

日本経営財務研究学会
我が国の投資信託の現状と改革：
アンケートプロフィールデータ分析からの視点

丸淳子（武蔵大学）、松澤孝紀（武蔵大学）、駒井隼人（ビデオリサーチ・インタラクティブ）

要旨

日本は個人投資家（家計）の金融資産残高 1,700 兆円と GDP の 3 倍以上であり世界屈指の金融資産大国である。しかし、預金中心で資産蓄積をしてきた個人投資家は低成長期の超金融緩和状況下、リスクを効率的にとることによって資産を増加させることが求められている。リスクを効率的にとるための重要な金融資産として投資信託が注目され、制度改革や規制緩和が推進されてきた。投資信託はファンドの製作者（運用会社）、ファンド販売者、投資家の間に情報の非対称性、利益相反が起こりやすい。とくに、投資家が未熟な日本では投資信託からの恩恵は得られていない。要因の 1 つが資産運用会社と販売会社の関係が多様性の高い米国に比して非常に画一的であり、その結果競争力が低くコスト高になっている。

資産運用の主役である投資家の属性からその金融行動をアンケートプロフィールデータによって分析・把握した上で、日本に適した運用、販売のあり方を模索する。

目次

1. はじめに
2. 株式投資からの示唆
3. 日本の投資信託の現状
4. 投資信託投資：アンケートプロフィールデータの分析
5. 資産運用産業の日米比較
6. 投資信託普及の背景：日米個人投資家の資産運用比較
7. 改革への長い道のり：成熟した資産運用産業と成熟した個人投資家の育成

キーワード：金融資産の取引コスト 情報コスト 情報の非対称性
ネットの普及 投資信託運用会社と販売ルート 委託販売 直接販売

1. はじめに：

1980年代後半の未曾有のバブルが崩壊し、金融・証券市場経由の経済不況が定着した。低金利下、預貯金中心で資産蓄積してきた個人投資家の資産運用の重要性から金融政策は、リスクを自己責任でとることにより効率的な運用、いわゆる、「貯蓄から投資へ」と大きく舵を切った。その中心金融商品が投資信託である。しかし、現状ではリスク投資に不慣れた個人投資家への投信販売は世界的に見て評価が低い。未知の金融資産である投資信託を購入するためには知識・情報が重要である。日本のファンドは情報コストが非常に高いが、投資家の能力・ニーズを考慮したためではない。販売利益を効率的に稼ぐための戦略であり、主たる原因は高リスク、複雑に仕組まれたファンドが多いからである。投資信託初心者には情報の非対称性の大きいファンドを薦める必要があるであろうか。この状況を変化させ、1,700兆円の個人金融資産をより効率的に活用する改革を投信信託の先進国である米国の投資信託普及プロセスを参考に、個人投資家のアンケートプロフィールデータを分析することから可能性を探ってみよう。

2. 株式取引のからの示唆

個人投資家の株式取引の80%以上がインターネット経由である。インターネット取引の魅力は取引コストが店頭取引の20～30分の1と低いことである。最大の理由はネットでの株式売買には情報コストがほとんど含まれていないからである。株式情報、企業情報は比較的入手しやすく、投資家自身で投資判断しやすい。

他方、投資信託取引ではネット取引は店頭取引より少ない。仕組み金融資産である投資信託は投信初心者には理解しがたいような複雑なものが多く存在している。当然、ファンドの内容を理解するためには知識・情報が必要であり、販売者サイドと投資家サイドの間に大きな情報格差が存在している。このような状況下では販売サイドと購入サイドには大きな利益相反が生じやすい。

3. 日本の投資信託の現状

図表1は日米の投資信託のファンド残高、本数、1ファンドあたりファンド残高である。日本では残高に比してファンド数が非常に多い。理由の1つはアメリカでは長期運用が主流であるが、日本では次から次へと新設定ファンドを作成し、買い替え、いわゆる、回転売買によりファンドの寿命は短い。モーニングスターが2年に1度、投資信託が普及している世界25カ国の評価を公表しているⁱ。図表2は全体評価であるが、日本は23番目と非常に低い評価である。日本の低評価の主原因は手数料や各種費用である。これは投信販売が対面で高い人件費をかけていることと高リスクで複雑な仕組みのファンドが多いことに由来している。日本で金融資産残高の高い個人は高齢層が多く、リスク投資に初心者であるという現実とはかけ離れた商品構成である。この状況を変える手がかりを得るために、アンケートプロフィールデータを用いて、ネット投資家と店頭投資家の投信行動を分析しよ

う。

図表1 日米のファンド残高等比較

	ファンド数	残高	1本当たりの残高平均
日本	5,539本	97兆円	175億円
アメリカ	7,086本	1,940兆円	2,429億円

図表2 投資信託市場の評価スコア

A	韓国	アメリカ				
A-	オランダ	台湾				
B+	イギリス					
B+	スウェーデン					
B-	オーストラリア	デンマーク	フィンランド	ノルウェイ	スイス	
C+	カナダ	ドイツ	インド	ニュージーランド	タイ	
C+	ベルギー	フランス	香港	シンガポール	南アフリカ	スペイン
C-	イタリア	日本				
D+	中国					

4. 投資信託投資：アンケートプロフィールデータの分析

(1) データの特徴

株式会社ビデオリサーチインタラクティブのサービスである WebPAC2 のデータを使用する。WebPAC2 は RDD 方式ⁱⁱにより選ばれた約 6,000 人のモニターから構成されたインターネットユーザーのパネルである。

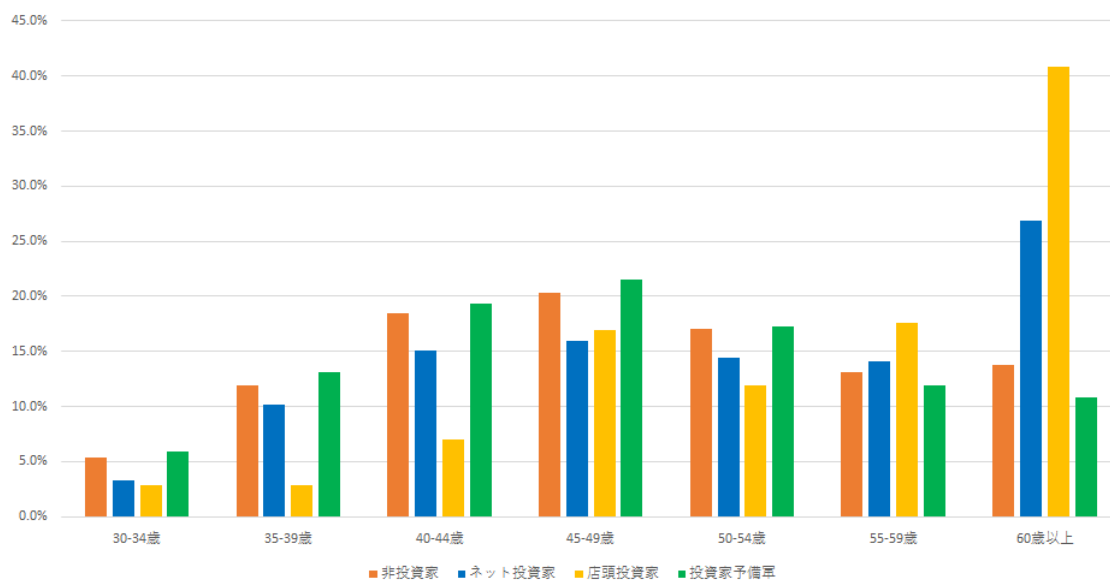
プロフィールデータは、1年に1回の郵送調査で実施するアンケートにより収集したデータである。性別・年代・年収・職業といった基本属性から、起床時間や食事内容などの日常生活、好きなブランドや欲しいモノなどの興味関心、直感的や楽観的などの思考といった幅広いジャンルを網羅し、約 5,500 項目から構成される。本稿では 2016 年 1 月～2016 年 12 月分（郵送調査：2015 年 11 月実施）のプロフィールデータのうち、基本属性と「株式・投資信託・オンライントレード」についての回答データⁱⁱⁱを利用する。なお、本分析では、ネット投資家をネット取引利用者と定義し、店頭投資家を証券会社の店頭利用かつネット取引非利用者と定義する。

(2) 店頭投資家とインターネット投資家のプロフィール

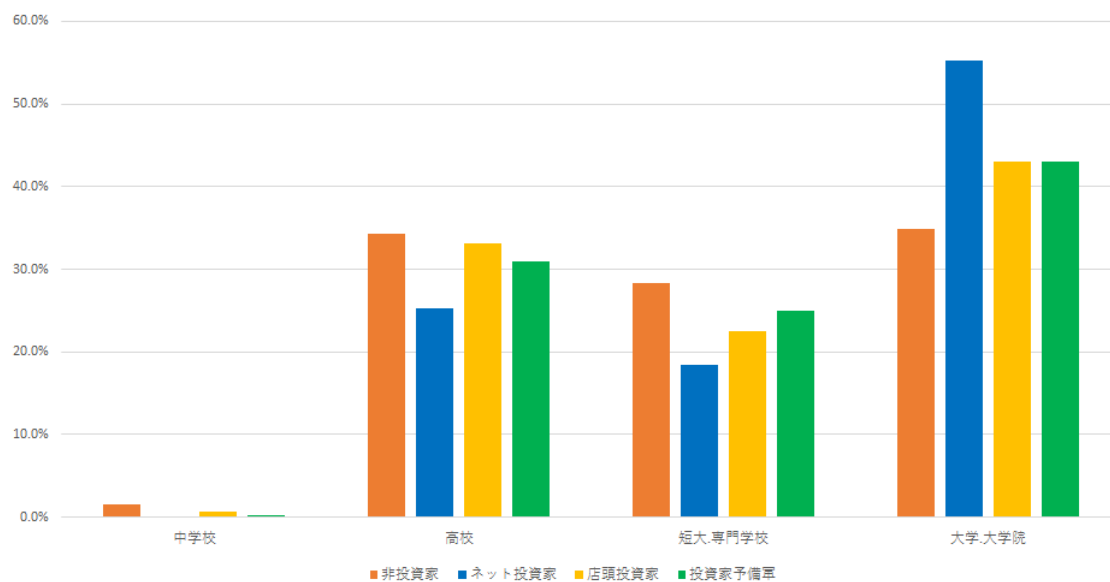
図表3、図表4はそれぞれ投資家の年代と学歴を示している。年代についてネット投資家と店頭投資家を比較すると、60代以上を除けばネット投資家は40代を中央とした山なりの分布、店頭投資家は年代が高くなるほど増加する三角形の分布となっている。また、最も差のある60代以上に注目すると、ネット投資家は26.9%、店頭投資家は40.8%と10%

以上の差が見て取れる。他方、学歴を比べると、ネット投資家は大学・大学院が 55.2%と半数以上を占めるが、店頭投資家は 43.0%と半数以下となっており、ネット投資家のほうがより高い。ネット投資家は店頭投資家に比して「若く高学歴」なプロフィール像が見えてくる。

図表3 投資家のプロフィール（年代）



図表4 投資家のプロフィール（学歴）



(3) 分析結果

図表 5 は回帰分析の結果を示している。ネットと店頭の比較で最も特徴的なのが年代である。ネットは全ての金融資産が有意でない。これに対し、店頭は全ての金融資産が有意に正である。ネットに年代との関係がみられない一方で、店頭は高齢なほど保有している傾向にある。さらに、収入はネットでは株式・投資信託について有意に正、店頭では公社債・投資信託について有意に負となっている。ネットでは収入が多いほど、店頭では少ないほど保有している。年代と収入の結果を合わせると、ネットでは収入のある勤労世代が中心に、店頭では低所得高資産な高齢者層が中心に金融資産を保有していると解釈できる。

他方、学歴についてはネットの投資信託のみ有意に正である。投資信託は様々な金融商品や為替などに分散投資をする為に、複雑な仕組みを有するものが数多い。また、次々に新しいファンドが設定されており、商品の多様性、複雑性は年々と増している。こうした中で投資先のファンドを選定するのは、株式や債券のようなシンプルな金融商品を選定するよりも遥かに難易度が高いと言える。店頭においては高コストの対価として、情報・知識が提供されるために、複雑な金融商品であったとしても、理解と選定のサポートを得られるであろう。しかしながら、ネットにおいては情報収集から選定するまでの全てを自身で行う必要がある。株や債券よりも複雑な仕組みを有する投資信託について、それを実践するには一定水準の学歴が必要と読み取れる。

図表 5 株式投資と投資信託投資：回帰結果

被説明変数		説明変数					
		年代		収入		学歴	
ネット	株式	-0.013	(0.760)	0.073	(0.005)	0.156	(0.077)
	投資信託	0.060	(0.144)	0.033	(0.182)	0.336	(0.000)
	公社債	0.046	(0.464)	-0.004	(0.919)	0.144	(0.298)
店頭	株式	0.230	(0.001)	-0.016	(0.691)	-0.091	(0.498)
	投資信託	0.258	(0.001)	-0.114	(0.010)	0.024	(0.862)
	公社債	0.367	(0.003)	-0.190	(0.010)	0.005	(0.982)

※()内は P 値

5. 資産運用産業の日米比較

(1) 投資信託の仕組み

投資信託は分散投資を通してリスクを効率的にコントロールしながら収益を上げるように専門家が情報収集や金融工学などの金融技術を駆使した仕組みファンドである。投資家の要望にそったコスト・パフォーマンスのファンド作成により運用会社として機能している。作成したファンドは販売会社に委託するファンド、直接販売するファンドに分けられる。

販売会社には運用会社の系列と独立系がある。販売会社には取り扱うファンドを選別するブティックタイプとあらゆるファンドをそろえるスーパーマーケットタイプがある。

(2) 運用会社・販売会社・投資家の関係

運用会社と販売会社、販売会社と投資家、運用会社と投資家の間には情報の非対称性が存在する。運用会社はファンドを需要する投資家のニーズに沿ってファンドを作成するはずである。しかし、直販でないと運用会社が投資家ニーズを知る機会は少なく、多くは販売を委託する販売会社経由で投資家の情報・ニーズを得ている。しかし、販売会社が投資家のニーズを適格に把握しているとは限らない。たとえば、日本の高齢投資家は投資信託に関する知識、情報は乏しく、ファンド選択も販売員の推奨に従うことが多い。このような販売会社と投資家の間にある大きな情報の非対称性は利益相反の温床になりやすい。販売会社の利益が優先されてしまうのである。運用会社が販売を優先するとき、販売会社のニーズに沿ったファンドを作成しやすい。

(3) 資産運用産業の日米比較

(3-1) 運用会社

「投資家の資産を預かり、その資産運用を代行する企業」と認識されている運用会社は、日米でどのように異なっているのだろうか。

【米国】

米国の投資信託市場において運用会社は上述のように 2015 年末現在で 873 主体あるが、バンガード、フィデリティ、キャピタルという独立系大手運用会社が他社を大きく突き放している。ここに 3 社の特徴をあげてみよう。

① バンガード

コストの安いインデックスファンドを活用し、アクティブファンドは外部の運用会社をアドバイザーとして活用。直販主体である。

② フィデリティ

アクティブファンドが多い。直販主体であったが、ディスカウントブローカーとしても活動し、ライバル社のファンドをも品揃えをしている。

③ キャピタル

アクティブファンドがほとんど。外国株ファンドに特徴。販売会社や独立 FP を通じた対面販売主体である。

【日本】

一方、日本の投資信託運用会社（投資信託協会正会員会社）は 2016 年 8 月現在 82 社あり、そのほとんどが証券会社や外資系、銀行、保険会社などの子会社・関連会社である。

つまり独立している運用会社が少ないということになる。証券会社系列や銀行系列の運用会社であれば、その商品設定は販売会社である親証券会社、親銀行によるところが多いであろう。運用会社の受託規模（公募投信）によるランキング（受託資産残高 1 兆円以上）上位 16 社は図表 6 のようになっている。2016 年 6 月末の公募投信残高の約 90%を占めている。2016 年 10 月をめどに合併するみずほ系の DIAM アセットマネジメント、みずほ投信投資顧問、新光投信や、三井住友トラストホールディングス系の 2 社（日興アセット、三井住友トラストアセット）を考慮すると実上証券大手 2 社と大手銀行 3 行による影響が約 7 割となる。

図表 6 受託規模上位の運用会社

	資産残高(単位:百万円)	シェア
野村	20,617,228	24.0%
大和	12,472,005	14.5%
日興	9,579,628	11.1%
三菱UFJ国際	9,227,590	10.7%
新光	3,554,407	4.1%
三井住友トラスト	3,326,165	3.9%
フィデリティ	3,135,061	3.6%
DIAM	2,407,156	2.8%
大和住銀	2,230,112	2.6%
三井住友	2,185,717	2.5%
みずほ	1,918,958	2.2%
ニッセイ	1,906,317	2.2%
ピクテ	1,313,733	1.5%
岡三	1,239,410	1.4%
アムンディ	1,084,602	1.3%
東京海上	1,004,311	1.2%
合計	77,202,400	89.7%
投信全体	86,063,105	

商品ラインアップを示す図表 7 を見てみると、アメリカとは異なり、同じような商品を並べている、つまり横並びであることがわかる。横並びということは、特徴がなく、同業他社に合わせて同じような商品性のファンドを乱造し、販売会社に売ってもらうということになる。販売会社と運用会社の系列性があれば同業他社の運用会社の同様な商品はあまり扱いにくい、系列性のない地方銀行などの販売会社からすれば商品選択を行うにあた

り、大手運用会社との関係性を見ながら「満遍なく」チョイスする形となる。

図表7 投信ファンドのラインアップ

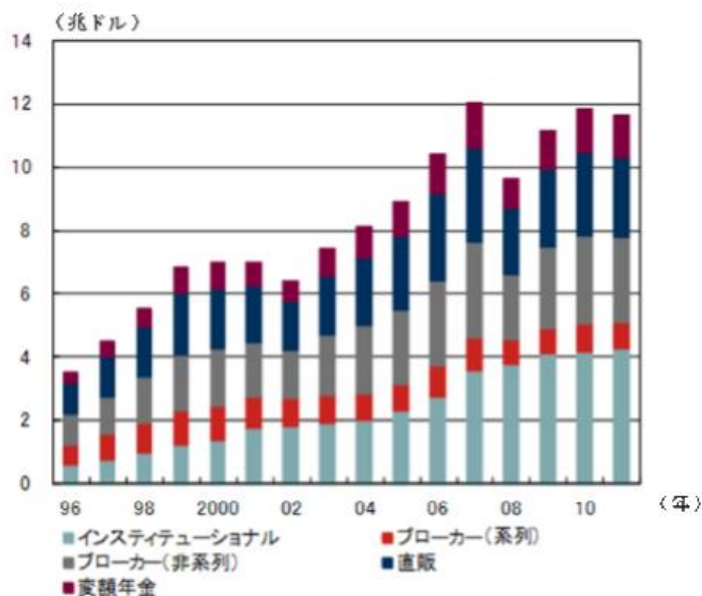
	野村	大和	日興	三菱UFJ国際	みずほFG				5社計	投信全体	5社シェア
						DIAM	みずほ	新光			
本数	746	589	331	701	584	206	170	208	2,951	5,847	50.5%
インデックスファンド	144	107	57	107	88	49	23	16	503	746	67.4%
DC	54	40	14	50	44	30	10	4	202	409	49.4%
ラップ口座	73	28	9	23	39	13	15	11	172	281	61.2%
ETF	47	34	22	14	5	4	1	0	122	152	80.3%
国内株式型	141	105	47	112	95	41	21	33	500	937	53.4%
国内債券型	17	13	8	15	16	7	7	2	69	131	52.7%
国内REIT型	12	10	3	8	30	8	17	5	63	109	57.8%
国際株式型	139	111	85	80	95	30	31	34	510	1,114	45.8%
国際債券型	233	116	78	240	155	54	50	51	822	1,535	53.6%
国際REIT型	37	28	12	34	28	17	6	5	139	255	54.5%
バランス型	58	83	68	107	110	48	28	34	426	846	50.4%
コモディティ型	10	4	0	4	4	1	3	0	22	54	40.7%
ヘッジファンド	13	3	4	7	8	0	4	4	35	88	39.8%
ブルベア型	23	16	3	0	4	0	0	4	46	100	46.0%
証券会社	112	98	72	98		71	78	91			
銀行等	124	137	123	279		166	105	177			
保険・短資、その他	6	11	8	8		3	5	0			

(3-2) 販売会社

【米国】

米国の投資信託の販売チャンネルは図表8のとおりである。系列ブローカーの比率が低いということは、運用会社と販売会社の系列関係があまりないということを示している。米国の投資会社法は投資会社と関係会社の取引を制限しており、これを受けたものであろう。インスティテューショナルは年金システム経由であり、これに変額年金を合わせると約50%が年金システム経由で販売されている。年金システムは独立フィナンシャルアドバイザー経由を含んでいるため、特定のファンドのみを「推奨販売する」日本の販売方式とは販売方法も商品性も異なることになる。また直販比率も20%となっている。直販は販売手数料を課さないものが多く、信託報酬も低い。つまり保有するための手数料が低いという特徴がある。

図表8 米国の投資信託の販売チャネル



出典：経済産業省 平成 23 年度 産業金融システムの構築及び整備調査委託事業「我が国の個人金融資産の 資産運用高度化のための調査」 報告書 2012 年 2 月 株式会社野村資本市場研究所

【日本】

日本の公募投資信託残高状況は、その約 40%は銀行等預貯金取扱金融機関と保険会社経由（保険会社経由の残高はあまりない）により販売されている。1997 年 12 月より銀行等の窓口が代理店として、1 年後の 1998 年 12 月より銀行等が本体で窓口販売を行うことができるようになった。

上記のように大手証券会社は大手運用会社の子会社を、大手銀行は証券子会社系の運用会社と自行の運用子会社を有している。一方で、金融ビッグバンにより投信を取り扱うようになった地銀等は、緊密な証券会社や銀行系の運用会社のファンドの取り扱いから、関係が少なかった運用会社と取引をするようになってきた。表向き地銀自ら取扱いファンドを選択することができるようになったが、自ら取扱いファンドを選択する能力がある地銀はほんの一握りであり、実際は運用会社の推奨するファンドを言われるままラインアップに組み込んでいるのが実情である。

運用会社が大手証券や大手銀行の子会社であること、また投資家と直接向き合うのは販売会社であるため、販売会社のほうが運用会社より力関係が強いということになる。投資家に投資に関する情報やスキルがなければ、投資家は販売会社の推奨するファンドを購入せざるをえない。販売会社は経営面からすると、同じ時間をかけて説明し商品を販売するのであれば、出来るだけ高額で出来るだけ販売手数料や信託報酬などのフィーが高いものを販売することを望むため、運用会社にそのような商品の設定を求めることになる。たと

例えば、銀行が販売会社に参入してからヒットした「売れ筋ファンド」は、インデックスファンドなどの説明が容易で手数料が低いファンドではなく、外国為替リスクを内包している外国金融資産への投資、外国通貨選択型や毎月分配型など、説明が難しく、難しい故説明に時間がかかり、故に販売手数料が高いファンドであった。2015年7月の「金融モニタリングレポート」によれば、「営業担当者の評価を「収益・販売額」としている販売会社が4割弱」ということであり、販売会社の視線は投資家に向いていないのである。

6. 投資信託普及の背景：日米個人投資家の資産運用比較

米国の投資信託の普及は1980年ころから急速に進んだ。他方、貯蓄から投資へという掛け声にも関わらず日本の投資信託普及はなかなか進まない。その背景をみるために、図表9と図表10で過去30、40年間の日米の個人投資家の資産運用（構成比）の推移と制度改革をみておこう。

（1）米国の特徴

- ・現預金は5%以下と少ない。
- ・株式と債券の計が25から40%と高い。
- ・保険準備金の急速な減少は投資信託に代替されている。

もともと現預金が少なく、証券の比率の高い米国の投資家が投資信託を保有するようになった主要な要因は、年金制度改革によるところが大きい。自助努力を促すために導入され税制優遇のついた確定拠出年金制度(401k)やIAR (Individual Retirement Account)の導入である。

401kは、1978年米国内国歳入法の条項名であり、同プランへの拠出金と拠出金の運用益に対する課税は延期され、プランから金銭が引き出されたときに所得として課税され、従業員が59歳半以前に口座から金銭を引き出す場合、通常の所得税に加えて内国歳入庁への10パーセントの罰金を課せられるというものである。また、IRAは、1974年の雇用者退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act : 通常 ERISA 法と呼ばれる) として誕生し、拠出金と運用益が非課税或いは課税繰延べの税制上の特典がある代わりに、課税優遇部分を59歳半以前に引き出すと10%の罰金を課せられるというものである。

これらの制度の導入によりベビーブーマー層が退職後の資産形成を目的に投資信託で運用したことにより市場が拡大し、2つの制度を通じた投資信託の保有残高は2015年末において全体の54%、さらに、年金制度改革により投資信託を「知った」投資家の投信保有が拡大している。また、投信保有は年齢には関係なく、若年層への普及も進んでいる。

（2）日本の特徴

- ・現預金比率が株価上昇時以外は50%超。
- ・株式比率はバブル時以外では10%前後

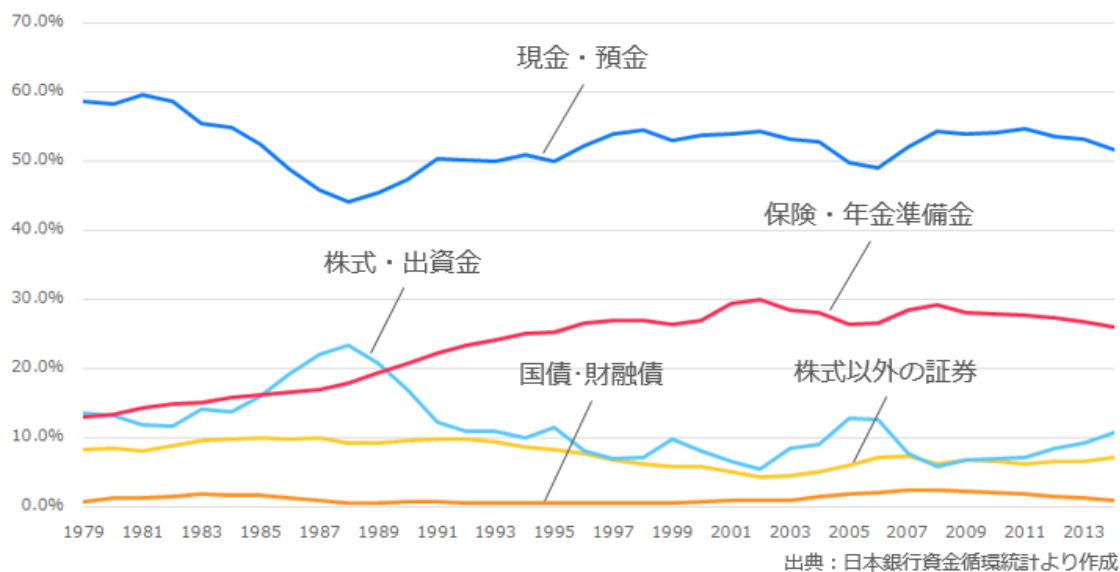
- ・投資信託比率は1996年以降の「貯蓄から投資へ」という政策転換後も低迷。
- ・保険比率は高いが、内容は生命保険（死亡保険）が大部分であり、運用という意識よりは残す意識が強い。

上述のように米国の家計は年金制度改革により投資信託という商品を知り、保有するようになった。日本の家計金融資産の保険・年金への振り分けは20～30%である。日本も年金制度改革により確定拠出年金法にもとづく確定拠出年金401kプランが2001年10月から施行された。確定拠出年金（企業型）の2016年3月期の残高は約9兆5千億円であり、同期の企業年金（確定給付型）の約82兆1千億円に比べると浸透しているとはいいがたい。厚生労働省によると401k運用商品では預貯金4割、生損保2割、リスク商品4割である。しかしながら投資信託で見ると401kプランの受け入れ商品であるDC向け（DC専用ファンド以外も含む）の投資信託は2016年8月現在約450本であり、401kの残高から類推すると1本あたりの残高が低い。

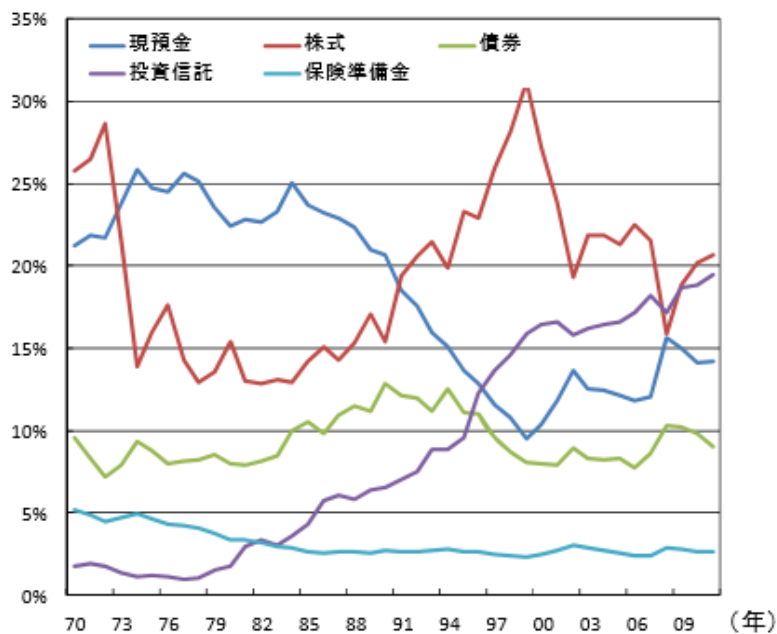
資金循環統計によると2015年3月期の家計の保険・年金残高は約508兆円、そのうち簡易保険と民間生命保険の管理する保険・年金残高は約356兆円で、内訳は約287兆円が生命保険（死亡保険）、個人年金保険が約70兆円であり、資金運用というよりは、いざというとき、あるいは遺産として残すという感じである。また生命保険協会加盟会社合計の資産運用状況を確認すると、投資信託が分類される「その他の証券」での運用比率は全体の4%、約15兆円であり、機関投資家である保険会社経由である間接的な保有による投資信託による運用も深耕しているとはいいがたい状況にある。

米国と異なり、株式等証券投資は非常に少なく、価格変動を生じるリスク投資はほとんど普及していなかった。そのような状況で投資信託を普及させることは投資教育などの準備が必要であったが、ほとんど行われた形跡は見られなかった。また、従来の投資信託に関しては批判も多く、改善の余地あることは指摘されていたのである。

図表9 日本の家計の資産選択の推移



図表10 米国の家計の資産選択の推移



出典：経済産業省 平成 23 年度 産業金融システムの構築及び整備調査委託事業「我が国の個人金融資産の資産運用高度化のための調査」報告書 2012 年 2 月 株式会社野村資本市場研究所

7. 改革への長い道のり：成熟した資産運用産業と成熟した個人投資家の育成

(1) 投資信託業界改革の限界

投資信託業界は投資信託運用会社と販売会社によって投資家を対象としてビジネスを行

っている。業界内の個々の企業は競争によって投資家へのよりよいサービスを提供することが期待される。投信普及度が高い米国の例を見ると、年金運用を自分で運用・管理しなければならなくなった投資家は株式投資などの運用経験を背景に、より効率的な投信ファンドを自分のリスク許容度や好みのコスト・パフォーマンスに合わせて選択する。その結果、運用会社と販売会社の関係やサービス内容は競争激化により多角化している。他方、日本の運用会社と販売会社は提供ファンドも似たりよったりで、販売方法も画一的である。投信購入者は高額資産保有者であり、多くは高齢者である。

結果として、日本の投資信託の評価は非常に低い、この事実を業界関係者は十分に知っている。しかし、長い期間ほとんど変わることはなかった。変わらないのは変える気がないのか、変えられないのか。なかなか突破口が見つからない。

(2) 銀行等金融機関の投信販売参入への期待と誤算

銀行等金融機関（以下銀行）の投資信託の窓口販売への参入認可は銀行の同じ窓口で投信販売が可能になることである。証券会社に縁のない預金者がリスク金融商品に触れる機会が用意された。しかし、リスク商品販売経験のない行員の販売能力不足は明らかであり、当初、リスクの低い預金に近い MMF が中心であった。エンロンショックによる MMF の元本割れなどの不祥事で販売がもたついたが、株式相場の上昇時に銀行窓口でも高リスクのファンドの販売が急増した。

結果、銀行経由の販売は従来の証券会社のそれとほとんど変わりなく、販売効率の良い高額預金者、多くは高齢者に次々新規設定される高リスクで複雑なファンドが高分配金というドレスをまとって販売された。投信初心者の預金者への販売には慎重に販売するのではという期待は全く外れてしまった。上記で述べたように投信普及の背景から見て預金者が直ちに高リスクのファンド購入者になれるはずがないことは明らかであった。投資信託普及教育を投信販売初心者の銀行の窓口で丸投げしたわけで、全くの誤算であった。

(3) 資産運用産業の成熟へ

日本では消費・投資教育を家庭生活や学校生活で意識的に行うということはなかった。また、生活者の多くが会社・組織に所属しているので、税金等を直接支払う機会も少なかった。資産の半分以上は全くリスクのない預貯金で保有している状況下では、積極的に資産運用の知識を得ることも情報収集を行うこともなかった。

インターネットの急速な普及や IT の技術的高度化で知識・情報を低コストで利用する機会は拡大し、内容の豊富さ・高度化は日々刻々と進化し続けている。出遅れていた金融部門においても例外ではなく、硬直化していた資産運用関連分野にも変化の兆しがみられる。投資家の顔が見えず販売会社からの情報に依存していた運用会社の一部に新たな動きがある。大手運用会社は直販により投資家のニーズを意識したファンドを提供し始めている。また、独立系直販運用会社が金額こそまだ少ないが順調に拡大している。

2016年6月現在、日本の投資信託運用会社における公募投信の直販は、独立系の8社^v(さわかみ投信、ありがとう投信、セゾン投信、クローバーアセットマネジメント、レオスキャピタルワークス、ユニオン投信、コモンズ投信、鎌倉投信)と三井住友銀行系の三井住友アセットマネジメントにおいて行われている^{vi}。なお、直販各社の取扱いファンドは図表11である。独立系8社の取扱っているファンドはシンプルで販売手数料がかからず、信託報酬も比較的安い。

高齢投資家層を従来のように開拓することは次第に困難になりつつあり、大手運用会社がシンプルなファンドを若年層開拓のために投入し、販売にも工夫をするところも出てきている。このような動きは購入する投資家、投資予備軍の意識改革も重要であり、これら業務の黒字化には時間がかかる。

さらに、直販とは異なるが、ネット専用ファンド(主に銀行でラインアップされている)というものもあり、図表12のように39ファンド(DC向けを除く)ある。三菱UFJ国際投信の「eMAXIS」や野村アセットマネジメントの「Funds-i」のように初めからインデックスファンドを並べて、ポートフォリオを作りやすいようにしてあり、販売手数料を設定しておらず、信託手数料を安く設定してあることも特徴になっている。

図表 11 直販投信ファンドラインアップ (2016年6月末)

ファンド名	会社名	カテゴリー	総合 レーティング	リターン (3年)	標準偏差 (3年) ▲	信託報酬等 (税込)	純資産額 (百万円)
さわかみファンド	さわかみ	国内大型グロース	★★★	8.96%	15.7	1.08%	249,801
セゾン バンガード・グローバルバランスF	セゾン	安定成長	★★★	5.85%	10.59	0.69%	105,664
ひふみ投信	レオス	国内小型グロース	★★★★	19.47%	15	1.06%	31,210
セゾン 資産形成の達人ファンド	セゾン	国際株式・グローバル・含む日本 (F)	★★★★★	11.21%	15.55	1.35%	29,641
穂い2101	鎌倉	国内小型グロース	★★★	4.73%	7.68	1.09%	23,288
ありがとうファンド『愛称：ファンドの宝石箱』	ありがとう	国内大型グロース	★★★★	8.31%	13.52	1.70%	10,290
コモンズ 30ファンド	コモンズ	国内大型グロース	★★★	7.55%	15.05	1.35%	7,175
ユニオンファンド	ユニオン	国際株式・グローバル・含む日本 (F)	★★★	4.14%	13.83	1.80%	3,724
浪花おふくろファンド『愛称：おふくろファンド』	クローバー	国内中型グロース	★★★	11.21%	14.54	1.65%	913
らくちんファンド	クローバー	国内大型ブレンド	★★★★	9.70%	13.9	1.71%	699
かいたくファンド	クローバー	国際株式・グローバル・含む日本 (F)	★★★★	12.08%	13.59	1.71%	564

図表 12 ネット専用ファンド（2016年6月）

ファンド名	会社名	カテゴリー	総合 レーティング	リターン (3年)	標準偏差 (3年) ▲	信託報酬等 (税込)	純資産額 (百万円)
eMAXIS 先進国株式インデックス	三菱UFJ国際	国際株式・グローバル・除く日本 (F)	★★★★	9.19%	16.45	0.65%	32,913
eMAXIS TOPIXインデックス	三菱UFJ国際	国内大型ブレンド	★★★★	8.35%	16.12	0.43%	29,085
野村 インデックスF・日種225 『愛称：Funds-i 日種225』	野村	国内大型グロース	★★★★	9.02%	17.03	0.43%	28,292
eMAXIS 国内債券インデックス	三菱UFJ国際	国内債券・中期債	★★★	3.50%	1.59	0.43%	23,794
eMAXIS 日種225インデックス	三菱UFJ国際	国内大型グロース	★★★★	9.08%	17.04	0.43%	23,696
eMAXIS 先進国債券インデックス	三菱UFJ国際	国際債券・グローバル・除く日本 (F)	★★★★	3.62%	8.17	0.65%	23,231
eMAXIS 新興国株式インデックス	三菱UFJ国際	国際株式・エマージング・複数国 (F)	★★	-2.91%	19.68	0.65%	22,911
eMAXIS バランス (8資産均等型)	三菱UFJ国際	バランス	★★★	5.63%	10.14	0.54%	18,132
eMAXIS 国内リートインデックス	三菱UFJ国際	国内REIT	★★★★	15.20%	13.43	0.43%	13,684
eMAXIS 先進国リートインデックス	三菱UFJ国際	国際REIT・グローバル・除く日本 (F)	★★★★	10.60%	15.3	0.65%	11,690
マネックス資産設計ファンド<育成型>	DIAM	バランス	★★★★	7.08%	8.88	1.03%	10,325
eMAXIS 新興国債券インデックス	三菱UFJ国際	国際債券・エマージング・複数国 (F)	★★★	-5.22%	12.81	0.65%	5,882
eMAXIS 全世界株式インデックス	三菱UFJ国際	国際株式・グローバル・除く日本 (F)	★★★	7.75%	16.44	0.65%	5,429
野村 インデックスF・J-REIT 『愛称：Funds-i J-REIT』	野村	国内REIT	★★★★	15.31%	13.47	0.43%	5,068
野村 インデックスF・外国株式 『愛称：Funds-i 外国株式』	野村	国際株式・グローバル・除く日本 (F)	★★★★	9.26%	16.45	0.59%	4,863
eMAXIS バランス (安楽り型)	三菱UFJ国際	バランス	★★	3.54%	8.99	0.54%	3,565
野村 インデックスF・外国REIT 『愛称：Funds-i 外国REIT』	野村	国際REIT・グローバル・除く日本 (F)	★★★★	10.91%	15.39	0.59%	3,317
アジアファンド・オプ・ファンズ進歩型投資 『愛称：アジアフォーカス』	みずほ	ヘッジファンド	★★★	3.28%	3.33	0.04%	3,099
楽天資産形成ファンド 『愛称：楽天525』	明治安田	安定成長	★★★★★	7.75%	8.23	0.55%	3,068
マネックス・日本成長株ファンド 『愛称：ザ・ファンド@マネックス』	みずほ	国内小型グロース	★★★★	21.39%	18	2.16%	2,219
野村 インデックスF・新興国株式 『愛称：Funds-i 新興国株式』	野村	国際株式・エマージング・複数国 (F)	★★	-2.73%	19.55	0.65%	2,185
野村 インデックスF・新興国債券・H型 『愛称：Funds-i 新興国債券・為替ヘッジ型』	野村	国際債券・エマージング・複数国 (H)	★★★★★	1.57%	7.42	0.65%	2,078
野村 インデックスF・TOPIX 『愛称：Funds-i TOPIX』	野村	国内大型ブレンド	★★★★	8.35%	16.11	0.43%	1,976
野村 インデックスF・国内債券 『愛称：Funds-i 国内債券』	野村	国内債券・中期債	★★★	3.50%	1.59	0.43%	1,631
(ネット証券専用)<手数料無>日本応援株F 『愛称：スマイル・ジャパン』	三菱UFJ国際	国内大型グロース	★★★★	11.26%	17.16	1.08%	1,484
楽天 グローバル・バランス (積極型) 『愛称：豊稔の木』	楽天	バランス	★	2.70%	12.36	1.68%	1,431
マネックス資産設計Fエボリューション	DIAM	成長	★	4.68%	15.01	1.08%	1,392
野村 インデックスF・外国債券 『愛称：Funds-i 外国債券』	野村	国際債券・グローバル・除く日本 (F)	★★★★	3.66%	8.16	0.59%	1,258
(ネット証券専用)新興国中小型株ファンド	DIAM	国際株式・エマージング・複数国 (F)	★★★★	0.65%	15.55	2.05%	1,214
(ネット証券専用)JAR国内バリュー株F 『愛称：サムライバリュー』	みずほ	ヘッジファンド	★★★★★	6.48%	6.12	1.33%	1,108
マネックス・フルトン・チャイナ・フォーカス 『愛称：チャイナフォーカス』	みずほ	ヘッジファンド	★★★★	8.24%	21.31	1.94%	967
野村 グローバル・ロング・ショート	野村	ヘッジファンド	★★	-0.94%	4.69	1.67%	884
(ネット証券専用)新興市場日本株レアル型	DIAM	国内小型グロース	★	11.65%	35.51	1.69%	826
野村 インデックスF・新興国債券 『愛称：Funds-i 新興国債券』	野村	国際債券・エマージング・複数国 (F)	★★★	-5.04%	12.87	0.65%	503
マネックス資産設計ファンド<隔月分配型>	DIAM	バランス	★★★★	7.09%	8.93	1.03%	499
ニッセイ 高金利投資	ニッセイ	国際債券・グローバル・除く日本 (F)	★★	-1.38%	9.48	1.24%	495
楽天 グローバル・バランス (成長型) 『愛称：豊稔の木』	楽天	安定成長	★★	3.24%	10.55	1.64%	246
DIAM アジア・オセアニア好配当株オープン	DIAM	国際株式・エマージング・複数国 (F)	★★★	-2.99%	16.94	1.71%	233
楽天 グローバル・バランス (安定型) 『愛称：豊稔の木』	楽天	安定成長	★★	3.08%	8.37	1.60%	86

出典：モーニングスターHP

(4) 消費者（個人投資家）の成熟へ

運用会社や販売会社が投資家のニーズを適格に把握するためには、投資家サイドが投資家としての自己判断できることが必要である。「貯蓄から投資へ」という掛け声だけでは預金者は投資家には変わらない。投資信託教育は販売会社の窓口で託された。ニーズをくみ取る状況ではなく、投資家に販売会社にとって都合の良いファンドの推奨が常態となった。

インターネットの普及で変化がみられる。株式投資の大部分がインターネット経由となったことは自己判断ができる投資家が確実に育っている証拠である。金融取引は規模の経済性が強いといわれる。取引には情報が重要であるからである。少額の投資は不利益であるという常識はインターネットの登場でかなり払拭される可能性がある。上での実証分析においてもインターネットにおいては株式や投資信託に年齢は重要要因ではない、すなわち金融資産額が投資決定要因ではなくなりつつある。このことは消費者が賢い投資家になりうることを示唆している。ネット上での可能性は魅力的だが、現実には投資家、投資家予備軍合わせて 20%程度である。消費者が豊かな生活を送る条件の一つはお金の管理であるから、生活者を賢い消費者、投資家に育てる多様な方法が必要である。消費者行動を属性、生活環境、教育環境、職業環境、家庭環境などのデータを駆使して日本的な投資家を探求しなければならない。

参考文献

投資信託協会『投資に関するアンケート調査』2014年11月

『地方銀行の投資信託窓販に関するアンケート調査報告書』丸研究室・想研窓販マーケティング研究会 2006年8月

丸淳子「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 丸教授記念号』2012年2月

丸淳子「投資信託 60年：飛躍のために過去に学ぶこと」『証券アナリストジャーナル VOL.50 N08』 2012年8月

駒井隼人/岡修平「日本株アクティブ・ファンドのパフォーマンス：分散化と規模の経済性」『証券アナリストジャーナル VOL.50 N08』 2012年8月

丸淳子・松澤孝紀・松本勇樹「銀行の投信窓販にみる投資家行動—地銀のアンケート調査からの示唆」『証券経済研究』第53号 2007年3月

松澤孝紀「地域銀行の投資信託業務の収益性」『武蔵大学論集 丸教授記念号』2012年2月

i Morningstar : Global Fund investor Experience 2015Report

ii コンピューターで無作為に数字を組み合わせて番号を作り電話をかける方法

「Random Digit Dialing」の略

iii 投資への興味関心、売買経験、保有金融商品、リスク嗜好性、利用証券会社についてのアンケート回答データ

iv 年金保険契約残高ではないことに注意。保険契約残高は約962兆円である。

v 2016年7月2日現在、独立系直販8社で直販投信のポータルサイトである「直販投信.jp」を立ち上げている。

vi 2016年7月2日現在投資信託協会の正会員である運用会社のwebページで投信直販業務が確認できる企業のみ。