

## 投資信託の販売をめぐる世界の動向

平成 28 年 9 月 8 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## 投資信託の販売をめぐる世界の動向

### (要約)

日本で投信の販売をめぐる議論が盛んなことを踏まえ、主要国における投信の保有・販売の実態を幾つかの切り口から分析し、日本への示唆を求めると次の通りである。

①販売対象は各国とも個人中心であり、米・豪などで DC（確定拠出年金）による投資が増大する一方、高齢人口の増加・退職後の資産管理年数の長期化にともない高齢者市場も注目され、米国では「フィナンシャル・ジェロントロジー（金融老年学）」の研究も進んでいる。日本でも DC 制度の拡大のもと資産形成ニーズに対応するとともに、高齢者支援ビジネスの充実を図るべきであろう。

②販売チャネルについては、販売主体が証券・銀行のほか投信会社（直販）、IFA などに広がり、販売方法も「人の助言付き」から、インターネット経由（ロボ・アドバイザーを含む）、ラップアカウント・変額年金保険を通じる販売など多様化している。日本では IFA の活躍の舞台を広げること、投信会社直販のメリットの再評価などが課題であろう。

③販売者の収入について、米国を中心に「売買コミッションから対残高フィーへ」の変化が続く一方、欧州で投資家との利益相反を避けるため、販売者が商品発行会社から報酬を受取ることを禁止する等の規制が導入されている。日本ではフィデューシャリー・デューティーの遂行が課題となっており、投資家の利益と販売者の利益を一致させる方向への努力が求められよう。

④主要国の販売と解約の実績を分析すると、日本は大量販売・大量解約の傾向が見られる。NISA や DC を活用した積立投資の推進等により長期安定資金の導入が望まれる。

⑤米国等と比べると日本は投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模に比べファンド数が極端に多くなっている。改善の兆しは出ており、既存商品を大事にする姿勢をさらに徹底したい。

⑥世界的に「投資家利回りがファンド利回りより低い」という問題が存在している。その改善には、ドルコスト平均法のメリットを生かす積立投資の推進が一つの方策である。日本でも NISA・DC をフルに活用すべきである。

# 投資信託の販売をめぐる世界の動向

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特別嘱託調査員 杉田浩治

## はじめに

ここ数年、日本では投資信託の販売をめぐる議論が盛んである。曰く「販売会社は手数料の高い商品を販売している」、「短期間での乗換え売買が続いている」、「既存商品を育てないで新商品を売っている」などの指摘が各方面からなされている。

また別のテーマであるが、若年層によるリスク資産保有比率が低いなど、未だ「貯蓄から投資へ」の進展が十分でないといった問題もある。

そこで、世界に目を向けて、主要国の投資信託（以下「投信」）の保有・販売の実態を幾つかの切り口（顧客層、販売チャネル、平均保有期間、投資家利回り、新商品と既存商品、最近の規制動向など）から分析し、日本への示唆を求めてみた。

なお、文中の事実認識・意見は私見である。

## 1. 販売対象市場

### (1) 各国とも個人資金が中心

先ず、主要国における投信の販売対象市場、言い換えれば投信の保有者構成を見ると図表1の通りである。

日・米では個人の直接保有分が5割以上を占め、保険・年金を通じる間接保有を含めると個人保有分が日本で7割、米国では9割近く<sup>1</sup>に達している。一方、欧州では個人の直接保有より保険・年金を通じる間接保有が多いが、直接・間接を合計すればやはり個人が過半を占めている。

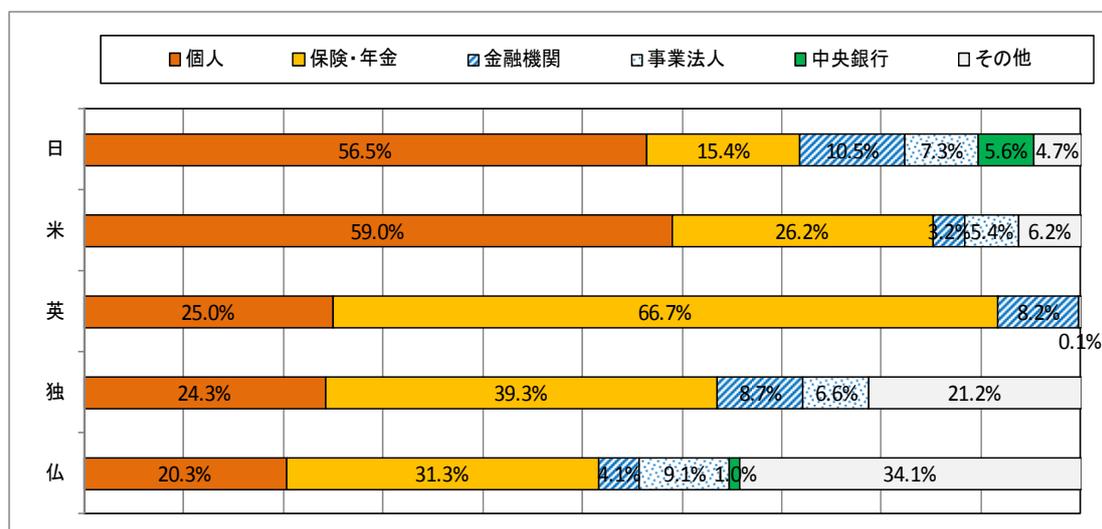
なお、日本および欧州大陸（独・仏）では、米・英に比べると金融機関・事業法人の保有比率が高く、法人の資産運用手段としても利用されている。一方、米国では図表1の投信合計では金法・事法の合計で1割近いが、法人の投信保有は一時的余裕資金を運用するためのMMFが中心であり、本格的資産運用手段である長期投信についての金法・事法合計の保有比率は2%に過ぎない。上場企業の資本活用について、株主から「本業で高収益を

---

<sup>1</sup> ICI（米国投信協会）は、2016 Investment Company Fact Bookの中で、米国投信残高の89%が個人によって保有されていると記述している（同 Fact Book 29 頁）。

得られず財テクに走るくらいなら資本を還元せよ」といった圧力が強いのではないかと思われる。

[図表 1] 主要国の投信保有者構成 (2015 年末 (独は 2014 年末) 現在、金額ベース)



[出所] 各国中央銀行資金循環統計より筆者作成

## (2) 若年層への普及度が低い日本

次に投信の主要保有者である個人について、年齢別の保有比率（各年齢層について投信保有者が何%いるか）を、データの得られる日・米で比較すると図表 2 の通りである。

全年齢層合計の保有比率が日本は米国の 5 分の 1 である中で、特に若年層の保有比率が低いことが目立つ（65 歳以上では米国の 3 分の 1 程度であるが、35 歳未満では米国の 10 分の 1 以下である）。この差は、後述する確定拠出年金の普及度の違いによるところが大きいと考えられる。

[図表 2] 年齢別の投信保有率 (2015 年)

	日本の投信保有率		米国の投信保有率
	男性	女性	
全体	8.7%		43%
20～24歳	0.9%	1.1%	32%
25～29歳	1.4%	3.8%	
30～34歳	4.6%	1.0%	
35～39歳	7.3%	4.3%	
40～44歳	7.6%	4.3%	
45～49歳	6.3%	7.6%	54%
50～54歳	10.7%	8.2%	
55～59歳	11.5%	8.5%	48%
60～64歳	11.8%	12.2%	
65～69歳	14.6%	12.6%	36%
70～74歳	18.4%	11.4%	
75～79歳	11.8%	9.6%	
80～84歳	17.2%	9.7%	
85～89歳	15.4%	4.2%	
90歳以上	16.7%	0.0%	

[出所] 日本は日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)平成27年度版

米国はICI "Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet, 2015"

### (3) 確定拠出 (DC) 年金市場の比重が高い米国

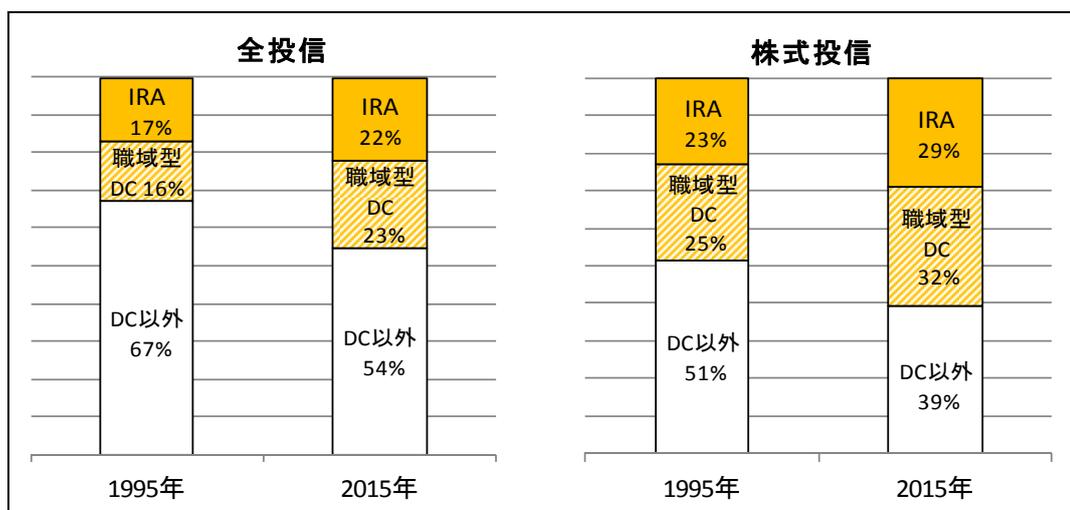
世界投信残高の半分を占める米国、および豪州（人口は日本の 5 分の 1 だが投信残高は日本の 2 倍）では、DC 年金資金による投資比率が高いことは良く知られている。

統計のある米国について見ると、図表 3 の通り 15 年末には MMF・債券投信を含む全投信残高のうち 46%が DC 年金（401(k)など職域型と個人型の IRA）資金で占められており、株式投信に至っては 61%が DC 年金資金となっている。

DC 制度へは就職後すぐに加入することが多く、米国では DC の普及度が高く、しかも資産を投信で運用する割合が高い<sup>2</sup>ことが、前述の「若年層でも投信保有比率が高い」ことに寄与し、また後述する「米国投資家の平均保有期間が日本より長い」ことの一因となっている。

また、米国では DC 年金口座の獲得は業者側のメリットも大きいと理解されている。すなわち「401(k)ビジネスは収益機会が三度ある」と言われる。「第一に、契約を取れば毎月しかも長期にわたって安定資金を導入できる、第二に契約者が退職した時に大きな資金の運用に関われる、そして第三は相続（顧客の家族との取引につながること）である」。

[図表 3] 米国投信残高に占める DC 年金資金の割合



### (4) 重要性を増す退職者（高齢者）マーケット

(3) の DC 年金は、退職前の資産形成段階（現役世代）の市場であるが、一方で、①世界的に団塊世代の退職が進み、②平均余命が伸長する中で、退職後世代（高齢者）市場の重要性が増している。言い換えれば、①高齢人口の増加、②退職後の生存年数（資産管理年数）の長期化という二つの要因が重なって退職者市場が急拡大している。

そして②に関しては二つのテーマがある。

<sup>2</sup> ICI によれば、15 年末現在で 401 (k) など職域型 DC 資産の 54%、IRA（個人型 DC）の 48% が投信で運用されている。

## (イ) 資産を「運用しながら」取崩すニーズの拡大

数十年前のように、引退後の生存年数が短いうえに金利が高かった時代には、老後の資産運用は預金等の安全資産で良かった。しかし、平均余命が劇的に伸びて「退職時の資産を枯らさずに維持すべき期間<sup>3</sup>」が長くなる一方、金利は著しく低下してしまった（たとえば 80 年代半ばにおける長期金利は米・英で 10% 程度、日本で 7% 程度であったが、直近では米・英で 1% 台、日本ではマイナス金利になっている）。

したがって、退職後も資産を預金など安全資産一辺倒でなく「効率的に運用しながら」取り崩していく必要に迫られている。このニーズに対するソリューション（解決手段）を提供することは、資産運用業界に課せられた大きなテーマであり、見方を変えれば資産運用業界に大きなビジネスチャンスをもたらしている<sup>4</sup>。

## (ロ) フィナンシャル・ジェロントロジー（金融老年学）の活用

日本の個人金融資産の約 60% は 60 歳以上が保有していることが示すように「高齢者の保有金融資産が大きい」一方で、高齢者の金融リテラシーが低いうえに加齢とともに認知・判断機能が低下する（認知症も増える）ため、「高齢者の資産運用能力が不十分だ」という問題がクローズアップされている。

この問題に対処するため、「高齢投資家保護」の必要性が高まっていることは先進国共通である。米国では 00 年代中ごろから金融規制当局や業界団体が様々な取り組みをしている。日本でも 13 年に日本証券業協会が「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の中に「高齢顧客に対する勧誘による販売」の規定（第 5 条の 3）を設けるとともに、会員向けに詳細なガイドラインを制定して、75 歳以上の顧客向け投資勧誘に丁寧な取り組みを求めることにした。銀行・保険業界でも自主規制を強化している。

上記は、金融機関の営業規制に関わることだが、一方で高齢者の資産を詐取などの被害から守るため、金融機関の協力態勢を整えようとする法整備や、新商品開発の動きもある。

米国では 16 年 7 月 5 日に Senior Safe Act 2016（意識すれば「高齢者資産安全確保法」となるか）が下院を通過した。これは、米国で高齢者の金融資産詐取の半分以上が実は家族・友人・介護者によって行われている事実<sup>5</sup>をふまえて、高齢者の資産移動等について異常な動きがあった場合（詐取などの被害にあったと想定される場合）に、金融機関等が当局に通報することについて個人情報保護の例外とし、通報を促そうとするものである。

また新商品開発について、日本で三菱 UFJ 信託が 16 年 6 月 30 日から「認知症へ備え資

---

<sup>3</sup> 野村資本市場研究所・野村亜紀子氏は「平均寿命」「健康寿命」と対比して「資産寿命」と表現されている（野村亜紀子「高齢社会の個人向け投資サービス」『三田評論』慶応義塾 2015 年 11 月号）。

<sup>4</sup> 金融サービス業界にとっての退職者マーケットの重要性については、杉田浩治「重要性高まる「退職後の資産運用・引出し支援ビジネス」」（日本証券経済研究所ウェブサイト「出版物・研究成果等 トピックス」欄 2014 年 5 月登録レポート）参照。

<sup>5</sup> SIFMA（米国証券業金融市場協会）が、Senior Safe Act の立法を推進する二人の上院議員宛に送った「同法を支持する」旨のレターの中で指摘している

（<http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=8589958260> よりダウンロード）。

産保護を図る」ねらいから、厳重な解約制限のある信託商品の販売を開始したなどの動きがある。

さらに、米国金融サービス業界においては、老齢期および老齢化プロセスの研究であるジェロントロジー（老年学）と、ファイナンス（金融）を組み合わせた「フィナンシャル・ジェロントロジー」（金融老年学）への取り組みが進んでおり、ジェロントロジーを冠する大学との提携などを通じ、投資家の高齢期を包括的に捉え、支えようとする動きが広がっている<sup>6</sup>とのことである。

## （５）外国市場への進出もすすむ

米国など先進国の投信市場が成熟化の気配を見せている<sup>7</sup>中で、投信会社の中には新興国など外国市場へ進出しようとする動きがある。

欧州においては 80 年代から UCITS<sup>8</sup>指令の制定により、投信についての広域市場が成立していた。そして近年、UCITS 指令適格ファンドは、欧州以外の地域でも販売が伸びている（UCITS 指令適格ファンドは、運営当事者の要件、投資対象・信用リスク規制、ディスクロージャー要件などを満たすファンドとして、欧州域外の投資家にとっても安心感があるとされる）。

そして UCITS 制度の成功を参考に、近年、アジアにおいても国境を超えてのファンド販売を容易にする制度（①アジア地域ファンドパスポート、②アセアンファンドパスポート、③中国・香港のファンド相互乗り入れ制度）の導入が進みつつある<sup>9</sup>ことは周知の通りである。

## 2. 販売チャネル（販売主体と販売方法）

投信の販売チャネルの分析にあたっては、（１）証券・銀行といった販売主体別の切り口と、（２）人の助言付きか、インターネット活用かなど、販売方法別の切り口とがある。

---

<sup>6</sup> フィナンシャル・ジェロントロジーについては、野村亜紀子、荒井友里恵「米国のフィナンシャル・ジェロントロジーと日本への示唆—高齢投資家への包括的アプローチの模索—」『野村資本市場クォーターリー』（野村資本市場研究所 2015 秋号）に詳しく解説されている。

<sup>7</sup> 先進国の投信残高の伸びが鈍化していることについては、杉田浩治「世界の投信 30 年の変化と今後の課題」8～9 頁（日本証券経済研究所ウェブサイト「出版物・研究成果等 トピックス」欄掲載レポート）参照。

<sup>8</sup> UCITS は Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities（譲渡可能証券への集合投資事業）の略で、EU 加盟国による投信の相互乗り入れ販売の推進にあたっての統一基準を定めた指令が UCITS 指令であり、この指令に沿って作られたファンドが UCITS 適格ファンドである

<sup>9</sup> 日本も参加する「アジア地域ファンドパスポート」については、2016 年 4 月 28 日にオーストラリア、日本、韓国、ニュージーランドが協力覚書に署名している。

## (1) 販売主体

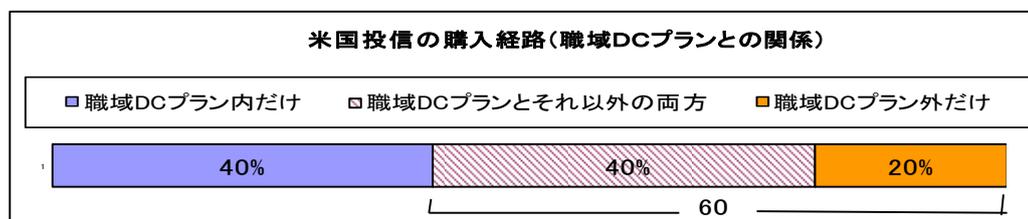
投信の販売主体について、米国では前述のように DC 年金経由の販売が増加していることから、ICI（米国投信協会）は、投資家の購入経路を、先ず①401（k）など職域 DC 年金プラン経由と②それ以外に分けたうえで、②について誰を経由しているかを調査している（図表 4）。

15 年現在では図表 4 上段のように、①職域 DC 年金プラン内だけで投信を購入している投資家が 40%、②それ以外の投資家が 60%（職域 DC 年金プラン外だけで購入している 20%と、職域 DC 年金プランとそれ以外の両方で購入している 40%の合計）となっている。

そして②の職域 DC 年金プラン以外で購入している投資家の利用経路（複数回答）を見ると、図表 4 下段のようにフルサービス証券会社が 27%、ディスカウントブローカー<sup>10</sup>が 24%、IFA（独立フィナンシャル・アドバイザー）が 22%と多く、投信会社の直販利用者は 19%、銀行経由は 17%である。

ちなみに 5 年前は、①の職域 DC 年金プラン内だけの購入者が 28%、②それ以外が 72%（職域 DC 年金プラン外だけで購入の 32%と、職域 DC 年金プランとそれ以外の両方で購入の 40%の合計）であったから、職域 DC 年金プランの利用度がますます高まる傾向にある。そして②については、5 年前に比べ全体として利用者が減っている中で、ディスカウントブローカーの利用者が 20%から 24%へ増えており、米国の投資家がコスト節約志向を強めていることを窺わせる。

[図表 4] 米国投資家の投信購入経路（2015 年調査）



**職域DCプラン以外での購入経路(複数回答)**

購入経路	利用率
投資助言者	47%
フルサービス証券会社	27%
独立FP	22%
銀行・その他金融機関	17%
保険代理人	10%
会計士	7%
直接購入	34%
投信会社直販	19%
ディスカウントブローカー	24%

(出所)ICI Research Report “Profile of Mutual Fund Shareholders, 2015”

<sup>10</sup> ディスカウントブローカーは「ファンドスーパー」を運営している。ファンドスーパーとは、多数の投信会社の多数のファンド（少なくとも数百本以上）を取り揃えて、助言なし・低コストで販売する方式で、品揃えが豊富で価格が安いことからスーパーマーケットになぞらえている。

一方、DC年金が未発達な日本や欧州大陸（独・仏など）では、販売チャネルを銀行・証券など販売主体別で区分することが一般的であり、日本は証券・銀行中心、ユニバーサルバンキング制度をとる欧州大陸では銀行が中心となっていることは良く知られている通りである。

そして、日本以外では、IFA が活躍しており（図表 4 の通り、米国では職域 DC 以外の購入経路において銀行より IFA の利用度が高い）、また投信会社の直接販売も一定の役割を果たしている。

## （２）販売方法

販売方法（投資家から見れば投信購入方法）については、大きく分けると、（イ）証券・銀行等の外務員や IFA など「人（米国流に言えば投資助言者）」の助言付きと、（ロ）人の助言がないインターネット経由がある。

そして最近、（ロ）のインターネット経由であるものの、コンピューター・プログラムに基づく簡単な助言サービスが付く「ロボ・アドバイザー」の利用が急速に広がっていることは周知の通りである。

このほか、間接的販売方法として、他のサービスや商品（ラップアカウントや変額年金保険）を通じる経路もある。

## （３）販売チャネルのまとめ

以上述べてきた（１）販売主体と（２）販売方法をマトリックスの形にまとめると図表 5 のようになる（網掛けが濃いほど取扱い開始時期が早いこと、白地はほとんど存在しないと思われることを示している）。

〔図表 5〕 現在の投信販売チャネル

販売方法 販売主体	助言付き		助言なし (ネット取引)	DCプラン経由	他商品経由	
	人	ロボ			ファンドラップ	変額年金保険
証券会社						
銀行						
保険						
IFA						
投信会社(直販)						

〔出所〕 主に米国・日本の状況をふまえて筆者作成。

歴史的にみると、1960年代位までは、投信先進国の米国においてすら投信販売チャネルは左上の箱（証券会社の外務員）に限られていた。その後、投信へのニーズの拡大、規制緩和、ITの進歩などにより、投信販売チャネルは多様化の一途をたどった。言い換えれば、投資家と投信との接点が大きく広がり、それが更なる投信市場の拡大に結び付いた。

さて、今後は図表5の中でどの部分が拡大していくのだろうか。

縦軸の販売主体については、今まで世界的にIFAがシェアを伸ばしてきた。しかし、欧州では後述する規制変化（IFAが商品発行会社から販売報酬を得ることを禁止）により、IFAの数の減少や、IFAの対象顧客の絞り込み等が進む可能性がある。

また横軸の販売方法については、ロボ・アドバイザー取引の利用拡大<sup>11</sup>、米・豪・日などでDCプラン経由の販売増が見込まれるほか、日本ではファンドラップの急拡大が進行中である。

そして、フィンテックの進展などにより今後、図表5に掲げていない新しいチャネルが生まれる可能性もある。たとえば、販売主体についてグーグル・アマゾンなどIT関連企業の参入が考えられ<sup>12</sup>、販売方法として日本で既に職場NISAが始まっている。これらの販売チャネル拡大によって、今まで貯蓄しか行っていなかった人々が投資に向かうこと<sup>13</sup>が期待される。

### 3. 販売規制の変化および投資家コスト

#### (1) 販売規制の変化

最近、欧米では金融商品販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための規制が導入されている。

具体的には（イ）英国におけるリテール投資商品販売制度改革（Retail Distribution Review、略称RDR、12年末から実施）、（ロ）欧州連合（EU）の第2次金融商品市場指令の制定（Mifid II、18年1月実施予定）、（ハ）米国労働省による「退職準備投資に関して証券会社などにも受託者義務を適用する規則」の制定（18年1月に完全実施予定）である。

いずれも投資勧誘にあたって「販売者が自らの収入の多い商品を売るなどによる投資家

---

<sup>11</sup> 経営コンサルティング会社A.T.カーニーは15年6月に発表したレポートの中で、ロボ・アドバイザーが運用する資産額は16年末の0.3兆ドルから年率68%で成長して20年には2.2兆ドル程度に達する可能性があると予想している（Insights from the A.T.Kearney 2015 Robo-Advisory Services Study “Hype vs. Reality: The Coming Waves of “Robo” Adoption” (June 18, 2015)

<sup>12</sup> ただし、証券子会社などを設立して参画することになるから、販売主体の業態は変わらないと想定される。

<sup>13</sup> A.T.カーニー社は、前述のレポートの中で、ロボ・アドバイザーの普及によって、現預金など今は投資に振り向けられていない金融資産が投資に向かうと見ている。すなわち、ロボ・アドバイザーが運用する資産額は20年には2.2兆ドル程度に達する可能性があるが、2.2兆ドルのうち1.1兆ドルは現預金などからシフトする資産と計算している。

との利益相反を防ぐこと」を意図している。

上記（イ）（英国）においては非独立をふくむ FA（フィナンシャル・アドバイザー）が、（ロ）（EU）においては独立 FA が、それぞれ商品の発行者からコミッション等を得ることを禁止している。その主旨は、今まで FA による顧客へのアドバイスの対価が、販売商品の発行会社から支払われる販売報酬でまかなわれていたことを止め、アドバイスの対価を顧客から直接受取る仕組みにすることにより、販売報酬率の高い商品を売ろうとする利益相反を排除することにある。

また（ハ）（米国）においては、退職準備投資商品の販売者に対し、従来からの「適合性原則」だけでなく、自らの利益より投資家利益を優先する“忠実義務”をふくむ「受託者責任」を課すこととしている。

なお、以上のような規制変更に関連し、投資家がどう考えているかは別問題である。たとえば FA への報酬支払方法について興味深い調査結果がある。カナダ投信協会の委託により調査会社 POLLARA 社が 15 年にカナダの投資家を対象に行った調査<sup>14</sup>によると、FA を通じて投信を購入する場合、FA への報酬支払方法について（イ）「ファンドのフィーとして（投資リターンの低下は承知のうえで）間接的に支払う方がよいか」、（ロ）「FA の継続的サービスに対するフィーとして、直接支払う方がよいか」の問いに対し、51%の投資家が（イ）を選択し、（ロ）の方がよいと答えた投資家は 37%であった（12%は分からないと答えた）という。

英国および EU の新規制に対しては「FA の数が減少する」「小口投資家がアドバイスを受けられなくなる」「販売業者が取扱商品を限定する結果、00 年前後から進んできたオープン・アーキテクチャー<sup>15</sup>が後退する（投資家の商品選択肢が狭まる）」などのデメリットを指摘する向きもある。

規制当局の今後の対応が注目される。

## （2）投資家コストの内容と変化についての考察

### ① 投信販売に関する報酬の整理

投信についての投資家コストの大きな部分は販売者報酬が占めている。そこで日・米・英の投信販売業者が受取る報酬について、投信購入に先立つアドバイス報酬を含めて「誰、あるいはどこから」、「どのような形で」受取っているか、それが「情報開示されているか」を整理すると図表 6 のようになる。

---

<sup>14</sup> “Canadian Investors’ Perceptions of Mutual Funds and Mutual Fund Industry 2015” (<https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2015/10/IFIC-Pollara-Investor-Survey-October-2015.pdf/11879/>)

<sup>15</sup> 投信ビジネスにおいてオープン・アーキテクチャーとは、販売者と運用者が系列関係を越えてオープンに結び付く（販売会社が自社系列にこだわらず幅広い投信会社のファンドを販売する）ビジネス・スタイルを指す。

【図表 6】 日・米・英の投信販売・アドバイスに関連する報酬の收受方法

誰から受取るか 形式は 情報開示 されているか、 いないか	投資家から直接受取る		ファンド(の資産)から受取る	発行会社から受取る
	(A) アドバイス報酬 (投資顧問報酬)	(B) ファンドの 販売手数料	(C) ファンドからの 販売会社報酬	(D) 運用報酬の キックバック
情報開示されている	FAの投資顧問報酬、 ラップアカウント・フィー (米・日)	日・米・英の 販売手数料	日の販売会社受取分報酬、 米の12b-1フィー(注)	
情報開示されていない				米のレベニュー・シェアリング (英はFAがトレイルコミッショ ンを受け取ることを12年末か ら禁止)

(注)米国の12b-1フィーは、1940年投資会社法規則 12条b項1号により、ファンド資産からの支出が認められている販売促進費用であり、多くの部分が販売会社(最終的には販売したFA)への報酬に充てられている。

(出所)筆者作成

図表 6 の「形式は」の項目のうち「(D) 運用報酬のキックバック」として記載している”米のレベニュー・シェアリング”(投信会社が自社受取報酬の中から販売会社に販売報酬を支払う仕組みであり、料率は会社によって異なるが対残高で年 0.2%程度といわれる)、あるいは英国で RDR 実施前に支払われていた“トレイル・コミッション”(投信会社が自社受取報酬のうちから販売会社に対し支払っていた年 0.5%程度の残高報酬)は、その存在や内容が目論見書に開示されていない(投資家との利益相反が起きやすい)<sup>16</sup>という問題がある。

一方、(C)の「ファンドからの販売会社報酬」については、それが(投信会社からではなく)ファンド資産、すなわち投資家の資産から支払われることにおいて(A)(B)と同様であり、しかも料率が目論見書に開示されている(したがって投資家やFAはファンド間の比較を行うことも可能である)ことから、レベニュー・シェアリングにおけるような不透明性の問題はないと筆者は考える。

## ②投信販売報酬の收受方法の変化

投信販売報酬の收受方法に関連して、FAの役割が大きい米・欧においては過去数十年間に二つの大きな変化があった。

第一の変化は、90年代中頃からの米国における「売買コミッションから対残高フィーへ」の流れ<sup>17</sup>である。この結果、証券営業が個別商品販売型から資産管理型営業に変わって、FA

<sup>16</sup> 米国のレベニュー・シェアリングについて、目論見書においては「投資家が証券会社や銀行などを通じてファンドを買う場合は、投信会社から販売業者へ販売報酬が支払われる場合があり、それは販売業者のファンド推奨に影響を与える利益相反を生じさせる可能性がある」という警告文が記載されるだけで、料率等開示されていない。英国のトレイル・コミッションについては何も開示されていなかった。

<sup>17</sup> その背景には95年の「タリー・レポート」の影響があったとされる。94年に当時のSEC委

の収入は、顧客から管理資産残高に対し定率で受取るフィーが中心を占めるようになった。また、証券会社のラップアカウントも拡大した。

これら資産管理型営業においては、顧客を獲得・保持するために預かり資産（ポートフォリオ）のリターンが重要になる。そこで FA の管理するポートフォリオやラップアカウントの組入れ商品として、販売手数料や 12b-1 フィーのないノー・ロードファンドや経費率の低いファンドへのニーズが高まり、これら低コストファンドの投信全体に占める割合が高まった。その結果、米国投信全体の平均ファンドコストは低下傾向にある。

しかし、投資家が別途 FA にフィーを支払う、あるいはラップアカウント・フィーを支払うケースが増えている（言い換えれば、図表 6 の (B) ファンド販売手数料と (C) 12b-1 フィーが、(A) の FA の投資顧問報酬あるいはラップアカウント・フィーに置き換えられるケースが増えている）ことから、投資家の総コストはあまり変化していない、あるいはファンド経費率が高いと言われる欧州と比べても大きな差はないという見方もある<sup>18</sup>。

第二の変化は、欧州を中心に進んでいる「投資家コストの透明化、言い換えれば業者のサービスフィーのアンバンドリング（分解）化による利益相反の排除」の流れである。前述の「投信会社報酬に含まれていた販売者報酬（FA による顧客へのサービスの対価）を取り出して顧客から直接徴収するよう改めたこと」はその流れに沿うものである。また英国では専門業者が運営する顧客口座管理システム（「プラットフォーム」と呼ばれる）の維持コストについても、以前のように投信会社からの報酬でまかなうのではなく、顧客に直接負担させる方向に変化している。

### ③投信販売報酬の変化についての私見

前記の投信販売報酬の收受方法の変化について、筆者は次のように考える。

第一の「売買コミッションから対残高フィーへの変化」については、回転売買の弊害がなくなるだけでなく、対残高フィーが時価評価残高に対して計算されるため、「顧客資産が

---

員長アーサー・レビットの要請により「個人向けブローカレッジ業界の利益相反を明らかにし、その相反を少なくする最良の方法を検討するため」にダニエリ・タリー氏を委員長とする委員会が設けられた。その設立の背景には、「コミッション制の報酬制度により登録外務員が顧客口座を過当回転させたり不適當な推奨を行わせたりしていないか」という懸念があった。95 年にまとまった報告書（「タリー・レポート」）は、手数料・報酬体系について、取引に関係する三者、すなわち投資家・登録外務員・証券会社の利害が一致するよう設計されたものが最良の制度であると定義した。その具体的方法としてタリー委員会は、顧客口座の資産残高にもとづく報酬の一部を登録外務員が受取る方法を挙げた。そうすれば外務員がたとえ顧客に対し「何もするな」と助言しても報酬を得ることができるからだとして述べていた。

<sup>18</sup> 2011 年に EFAMA（欧州投信協会連盟）が発表した「欧州におけるファンドフィーに関する報告書」によると、2011 年現在、欧州の個人投資家向け株式ファンドの TER（総経費率）は平均 **1.75%**、米国のそれは **0.95%** であるが、この差 0.80% のかなりの部分は、「米国の投資家の 5 割程度は別枠で 1.0%～1.5% 程度のラップアカウント・フィーあるいは FA へのフィーを支払っている」ことで説明できるとしている（“FUND FEES IN EUROPE : ANALYZING INVESTMENT MANAGEMENT FEES, DISTRIBUTION FEES, AND OPERATING EXPENSES”。同レポートは EFAMA の委託により米国の投信調査会社 Strategic Insight 社が作成した。）なお、同時期における日本の追加型株式投信の平均経費率は **1.2%** であった（野村総合研究所調べ）。

増えれば販売者の報酬も増える、すなわち顧客の利益と販売者の利益が一致する」という観点からも望ましい変化と考える。

第二のコストのアンバンドリング化については、3.(1)で紹介した、投資家が望んでいるかという問題や、指摘されているデメリットも併せて考慮・検討すべきであろう。

また、ファンドの運営コストについて、米国投信においては、顧客口座の管理・顧客からの問い合わせへの対応を行っている「トランファー・エージェント」の報酬や、目論見書・年次報告書の印刷・郵送費用などがファンド資産から支払われているのに対し、日本のファンドなどでは、そうしたコストを販売会社や投信会社が負担している、といった実態の違いを認識しておく必要がある。

#### ④投信の投資家コストの捉え方についての私見

以上を総合したうえで、投信の投資家コストに関する議論について筆者は次のように考える。

第一に、今まで世界的に投信のコスト論はもっぱらファンドの販売手数料や経費（「ファンドコスト」）を対象としてきた。しかし、FA のアドバイスフィー、あるいはファンドラップ・フィーなど、投資家が別途（ファンドの外で）フィーを負担するケースが増加している状況を踏まえると、今後はこれらファンド外で投資家が負担するコストを加えた「投資家総コスト」のベースで議論していくべきではないだろうか。

第二に、手数料等の收受方法・水準・開示などの規制にあたっては、投信以外の金融商品（保険、仕組み商品など）との規制裁定（販売業者が規制の緩やかな商品を販売しようとする）が起きないように配慮を求めることも当然であろう。

## 4. 平均保有期間、販売額・解約額・純増額の関係

### (1) 投資家の平均保有期間

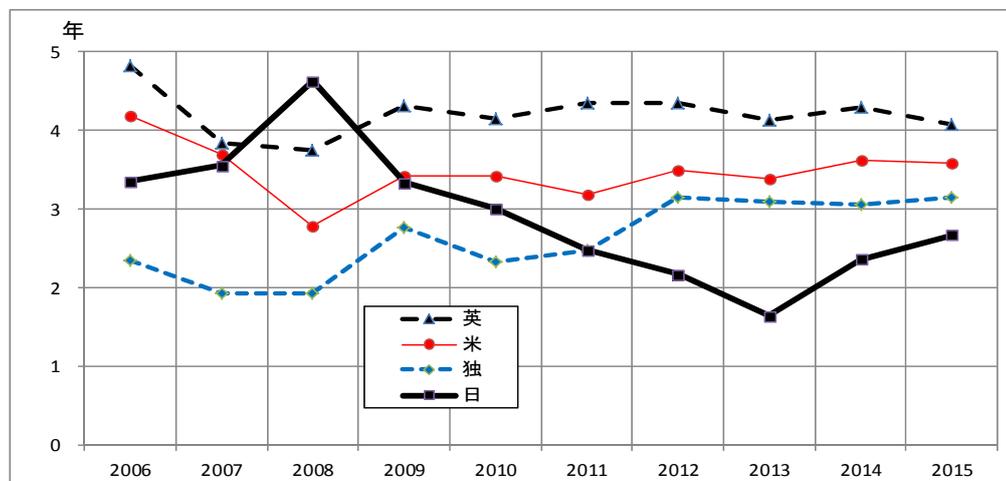
日本では、投信について投資家の平均保有期間が短いと指摘されることが多い。外国ではどうだろうか。

長期投信（株式投信・債券投信・バランスファンドの合計—ETF を除く）についてデータの入手が可能な米・英・独の過去 10 年間の実績を日本と比較すると図表 7 の通りである。

2010 年までは独の平均保有期間が短いことが目立つが、12 年以降はおおむね英が 4 年台、米・独が 3 年台で推移している。これに対し日本は、09 年以降に短期化が目立ち、13 年に 1.7 年まで落ち込んだ。その後は反転して 15 年には 2.7 年となった。

なお、図には示していないが、英の ISA (Individual Savings Account、日本の NISA が参考にした税優遇のある個人資産形成促進制度) 口座で保有されている投信については、平均保有期間が過去 10 年間平均で 8.3 年と長くなっている。

[図表 7] 長期投信の平均保有期間の国際比較



(注) 平均保有期間は(年間平均残高/年間解約額)により算出した。年間平均残高は前年末残高と当年末残高を平均した簡便計算値を用いた。英国はデータの制約上全ファンド合計、独の解約額は販売額－純増額により算出した。  
 [出所] 日・米・英は各国投信協会データ、独は Bundesbank 統計月報。

## (2) 販売額・解約額・純増額の関係

次に、各国の長期投信（ETF を除く）の販売額・解約額・純増額の関係を見ると図表 8 の通りである。国別の規模の違いを調整するため残高に対する比率で比較するとともに、目盛を統一して視覚的に捉えられるよう試みた。

図表 8 から指摘できることは次の通りである。

①日本は米・英に比べ、大量販売・大量解約の傾向が見られる。

10 年間の平均を算出すると、販売率（各年販売額の各年平均残高に対する比率）は日本が 47.6%、米が 30.5%、英が 28.3%、独が 40.0%であり、解約率（各年解約額（日本は償還額を含む）の各年平均残高に対する比率）は、日本が 37.1%、米が 29.1%、英が 23.9%、独が 39.5%となっている。

②次に、販売額から解約額を差し引いた純増額の平均残高に対する比率（純増率）で見ると、日本は他国に比べ圧倒的に高く（10 年間平均で日本が 10.5%、米が 1.5%、英が 4.4%、独が 0.5%）、多くの資金獲得に成功しているとも見られる。

③08 年のリーマンショック時には、他国で解約率が上昇した中で日本は解約率が低下していた。他国のような狼狽売り<sup>19</sup>は少なかったと見ることもできる。ただし、販売額も減っており、日本は全般に模様眺めであった。

④なお、米の ETF について ICI が販売・解約のデータを発表していないため、図表 8 は

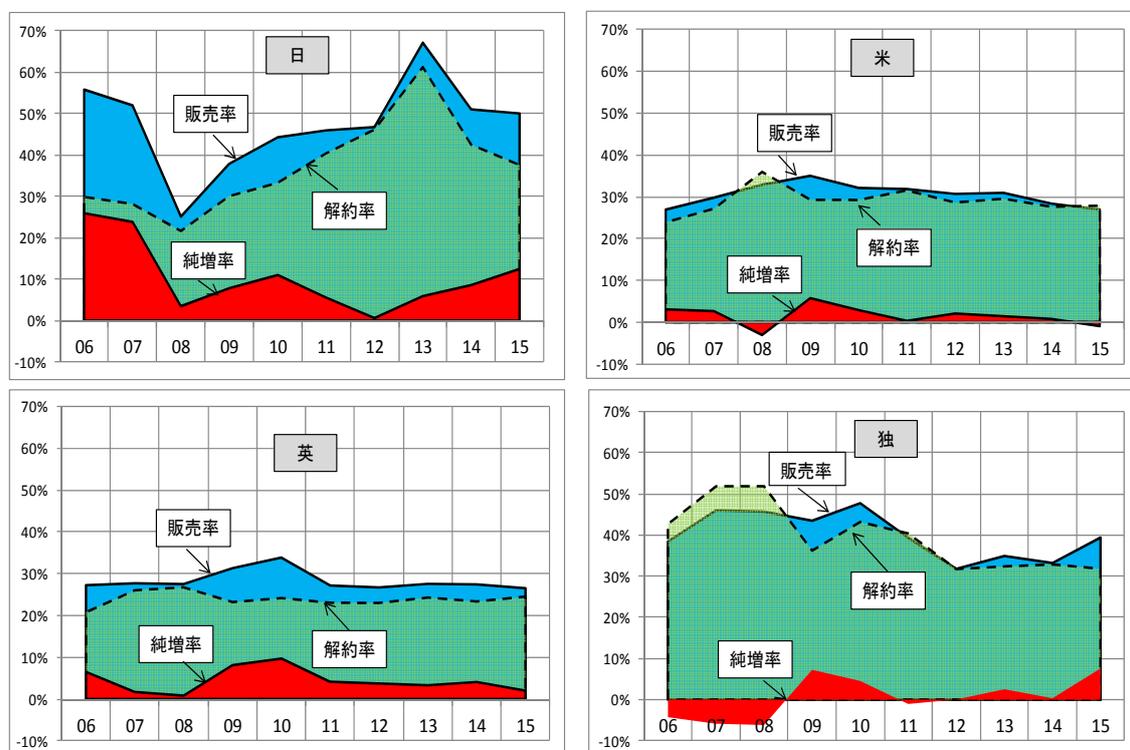
<sup>19</sup> リーマンショック時に、米国では 401(k)口座においてすら株式部分を全部売り払ってしまった加入者が存在した。フィデリティ社の調査によると、同社が管理する 401(k)口座において 08 年 10 月～09 年 3 月の間に株式部分を全部売却した人が 117,000 人いたという。ただし同社の口座管理数は当時 710 万であったから比率としては 2%以下である(“Dumping stocks in 2008 hurt savers, says Fidelity” <http://www.seattletimes.com/business/dumping-stocks-in-2008-hurt-401k-savers-says-fidelity/>)

ETF を含まないデータで作成している。

しかし、米においては近年、株式ファンドを中心に投資家資金が従来型ファンドから ETF へシフトしている。ETF の設定から解約を差し引いた純発行額データはあるので、これを加えた純増率（「ETF 込みの純増額」の「ETF 込みの平均残高」に対する比率）を計算すると 10 年間平均で 2.9% となり、前述の ETF を含まない 1.5% より高い値となった。

また、独については、ブンデスバンク月報がカバーしている国内籍ファンドのみのデータであり、同国では隣国のルクセンブルグなど外国にファンドを設立したうえ国内に持ち込むケースが多い<sup>20</sup>ため、独投信市場の全体像を示していない可能性がある。

【図表 8】長期投信の販売（設定）・解約・純増の関係



(注) いずれも、各年の販売・解約・純増額を平均残高(前年末と当年末の平均)で除して得た率である。英国はデータの制約上全ファンド合計、独の解約額は販売額－純増額。  
[出所] 日・米・英は各国投信協会データ、独はブンデスバンク統計月報。

## 5. 新商品か既存商品か、自社商品と他社商品

### (1) 新商品か既存商品か

日本は米国などと比べると投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模にくら

<sup>20</sup> EFAMA(欧州投信協会連盟)発行のファクトブック 2015年版記載データにより計算すると、独は外国籍ファンドの国内販売残高が国内籍ファンド残高の 111% に達している(14 年末現在)。ちなみに日本は 14 年末現在で 7% である。

ベファンド数が極端に多くなっている。

募集が新品に偏っているかどうかは、募集金額のうち新品と既存商品の内訳で見るべきであるが、金額の国際比較データを入手できなかったため、年間の新品設定本数を投信市場の大きさ（残高規模）と関連付けて日米比較すると次の通りである。

15年の新品設定本数は、日本が709本、米国は867本（いずれもETFを含む<sup>21</sup>）であった。15年末の残高規模は米国の2,138兆円を100とすると日本の98兆円は5に過ぎないのに対し、新品設定本数は米国を100とすると日本は82であったことになる。

米国では、投資家が新品よりも最低3年程度の運用実績のあるファンドを購入することが多い（特にFAなど投資助言者経由の場合、助言者は「実績をきちんと分析したうえで投資ファンドを選択した事跡」を残す意味からも、数年間の実績のあるファンドを投資家に奨めることが多い）こと、投信会社側も「小さく生んで大きく育てる、すなわち既存商品を大事にする」商品政策を貫いている。

また、欧州では前述のMifid IIに、金融商品販売会社に対し、販売商品の顧客への適合性を販売後も継続的にチェックすることを義務づける規定が入る見込みであり、むやみに販売商品の数をふやせなくなる可能性がある。

日本では、消費者が投信に限らず一般的に新品を好む傾向があることにもよるが、販売会社の意向が強いと指摘される新品設定数が多い。このため、図表9のように世界主要5か国の中で日本の現存ファンド数は相対的に多く、したがってファンド1本当りの規模は最も小さい（コスト高となる）結果を招いている。

【図表 9】 公募・証券ファンド数と1本あたり金額の国際比較(ETFを含む、2015年末現在)

	ファンド数	純資産 (百万ドル)	純資産 (円換算,億円)	1本あたり金額 (円換算,億円)
日	5,843	-	977,562	167
米	(注)9,710	17,752,399	21,377,439	2,202
英	2,573	1,578,360	1,900,661	739
独	1,837	376,967	453,944	247
仏	11,122	1,832,073	2,206,182	198
世界合計	85,773	34,076,431	41,034,838	478

(注)米国は手数料率などの異なるシェアクラスで数えれば26,632(一般ファンドのクラス数25,038 +ETF本数1,594本)で、1クラスあたり金額は803億円である。

[出所]国際投信協会およびICI Fact Book 2016より計算。円換算は15年末レート(1ドル=120.42円)

しかし、最近では日本でも新品より既存商品の販売を重視する販売会社や、「製造物責任」を意識する投信会社も現れてきた。こうした傾向がさらに広がることを望みたい。

<sup>21</sup> 米国のETF新設本数についてICIの統計にはないため、ドイチェバンク "ETF Annual Review & Outlook" January 21 2016の10頁記載の「15年に279本」を利用させていただいた。

また蛇足であるが、世界的に証券のリターンが低下している現在の厳しい投資環境下において、新しい投資理論や AI を活用した画期的な商品（真の意味での新商品）の開発を促進すべきことは当然であろう。

## （２）自社商品と他社商品

投資のグローバル化の進行を背景に、2000 年前後から世界的に「オープン・アーキテクチャー」が進行し、販売会社は自社系列商品だけでなく多くの投信会社の商品を販売する傾向を強めてきた。

しかし、前述のように、欧州では規制変更により、販売者（大陸諸国については独立 FA）が投信会社から報酬を受取ることが禁止されることから、多数の投信会社の商品を取り扱う「オープン・アーキテクチャー」が後退する—その結果、特に大陸諸国の金融グループにおいては自社系列商品を自社グループ内で販売する傾向が強まるという見方も出ている。そうなった場合には、投資家にとって商品選択の幅が狭くなるというデメリットを生じる。

前述の「IFA の数の減少および IFA の対象顧客の絞り込み等が進む可能性」などの問題も併せて検証したうえで、規制当局が今後どのように対応するかが注目される。

## 6. 投資家利回り

投信販売に関連する問題として、近年「投資家が投信を高値で買って安値で売っている結果、投資家利回りがファンド利回りより低くなっている」ことがよく指摘されるようになった。

米国モーニングスター社は、数年前から米国投信の投資家利回りとファンド利回りの実績を公表している。15 年末に至る 10 年間の米国投資家の長期投信への投資実績は加重・年平均リターンで 4.35%と、長期ファンドの平均リターン 4.88%を下回っていた<sup>22</sup>。

また、ジャーナル・オブ・ポートフォリオ誌の 16 年冬号に掲載された米国の学者 3 人の共同研究<sup>23</sup>においては、93 年から 15 年まで 23 年間の長期分析を行っており、米国株式ファンドの平均リターンが年 8.81%であったのに対し、投資家リターンは 6.87%であったと述べている。

さらに欧州における分析として、フィナンシャルタイムズ紙は、独ゲーテ大学の研究によると、小口投資家の ETF への投資リターンが（頻繁に売買し、そのタイミングが悪かつ

---

<sup>22</sup> “Encouraging Signs for Target-Date Funds”

<http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=748653>

<sup>23</sup> Jason Hsu, Brett W. Myers, and Ryan Whitby, “Timing Poorly: A Guide to Generating Poor Returns While Investing in Successful Strategies” *Journal of Portfolio Management*, Winter 2016

たため) 市場平均を大幅に下回っていたと伝えている<sup>24</sup>。

このように世界的に投資家利回りがファンド利回りより低い理由は、①投資家の平均買付コストがファンドの平均基準価額より高いか、②投資家の平均換金価額がファンドの平均基準価額より低い、またはその両方にある。

これを改善するには、積立投資をさらに推進すべきであろう。定額投資を継続すれば、「安い時に多くの量を買ひ、高い時に少ない量を買う」ドルコスト平均法の効果<sup>25</sup>により、上記①の投資家の平均買付コストをファンドの平均基準価額より低くできる。すなわち、(②の換金の問題は残るが) 投資家利回りをファンドの運用利回りより高くできる可能性がでてくる。

なお、DC 口座を通じる投資は一種の強制的積立投資であるから、その普及は投資家利回りの向上にも貢献しよう。事実、前述のモーニングスター社による投資家利回り分析においても、401 (k) プランを通じる継続買付が多い「ターゲット・デート・ファンド」については、10 年間の投資家平均リターンが 5.16%で、ファンド利回りの 4.42%を上回っていたことが示されている。

## まとめと日本への示唆

以上述べてきた世界の投信販売に関する動きを要約し、そこから得られる日本への示唆を述べると次の通りである。

### (1) 一① 販売対象は個人中心

投信の販売対象は各国とも個人中心である。日本や大陸欧州などでは金法・事法の投信保有も 1～2割を占めているが、企業の資本有効利用について株主からの圧力が強い米国では法人の投信保有は少ない。

日本についても、上場企業株式の海外投資家保有比率の上昇、国内機関投資家のスチュワードシップ・コードの履行がすすむ中で、企業の資本利用に関する株主の監視が強まることも想定される。公募投信について個人中心に販売することを貫くべきであろう。

### (1) 一② 米国では若年層も投信保有比率が高い

日本は米国にくらべ、特に若年層の投信保有率が低い。NISA や DC などをフル活用して未来の投資家を育てるべきであろう。

---

<sup>24</sup> 16 年 2 月 1 日付フィナンシャルタイムズ紙

<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/0c4278aa-c366-11e5-808f-8231cd71622e.html#axzz46F6hXHyR>。原典は”The Dark Side of ETFs and Index Funds” Utpal Bhattacharya, Benjamin Loos, Steffen Meyer Andreas Hackethal and Simon Kaesler, March 2013.である。

<sup>25</sup> 日経平均株価の例で計算すると、15 年に至る 30 年間の各年末の日経平均株価の平均値は 16,792 円であるが、定額投資を行ってきた場合の平均買付コストは 14,682 円と計算される。

### (1) -③ DC (確定拠出) 年金による投資が増大している

世界の投信残高の半分を占める米国では、株式投信残高の 6 割が DC 年金資金によって保有されている。DC 年金は長期安定資金であるうえ、毎月定額投資 (ドルコスト平均法) により投資家利回りを高める効果も期待される。さらに若年層の投信保有を高めるうえでも有効である。

また、米国では 401(k)ビジネスは業者のメリットも大きい (前述の通り「収益機会が三度ある」と理解されている)。

日本でも 17 年以降、DC 年金制度が拡充され、その資産運用方法についても元本確保型に偏重している現状を是正する方向になっている。DC 年金市場への本格展開を図る絶好の機会であろう。

### (1) -④ 重要性を増す退職者市場

「高齢人口の増加にともなう市場の拡大」と「退職後の生存年数 (資産管理年数) の長期化にともなう市場の拡大」の相乗効果により、退職者 (高齢者) 市場の有望性が高まっている。

退職者にとっては、「健康寿命」と並んで「資産寿命」を伸ばすことが課題となっており、「金融老年学」も活用して、こうしたニーズへのソリューション (解決手段) を提供していくことは金融サービス業界の使命であり、大きなビジネスチャンスでもある。

高齢化で世界の先頭を行く日本においてこそ退職者支援ビジネスが充実してもよいのではないか。

### (1) -⑤ 外国市場への進出

投信市場が成熟化している先進国の投信会社は、新興国など外国市場への進出志向を強めている。

投信の普及度がまだ低い日本においては、国内における投信ビジネスの成長余地は大きいと見ることもできる。しかし、日本の家計金融資産は、経済成長の鈍化・個人所得の伸び悩みを反映して大きな増加を期待できない (15 年に至る 10 年間の金融資産年平均増加率は米国 4.3%、独 2.6% に対し、日本は 0.9% である<sup>26)</sup> ため、国内市場の天井は低いと考えざるを得ない。

日本の投信会社にとっても、地の利のあるアジアなどに大きなビジネスチャンスがあると言えよう。

## (2) 多様化する販売チャネル

投信の販売主体は、昔からの証券会社のほか、投信会社 (直販)・銀行・IFA などに広がり、投資家の購入方法も投資助言者 (人) を通じるほか、インターネット経由 (ロボアド

---

<sup>26)</sup> 日本の家計金融資産が伸び悩んでいることについては、杉田浩治「世界の投信 30 年の変化と今後の課題」6~7 頁 (日本証券経済研究所ウェブサイト「出版物・研究成果等 トピックス」欄掲載レポート) 参照。

バイザーを含む)、ラップアカウントや変額年金保険を通じる方法など多様化している。

日本では①IFAの普及度が低く投信販売にほとんど参画していないこと、②投信会社直販の比重が小さいことを指摘できる。①については、投資家がフィーを払って投資アドバイスを得ようとする風土になっていない状況を変えていく必要がある。②については独立系投信会社の更なる増加が望まれるほか、その他の投信会社においてもフィデューシャリー・デューティーを徹底する中で、「投資家と直接結びつく」ことの種々のメリットを再評価しても良いのではないか。

販売方法については、フィンテックの一層の活用が鍵となろう。

### (3) 販売規制の変化および投資家コスト

最近、欧米では金融商品販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための措置が導入されている。また、販売業者の収入について「売買コミッションから対残高フィーへ」の変化が続いている。

日本では、金融庁から「投資チェーンに関係する全ての主体がフィデューシャリー・デューティーを遂行すべきである」との方針が提示されている。販売会社においては、残高重視の営業などにより、投資家の利益と自社の利益を一致させる方向へ一層の努力が求められよう。

### (4) 大量販売・大量解約の傾向がある日本

投資家の平均保有期間は、おおむね英が4年台、米・独が3年台で推移しているのに対し、日本は2年台となっている。

日本は大量販売・大量解約の傾向が見られ、差引純増率は米・英・独より大きいものの、大量販売によって支えられている側面がある。今後はNISAやDCを活用した積立投資の推進等により長期安定資金の導入を徹底することが望まれる。

### (5) 新商品と既存商品

日本は米国などと比べると投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模にくらべファンド数が極端に多くなっている。

米国では、投資家、販売者とも最低3年程度の運用実績がある既存ファンドを購入・販売することが一般的であり、投信会社も「小さく生んで大きく育てる」商品政策を貫いている。欧州では前述のMifid IIに、金融商品販売会社に対して「販売商品の顧客への適合性を販売後も継続的にチェックすることを義務づける」規定が入る見込みであり、むやみに販売商品の数をふやせなくなる可能性がある。

日本でも既存商品の販売を重視する証券会社や、「製造物責任」を意識する投信会社も現れてきた。既存商品を大事にする姿勢をさらに徹底することが望まれる。

#### (6) 投資家利回りの向上

世界的に投資家利回りがファンド利回りより低いという問題がある。これを改善するには、ドルコスト平均法のメリットを生かす積立投資の推進が一つの方策である。

日本でも NISA および DC 年金制度をフルに活用して積立投資を一層推進すべきであろう。