

# 投資信託の販売のあり方

平成24年12月4日



株式会社資本市場研究所きずな

## “貯蓄から投資へ”の主役としての投資信託の現状

金融ビッグバン後の“貯蓄から投資へ”政策において、金融商品の中心にあったのは投資信託(ファンド)だろう。普通の個人が直接投資できないものや、資本規制のある新興国への投資も、ファンドのかたちにすれば、投資単位を小口化できるので、先ず政策的に投資信託の販売チャネルの拡大が図られた。

1998年12月の銀行など金融機関による投資信託の窓販解禁、2005年10月の郵便局での販売開始、そして2004年4月にスタートした証券仲介業(現金融商品仲介業)、いずれも個人が投資信託に触れる機会を増やした。また、2001年10月に始まった確定拠出年金制度(日本版401K)も、退職後の資金準備の為に、投資信託を活用した投資が期待されていた。

一方、証券会社の事業戦略として、手数料自由化された株式取引から、投信販売に営業の軸足を移す動きが、大手から始まり、今では中堅証券まで投信販売中心の営業

体制が広まっている。

販売チャネルも増加し、証券会社や銀行などの販売会社も投信販売を積極的に取り組んでいるので、10年前に比べると投資信託残高も大きく増えた。しかし、個人金融資産に占める比率は、欧米に大きく見劣りするし、最近の投資信託残高全体は、資金流入より市況などでの影響による増減が大きくなっている。つまり、投資信託の販売者にとっては手数料収入が期待できる投資信託の重要度は増しているが、買い手である個人にとって、自分の資金を置く場所としての投資信託は、それなりの水準に留まっているとも言える。

今後、“貯蓄から投資”政策が更に推進されていくのならば、投資信託はその中心に有り続けるだろうが、より多くの個人が利用していく為には、何が必要だろうか。先ず投資信託の販売のあり方から見直してみたい。

日本の公募投資信託に関して、良く言われることの一つに、ファンドの組成と販売に関する製販の分業体制が成り

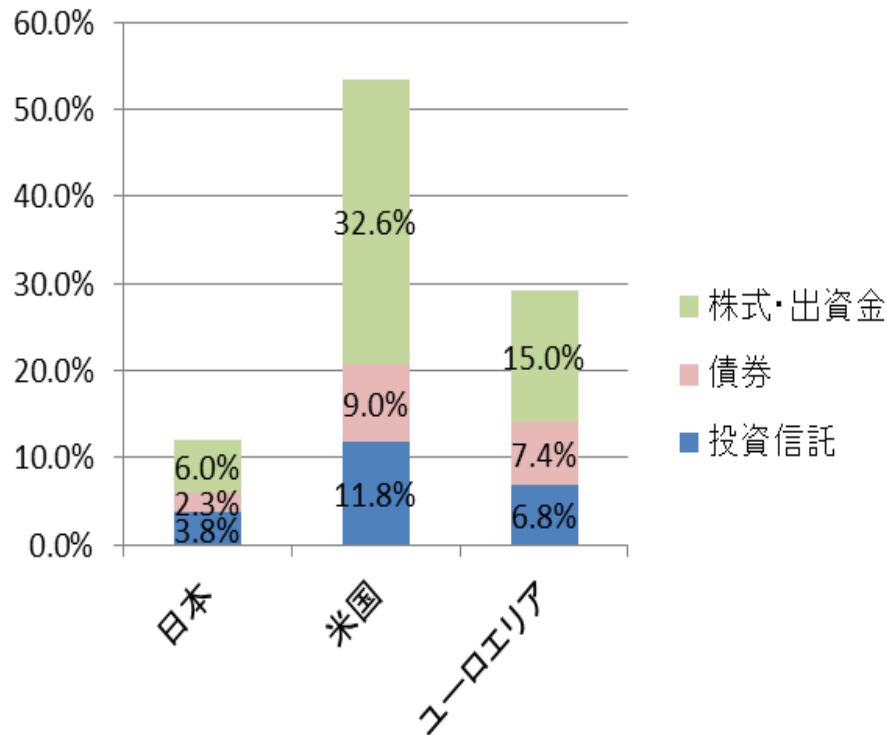
立っている、といった指摘がある。これは、運用会社による投資家への直接販売が、1%未満(公募の株式投信ベース)ということもあって、投資信託を購入する個人層のニーズの把握が、殆ど証券会社などの営業現場で行われる。この投資家ニーズに応える形で、運用会社が新たなファンドを組成する。また、新ファンドの販売時には、販売会社の営業員向けの勉強会、販売会社における投資家向けセミナーの講師役を引き受ける。この様なファンドの組成時、販売時における販売会社と運用会社の相互依存的な役割の分担を指すが、現状でもこの構図に変化はない。

但し、この分業体制にも長短があって、メリットが大きな部分は投資家ニーズの変化に対応したファンドを供給しやすい事が挙げられる。今や、公募株式投信残高の7割を占める毎月分売型のファンドも、この様な組成経緯で増加していったし、高分配金型のファンドも、販売現場での強いニーズがあったものだった。

一方、デメリットの方は投資テーマが時の話題を先取りする形で取り込まれるので、少しテーマの古いものは、新しいファンドに乗り換えられやすい。その結果、公募株式

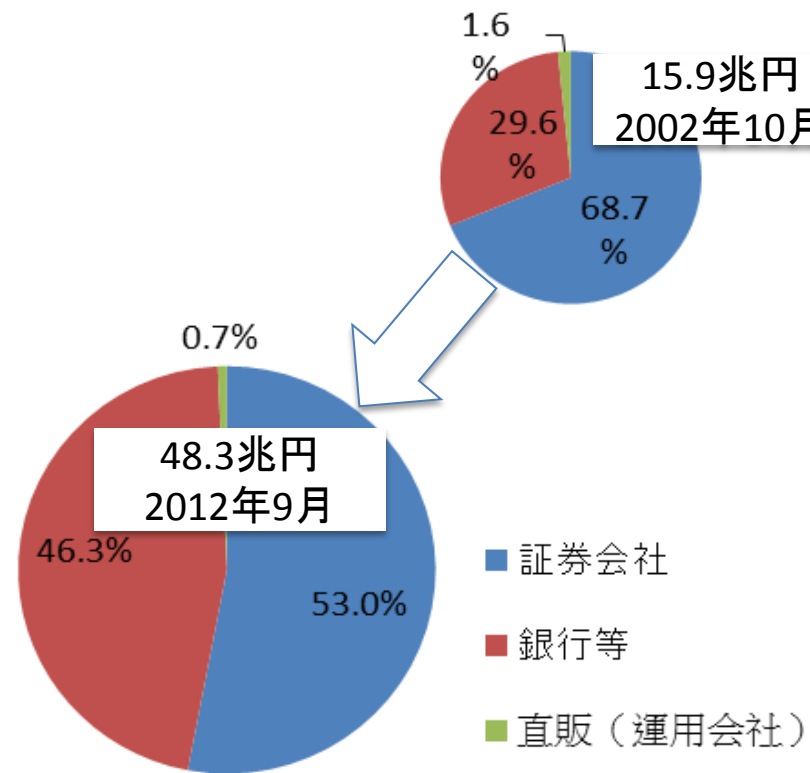
投信の数が4000を超える一方、投資残高がファンドの採算分岐点(年間信託報酬)とみられる30億円に満たないものが、全体の8割を超えている。

## 家計におけるリスク資産



※日銀資金循環統計図表9月公表より  
日本と米国は、2012年6月末  
ユーロエリアは2012年3月末

## 公募株式投信販売 チャンネル別純資産



※投資信託協会統計資料より

## 投資信託の販売上の問題点とその変化

一般の個人に広く投資信託を保有してもらう為、その販売においては、以下の様な取組みが為されている。

【個人の状況に合わせた販売を行っているか：適合性の原則】

従来の証券取引法から、「顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当な勧誘行為を行ってはならない」とする適合性の原則はあったが、2007年9月末に施行された金融商品取引法においては、これに加えて「金融商品取引契約を締結する目的」（投資の目的）に照らして、適切性を判断することとされている。またこの原則に合わせて、当該顧客がその金融商品取引契約を理解する為の説明義務も課せられている。

【投資信託の内容を解り易く：目論見書の平易化・簡素化】

従来の投資信託目論見書は、次の様な指摘をされていた。（金融審議会、2008年ディスクロージャー・ワーキンググループ）

- ①分量が非常に多い
- ②全体的に専門用語が多く、表現が分かりづらい

③全体の構成が複雑で、どこに何が書かれているか分からない

④重複が多いなどから、投資を行う（ファンドを選ぶ）に当たって、的確に情報を見つけにくい

これを受けて、開示内閣府令が改正され、2010年7月以降の提出された投資信託目論見書の平易化・簡素化が図られている。なお、投資信託協会においては、公募の株式投信検索機能強化の中で、この目論見書（交付目論見書）のデータベース化が整備され、一般の利用も可能となっている。

【リスクをちゃんと認識させる：通貨選択型を念頭に販売時の顧客確認体制の強化】

本年2月には投資信託の販売に関する監督指針の改正が金融庁により行われており、投資信託の販売者は次の様な態勢整備が求められている。

①通貨選択型ファンドについては、投資対象資産の価格変動リスクに加えて複雑な為替変動リスクを伴うことから、通貨選択型ファンドへの投資経験が無い顧客への勧誘・販売時において、顧客から、商品特性・リスク特性を理解した旨の確認書を受け入れ、これを保存するなどの措置をとっているか。

②元本の安全性を重視するとしている顧客に対して、通貨選択型ファンドなどのリスクの高い商品を販売する場合には、管理職による承認制とするなどの慎重な販売管理を行っているか。

③投資信託の分配金に関して、分配金の一部又は全てが元本の一部払戻しに相当する場合があることを、顧客に分かり易く説明しているか。

以上に加えて、本来は長期投資が目的と考えられている投資信託の、短期での解約に関して問題視されたことがあり、現在は販売会社サイドの自主的なルールにより、新たな投資信託へ乗換え目的の短期の解約は、勧誘しないことになっている。

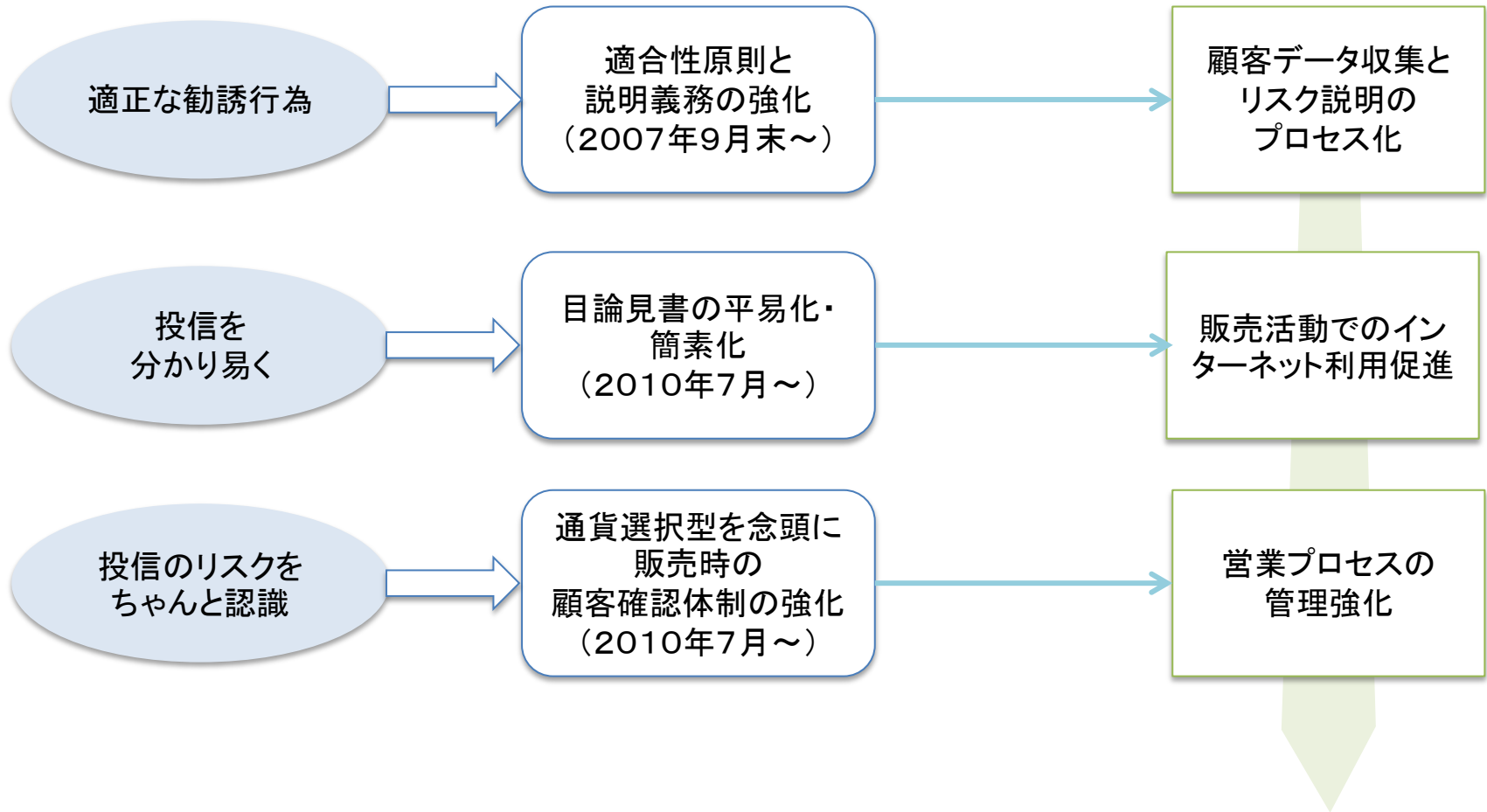
なお、2011年の株式投信(追加型)の解約率は、以下の様になっている。(金融審議会資料:野村総研作成“金融自由化以降の投信マーケットの状況と今後の課題”2012年4月より)

- 全体・・・・・・・・・・・・・・・・40%
- 窓販(金融機関)・・・・・・・・27%
- 運用会社の直接販売・・・・・・5.2%
- 確定拠出年金(DC)購入分・・0.6%

解約率が高いのが必ずしも問題というのではなく投資環境や、投資目的によっても解約率は大きく異なる。DCの様に資産形成目的であれば、少額の資金を毎月継続的に投資するので、短期的な解約は考え難いが、ある程度まとまった資金の運用であれば、リスクに対して敏感にならざるを得ない。

昨年のように、日本の大震災や欧州債務危機の顕在化など大きな市場リスク要因が起きれば、解約率が高まることは避けられない。また資産運用である以上、先行きが不透明な場合に短期的な変動を取っていきたいと投資家サイドの言うニーズもあるが、基準価格が2割上昇したら早期償還を行うファンドの設計などは、これらのニーズに応えたものだ。

# 投資信託販売環境の変化



## 投資家は何を知るべきか

現在、金融審議会のワーキング・グループにおいて行われている投資信託制度の見直しにおいて、一般の個人投資家を念頭に、次の様な事項が改善ポイントの実現案の検討が進められている。

### 【運用報告書の改善】

基本的な考え方は、既に目論見書にて実施された平易化・簡素化で、普通の個人にも解り易い記載項目の平易化と簡素化を目的とした標準様式が検討されている。また、運用報告書を個人投資家が扱い易いよう、最低限必要な部分を交付し、その他の部分は請求部分とする運用報告書の2階建化も示されている。

### 【トータルリターン把握の為の定期的通知制度の導入】

投資家が把握できる総投資結果については、トータルリターンとして独自の基準で計算し、既に投資家に示している販売会社もあるが、通知制度として導入するのであれば、計算基準を一律化したり、システム対応の為の準備期間も必要。対象となるのは、制度導入後に販売された公募投資信託(外国投信も含む)が考えられており、計算式は次の

ものが検討されている。

○(計算時の評価金額+累計受取分配額+累計換金金額)－累計買付金額

### 【販売手数料・信託報酬等に関する説明の充実】

この目的は、享受するサービス内容を投資家が理解することとともに、投資家のコスト意識の高まりからサービス対価の競争を促進しようとするものだ。既に、一部のネット証券では、ファンド毎投資家の購入金額に合わせて、販売会社・運用会社・受託会社の報酬割合を示す取組みが行われている。

### 【販売・勧誘時等におけるリスク等についての情報提供の充実】

高齢者層に需要の高いとされる高分配金型の代表的なものに、通貨選択型ハイ・イールドボンドファンドや同新興国債券ファンドなどがあるが、これらのファンドを構成する外国投信の運用内容には、投資リターンを高める為、投資不適格(BB+以下の格付け)債に多く投資するものもある。つまり、一般の個人には低格付債投資にともなう信用リスクが直接は分かり難い。また、選択した通貨の為替リスク、デリバティブを利用した場合のカウンターパーティー・リスク(



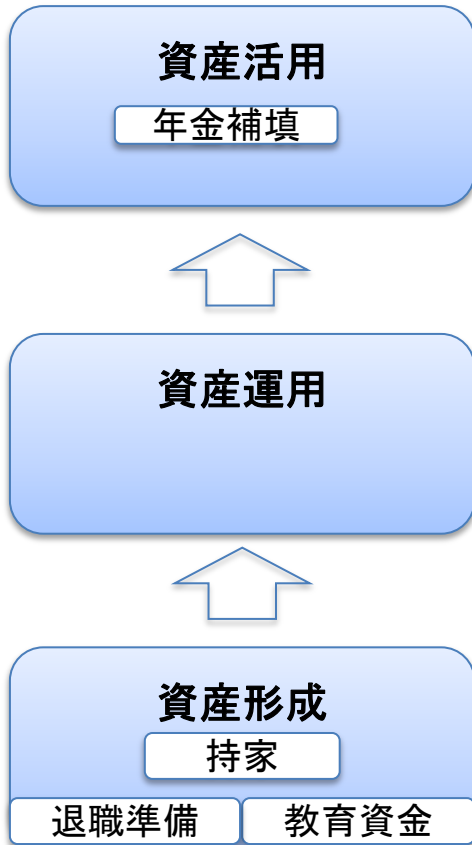
契約不履行リスク)など、これらのリスクをどの様に解り易く示すかが検討されている。その検討過程で、欧州で採用されているファンドの分配金込みの変動率(標準偏差)を7段階に分けて示す方式もワーキングでは議論されているが、一律的なリスクレベルの表示には反対論も多いようだ。

#### 【運用資産の内容に対して一定のリスク制限をする規制の検討】

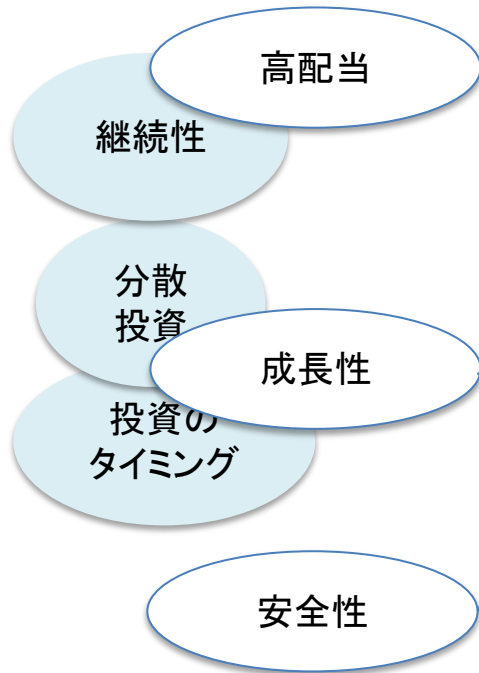
現在は、ファンド毎若しくは運用会社独自の基準として、運用資産に対する信用リスク(例えば同一銘柄には何%以下の投資)やデリバティブの利用規制はあるが、法制度上は企業支配禁止の観点から、投資先株式の議決権の50%を超えてはならないとの規制のみがある。これを、欧州の規制などを参考にして、同一者へのエクスポージャーが純資産の一定比率以内とすることが検討されている。この目的は、信用リスクの集中回避の為の投資制限だが、検討・議論には時間がかかりそうだ。

# 個人投資家による投資信託の選択

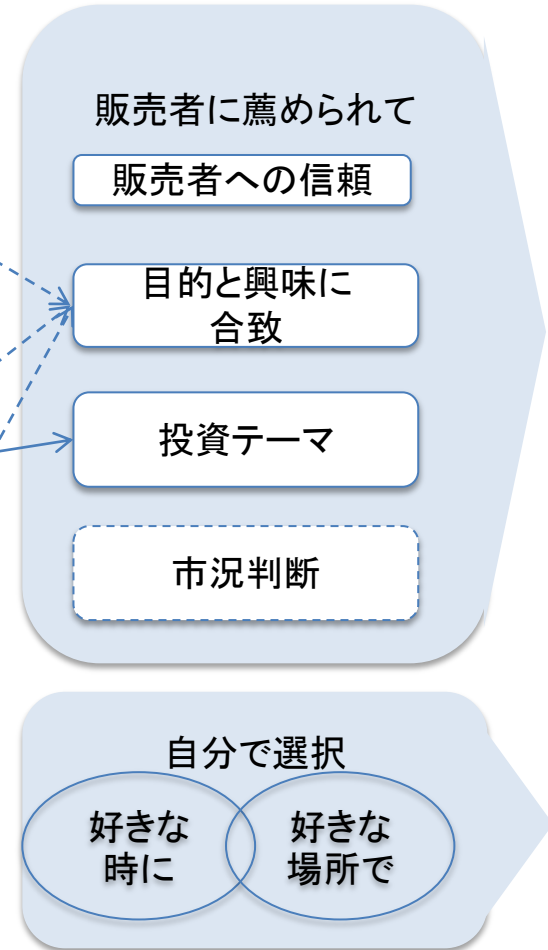
## 投資の目的



## 投資の興味



## 投信選択のポイント



証券・窓販・仲介業など  
販売チャネル拡大

ネット販売態勢  
の整備

## 個人投資家拡大へ、それぞれの戦略

投資信託の販売におけるインターネット利用は進んでいるようだ。金融情報誌によると、ネットで販売されたファンドの金額ベースの最近のシェア推計は、証券会社分で約3%、金融機関などの窓販部分で約7%、地銀だけの分では約10%となっており、特に金融機関取扱いでの増加が目立ち始めている。これは、営業プロセスの厳格化が求められているという販売会社側の事情もあるが、目論見書の平易化などでファンドの内容が依然よりも分かり易くなっていることも影響している。人数ベースの調査では、昨年9月に野村総研が実施した生活者1万人アンケートがあるが、全体の14%がネットを利用しており、資産形成層となる30才台に限りみると51%に達している。

実際の大手ネット証券における投資信託販売を見てみると、取扱いのファンド数が600~1200と大量の品揃えから選択させるので、売れ筋ランキングといった旧来からの方法がメイン画面を占めるが、販売促進の為の新しい取組みもなされている。資産のポートフォリオから参考ファンドを示すもの、ワンコイン(500円)などの少額の継続積立、自分年金といったテーマ性、いずれも投資する目的・方法を明確・

単純化して資産形成の為の持続したファンド投資を促すものだ。

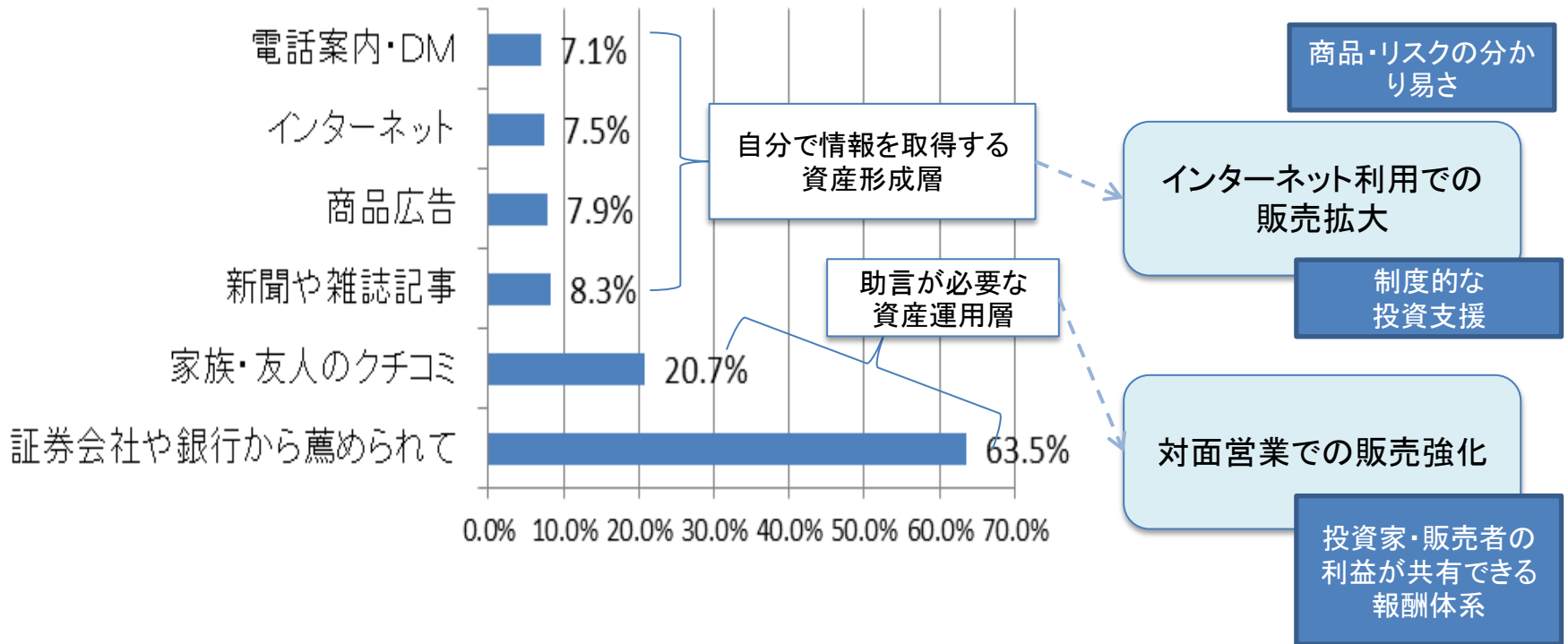
同じくネット環境を利用する販売チャネルとして、現在約450万人が加入する確定拠出年金制度での投資信託購入がある。現在5兆円の資産の内、約2兆円弱が投資信託で運用されている。今後、主婦や公務員の制度加入などが可能になれば、一段の増加が期待できるが、年金制度全体の問題なので時間がかかりそうだ。

替わって最近期待が高まっているのが、日本版ISA(少額非課税投資制度)の本格導入だ。これは、現在、試験的な制度導入(3年間、合計300万円投資枠)として2014年から予定されているが、経済界や金融業界などから本格的(5年間、500万円以上)な導入要望が強い。若し、本格的に導入されれば、20兆円以上の資金が投資信託購入に向かうといった試算もされている。

一方、証券会社などでの対面営業の投資信託販売がどの様になっていくか考えると、やはり資産運用層に的を絞った営業推進は変わらないだろう。但し、現在求められている営業プロセスの厳格化は、現場のコストを引き上げる。その

為、収益性を上げる方法としては、成功報酬型のラップ口座や私募ファンドの販売に注力する動きもあるだろう。販売会社としては、高い手数料の対価としての現場の投資助言機能を高めるのが王道だが、公募投資信託においても、投資家・販売会社・運用会社の利益が一致するような、成功報酬的手数料体系が検討されれば、店頭での販売拡大に繋がるだろうし、販売のあり方も変わっていく。その事を期待したい。

# 投資信託購入のきっかけ



※投資信託協会2011年度アンケート調査より作成