

「投資信託懇談会」報告書

2008年3月

投資信託懇談会

「投資信託懇談会」メンバー

2008年3月現在

氏名	所属
座長	
池尾 和人	慶応義塾大学経済学部 教授
座長代理	
淵田 康之	(株)野村資本市場研究所 執行役
委員	
朝倉 智也	モーニングスター(株)代表取締役 COO
祝迫 得夫	一橋大学経済研究所 准教授
翁 百合	(株)日本総合研究所 理事
川村 雄介	長崎大学経済学部 教授
川本 裕子	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授
神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
末村 篤	日本経済新聞社 特別編集委員兼論説委員
藤沢 久美	(株)ソフィアバンク副代表(投資信託協会理事)
山田 和利	共栄大学国際経営学部 学部長 教授
若園 智明	(財)日本証券経済研究所 主任研究員
	(五十音順)
オブザーバー	
樋口 三千人	投資信託協会会長(大和証券投資信託委託 取締役社長)
柴田 拓美	投資信託協会理事(野村アセットマネジメント 執行役社長)
後藤 俊夫	投資信託協会理事(三菱UFJ投信 取締役社長)
廣本 裕一	投資信託協会理事(三菱商事・ユービー・エス・リアルティ 取締役社長)
福田 彰	投資信託協会理事(日興コーディアル証券 専務取締役)
金子 義昭	投資信託協会副会長
杉田 浩治	(財)日本証券経済研究所 専門調査員
河合 延昭	(株)住信基礎研究所 上席主任研究員

(敬称略)

目次

．はじめに	1
．投資信託の現状	2
1．証券投資信託の現状	2
(1) 市場規模および保有者層等	2
() 資産残高と一人当たりの保有額	2
() 保有者層と投資目的	3
() 運用会社数と系列タイプ	3
(2) 商品の規模および種類	3
(3) 販売チャネルおよび年金市場	3
() 販売チャネル	3
() 年金市場との関係	4
2．不動産投資信託 (REIT) の現状	4
(1) REIT の基本構造	4
(2) 時価総額および銘柄数	4
(3) 用途別および地域別の状況	5
(4) REIT の種類	5
(5) 保有者層	5
3．家計からみた投資信託の現状	6
．投資信託に関する現状の課題と対応	7
1．運用会社に関する課題	7
(1) 運用対象および運用商品のあり方	7
() 運用対象資産の柔軟化	7
() 上場投資信託 (ETF) の多様化	7
(2) 運用力の向上	8
() 運用会社の競争促進	8
() ファンド・マネージャーへの適切なインセンティブ	9
() 情報提供を通じた家計による選別姿勢の強化	9
() 議決権の行使	10
2．不動産投資信託 (REIT) に関する課題	11
(1) 不動産投資信託 (REIT) による不動産開発	11
(2) 海外不動産への投資	11
3．販売会社に関する課題	12
4．ディスクロージャーに関する課題	13
(1) 目論見書・運用報告書等	13
(2) 情報提供会社を通じた開示	13

(3) 法令用語等の見直し	14
5 . 評価会社等に関する課題	15
(1) 評価会社の認知度向上	15
(2) 独立系 FP および投資助言会社への期待	15
6 . 普及・啓発活動および広報のあり方に関する課題	16
(1) 投資信託のさらなる普及に向けて	16
(2) 広報のあり方	17
7 . 手数料および信託報酬に関する課題	17
8 . 投資信託業界の自己規律維持に関する課題	18
(1) 運用会社における態勢整備	18
(2) 投資信託協会のあり方	18
9 . その他、インフラの整備等に関する課題	19
(1) 確定拠出年金の制度拡充	19
(2) 金融所得課税一体化の推進	20
(3) 投資法人に対する支払い配当損金算入要件の緩和	20
(4) 私募投信に関する統計整備	21
(5) 投資信託に求められる「より中長期的な課題」	21
() より複雑なスキームを持つ投資信託の開発	21
() 投資信託法の見直し	22
. 投資信託の将来ビジョン	23
1 . 予想される投資信託へのニーズの拡大	23
(1) 家計の資産運用ニーズの多様化と投資信託	23
(2) 確定拠出年金制度と投資信託	23
2 . 投資信託の普及がもたらす効果	24
(1) アドバイザリー・サービス業の成長促進	24
(2) 世代間の連結効果を通じた投資家層の拡大	25
3 . 我が国の金融システムと投資信託	25

．はじめに

戦前にも組合形式や信託形式による商品が存在していたが、我が国の投資信託及び投資法人（以下、これを総称して投資信託という。）の本格的なスタートは、戦後 1951 年に「証券投資信託法」が公布・施行されて法的基盤が確立されてからである。その後、現在に至るまで、我が国の投資信託は半世紀を超える歴史を有している。

この間、戦後の高度成長や所謂 40 年不況、80 年代バブルとその崩壊など、幾多の好不況を経験しながら、関係者による制度面、販売面、運用面での努力と改善により、2007 年には公募・私募合計で 120 兆円を超える規模に達した。また、個人金融資産に占める比率も近年急速に上昇し、2004 年までは 2% 台で推移していたが、2007 年には 4.7% にまで上昇している。

しかしながら国際的に比較してみると、我が国で投資信託が広く普及しているとは言い難い。アメリカやドイツでは、投資信託が個人金融資産に占める比率は既に 10% を超えており、フランスやイギリス、オーストラリアでも保険や年金を通じて投資信託が購入され、残高は急激に増加している。

我が国家計は、少子高齢化の進展や雇用・賃金形態の変化などに晒されており、従来よりも効率的な資産形成を行う必要性が指摘されている。例えば老後の生活費を挙げて、公的年金によって賄える比率は低下しており、これまでのように単に退職金や預金の取り崩しによって不足部分に対応することは困難になりつつある。預金への過度な偏重から脱し、適切な資産ポートフォリオの保有によって、より効率的な資産形成を行うことが求められている。投資信託はリスク資産への投資代行手段であり、本来であれば、家計の資産形成にとって基礎的な金融商品となる。しかしながら現状を見ると、その機能および役割が十分に発揮されているとは言い難い。投資信託に係わる様々な部分で改善すべき点は多い。

投資信託懇談会は、家計の資産形成のみならず、社会経済において果たすべき投資信託の役割を整理し、その機能が有効に働くために必要な方策を提言するとともに、10 年後、20 年後に目指すべき将来像（ビジョン）を描くことを目的に、2007 年 7 月に発足した。本報告書は、6 回にわたって開催された投資信託懇談会の成果をとりまとめたものである。

投資信託が国民各層に幅広く利用されて、預貯金と並ぶほどの身近な金融商品として定着していくためには、家計本位の視点に立った検討は不可欠である。投資信託に係わる関係者には、本報告書を今後の取り組みへの示唆として、具体化に向けた行動に着手することを望むものである。

．投資信託の現状

我が国の投資信託は、90年代後半から2000年にかけて行われた制度改革により、欧米先進国に比べて概ね遜色のない制度となっている。販売チャネルの拡充や私募投信の創設、会社型形態の導入と不動産への投資対象拡大による不動産投資信託（REIT）の誕生など、当時の一連の改革が実を結び、投資信託の残高は公募・私募合計で過去最高の水準となる122兆9,947億円（2007年10月末）もの規模にまで達した。また、個人金融資産に占める割合でも、これまでのピークである1988年末の4.1%を大きく上回り、2007年9月末で4.7%となっている。

しかしながら、各国の投資信託協会で構成する「国際投資信託協会」の世界統計をみると、日本の公募投資信託は2007年9月末で、世界で第9位の地位となっている。20年前にはアメリカに次いで第2位であったが、バブル崩壊後の長引く経済の低迷の間に他の欧米諸国に抜かれ、アメリカはもとよりフランスやオーストラリア、イギリスにも大きく水をあけられている。

このように、国内だけで捉えれば、投資信託の近年の成長ぶりには目を見張るものがあるものの、諸外国とで比較すれば、成長の鈍さが明らかである。

ここではまず、証券投資信託（公募型）および不動産投資信託（REIT）の現状について、諸外国との比較も織り交ぜながら概観し、その後に投資信託に関するアンケート調査の結果をもとに、家計からみた投資信託を見ていくこととする。

1．証券投資信託の現状

（1）市場規模および保有者層等

（ ）資産残高と一人当たりの保有額

日本の証券投資信託の残高は、経済規模との相対比較で見ても諸外国より小さいものとなっている。2007年6月末でみると証券投資信託の残高は、日本は米国の17分の1の水準であり、フランスやイギリスに比べても小さい。国民一人当たりの証券投資信託の保有額は、日本は60万円程度であり、アメリカの8分の1、フランスの7分の1、イギリスの3分の1の水準である。ドイツは、公募の証券投資信託だけで見れば日本よりも小さいが、私募投信や不動産投資信託が発達しており、公募・私募合計の残高を見てみると、日本はドイツの3分の2の水準となっている。

() 保有者層と投資目的

日本の証券投資信託は、保有者が個人中心であることはアメリカと類似しているが、金融法人や事業法人による保有がアメリカよりも高い。また、年金や保険による証券投資信託の保有比率が、5カ国中もっとも低いものとなっている。

個人投資家の年齢別保有状況をデータが取れるアメリカと比較すると、アメリカは働き盛りの世代の保有率が高いのに対して、日本は全般に低く、特に中・若年層の保有率の低さが際立っている。また、証券投資信託の保有目的について、アメリカの投資家は「退職後の資金に充てる」といった明確な投資目的を持っているのに対し、日本の投資家は「無目的の余裕資金」で保有している傾向が強い。

() 運用会社数と系列タイプ

契約型の証券投資信託を運用する運用会社の数は、2007年末時点で日本は78社あり、アメリカやイギリス、フランスに比べて少ない。運用資産総額上位の社への資産集中度が依然として高く、上位5社で市場全体の6割を占めている。また、運用会社の資本系列をみると、日本はアメリカやイギリスに比べて独立系の会社の数が少ないことが窺える。

(2) 商品の規模および種類

日本はファンド一本当たりの資産規模が5カ国中最低であり、これに対してアメリカは日本やフランスの6倍、ドイツの4倍となっている。

また、アメリカでは、ファンドが発足してから運用期間が経過するに連れて資産残高が増える傾向があり、90年以前に発足した歴史あるファンドの残高が全体の3分の2を占めている。これに対して日本はその逆の傾向にあり、商品発足時には資金が最も集まるが、その後は流入せずに運用期間の経過とともに資産が減少していくため、歴史あるファンドほど資産残高が少ないと言われている。

なお、日本の商品バラエティは既に外国並みに充実しており、諸外国には存在し、日本には存在しないものとしては、デュアル・ファンド(インカムシェアとキャピタルシェアの2種類の株式を発行するもの)など、法改正を要するものに絞られている。

(3) 販売チャネルおよび年金市場

() 販売チャネル

証券投資信託の販売チャネルは各国とも多様化している。日本は従来、

証券会社が唯一の担い手であったが、1993年に運用会社による直販が始まり、続いて1998年には銀行や保険会社等の金融機関による販売が、そして2005年には日本郵政公社（現、日本郵政株式会社）による販売が始まった。2007年末では残高ベースで、証券会社販売分が56.8%、銀行や保険会社等が42.6%、うち日本郵政株式会社が1.3%、直販が0.6%となっている。諸外国との違いは、独立のフィナンシャルプランナー（FP）による販売が遅れている点にある。

（ ）年金市場との関係

アメリカでは、401(k)やIRA等の確定拠出年金制度を通じて保有される投資信託が、投資信託全体の39.2%（2006年末）を占めており、株式投信に至っては半分以上が確定拠出年金関連資金である。日本は確定拠出年金制度が未成熟なこともあり、証券投資信託の年金市場への進出度は極めて低い状況にある。

2. 不動産投資信託（REIT）の現状

（1）REITの基本構造

REITは、不動産を取得するためにエクイティとして投資家からの出資を受けるほか、借入と投資法人債の発行を通じて資金調達を行う。エクイティ部分は上場し、上場不動産投資法人として市場で取引される。

我が国のREITは制度上、マネージメントする従業員をおかずに、実質的な不動産のマネージメントを外部の運用会社に委託し、その他の必要な業務についても外部に委託する外部運用型となっている。この点は諸外国のREITと大きく異なる点であり、アメリカなどは内部運用型であって、実質的に不動産会社と同様に従業員が存在し、不動産開発も含めた総合的な運用を行っている。

（2）時価総額および銘柄数

上場REITの時価総額は、2007年末時点で5兆1,427億円の規模となっている。2007年秋以降、アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した内外株式市場の低迷の影響もあってやや減少傾向にあるが、2001年に制度が誕生してからの6年間で急激に拡大している。

上場REITの数は42銘柄であり、東京証券取引所、大阪証券取引所、福岡証券取引所、ジャスダック証券取引所に上場されている。

これに対して50年弱の歴史を有するアメリカのREITの時価総額は、3,120億USドル（約35兆500億円）で我が国の約6.8倍であり、152銘

柄がニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所、NASDAQ に上場されている。また、40年弱の歴史を有するオーストラリアは、1,243億豪ドル（約12兆2,249億円）で我が国の約2.4倍。銘柄数は67であり、オーストラリア証券取引所に上場されている。

（3）用途別および地域別の状況

2006年6月末時点でREITが運用する6.3兆円の不動産を用途別に見ると、保有および取得予定の物件を含めてオフィスが54.4%を占め、商業施設と住宅が概ね2割という状況である。この三用途で大半を占めており、この他にはホテルや物流施設などを保有している。

アメリカやオーストラリアのREITもオフィスや商業施設等への投資が多いが、日本のようにオフィスへの投資が過半を超えるようなことはなく、むしろ幅広い用途の不動産に分散している。また、オーストラリアの特徴の一つには、ホテルや住居への投資がほとんどないことが挙げられる。

地域別では、東京23区に所在する不動産が59.9%を占め、そのうち東京都心5区が44.7%となっている。関東以外の地方都市は25.9%であり、昨今の不動産価格の上昇により、特に東京を中心に不動産の利回りが低下してきているため、徐々に利回りの高い東京以外の地方の物件が購入されている。

（4）REITの種類

運用スタイル別に分類すると、2007年6月末でオフィスがメインのREITが56.4%（オフィス特化型37.2%、オフィス中心型19.2%）、複数の用途で運用する複合型・総合型が20.3%となっており、これらのタイプが多いことが我が国の特徴となっている。この他には、住宅に特化したものや商業施設に特化したタイプのものがそれぞれ1割程度となっている。

これに対してアメリカは、複合・総合型の割合はごくわずかであり、むしろ特定の用途に投資する特化型が大半を占めている。一方、オーストラリアは、複合・総合型が全体の3分の1程度を占めており、非常に多いことや、商業施設に特化したものが多いことが特徴である。

（5）保有者層

REITは決算期に期末の投資口の保有状況を開示しており、投資法人によっても異なるが、多くの投資法人では国内金融機関が概ね4割から6割、外国人が2割から3割程度保有している状況である。国内金融機関の中でも最近徐々に大きくなっているのが信託銀行であり、この中にはREITに

投資するファンド・オブ・ファンズが含まれている。個人投資家による REIT の直接保有は相対的に低いものとなっているが、ファンド・オブ・ファンズを通じて間接的に個人の資金が入っている。

この傾向はアメリカでも同様であり、1980 年代までは個人による直接保有が比較的多かったものの、90 年代に入って機関投資家による REIT の保有が年々上昇している。現在では個人による直接保有は 1 割程度にまで減少し、個人の資金は我が国と同様、ファンド・オブ・ファンズを通じて流入している。

3. 家計からみた投資信託の現状

貯蓄から投資への政策を実現する上で重要な役割を担うと期待される投資信託だが、アンケートの調査結果を見てみると、家計による投資信託の保有率は低い状況にある。投資信託関係者はこれまで、商品性の多様化や販売チャネルの拡大、普及・啓発活動等、投資信託の認知度向上に向けた活動を行ってきたが、依然として大半の家計は、投資信託をよく知らないまま不安を感じ、その結果、購入を控えているのが現状となっている。

調査結果によると、「投資信託を現在保有している」と回答した人は 10.1% であり、「以前保有していたが、現在は持っていない」が 5.1%、「これまで持ったことがない」が 84.8% を占めている。「投資信託を現在保有している」と回答した人の年齢構成は、20 代が 6.5%、30 代が 11.8%、40 代が 13.7%、50 代が 26.8%、60 代が 27.5%、70 歳以上が 13.7% となっており、50 代以上で全体の 70% 弱を占める結果となっている。

「投資信託をこれまで持ったことがない」と回答した人に対して、その理由を尋ねると、「よくわからないので不安」が 65.9% で最も多く、次いで「元本保証がない」が 34.3% となっている。また、投資信託の認知状況を尋ねると、「よく知っている」が 14.0%、「言葉だけは知っている」が 81.7%、「言葉も知らなかった」が 4.3% となっている。

また、発足からまだ 6 年と日が浅い不動産投資信託 (REIT) について、興味があるかを尋ねると、「現在保有している」と回答した人は 1.8% に過ぎず、「購入してみたい」が 3.7%、「購入するつもりはない」が 94.1% となっている。

・投資信託に関する現状の課題と対応

1. 運用会社に関する課題

(1) 運用対象および運用商品のあり方

() 運用対象資産の柔軟化

投資信託はその優れた商品スキームから、家計が資産形成を行う上で適した金融商品の一つとして挙げられる。多様な投資信託が提供されることにより、家計は自らのライフ・スタイルに合わせた資産運用が可能となる。このため、家計の資産形成にとって有効であると考えられる資産については、原則として投資信託が制限無く投資できるようにすることが望ましい。

しかしながら、例えば農産物や金・銀等への投資は、「商品投資に係る事業の規制に関する法律」により商品投資顧問業者に限定され、投資信託は事実上これらの資産へ投資することが困難となっている。また、「投資信託及び投資法人に関する法律」(投資信託法)では、投資信託の主たる投資対象は「有価証券」や「不動産等」と規定されている。2007年9月に完全施行した「金融商品取引法」において有価証券の範囲が拡大したとはいえ、投資信託が投資可能な資産は限定されていると言わざるを得ない。

後述の通り、2007年12月21日に金融庁から公表された「金融・資本市場競争力強化プラン」において、上場投資信託(ETF)の多様化が盛り込まれたが、その他の一般の投資信託についても、投資家ニーズに応じて家計の資産形成に相応しい投資が可能となるよう、関係当局に改正を求める必要がある。また、金融技術の進歩によって今後登場が予想される投資対象についても、価格の透明性や換金性に配慮した運用、適切な情報開示などの投資家保護の徹底を基本的な条件としつつ、税制をはじめとした法制面での手当てを待たずとも投資信託が速やかに投資可能となるよう、制度整備を求めていく必要がある。

() 上場投資信託(ETF)の多様化

証券取引所で売買されるETFは、一般的な家計が証券投資を行う上で適した商品の一つである。換金性にも優れ、他の類似した商品設計を持つ投資信託と比較して各種手数料や信託報酬が通常割安となっている。

1990年にアメリカで登場したETFは順調に定着し、アメリカ国内では2006年末時点で資産額が423億ドル(359本)まで拡大している。注目すべきは、多様なETFが組成されている点である。例えば、S&P500

や Russell などの国内株価指数連動型の他に、台湾やブラジルなどの外国株価指数連動型、エネルギー価格連動型や金などの商品価格連動型の ETF が組成され、家計は ETF の特性を享受しながら幅広い資産への投資が可能となっている。アジア諸国においても、例えば、シンガポールでは日本や韓国、中国などのアジア各国の株価指数連動型や商品価格連動型の ETF が組成されている。

これに対して我が国ではこれまで投資信託法や税制上の制約があり、2007 年末時点で国内の運用会社が組成している ETF は僅か十数本に過ぎず、そのほとんどは各種国内株式インデックスとの連動型となっている。

家計の資産形成におけるニーズに応じて様々なタイプの ETF を組成していくことは、貯蓄から投資への流れを促進していくうえで有効であると思われる。また、運用会社の国際競争力の向上にも寄与するであろう。このようなニーズに対応すべく、我が国資本市場の国際競争力の強化を目的とした「金融・資本市場競争力強化プラン」において、ETF の多様化を実現するため、2008 年上半期を目処に投資信託法および関係政府令等を改正し(a)対象指数の個別列挙方式を廃止し、対象指数を包括的なものとする、(b)現物拋出型の ETF の投資対象に上場有価証券等を含める、などととも、(c)ETF の対象として商品先物等を解禁する、などの ETF 多様化策が盛り込まれた。

このような法制度の改正によって、我が国でも諸外国と同様に様々な資産を対象とした ETF の組成が自由になる。運用会社には、家計の資産形成ニーズを汲み取った適切で魅力的な ETF 開発が求められる。

(2) 運用力の向上

() 運用会社の競争促進

投資信託の魅力の一つは、様々な資産へ小口の資金から投資が可能であるとともに、運用のプロであるファンド・マネージャーに運用の委託をすることができる点にある。投資信託のさらなる普及をはかるとすれば、運用会社が独自の創意工夫によって家計の期待に応える商品開発を行い、絶えず運用力の向上に努めることが必要不可欠となる。

運用会社にこれらの努力を促すためには、直販会社の形態を含めた運用会社への新規参入を活発化させ、運用会社間の競争促進を行うことが必要であろう。2006 年末時点で、我が国での投資信託における運用資産は運用会社上位 5 社で 64.4% を占めており、アメリカの 37.9% やイギリスの 27.3% と比べても特定の運用会社への資産の集中傾向が強い。

我が国で新たに運用会社への参入を促す上で、投資信託協会が中心となり、運用会社の業務コストを低下させる検討を行うことは意義がある。例えば、業務のアウトソーシングに関する制度的制約等で障害となる点がないかを検討し、そのための改善を図っていくことなどが考えられる。

() ファンド・マネージャーへの適切なインセンティブ

投資信託が目的とするのは受益者である家計資産の効率的な運用である。運用会社が、運用担当者であるファンド・マネージャーの運用能力向上とともに、これらファンド・マネージャーのモチベーションを健全に維持することは、家計の利益ともなる。

我が国の運用会社では、信託財産から受け取る信託報酬に成功報酬制を採用することや、運用会社内の報酬体系において、ファンド・マネージャーを他の部署の職員とは切り離し、報酬へ成果主義を反映させるなどの取り組みが行われている。パフォーマンスの向上を目的としたこれら方策の採用は、運用会社がそれぞれの創意工夫によって様々な方策を取り入れ、その中からより効果的な仕組みが確立されていくことが望ましい。

() 情報提供を通じた家計による選別姿勢の強化

家計がファンドの商品性や過去に達成した運用パフォーマンスをこれまでよりも重視して運用商品を購入する姿勢が強まれば、必然的に運用会社は新たな商品性を持った投資信託の開発や運用力向上に向けた努力をこれまでよりも行わざるを得なくなるであろう。投資信託協会は普及・啓発活動を通じて家計の行動変化を促すとともに、現在ウェブ・サイトを通じて提供している個別ファンドの基準価額や騰落率等の情報の形式を見直し、家計が他の商品と比較検討することが容易となる形にシステムを改善するなど、家計に向けた情報発信の充実を図っていく必要がある。

また、我が国では一般紙に投資信託のパフォーマンス比較が掲載される場合、3ヶ月、6ヶ月といった比較的短期の期間が通常用いられている。例えば、投資信託の情報が充実しているアメリカでは、掲載される情報の中心は過去3年、5年といった長期のパフォーマンスとなっている。家計による投資信託の選別材料に加えて、投資信託の長期保有を促すためにも、投資信託協会がメディアに対して長期のパフォーマンス情報の掲載を要請することも必要ではないか。

投資信託の購入を検討している家計にとって、過去の運用パフォーマンス情報だけではなく、ファンド・マネージャーの能力を代弁する経歴やこれまでの実績等に関する情報は重要な判断材料の一つである。例えば、ファンド・マネージャーの経験年数に関して容易にアクセスが可能であれば、家計が投資信託を選別しやすくなるのではないか。また、運用会社のファンド・マネージャーに対する報酬体系についての考え方を開示することは、利益相反の抑止に寄与し、投資信託が受益者である家計の利益を第一の目的として運用する姿勢の強化につながるものである。それゆえ、運用会社は、このような情報の効果的な開示方法についても検討していくことが望ましい。

なお、我が国は諸外国に比して残高規模の割に商品の数が多く、このことが家計による主体的な商品選択を阻害しているとの指摘もある。このため運用会社は、2007年9月施行の改正投資信託法により可能となった信託財産の併合の枠組みを利用し、残高が縮小した商品等の整理を進めるべきである。

() 議決権の行使

投資信託の運用は中長期が前提であるため、運用力は中長期にわたり安定的に発揮される必要がある。議決権の適切な行使は、発行会社の経営に対する規律付けとなり、長期的にみて発行会社の企業価値を向上させる効果があると考えられている。また、機関投資家による積極的な議決権行使は、社会的に望ましい行為であるとの指摘もある。このような要因と、投資信託法および投資信託協会の規則を根拠として、我が国では運用会社による議決権行使は実質的に義務と捉えられ、これまで適切に行われてきた。しかしながら投資信託の目的に照らしてみれば、受益者の利益を第一とすべきであることから、議決権の行使にあたって要するコストと、もたらされるベネフィットは常に考慮される必要がある。また、コストとベネフィットを考慮した議決権の行使は、中長期的な運用パフォーマンスの向上にもつながるであろう。

我が国の運用会社は、これまでも各社ごとに議決権行使に関する行使ガイドラインを定め、このガイドラインに沿って議決権を行使している。また、投資信託協会は運用会社における議決権行使の状況をまとめて公表している。このような投資信託における議決権行使のあり方が社会的に広く認知されるならば、投資信託の普及にとって有益であり、家計の投資信託に対する信認の向上にも効果があると考えられる。したがって、各運用会社や投資信託協会は、議決権行使の方針や実績などの情報を多

様な方法で公表するとともに、さらに有効的な開示方法を検討することが求められる。

2. 不動産投資信託（REIT）に関する課題

（1）不動産投資信託（REIT）による不動産開発

我が国の REIT は、投資信託法において、その目的が「不動産に対する投資として運用すること」と規定されており、不動産の開発行為は制限されている。また、REIT に対して法人税は実質的に免除されている中で、不動産開発業務を広く認めれば一般的な不動産会社と変わらなくなること、REIT に不動産の開発行為を制限する理由の一つとして挙げられている。

しかしながら、アメリカ等の REIT 先進国では、すでに REIT による不動産開発が認められており、我が国の REIT が国際競争上不利となっていることや、既存の投資信託が有しない良質なアセットをオリジネートするという機能を付与することによって、投資信託の発展に寄与する可能性もあることから、今後の法令の見直しや関係当局の動向、社会機運等の環境に注視しつつ、REIT による不動産開発業務について検討していくことが必要である。

（2）海外不動産への投資

我が国の REIT は、国内不動産市場の活性化が制度導入の目的の一つであったことや、不動産の鑑定評価基準が各国で違うなどの問題もあり、証券取引所の上場規程において REIT の行為は「国内の不動産やその関連資産に投資すること」と規定されており、現時点では海外不動産への投資を行うことはできない。

2001 年 9 月の上場市場創設から 6 年が経過し、国内不動産市場の活性化といった制度導入初期の目的は達成しつつある。また、投資対象を海外の不動産にも広げていくことによって家計の資産運用ニーズの多様化や、運用収益を向上させる可能性があり、商品の多様化や国際分散投資にもつながる。このようなニーズに対応すべく、国土交通省は 2008 年 1 月に、海外不動産の鑑定評価ガイドラインを策定した。当該ガイドラインの策定と合わせ、取引所の上場規程の整備等も検討されており、我が国の REIT による海外不動産への投資解禁は既定路線となった。しかしながら、一般的に海外不動産への投資は国内不動産への投資と比較してリスクが高く、鑑定評価基準や物件の取得・管理に関する商慣習の違いなどにも注意を払う必要があるとの指摘もある。

運用会社および投資信託協会は、関係当局等との積極的な意見交換などを通し、REITによる海外不動産の組み入れ解禁を前提とした投資家保護のさらなる徹底を図るために、必要に応じて投資対象国・地域に対する投資制限の設定や新たな情報開示ルールの策定等、具体的な活動を行う必要がある。

3. 販売会社に関する課題

我が国の契約型公募投資信託は、2005年ごろから資産残高の伸びが顕著となり、2007年末で約80兆円まで積み上がっている。このように資産残高が伸びた要因の1つが、販売チャネルの拡充であることは疑いがない。銀行等での投資信託窓口販売業務は1998年12月1日から解禁されたが、2007年末での契約型公募投資信託の純資産残高に占める各販売形態の比率を見ると、銀行等が42.6%を占めており(証券会社は56.8%)、新たな販売チャネル(販売会社)による投資信託の販売は定着したと言えよう。

我が国では独立系のFP等が僅かであり、これら独立系FPの利用が一般的ではないことから、家計が投資信託を購入する際に、主に販売会社が窓口となっている。したがって、販売会社の段階で投資信託の選別と品揃えが十分に行われ、より適切で効果的な商品説明等が行われることは、投資信託の健全な普及にとって不可欠な要因となる。しかしながら、急速に販売チャネルが拡充した結果、販売会社間での商品説明等において、質の差が見られ始めたことも指摘されている。

これまで運用会社は各販売会社が主催するセミナーへの講師派遣や、販売会社の窓口担当者等向けにセミナーの開催などの施策を講じているが、同時に、各販売会社自身による自主的な取り組みが活性化されるならば、投資信託の普及に対してより大きな効果をもたらすであろう。

また、投資信託購入の窓口である販売会社の能力向上は、家計のニーズの的確な把握や、家計による投資信託の商品性や中長期の運用力を重視する姿勢を強め、結果として運用会社の商品開発力や運用力の向上にも良い結果をもたらすであろう。運用会社および投資信託協会は、販売会社に対して、商品説明や推奨姿勢などのさらなる質的向上を求めるとともに、例えば、各種マスコミや評価会社等に対して、投資信託販売に関する各販売会社の評価を求めるなどの試みを行えば、家計への新たな情報提供とともに、販売会社に対するインセンティブにもなるのではないか。

なお、販売会社の募集手数料に関する課題については後述する。

4. ディスクロージャーに関する課題

(1) 目論見書・運用報告書等

目論見書や運用報告書といった投資信託の法定開示資料については、これまでも交付目論見書と請求目論見書を区分するなど様々な改善が図られてきた。しかしながら、いまだ記載内容も詳細かつ膨大であり、投資経験の少ない家計にとって、必ずしも解りやすい情報開示とはなっていない。投資家保護の観点から情報開示の充実は必要不可欠ではあるが、あまりに過大な情報の直接的な供給は、家計が望む情報を埋没させるばかりでなく、情報の処理と理解の放棄をもたらし、結果として情報開示の意義を著しく毀損させる可能性もある。

家計にも解りやすい形で情報開示を行うことについては、諸外国でもその動きが見られる。例えば、EU では重要な情報に焦点を当てた「シンプリファイド・プロスペクタス」が採用され、カナダではファンドの概要を2~3頁にまとめた「ファンド・ファクト」を採用する方向で議論されている。またアメリカでも、2007年11月15日に証券取引委員会（SEC）が公表したプロポーズド・ルールにおいて、証券法（1933年法）や投資会社法（1940年法）の規則を改正して、要約目論見書等をより解りやすい形式に見直すことや、ウェブ・サイトなどを通じた開示方法のあり方などに関する提案を行っている。

我が国においても、すべての投資家が利用する目論見書や運用報告書等の開示資料について、家計が求めている内容や運用会社としてすべての投資家に伝えたい事項にポイントを絞ること、その内容もなるべく平易とするなど、形式や記載のあり方を大幅に見直していくことが必要である。

(2) 情報提供会社を通じた開示

例えば、家計が投資信託を購入する際に、最初に提示される目論見書や運用報告書等の開示資料を大幅に見直し、解りやすさを第一の目的として要点を絞ったものとした場合、残る詳細な情報の開示方法が問題となる。このような詳細な情報を欲する家計に対して、別途の形で情報を提供することも考えられるが、家計間の情報面における格差が生じることに對しては十分な配慮を行わなければならない。また、詳細な情報を望まない家計に對しても、情報へのアクセスが容易に可能となるチャンネルの確保は必要不可欠である。

このような情報に関する有力なチャンネルとして、中立的な第三者機関である情報提供会社の存在は重要であり、投資経験に乏しい家計でも比較的容易に理解できるような形へ投資信託の情報を加工し発信する情報提供会

社の機能は、投資信託のさらなる普及にとっても有益であろう。

投資信託協会は、評価会社等でこれら業務への参入を希望する業者と協議し、提供する情報の種類や提供方法等について、共に検討することが望まれる。このような業者が多数出現することにより、家計に提供されるサービス面での競争が期待され、結果として投資判断に有益な情報自体にも研鑽が進み、投資家の裾野の拡大とともに、投資信託業界自体の発展にも資することとなる。

投資信託協会は情報の提供の基準を定めることを検討するとともに、情報提供会社を初めとして各種マスコミ等に対しても、いつでも詳細な情報を提供できる環境を整備することも必要である。例えば XBRL（財務情報等の効率的な利用が可能となるコンピュータ言語）等による電子化された情報を安価で効率的に提供することは今後の課題ともなる。

（３）法令用語等の見直し

目論見書や運用報告書等で使用される用語には、一般には馴染みのない法令用語や専門用語が数多く記載されている。すでに各運用会社では、目論見書の巻末に用語集を掲載するなどの試みを行っているが、上記に挙げた目論見書等における記載方法などの問題とともに、文中で使用されている法令用語等の難解さが家計による目論見書等の十分な理解を阻害している要因であるとの指摘も多い。法令用語等の難解さが家計による目論見書等の十分な理解を困難とさせているのであれば、投資家保護の観点から改善すべき問題であろう。

投資信託協会は、利用者である家計の意見を参考としながら、法令用語等が示す内容の正確性は最大限尊重しつつ、例えば、理解が難解な法令用語等をより解りやすい用語に置き換えるなど、目論見書等における法令用語等の見直しについても検討すべきである。

なお、目論見書そのものについては既に別称の使用が可能となり、多くのファンドが投資信託説明書という名称を用いて作成しているところであるが、金融商品取引法上の規定に基づく目論見書であることをあわせて記載するよう求められていることもあり、別称が一般的な名称として定着するまでには至っていない。法令用語等の見直しについて検討する際には、見直した用語等を定着させるための方策についても検討していく必要がある。

5. 評価会社等に関する課題

(1) 評価会社の認知度向上

投資信託の評価会社は、客観的な分析に基づく情報提供を通じて、家計が数ある投資信託商品の中から主体的に商品を選択することを助け、結果として運用会社の運用力向上や販売会社における品揃えの顧客本位志向をもたらすなどの機能を有している。このような効果は、他の様々な面へと波及することが期待されている。しかしながら、ウェブ・サイトや出版物等を通じて提供される投資信託の評価情報について、一部の評価会社では利用者が増加しているものの、投資信託を購入する家計の全般が評価会社による評価サービスの存在を認知しているとは言い難い。アメリカと同様に我が国でも評価会社による評価情報が広く一般に利用されるよう、評価会社への情報提供方法や販売用資料および新聞広告等における評価情報の利用方法等について、関係者間で検討していくことが考えられる。

また、情報提供会社等に対する情報の提供と同様に、これら評価会社に対しても、加工や入手が容易な電子化された情報が提供されるならば、評価会社が持つ機能はさらに効果的となろう。投資信託協会での検討が求められる。

(2) 独立系 FP および投資助言会社への期待

我が国では、FP に対する法的位置付けも十分ではなく、独立系 FP の絶対数も不足している。また、FP 資格を有する者の中で、投資信託に関する専門的な知識を有する人材自体も限られているのが現状である。そのため、家計が投資信託の商品選択に関するアドバイスを独立系 FP に求めていくことは難しい状況にある。

FP の役割が広く一般に認知されるよう、その業務に関する法的な位置付けを明確に定めていくことが望まれる。また、投資信託に関する専門知識の習得に向け、例えば、投資信託協会が「投信マイスター制度（仮称）」を創設し、資格試験や研修等を通じて投資信託の販売や説明に関する専門の人材を養成していく方策も考えられる。既存の投資助言会社についても、「金融商品取引法」においてその位置付けが明確に規定されており、これまでは株式等に関する投資価値判断を行う業者がほとんどであったが、今後は投資信託の個別商品について家計の立場に立ったアドバイスを提供する業者が出現してくることが期待される。

これら独立系 FP や家計向けの投資助言会社は、家計の投資能力を補助する機能を持つことから、社会的に有用性が認知された場合、家計の効率的な資産形成を促すばかりでなく、さらなる投資信託の普及をもたらす効

果も期待される。

6. 普及・啓発活動および広報のあり方に関する課題

(1) 投資信託のさらなる普及に向けて

金融広報中央委員会の「金融に関する消費者アンケート調査」によれば、証券投資に関する知識や為替リスク等の投資に伴うリスクに関する知識について、「ほとんど知識がない」と回答した人が大半を占めている。投資信託保有層の裾野拡大を実現するためには、我が国家計の投資に対する理解度の向上も必要となる。投資に関する知識を含めた金融リテラシー（金融を理解し活用するための基礎的能力）の向上は、単なる家計による資産形成の巧拙のみならず、国民経済の発展にとっても必要不可欠な課題ともなる。家計の金融リテラシーを向上させる試みはすでに多方面から行われているが、投資信託業界にもその特性を生かした普及・啓発活動を継続的に行うことが求められている。

投資信託に関連した金融リテラシーを考えた場合、確定拠出年金制度(日本版 401(k))の加入者に対して実施される投資教育は、最も効果的な普及・啓発活動の一つであると言えよう。確定拠出年金への加入者数(企業型)は、2007年11月末時点で約263万人(個人型は約9万人)まで増加し、確定拠出年金制度を経由した投資信託の購入も増えている。確定拠出年金制度加入者に対して行う投資教育は「確定拠出年金法」において努力義務(企業型は事業主、個人型は国民年金基金連合会)として定められており、投資信託の専門家集団である投資信託業界には、確定拠出年金制度を通じた投資教育に関しても積極的に貢献することが望まれる。また、確定拠出年金制度を採用していない企業に対しても、例えば、年金制度以外の枠組みで従業員に対する類似した積立プランが提供できないか、関係者間での検討を行っていくことなどは検討に値するであろう。この他、販売チャネルの拡充により、高齢者層による投資信託の購入が増えていることを考えれば、投資信託業界には投資信託に対する理解向上を目的として、高齢者層にターゲットを絞ったセミナーを開催するなど、投資信託の購入層に応じた普及・啓発活動のあり方を考え、実行することが求められる。

さらに、このような金融リテラシーの向上に加えて、資産運用業への優秀な人材の流入を促すために、例えば資産運用分野の専門家育成に資する講座の開設や学術的研究を支援するためのデータ供給などの方策を採用することも考えられる。

(2) 広報のあり方

投資信託が普及していくに連れ、投資信託に関する記事や書籍等が数多く出版され、一部には業界に対する厳しい意見も見受けられる。今後、投資信託が家計に広く普及していくためには、様々な場から出される意見や評価を歓迎し、改善に向けた検討に役立てていく姿勢は必須であろう。業界の発展に資する有益な評価を得るためにも、社会からの投資信託に関するさまざまな疑問に適切な情報発信をもって対応していくことが求められる。

また、運用会社は投資家と接する機会が限られるため、日常の業務内容や忠実義務に基づく行動姿勢等が投資家から見え難く、時として運用結果だけで判断され、批判的な意見を受けることもある。従来の、商品としての仕組みやリスクに関する説明を中心とした広報活動に加え、例えば、各種メディアと講演会の共同開催や記事掲載のための情報提供等を通じて積極的に連携し、運用の専門家としての投資行動や運用以外にも担う多様な業務の内容、投資家の利益を優先して取り組む姿勢等を伝えていくことは、投資信託に対する理解の醸成に効果があるのではないかと考えられる。

7. 手数料および信託報酬に関する課題

手数料や信託報酬は各社の創意工夫で自由に決められるべきものであり、その中で競争原理が機能し、適正な価格水準が形成されていく必要がある。競争原理を十分に機能させるためには適切な情報開示が重要であるが、投資信託に関して開示される各種の情報において、手数料や信託報酬に関する情報開示には課題が多いことが指摘されている。

投資信託には、募集手数料や信託報酬、監査報酬や運用時に発生する売買委託手数料等、種々の費用が徴収され、それぞれが複雑な体系を有している。また、これら費用は運用会社作成の目論見書や販売会社作成の契約締結前交付書面に記載されているが、商品毎あるいは販売会社毎に作成されるこれら資料からの情報では、他の商品や他の販売会社と比較することが困難であり、家計がその適正性を容易に判断することは難しい。現在、投資信託協会がウェブ・サイトで販売会社毎の募集手数料に係る情報等を提供しているものの、大半の販売会社が非会員であって情報の入手が困難な状況にある。

アメリカでは証券取引委員会（SEC）が2007年8月に、日本の有価証券届出書に相当するForm N-1Aの届出について、投資目的や投資戦略、利回りや手数料等を記載する「リスク・リターン・サマリー」部分をXBRL形式で提出することを認めた。これにより、利用者がSECのウェブ・サイトを通じてデータをダウンロードし、商品間で比較することが可能となった。我が

国では 2008 年 4 月より、財務局所管の EDINET（有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）が XBRL 形式による提出を可能とする予定だが、現時点における対象範囲は財務諸表部分に限定されている。対外的な情報開示の一環として、今後、関係当局などと協議を行い、投資信託に関するコストを網羅したデータ・ベースを構築していくことが求められる。

また、手数料や信託報酬の水準について、投資家が運用会社・販売会社・受託銀行のそれぞれから受けるサービスに照らして適正性を判断できるよう、目論見書や販売用資料等における記載内容をより解りやすい形に改善していくことが考えられる。

さらに、投資信託協会は、手数料や信託報酬に関する国際比較を国による制度や慣行等の違いも含めて分析し、国際的に見た我が国の水準を業界内外に公表していくことも有効ではないか。

8．投資信託業界の自己規律維持に関する課題

（1）運用会社における態勢整備

投資信託に対する国民からの信頼を維持し向上させていくためには、単に既存の法律や自主規制ルールを遵守するに留まらず、投資信託に係わるすべての業者が高い自己規律の下で業務を執行していくことが必要となる。

とりわけ運用会社にあっては、法令等の遵守を含め、行動倫理を重視した経営に徹し、社内態勢を整備して所属する役職員の高い倫理観を維持していくとともに、他の利害関係者との利益相反を抑制するための方策について、適切な態勢整備を心掛けていく必要がある。

「金融商品取引法」の施行により投資運用業への参入が登録制へと移行し、今後、所謂独立系の運用会社も多数参入してくることが予想されるが、違反行為の発生は業界全体のイメージ低下となり、投資信託に対する社会からの信認を失うことにもつながることから、すべての運用会社が経営の最重要かつ基本的な課題として法令等遵守および自己規律維持の態勢を整備するとともに、高い自己規律が十分に発揮されているかどうかの検証や他社との比較等を通じて、常に適切な態勢が維持されるよう努めていくことが求められる。

（2）投資信託協会のあり方

「金融商品取引法」の施行により投資運用業を営もうとする業者には登録制が適用され、従来に比べて参入要件が緩和された。今後は、これまでに以上に多様な運用会社が投資信託業界に参入してくることが予想される。

投資信託に対する国民からの信頼を確保していくためには、上述したよ

うにすべての運用会社が自己規律の下で業務を執行していくことが重要であるが、これに加えて、業界全体として法令違反行為の発生を防ぐ態勢を整備する必要がある、その意味からも自主規制機関である投資信託協会への期待は大きい。

投資信託協会は、自主規制に係る業務と業界政策に係る業務との組織分離、投資信託市場により近い立場からの適切な行為規範の制定、会員の規範遵守を監視するための人員の配置や増員等に関する体制整備を早急に措置し、会員会社もこれに協力して業界全体のプレゼンスの向上に努めていくことが必要不可欠である。また、投資信託協会は、入会を希望する運用会社に対し、入会時における十分な審査に加え、入会後の継続的な調査等と自主規制ルールを含めた法令等への違反行為に対する厳格な対応をもって、自主規制機関としての役割を全うしていかなければならない。

国際的な活動としては、現在、世界各国の投資信託協会に組織する「国際投資信託協会」の一員として、投資信託の世界統計を取りまとめ、公表している。また、国際投資信託会議やアジア・オセアニア投資信託会議において主導的役割を担うなど、国際的な投資信託の発展に貢献している。

今後さらに、例えば前述した手数料等の国際比較など、各国共通の関心事項に協力して調査を行うことや、証券監督者国際機構（IOSCO）等による政策提言の立案等に対して各国と連携して適切な意見表明を行うなど、国際的な活動を一層強化し、投資信託協会のプレゼンス向上に努めていくことが求められる。

9. その他、インフラの整備等に関する課題

(1) 確定拠出年金の制度拡充

実質的な賦課方式（修正積立方式）である我が国の公的年金制度は、少子高齢化の進展による財政問題を抱えている。国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口を見ても、少子高齢化はさらなる進展が予想されており、公的年金に関する問題は、より若年の家計ほど深刻となることが予想される。また、保険料納付期間（受給資格期間）が原則 25 年以上なければ受給資格を失うことや、年金受給見込額の試算が 50 歳以上でなければ受けられないなど制度面の問題も、国民の年金不信の要因となっている。

公的年金制度の上乗せ部分として導入された確定拠出年金制度は、公的年金制度の縮小を補う役割が期待されている。また、例えば、401(k)に代表される確定拠出年金制度が定着しているアメリカでは、将来に備えた中長期の資産形成に適した商品として投資信託への投資が増加しているばかりでなく、当該制度を通じて、家計の投資に対する理解や認識が進んでい

る効果も指摘されている。

常に市場における運用リスクが伴うものの、確定拠出年金制度は単なる家計の老後生活に向けた資産形成手段に留まらず、家計が投資に関する知識を求めるインセンティブとなり、さらには、経済にリスク・マネーを供給する直接金融の主要なルートとなる可能性もある。

投資信託業界は、現行の確定拠出年金制度について、加入対象者範囲の拡大や拠出限度額の引き上げ、マッチング拠出（企業型確定拠出年金における従業員拠出）の解禁など、その拡充と改善を関係当局に求めていく必要がある。

また、加入者が運用に対する知識や経験不足等を理由に運用指示を行わない場合を想定し、事業主があらかじめ投資商品を設定しておくデフォルト商品について、現在、我が国では多くの企業が預金等の元本確保型商品を設定している。今後、デフォルト商品の設定に関するルール等、運営方法の明確化を図り、事業主が年金運用に相応しいものとしてリスクのある商品を設定することも可能となるよう、検討していくことが考えられる。

（２）金融所得課税一体化の推進

家計にとって、金融商品に係る現行の税制は複雑であり容易には理解ができない。また、金融商品を販売する業者において、金融税制に関する顧客への説明は個別の商品の仕組みを説明すること以上に難しく、その徴税事務も含めて大きな負担となっている。

家計は各自のライフ・スタイルに合わせて様々な金融商品を選択・購入し、資産形成を行っている。そのため、購入した全ての金融商品をネットした収益に課税する金融所得の一体化課税を実現すべきである。制度の構築に当たっては、理解が容易であるばかりでなく、家計による納税や販売会社における徴税が簡易な仕組みを採用すべきである。

我が国の投資信託の保有状況を見ると、諸外国に比べて家計による保有は依然低い状況である。貯蓄から投資への流れを実現することが、国としての揺るぎがない姿勢であることを内外に示すためにも、このような流れが定着するまでの間、投資信託の長期保有促進に向けた税制面からの措置を講ずるべきである。

（３）投資法人に対する支払い配当損金算入要件の緩和

不動産投資信託（REIT）をはじめとする投資法人の税制は、原則として事業法人と同様に法人税が適用される建前をとりながらも、収益の90%超をその期に配当するなど一定の要件を満たせば、配当金を損金として算入

することが認められ、結果として法人税の適用が回避される仕組みとなっている。しかしながら、例えば会計上の利益をもとに90%を超える配当を支払ったとしても、その処理について税務上否認されれば投資法人に対して法人税が課せられることとなり、極めて税務上のリスクが高い制度となっている。

運用会社における損金算入要件を満たす運営は、外部の要因もあって自らコントロールできない面もあり、困難さが伴う。最善の運営に努めても、結果として要件違反として法人税が課されることになれば、その影響は投資法人を保有する投資家に及ぶこととなる。

投資信託業界は投資家に還元する収益を安定させるためにも、支払い配当損金算入のための要件を緩和する方向で見直すことが必要である。

また、会計処理に対する税務での否認を回避するために、例えば減損会計により生じた減損損失について損金算入を認めるなど、税制と会計との整合性を取ることも必要である。

(4) 私募投信に関する統計整備

私募投信は1998年の法改正により設定が認められ、金融機関や年金基金、変額年金保険を通じた保険加入者などが主な購入者となり、残高は急激に伸びている。しかしながら、商品の性格上、公には情報が開示されておらず、投資信託協会による統計も業界全体の残高を公表するにとどまるなど、不十分なものとなっている。

投資信託市場全体の動向を把握して対外的に公表することは、例えば研究者による分析に利用されるなど、投資信託の発展に資すると思われる。投資信託協会は私募投信に関する情報を会員会社から集めて統計を整備し、継続的に公表していくことを検討すべきである。

(5) 投資信託に求められる「より中長期的な課題」

() より複雑なスキームを持つ投資信託の開発

我が国では、投資信託法の規定により、受益権は均等に分割されることが求められており、異なる種類の受益証券を発行することが認められていない。しかしながら諸外国をみると、例えばデュアル・ファンドのように、キャピタル部分とインカム部分とを分けて受益証券を発行する投資信託や、一つのファンドの中で信託報酬の水準を変えて複数の商品を組成するマルチクラスの受益証券の発行も行われている。

家計による投資対象へのニーズが多様化していることや、マルチクラスについてはアメリカでも、販売チャネルのイノベーションを促進させ

たとの評価があることを考えると、このようなニーズに応じた様々な商品を開発する必要性は増しており、投資信託の商品開発面で制約となっている諸規制の見直しについて検討することが求められる。ただし、例えばデュアル・ファンドの発行において、運用会社やファンド・マネージャーがキャピタル部分とインカム部分のいずれかのクラスを優先して運用する利益相反の可能性があるなど、新たに発生が予想される問題を考慮しなければならない。このため、開発される商品の性格に合わせた情報開示等のあり方などについても、合わせて検討する必要がある。

() 投資信託法の見直し

投資信託の根拠法である投資信託法に関して、投資スキームについての明確性の確保や、投資家保護の観点から補足すべき事項についての検討とともに、不必要な運用規制が残っていないかなども含め、総合的に再検討する必要があると思われる。例えば現在の投資信託法では、運用会社と販売会社間など、関係者間の法律関係は必ずしも明確ではなく、受託者責任の観点からも問題であるとの指摘がある。また、投資信託法が採用する法律構成では、投資家である受益者が投資信託委託契約の当事者ではないため、受益者に解約権が直接は認められない点なども問題である。

金融商品取引法の成立によって、従来の投資信託法が規制した投資信託の運用会社の行為規制は金融商品取引法に移行された。しかしながら、投資信託法の他の部分に関する抜本的な見直しはいまだ行われていない。投資信託が果たす役割の重要性を考えれば、その根拠法である投資信託法の見直しも将来の検討課題である。

・投資信託の将来ビジョン

1. 予想される投資信託へのニーズの拡大

(1) 家計の資産運用ニーズの多様化と投資信託

ライフ・スタイルの多様化と並んで、我が国家計が資産運用の効率化を望む背景の一つは少子・高齢化の進展への対応であろう。例えば、金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」の結果を見ても、近年、我が国家計は自らの金融行動において、老後生活を重視する傾向にあることが解る。

単純に家計を現役と退職との2つの世代に分けて、上記の観点からそれぞれの世代が求める金融サービスを挙げれば、現役世代は「退職後に向けた資産形成と運用サービス」であり、退職世代は退職一時金を含めた「退職後資産の運用サービス」となる。個々の家計の多様なライフ・スタイルを考慮しながら、中長期にわたる効率的な運用が求められるこれらのニーズに対応可能な投資信託への期待は大きい。さらなる少子・高齢化の進展が予想されていることから、老後生活を念頭に入れた金融サービスへのニーズはより強まるであろう。また、少子・高齢化を背景とした公的年金制度の財政悪化問題は、家計に対して自助努力による老後に向けた備えの必要性を意識させる。このような意識は若い世代ほど強く、これまでよりも長期運用の重要性が高まる可能性がある。長期運用を前提とし、若い世代を対象とした商品の開発は、投資信託保有層の多様化にもつながる。

さらに、例えば資産相続の有無や金融リテラシーの水準の違いなどを加味すれば、個々の家計が求める金融サービスは著しく細分化される。本報告書で指摘したように、現在の投資信託は克服すべき様々な問題を抱えているが、その優れた商品性から、家計が求める金融サービスに最も迅速かつ柔軟に対応することができるものである。あらゆる世代と資産階層を対象としながら、投資信託が果たす役割は今後さらに重要となることが予想される。

(2) 確定拠出年金制度と投資信託

上述した公的年金制度問題と関連するが、我が国でも加入者が増加している確定拠出年金制度は将来的にも投資信託を普及させる要因となろう。

例えばアメリカにおいて、投資信託が普及した要因の一つが401(k)に代表される確定拠出年金制度であることが指摘されている。投資会社協会(ICI)によれば、アメリカでは2006年時点で、投資信託(Mutual Fund)の46%が401(k)やIRAsなどの税繰り延べ口座(個人勘定)によって保有されている。一方、我が国の確定拠出年金制度を見ると、制度が保有する

資産総額は 2006 年末時点で約 3 兆円、その内、専用投信の額は約 1 兆円に過ぎない。

社会保障制度（年金制度）の違いがあり、アメリカの例をもって単純に我が国の予想とすることはできないが、近年の確定拠出年金制度の拡大傾向や、マッチング拠出の解禁等を初めとした制度改革に関する議論を考えると、確定拠出年金制度のさらなる拡充は間違いがないであろう。この点から、確定拠出年金制度を通じた投資信託の普及が期待される。しかしながら我が国において、確定拠出年金制度を通じて、投資信託が主要な年金資産と認識されるためには、現状の課題で述べた制度加入者の金融リテラシー向上（資産選択の最適化）の必要性とともに、ターゲット・イヤー・ファンドやライフ・サイクル・ファンド（投資家の年齢等により、株式や債券等の資産配分を決定・変更する投資信託。ターゲット・イヤー・ファンドはライフ・サイクル・ファンドの一種。）など、より年金資産としての特徴を生かした商品の開発と提供が不可欠である。

2. 投資信託の普及がもたらす効果

(1) アドバイザー・サービス業の成長促進

運用会社や販売会社、評価会社など、投資信託に係わる業者によって家計による多様化した資産運用ニーズへの対応が進み、さらに潜在的なニーズの発掘までもが行われるならば、投資信託は家計の資産運用における中心的な役割を果たすであろう。

例えば、金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」で提示された ETF の多様化が定着すれば、ETF を用いたポートフォリオの選択肢が飛躍的に増加する。また、特にアメリカで近年普及しつつある ETF を組み込んだファンド・ラップ（ETF ラップ）（投資家の投資目的に応じて、異なる複数のファンドを組み合わせるサービス。ETF ラップはその一種。）など、新たな商品が我が国でも登場しよう。しかしながら、複数の投資信託等を組み合わせる効率的なポートフォリオの作成を行うためには、高いレベルの金融リテラシーが必要である。より効率的なポートフォリオを追求するのであれば、選択肢の増加とともに要求される金融リテラシーの水準は高くなるため、一般的な家計が自身によって対応することは困難になることが予想される。

このため、多様化した家計のライフ・スタイルや将来設計を的確に把握し、各家計にとって適切なポートフォリオ作成を手助けする独立的なアドバイザー・サービス業へのニーズは増すのではないかと。今後、投資信託の普及は単に効率的な運用によって社会全体の資産蓄積を進めるだけでは

なく、前述した独立系 FP や個人向けの投資助言会社をはじめとした、家計の資産運用に関する助言等を行う資産運用のアドバイザー・サービスを我が国で成長させる効果も期待される。

(2) 世代間の連結効果を通じた投資家層の拡大

資産運用において、例えば団塊の世代と団塊ジュニアに代表されるように、世代間での連結は重要な視点である。家計に対する資産運用に関するインタビュー結果などをみると、本人のリスク資産への投資態度に、親や祖父母の行動が大きな影響を与えていることが解る。例えば、親が行う投資信託や株式への投資が順調であった場合、その子供もリスク資産への投資に抵抗が少なくなる傾向がある。または、親から相続したリスク資産が投資へのきっかけになることもある。このような世代間の連結効果は、退職世代の増加と退職後マネーの運用の増加を通して、今後益々強くなることが予想される。

投資信託業界は、投資信託を通じた世代間の連結効果を生かして、次世代までも念頭においた投資信託の普及を目指すべきではないか。例えばアメリカのモネッタ社 (<http://www.younginvestorfund.com/>) やイギリスのチルドレンズ・ミューチュアル社 (<http://www.thechildrensmutual.co.uk/>) など、投資信託の運用報告書に次世代向けの資料を添付している試みもある。また、イギリスのチャイルド・トラスト・ファンドは、少子化問題への対応に留まらず、親子 2 世代の金融リテラシーにも影響を与え、複数の世代にわたって資産運用を考えさせる制度であり、我が国でも参考となる。投資信託は、同様な試みや制度を活用することが可能な商品である。投資信託が普及するならば、このような世代間の連結効果を通じて、次世代の投資環境作りにも貢献できるのではないか。

3 . 我が国の金融システムと投資信託

我が国では過去に、間接金融偏重の金融システムによって銀行に対して過度のリスクが集中し、経済を長期にわたり低迷させる要因となったとの反省がある。我が国でこれまで実施されてきた金融システムの改革は、家計を含む幅広い主体がリスクをシェアできるよう、間接金融偏重から脱却し、間接金融と直接金融とのバランスがとれた金融システムを構築することが目的であった。その中で、新しいシステムとして重視される市場型間接金融は、「資金運用者と金融市場とをつなぐ間接金融」と「資金調達者と金融市場をつなぐ間接金融」の 2 つを金融市場で結びつけ、資金運用者と資金調達者を結び新たなチャネルである。

金融技術が高度化し、金融取引が複雑化していく中で、資金運用者である家計等が資金調達者である企業等と直接結びついて取引を行うことが必ずしも有効な方法とは言えなくなっている。資金運用者と市場との間、資金調達者と市場との間のそれぞれに仲介者が登場し、専門家としてのリスク管理能力を発揮して両者が市場で結びつく。このような重層的構造を持った市場型間接金融を育成することは、我が国の方向性であるとも考えられている。市場型間接金融の代表である投資信託は、家計と金融市場とを有効に結ぶ資金仲介者としての役割を担っている。従って、市場型間接金融の中核としての地位を確立することは、我が国における喫緊の課題であるとも言えよう。

多様な投資信託が出現し普及することによって、優れた技術やアイデアを持つものの投資資金が不足している主体と、家計に代表される黒字主体とを結びつけるという金融本来の機能が強化され、経済全体へのリスク・マネーの供給がより円滑になることが期待されている。また、投資信託は既にオリジネートされた資産に投資するが、投資信託自身あるいは他の主体による資産をオリジネートする能力が金融システムの中で高められていけば、より広がりを持った資金循環の実現にも貢献できよう。

プロ集団によって運営される投資信託の普及は、金融市場が本来持っている仲介効果と資産移転効果を強める。我が国が保有する1,500兆円を超える金融資産を投資機会へとより効率的に分配し、高い管理・運用能力によって社会全体での資産保有の効率性を上昇させることで、質と量の両面から社会における資本蓄積を推進し、我が国の経済成長に貢献する。例えば、投資信託の運用対象が広がれば、投資信託という効率的なチャネルを通じて家計の資産を様々な対象に投資させることが容易となるばかりでなく、同時に運用のプロによる投資対象の選別と淘汰のメカニズムが入ることで市場の活性化にもつながることも期待される。

しかしながら、投資信託を通してこれらの有意義な機能を十分に発揮させるためには、家計から信認を得ることが前提となる。家計の信認を得るためには、投資信託業界は本報告書が挙げた短期的および中長期的な問題点等の改善について積極的に検討し、家計の資産形成に対して継続的に貢献する姿勢を示すことが重要である。このような投資信託業界の働きは、我が国における金融サービス業の強化を通じて、我が国経済のみならず世界経済の発展にも寄与する行為ともなる。投資信託が果たすべき役割は大きい。