんですけれども、資産運用会社の若い人とプライベートに研究会をやったら、彼らの悩みは、一生懸命運用しても、いいファンドが売られてしまう。そうすると、ファンドマネジャーが何とかだけじゃなくて、販売のところに問題があるということは当然考えられますので、その辺が非常に興味深いんですけれども、直接研究して何かということとはなか

なか難しいなと思っていましたが、ずっと気になっていた問題ではあるわけです。

(2) 投信パフォーマンス（一九九〇年代）

図表 6 は一九九〇年になってからですけれども、個別にファンドを計算いたしまして、パフォーマンスが いい のと悪いのを見て、そのうち、パフォーマンスが いい のにファンドの純資産額が減ってしまうのはどのくらいあるかを実証分析した結果です。そうすると、いいのが半分くらい減るような現象になる。ということは、上がったら益出しで売りなさいということが多分あるんだろうと思いますけれども、そういう傾向が強いというのは確かで、若いファンドマネジャーが嘆いていたことはかなり事実でした。

そのころ、週刊誌にも、外資系のファンドがなかなかいいのだけれども、どうも売られてしまう

図表6 投信パフォーマンス：1990年代

	全体のファンド数	有意なファンド数*
$a_i > 0$	76	49
$a_i < 0$	89	49
合 計	165	98

* 有意とは係数が係数の標準偏差の2倍以上。

という記事が載っていたことがありますので、そういう問題は非常にあるだろうなと思っておりました。

三、資本市場研究会の報告書

投資信託の問題点を述べた資本市場研究会がございます。そこで報告書が出ました。その報告書を見ますと、これは一九九五年か一九九六年ぐらに出ているので、その前の日本の投資信託はどこの問題かということがかなりはっきりと書かれております。今日はそれを使って、どういう問題があるかということ、ではどうしようかということを考えていきたいと思います。

「魅力ある投資信託をめざして」という研究会があって、その後、報告書が出ました。一九九五年ぐらに研究会を始めたと思うので、バブルが

はじめて、二、三年で何とかなるかなと思っていたら何ともならず、いつまでたっても経済不況から立ち上がれず、改めて日本のバブル崩壊後の金融システムを考え直しましょうと。

一つは、これは日本が唯一持っている金融の武器だと思えますけれども、日本は個人資産が多いんです。一四〇〇兆円と書いてあるけれども、株価が上がると一五〇〇兆円超えるようなことがありますけれども、大体一四〇〇～一五〇〇兆円、これだけの個人資産がある。これは GDP の三倍近くになります。これを本当にうまく使っているのだろうか。

個人はずっと基本的には預金が中心で来ました。確かに、預金しておいたら、日本は銀行もつぶれませんか、経済が成長している分には所得もふえて、預金もふえて、そのころは預金金利もかなりよかったから、「一二」一三年たてば資産も

倍になるね」みたいな、いい時代もあったわけです。それはもうとつくの昔に終わっているけれども、相変わらず個人は、基本的には預金と、それに保険もかなり多いと思います。意図的に資産運用しているという意識があったかというとなかなか難しいですが、そういう形で、金融資産を保有していた。預金を集めて、それを銀行が非常にうまく使っていたということであれば、それも一つのやり方だろうとは思いますが。

御承知のように、預貯金金利はどんどん下がります。そういうことになると、預金していても資産はふえませんか。安全だから置いておく、金庫に入れておくかわりだったらいいにしても、資産増加は望めない。

それから、日本経済がこれだけ悪くなったときに、銀行経由の資金が効率的に回っているかどうか。あるいは、新しい、それこそベンチャー企業

なんかに銀行経由でどのぐらい資金が回るかといったら、なかなかというところがあります。いわゆるリスクマネーというものを積極的に供給する一つのルートは、やはり株式みたいなものだと思うんです。

個人は、直接はほとんど関係していない。それはもちろん、間接的に機関投資家などが運用してありますが、それが個人投資家にどのぐらいまくバックされているかということも見えにくいですし、どうも余りなさそうな気がします。改めて、これだけの金融資産をもうちよつと具体的に効率よく使うということを考え直しましょうというのが、この報告書の背景です。

その一つとして、個人の金融資産をどうするか。そのときに、投資信託に注目したけれども、過去を振り返ってみると、まあなかなか魅力的だとは言いがたいかなというので、こういう報告書

が出ました。

この報告書には、私が今までしゃべったのとはほとんど同じことがまとめられております。要するに、先ほど出てきたようにパフォーマンスがよくない、よいパフォーマンスはクローズド期間後にすぐに売却される。その結果として、いいファンドも売られてしまう。いいファンドがファンドとして長期的、継続的に存在することがなかなか難しいということになります。ですから、運用期間が短いんです。私が教科書で習ったときには、投資信託というのは長期投資に向いています。日本の投信は、どうもそれとは違う商品かなと思います。

それから、過剰な新規設定ファンド。次から次へと新しいものをつくって、新しいテーマ、ストーリーで売る。これは当然、販売会社の販売戦略と申しますか、販売会社は基本的に手数料を稼

ぐということだろうと思うので、手っ取り早く手数料を稼ぐということであれば、売り買いをたくさんしてもらおうということになります。新規の資金がどんどん入ってくるのであればいいんですけども、そうではないとすれば、既に持っているものを一度現金にして、もう一回買ってもらおうという回転売買をやるのが、手数料を稼ぐことの非常な近道になります。そのためには、新規設定をどんどんして、買いかえをしてもらおうということになります。

最初に投信を運用していたのは証券会社そのものなんです。運用会社と販売会社が同じ会社だと、ちゃんと投資家のほうを見て販売するだろうかというのは、だれが考えてもわかる。そういうことなので、できれば運用会社と販売会社はなるべく距離を置いて、中立的なところがいいんだろう。そういうことで、委託会社を別会社にしたけ

れども、これは一〇〇%子会社ですからね。人事もみんな一緒になっています。外から見たら、運用会社と販売会社は別になっていますが、内実はほとんど変わっていない。

今申しましたように、親が証券会社です。であれば、販売会社のほうが力が強いわけです。そうすると、販売しやすいというか、販売して手数料が稼ぎやすいファンドを運用会社に向かって「つくれ」と大きな声で言っていたかどうかはちょっとわかりませんが、方向としてはそちらの方向だろうと思うんです。その問題は、ただ分離したただけではとても解決していないと思います。

もう一つは、私は大学のときに証券市場論を教えておりました。証券市場論の中で、投資信託というのは「あなた方も投資家なんだから、投資信託というのはどういうものかをしっかりと理解して、将来うまくそれを使ってね」と言うんですけ

れども、授業で三回か四回講義しても、それぐらいではなかなか理解して利用できるということにはならない。実際に運用していないと「ああ、そう」みたいなことなので、投資教育と言いますけれども、これは非常に難しい、そんなに簡単にできることではない。それにしても、日本は全くないといつていいほど教育をしていないし、もう一つは情報が全くない。

さっき申しましたように、証券会社へ行つても、投資信託の説明はほとんどないんですね。リスクとリターンの関係もないですし、どんなファンด์があるかも、そもそも説明がない。運用情報というのもほとんどない。これが一九九五年ですから、そこまでこういう状況であつたわけです。

四、貯蓄から投資へ——金融ビッグバン

一九九六年という年はどういう年かという、金融ビッグバンです。いよいよバブルがはじけてから一向に経済もよくなるので、金融証券市場をもつと活性化するためにどうしたらいいかというと、これはもう規制緩和しかないということになります。前からグローバル化も進んでおりますので、競争する。やみくもに競争せよということではありませんが、競争することは重要なことだというシステムを持ち込むということだろうと思います。ここでは、「競争原理の徹底」としております。

でも、徹底といってもただ競争せよと言つたらとんでもないことになりますので、徹底的に情報

開示はする。投資家に対して情報開示というのは、リスクはちゃんとリスクだと説明せよということも含めて、情報開示を前提に、要するに銀行もつぶれるという世の中をつくろうと言っているわけですから、投資家自身が賢くなって、自己責任で運用する。

リスク投資というものはまさに自己責任なんです。人に言われて「はい」と言ってもどうしようもない。今ちゃんとそうなったかどうかというのは難しいにしても、自己責任が求められなきゃいけない。ちょうど低金利ですから、預金しておいてもほとんど運用という話にはならない。もし資産を増加させたいということであれば、それなりにリスクをとってということになるだろう。

リスクをとるとするのはファイナンスの理論で、リスクを減らすという唯一の戦略は分散投資なんです。もちろん個人でやってもいいですけれ

ども、もう少し手輕にといいますか手っ取り早くということであれば、投資信託というのがまさにそれを目的にしてつくられた仕組み金融資産ということになりますので、そういうものが重要。そういう脈絡でこの報告書もできていると考えております。

金融ビッグバンで投信がすごく重要視されたということが、私ももう一回研究してみようかなということになったんですが、私があるところでこういう話をしていたときに、「実はあなたが思っているほどではなかったんじゃないか」と言われた。どうも私が一人で金融ビッグバンで投資信託の改革が行われて喜んでいたら、どうも一般的にはそうじゃないということなので、ちよつと私の思い過ごしかもしれないんですが、いずれにしても、大きいか小さいかは別にしても、改革が行われたのは事実だと思います。

何回も同じことをやっていますけれども、パフォーマンスが悪いのと、無知と、販売が証券会社独占で、回転売買による販売手数料最大化。証券会社の方がいたら、「いやいやそうじゃない」ということがあつたらぜひ後で反論していただきたいのですが、そういうことをやっていたんじゃないかということがあります。

私がさっきから何回も言っているのは、販売が証券会社で運用会社の多くがその子会社ということになると、やはりその間の癒着はかなり大きいので、そういう形から外れたらどういうことが起こるのかなと思っていたら、このビッグバンのときに、証券会社以外も販売していいと。要するに銀行と金融機関が一九九八年一二月からオーケーになりました。二〇〇五年には郵便局でもオーケーになりました。証券会社以外にも販売窓口が出てきたということで、これだと一体何がどのぐ

らい変わるのかということに非常に興味があるので、それから研究を再開しました。

五、投資信託窓販改革

もう一度言いますと、一九九八年までは証券会社だけで販売しておりました。運用会社は投資信託委託会社といっておりましたけれども、多くは証券会社の一〇〇%子会社。一九九三年に直販も可能になったんです。運用会社が直接投資家に売る。ただ、もつと伸びるかと思つたら、日本はこれがかかなり少ない。さわかみファンドは典型的な直販ですけども、余り多くないと思います。

一九九八年一二月ですけれども、銀行と金融機関が販売してもよろしい。二〇〇五年には郵便局でもいいよということになりました。

改革の結果としてどういう効果があつたか。

パフォーマンスが悪いのはファンドマネジャーだけじゃなくて、運用会社と販売会社、特に販売会社が強いので、販売会社の意図でファンドを運用したり、売ったり買ったりさせられてしまうので、せっかくいいファンドをつくっても、どんどん解約されると、いいファンドのポートフォリオがぐちゃぐちゃになってしまふんです。現金化しなければいけないから、持っているものを売らなきゃいけない。そうすると、いいポートフォリオを保ちながら売るなんて悠長なことはやってられないので、売りやすいものから売ってしまうみたいになる。そうすると、当然パフォーマンスが悪くなる。

販売と別になれば、そういう部分がすべてなくなるかどうかは別ですけども、かなりよくなるだろうということで、パフォーマンスがよくなるのではないかとという予想のもとに、二〇〇〇年代

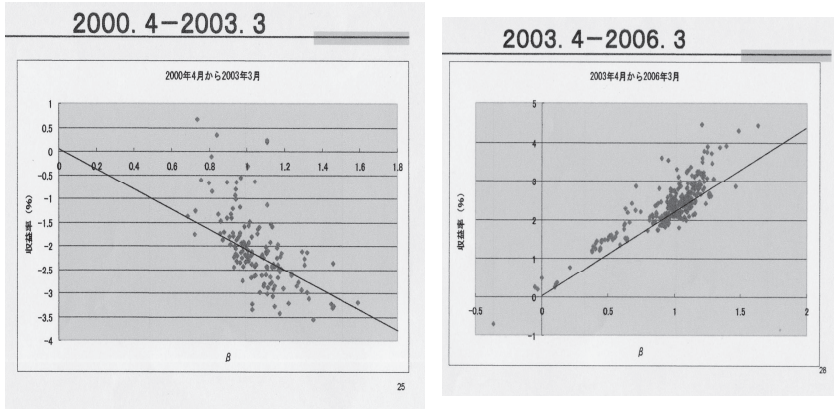
になってパフォーマンスをもう一度はかり直したら、図表7のような結果になりました。

さっきのもそうですけれども、これは対象が日本株です。日本株で、アクティブファンドです。

図表7の左側のグラフが二〇〇〇年から二〇〇三年までの三年間で、この期間は相場が悪かったんです。そのときには、実はSMLが右上がりにならないんです。こういうときには、リスクをいっぱいとってしまっているほうが収益率は悪いんです。これはこれでしょうがない。これが平均線です。ここから上にいるか、下にいるかということ、パフォーマンスがいい、悪いをはかろうということです。これを見て、先ほどのと比較していただくと、もちろん平均の下にもいますけれども、半分ぐらいは上にいる。なので、相場が悪いときでもこういう程度。

図表7の右側のグラフは二〇〇三年から二〇〇

図表7 投信パフォーマンス：2000年代

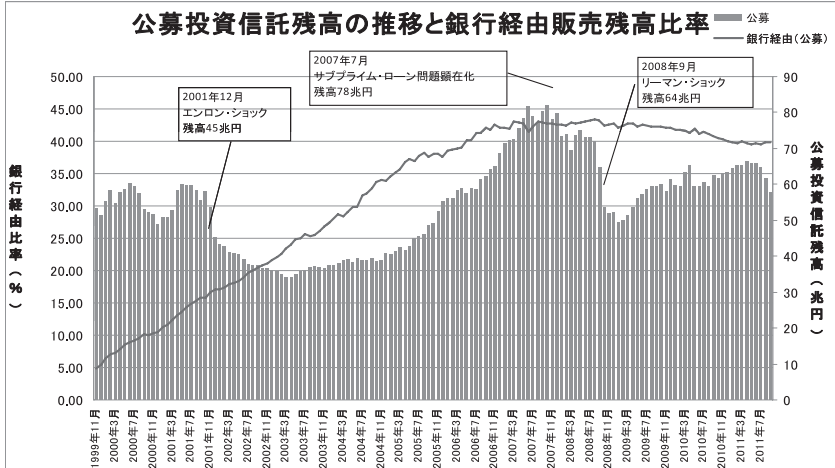


六年で、これは相場のいいときです。ですから、平均線も右上がりになっていて、なおかつ、SMLの上方に多くのファンドが位置しています。理論的に言っても、相場がいいときはパフォーマンスがよくなりやすいと言えるんですけれども、いずれにしても、少なくとも先ほどの一九八〇年代に比べれば、パフォーマンスはかなりよくなっている。すべて販売会社が広がったからこうなったと言っているわけではありませんが、少なくともパフォーマンスを見ればこういう結果になるということは、示しておきたいと思います。

六、投信改革の効果と問題点

二〇〇〇年以降の銀行が窓販に参入したときに、どういう改善策があったか、されどまだどうい問題が残っているかを考えていきたいと思う

図表 8 投信改革後の投信資産残高



ます。

(1) 投信改革後の投資資産残高の推移

図表 8 には、二〇〇〇年から二〇一一年七月まで書いてありますが、棒線が公募投資信託の純資産残高になります。二〇〇一年にエンロン・ショックというのがありまして、MMFが大いに元本割れをすることが起こりました。

その後、投信はどんどん減って、四〇兆円もない。その後、相場もよくなったということで、どんどんふえました。一番ふえたところで八〇兆円です。これは、さっき言いましたように、資産の五%以上が投信に行っているということですので、日本としてはかなり多いんです。アメリカに比べればまだまだ少ないですけども、かなり多いと思います。

二〇〇七年半ばのピーク時、サブプライムロー

ン問題が顕在化されました。続いて、リーマン・ショックがあった。それで急激に下がりましたけれども、ちよつと持ち直したら、今度はまた大震災があったので、なかなか伸びない。これは投信だけではなくて日本経済全体とか金融全体が悪いんですけれども、こういう状況になっております。

図表8の実線が、その中で、証券会社を除いて銀行経由で何%ぐらい販売されているかを見たものです。右側がパーセントです。なお、縦棒グラフは純資産残高です。当然、販売を始めてすぐはそう伸びませんが、相場がよくなったときにふえまして、一番高いところでは四三〜四四%ぐらいですかね、銀行経由で投資信託が売られたのがこのぐらい。半分まではいきませんでしたけれども、どんどん伸びます。

最初は、銀行は預金を扱っていて、リスク資産

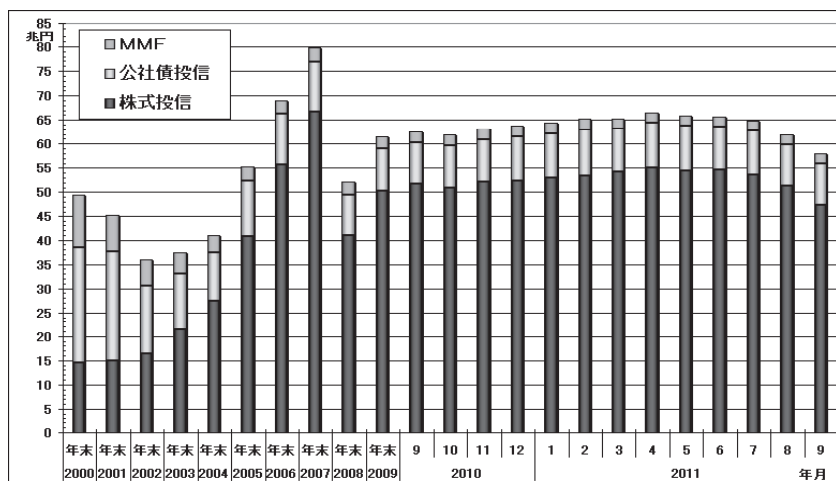
なんて売ったことはない。これは行員が売るわけですからね。行員がリスクをどのぐらい理解できて、それをどのぐらい投資家にきちんと説明して売ることが可能かということになると、かなり難しい。そういうこともありますので、かなり慎重にMMFなんかを一生懸命勧めていたら、そのMMFが元本割れファンドが五本もでてきてしまつた。

ですけれども、相場がよくなったということもありまして、これだけ急速に伸びた。けれども、ピークからは銀行も足踏みで、逆に少し下がりつつあるようなところもあります。これが、二〇〇〇年代の投資信託の様子です。

(2) 公募投資信託の種類別資産残高の推移

図表9は、最後に問題にしようと思っていたところです。最初に、アメリカに比べて日本は公社

図表 9 公募投資信託の種類別資産残高



債投信が少ないと言いましたけれども、これは黒いのが株式で、白いいのが公社債等の投信で、グレーががっているのがMMFです。少なくとも二〇〇〇年の初めはかなり公社債があるんです。けれども、その後、相場がよくなると、公社債投信はどんどん減るというよりは全然ふえなくて、株式のほうがどんどんふえている。

「株式」と書いてあるのは、株式型と呼んできますが、例えばグロソプは株式型に入るんですね。私、最初に、海外の公社債投信が株式に入るの、通貨のリスク（為替リスク）が大きいからかななんて考えたら、よく見たらそうではなくて、そもそもそういうものは株式が組み入れることが可能なんだそうです。一株も入っていないなくても、可能であれば、一応株式型ということだけでも、どちらかといえ、為替絡みのはリスクが大きいから入ってきているのではないかと思

がちですが、厳密に言うところのことだそうです。実は、その辺がすごくふえているんです。グロソブも含めて通貨に絡んだもの。

いずれにしても、グレーは国内の公社債で、通貨リスクがなくて、だからかなりリスクが少ないと考えていいと思うんですが、その部分は非常に少ない。圧倒的に黒いところが多いというのが、少なくともこここのタイプの特徴で、さつきも言いましたように、アメリカよりは日本のほうが、どうもリスクの高いほうのファンドがたくさんあると読み取れると思います。

(3) 販売業態別契約型投信と純資産残高比率の

推移

証券会社と銀行と分けたときに、私は銀行は預金から投資信託へ行くときにリスクの少ないものを売るので公社債が多いのかなと思ったら、銀行

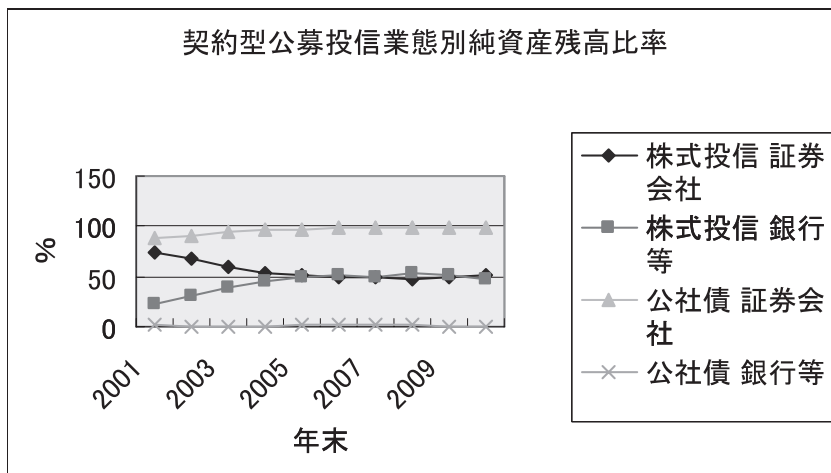
はほとんど公社債投信は売っていません。いい、悪いは別として、公社債の九九%は証券会社経由で売っているというのが大きな特徴かなと思います。(図表10) これは後で少し問題にしたい部分でもあります。

七、銀行の投信窓販の変遷

銀行が、一九九八年の終わりからですからもう一〇年以上ですけれども、投信販売で、どんなぐあいの売り方をしてきたのかをもう一度復習いたします。

当初、物すごく慎重なんです。販売員(行員)はリスク資産の販売の経験がないので、ノウハウが全くない。ですから、売ってこいと言ってもなかなか売れませんので、とりあえずMMFを「元本割れはありません」ということに近いことで販

図表10 販売業態別契約型投信と純資産残高比率



売してきたと言われております。

それが、二〇〇一年一二月にエンロン問題で元本割れを起こしたりするのが何本か出てきてしまったということ、ずっけた。ですが、二〇〇四～二〇〇五年から経済の復興と株価上昇ですので、基準価格が上がれば売りやすいというのは当たり前のことで、かなり売れました。さっき見ましたように、銀行経由のものがふえてきている。

ちょうどこのころに、最初のベビーブーマーが退職するということで、退職金の運用をどうするかということ、預金者は非常に多いわけだし、ちょうど相場もいいたので、投資信託はどうですかと、それでかなり売ったということになります。

そのときに、グローバル・ソブリンとか日本株ファンドとかというのがかなり売れた。最初は慎重ですし、銀行の販売は二〇〇四～二〇〇五年ぐ

らいから非常に順調なんです。

二〇〇七年、サブプライムローンが顕在化されるまでは、投資信託全体も当然かなりふえていますが、銀行のウエートがどんどん上がって、四三〇四四%までいきました。それが、サブプライムローン問題、リーマン・ショックで運用パフォーマンズもなかなか上がらないので、当然のことながら販売は減りますし、売却もふえま

す。

ただし、そうはいえども、銀行は投資信託の販売に力を注ぎ出しているのに、ここで退却するわけにはいかない。仕事、ビジネスをどうするか、次の一手は何か。これは銀行だけではないにしても、毎月、すごく高い分配金を払うファンド、分配金利回りで見てもすごく高いファンドが次から次へと出てくる。今日は六〇年の前のほうは省いてしまいましたけれども、日本は分配金問題は前

からあるんです。過剰に分配金を払って集めてということを反省して、多少制限した。ですけれども、ここまで来てまた同じことが起こっている。今回はかなりひどい。

なぜひどいかというと、グローバル化されているので、運用対象が物すごく広がっていますよね。当然、海外で運用するわけですから、通貨が関係している。為替リスクも含めて。最初、グロソブはなかなかいい商品だと思ったのは、基本的には国債とか優良な社債であれば——日本とアメリカで、国債でも物すごく金利差がありましたよね。通貨のリスクはどうなるか、為替リスクはどうするかというのは別にしても、金利差があった。国債ですから、ギリシャの国債まであれするとリスクがあるのですけれども、あのころでしたら、アメリカの国債であれば、まあ大丈夫だと。そうすると、日本に比べればかなり利回りがい

い。それも、ドルだけでは危ないので、グローバルと言っているのはそういう意味で、為替も分散投資をするというアイデアです。それは、あの当時としては物すごく斬新なというか、いい商品だろうと思います。あれは、ひとつのファンドで六兆円までいったんです。

最近問題になっているのは、債券といってもかなりハイリスクボンド、ジャンクボンドですね、それに為替が絡んでいて、それも通貨選択型で、通貨が二つも絡んでしまって、大変複雑になった商品。なおかつ、高い分配金がついている。そういうものが次から次へと出てくる。それをどんどん売っているんです。最近、分配金をみんなでたいています。最近、分配金の原資も制限しようという規制の導入が決まったようですが、それを大いに売りまくるということが起こりました。

さっき言いましたように、これはみんな株式型

ですから、銀行はこういうものを売っているんです。アンケート調査をしたのがありますので後からお見せしますが、もちろん慎重にやってもらうのはいいことだし、銀行にすぐ期待していただけれども、かつて問題になっていたようなことを銀行の窓口でやっているということは事実で、ショックを受けているんですが。

そもそも、分配金というのは、分配金を払えばその分、当然のことながら基準価格が下がりますよというのは、売るときに説明しているはずですよ。しなかったら、今は売れないので。ただ、一～二回、投資家がそういうことを聞いても、本当に理解しているのかなと。

新規設定が多いので、分配金をいっぱい払っているファンドに関して、なかなか長期にデータがない。そういうものを短期で収益率を計算すると、分配金をいっぱい払っているけれども収益率

はマイナスなんていうのもあるんです。日経新聞の記事では、分配金のうち普通の分配金は二割方だそうです。あと八割は自分の身を削って払っている。今は元本払戻し金といいますが、前は「特別分配金」と呼んでいた。でも、これが主流みたいになってしまっている。

八、分配型投資信託等について

(1) 分配金と預金金利

特に銀行の分配金を問題にしているのは、どう考えても分配金と預金金利は同じものとは考えられないけれども、誤解しているところがないだろうか。銀行で投資信託がかなり売れています、だけれど買っているかといったら、高齢者です。日本は、高齢者がカネを持っているんです。ですから、少しまとまって運用するということになる

と、高齢者、要するに六〇歳以上。六〇歳ぐらいでぼけているかといったら、そんなことはないと思いますけれども、いずれにしても高齢者です。

アメリカの生涯の資産運用のテキストによると、六〇歳になったら、もうリスクの高いのはやめて国債でも持ちなさいと書いてあるんです。ですが、日本の今の状況では、高齢者が一番リスクの高いものを持っていることになります。さっき言いましたように説明はしているけれども、本当に理解しているということにはならない。私の同級生だから七〇歳だけれども、同じときに経済学部を卒業して、頭もはつきりしている女性ですが、分配金にひっかかったんです。「あなたは経済学を勉強して何をやっているの」と言いましたけれども、ひっかかりやすいのかなと思います。

(2) なぜ、投資家は分配金を好むのか

なぜ日本人は分配金が好きなのか。投資家行動の研究、行動ファイナンス研究があります。実は、我々はそうそう合理的に行動しているわけではないので、一体どういうことが投資行動に関係するのかといういろんな研究があります。分配金を好むというのも非常に大きなテーマだろうと思います。ですが、これはというような答えがなかなか見つかりません。

いずれにしても、ちょっと考えてみますと、今みたいに利子と間違えるなんていうのは置いておいても、唯一意味があるのは、年金生活になつて、投資信託に投資したのが分配金みたいな形が入ってくるのを期待している。なおかつ、基準価格を割り込んでというか、要するに自分の身を削ることも承知して、年金型みたいな、だんだん減っていいので毎月ほぼ決まった額が

入ってくる商品なんだと理解して持っている分には、一番使い勝手がいいというか、真つ当な分配金好みだろうと思います。

分配金には、普通分配金と特別分配金がありますが、後者は税金がかからないんです。当たり前です。これは自分のお金が戻ってくるだけだから、かからない。ですけれども、「こういうのをもらうと、これに税金がかからないのでうれしい」なんて言う。いろいろ誤解もあるようですが、そういうものです。

私、投資信託を持っているのですが、分配金のないのが欲しいと言っています。これがなかなかいいのがないんです。みんなくつついてしまっている。見ていたら、ここ一年ぐらいは八割方が特別分配金なんです。恐ろしい話です。もし分配金がこういう意味であれば、それを前面に出してそういう商品をつくって、それで販売するというこ

となんだろうと思いますけれども、どうも今はそういう売り方をしていないだろうと思います。

私が一番わからないのは、分配金再投資型ファンド。一度分配して、といっても手元には現金は来ないけれども、しましたよという形で税金を取って、それを同じファンドに再投資しているんです。何のためにやっているのかよくわかりません。どう考えても税金の先払いをしているだろうと思います。

何で分配金がそんなに好ましいのか。理由はわからなくても、それを好んでいる、それが投資家のニーズなんだから、ニーズに合わせたものをつくっているんだと言われたら、それは納得できるかな。今の高分配型のは、とてもそれでは納得できないですが、そういう状況ではあります。

そういうことで、法律も変えて、分配金の原資を、基本的には配当などに入ってきたものに限定

しようとか、そういう動きが出ています。おとしから去年にかけて、インターネットでは、分配金はこんなにひどいんだよと幾らでも書いてあるんです。だけれども、いつまでたっても高分配金をつくって売っているというところが、どうもよくわからない。

(3) 投資信託は長期投資？

証券は価格変動があるから当然リスクがある。これを減らすためには、一つはファンドをつくってポートフォリオを組んで、銘柄で分散投資をする。もう一つは、時間の分散です。当然これはあるんです。短期に確実にもうけるというわけにはいけません。では、リスクをとってそれなりの見返りを得ようとしたら、これは長期しかないんです。長期で変動を減らしましょうという話なんです。

投資信託というのは、長期投資の対象になる。

運用も、長期で運用して、きちんとパフォーマンスを上げていく。悪いときは悪いんです。例えば、日本株だけを限定して買っているファンドは、悪いときはどうあがいたって悪いんです。ただ、アクティブのものは、悪いけれども平均よりはいいかねという話であって、悪いときにひとりだけいつもプラスでなんてことはあり得ないんです。

そういうことを見ると、ある期間は悪いけれども、一〇～二〇年見ていたら、リスクに応じてリターンがありますという商品だと私は理解していませんけれども、バブルのときに見たように、スポット型みたいな単位型のが出てくる。また最近も同じなんです。去年ぐらいから。分配金の多い人気投信二〇位の信託期間をちょこちょこ調べてみたら、二〇本のうち五年までが一二本で

す。五年から一〇年が六本で、無期限はたった二本です。短期投資です。

新しく設定するのは、通貨を選択したりというので、新しいものだから過去のデータはないんです。そもそも、投資家を買うときに、リスクがあると言われても、これが一体どのぐらいのリスクかというのは、見当もつかない。ただ、今、日本株でとてももうけるというわけにはいかないと思います、そういう商品が出てくるということは確かですけれども、かなりあるリスクが、わからないという意味でも怖い。こういう短期投資は、運がよければそこでもうかる。あくまでも、投資家がそれでもいいんだ、もしかしたらうまくいってもうかるというのであれば、それはそれでよいのではないと納得して買っているのかなと思います。この現象も、何か過去に見たことがあるなど。特に銀行も入ってきて随分よくなってきたと思ったん

ですが、どうも何十年前と同じことをやっているのではないかと思うわけです。

(4) 投信販売と販売手数料

そもそも、投資信託は売買しなければ販売会社はもうからない。だから、回転売買するのはしやうがない。ですけれども、実は、手数料は、皆さん御存じのように、販売するときの手数料と、預かっていうか持っている間は信託報酬、言ってみれば管理費みたいなものと二本立てなんです。

投資信託を日本に根づかせましょう、これはほかの国もそうです。回転売買をさせないということとは長期に持つということですから、稼げるものは信託報酬なんです。資産額がふえれば信託報酬で食っていける収入がある。だから、地道に残高をふやしましょうということを理想に掲げていた

んですが、なかなかそうはいかなくて、目先の収入が必要だということになると、どうしても回転売買をする。

この手数料とか信託報酬の両方とも、ハイリスクファンデは高い。ハイリスクというのは、運用が難しいんです。だから、当然のことながら手数料が高くなるというのは納得的なんです。当たり前だろーと思います。高くてけしからぬではなくて、買うほうも、アクティブで頑張つて運用してもらっているんだろーから高く払いますということなので、それはいいんだろーと思います。

ただ、売るほうが、それを売り買いさせると手数料が非常に効率的に収益が上げられる。公社債投信を売っていたって、とてもそんなことにはありませんよね。ハイリスクのものを売ったほうがずっと手っ取り早く収入がありますし、公社債投信をじっくり売ってみたいということは、なか

なかやっていられないということになるのかなと思います。

九、地方銀行アンケート調査について

(1) アンケート調査の概要

そもそも、銀行でどのように販売しているかというのは非常に気になります。けれども、なかなか実態はわからないですし、本当は個人投資家に直接聞きたいけれども、そういうデータをとるのは物すごく難しいので、地方銀行の窓口にアンケートをとりました。

なぜ地方銀行かと申しますと、地方銀行の支店があるようなところは、証券会社が少ないんです。なので、地方銀行の預金者はなかなか証券投資というチャンスが今までなかったんじゃない

か。そういう預金者が、投資家といいますが、どのように投資信託を買っているんだろうかという話です。二〇〇五～二〇〇七年、三年間継続してやった。これはちょうど相場がいいときなんです。本当はその後、もう一回やりたかったんですが、けれども、お金がかかるもので、ここでおしまいになってしまったんですが。

(2) 投信の選択理由

選択理由が、この段階だと、複雑なものじゃなくて、説明しやすい。どこまでいっても、行員は投資信託について知識が少ない。これは、銀行そのものが物すごく認識しているんです。もともと知識も少ない。それをいかに身につけさせるかというのはずっと思い悩んでいるわけです。行員がうまく売るには、そんなに難しいものは売れませんということもあります。

それから、運用会社のサポートが非常に多いわけです。これは、運用会社からファンドを買って、そこで販売する。買うというか、仕入れて販売する。そうすると、運用会社がそのファンドについて、説明書とかパンフレットとかをいろいろつくってくれる。セミナーをやるときなんかも、そこから講師を派遣してもらうということで、運用会社からかなりノウハウを得る。それから、相場が急変したときも、行員は直接説明できないので、運用会社から人が来て、「今はこういう相場だから、こうだ」というような説明をする。そういうことで、投資信託を選択するのに運用会社との関係は非常に大きいんです。

ただ、前の証券会社と委託会社の関係ではなくて、あくまでもこういうサービスはどこがいいかということによって決める。そういうことなので、ここにあるように系列親会社との関係は、も

う少し実質的なところでファンドを選択するということをはじめたのではないかと思います。

系列会社のこれは、後で見えていただきたいと思います。

(3) 取扱投信の選択

投信取り扱いの選択で、きちんとファンドの運用実績を見ていますとか、運用会社のサポートがどれだけいいかということが大きいということです。そういうことで、銀行が入ってきたことによって、少なくともファンドを選択するときに、過去の証券会社だけのときと変わってはきている。ある程度パフォーマンスもよくなっている。

やはり過去のパフォーマンスがよくないと売りにくい。それから、今は星幾つみたいなデータもありますので、昔に比べればパフォーマンスを知ることができる。ただ、星幾つは、過去のデータが

ないといけないんです。新しく出てきたものについてそういう情報は全くないというのは問題だろうと思います。

(4) 投資家の投信選択

実は、銀行で投資家がどういう形で買うかという、自分で判断できない人が多い。自分で判断しているのは少なくて、基本的には、行員にお任せというのと、どちらでもないというのは、いろいろ話を聞いて、幾つか聞いたらこれがいいでしょうみたいになったら、そういうものに従って買うということなので、買うほうがきちんと「自分分はこれだけのリスクを負っている」ので、こういう基準でこうやって買っている」というのは、まだまだ多くないのかなと思います。そういう段階で、分配金等々で販売するということは、かなり問題です。

一〇、むすびに代えて

時間なので、最後にお話したいことは、リスクをとるとするのはすごく難しいことで、どこまで行っても自己責任だと思うんです。投資家教育というのはとても重要だけれども、さっき言いましたように、大学で数回投資のリスクとリターンをやっても、本当のところ、投資家としてリスクをきちんととれるようになるかといったら、難しい。

アメリカは投資信託大国ですよ。アメリカの国民は押しなべてみんな投資信託を持っていそうですが、あれはうそです。かなりカネがある、あるいは教養がある、教育がある、要するに自分ばかりんとリスクがわかっていて、自己責任でやっているんです。ほとんどの人は、逆に投資信託を

やらないわけです。平均値で見ていると読み違えますけれども、そういうことを考えると、基本的には自己責任でリスクをとることが、教育も含めてだけれどもかなり難しいことだと改めて思いましたので、それについてどうやって考えていこうかなというのが、私のこれからの研究にもなると思います。

そういうことで、ちょっと時間をうまく使えなくて、最後はバタバタになりました。質問をいただければ説明させていただきます。(拍手)

若林常務理事

丸先生、どうもありがとうございます。ました。我が国の六〇年にわたる投資信託の歴史を踏まえながら、投資信託の近年における量的な拡大と販売チャネルの多様化などにつきまして、大変示唆に富むお話を聞かせていただいたと思います。

それでは、今お話がございましたように、若干御質問を受けていただけるようでございますので、御意見、御質問等おありの方はございませんでしょうか。

それでは、私のほうから質問させていただきたいと思います。

先ほどの議論でありましたように、日本は高齢者が金融資産をたくさん持っていて、若い人はそうでもないという特色のある国であるというお話がありました。ただ、若いときのほうがリスクをとってよろしいというのが投資理論から導かれるのではないかと思います。そういう若い世代の人が、これから投資信託を始めようというときに、先生から、これだけは心得ておいたほうがいいよというポイント、先ほど自己責任とおっしゃいましたけれども、もう少しその点についてお話しただけだと思います。

丸 若い人もいろいろで、このごろは若くてもベンチャーが何かで稼いで何とかという人もいますが、そうでないとすると、かなり資産が少ないんですね。だから、毎月積み立てて何かを買うみたいなことで、額からいえばどうしても少ない。

私は確定拠出型に随分期待したんです。アメリカでもこの部分が大きい。あれを通して若い人が投信を買う。あれはまさに長期運用ですから。けれども、まだきちんと調べていないけれども、卒業生に、職場でどんな商品があるのか聞いたところ、かなり自分の系列の金融機関から仕入れてきた商品に限られていた。私がイメージして、確定拠出型で、職場でちゃんと教育が行われるということもありますので、期待していたのですが、確定拠出型そのものがこれからの話なんだろうと思うけれども、ちゃんとした方向に行っているのかなということがあります。チャンスはチャンス

だと思っんです。いやでも応でも長期に投資することも可能なので。

あとは、若い人は、インターネットで幾らでも情報も集められるし、その気になれば、その範囲でかなりのことができる。多分、インターネットでその気になったら、投資信託より個別ですね。個別株式等々で買ってやったほうが理解しやすい。

いずれにしても、どういう形でも、そういうリスクというものに触れて、やはり実践しないとだめだと思っんです。講義で幾ら話してもだめですね。私も、自分のお金を出して学校で投資クラブをつくりまして、実際にやってみたら身を入れて投資をします。実践することになると若い層では一番すぐにはできるのは拠出型のところでそれがうまくできればいいかと思っます。あと、やはり若い人はインターネットをかなりうまく使え

と思うので、インターネットはすごくいいツールだと思います。

余り答えになっていなくて済みません。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参っておりますので、今月の「証券セミナー」はこれで閉会にさせていただきます
たいと思います。

丸先生、どうもありがとうございました。（拍手）

（まる じゅんこ・武蔵大学名誉教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二十四年五月八日に開催されました。）

丸 淳 子 氏

略 歴

【学 歴】

1964年 3 月 青山学院大学経済学部卒業

【職 歴】

1964年 6 月 (財)日本証券経済研究所入所

1991年 3 月 (財)日本証券経済研究所退所

同年 4 月 武蔵大学経済学部教授

2012年 3 月 武蔵大学経済学部退職

同年 4 月 武蔵大学名誉教授

【著書・論文】

『現代証券市場分析』（共著） 1987年 東洋経済新報社

『日本の証券市場』（共著） 1984年 東洋経済新報社

『証券市場 第2版』 1998年 新世社

『大学教授の資産運用セミナー』 2008年 中央経済社

「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：丸淳子教授記念号』 2012年など