

資産形成

において 役割が増す 投資信託

Dialogue

日本の資産運用ビジネス拡大のポテンシャルは依然として高い。これは、野村総合研究所の調査から導き出されたものだ。なかでも投資信託は、個人投資家の資産運用ニーズが高まりつつある中で、その受け皿としての役割の重要性が増している。今後、投資信託ビジネスが更なる飛躍をするには何が必要か。投資信託協会 会長の稲野氏に語っていただいた。

ロングセラー商品の登場が 望まれる投資信託

楠：投資信託を取り巻く環境の見方はいろいろあると思います。金融危機の影響で、「貯蓄から投資へ」の流れがとまったといった見方もありますが、野村総合研究所が行った調査結果からはそのようには見えません。今後5年間ぐらいは、過去よりも若干減るとしても、日本の投資家は同じぐらいのポテンシャルがあるとみています。

稲野
和利氏
社団法人投資信託協会
会長



特別企画

金融×IT 鼎談

稲野さんは、投資信託市場の成長についてどのように見ていらっしゃいますか。

稲野：まず、マネーフローについて触れたいと思います。80年代まで遡^{さかのぼ}ってみると、1982年から1990年までの9年間、株式投信は連続して資金流入でした。すなわち、設定と解約、償還の差額が9年間ずっとプラスだったということです。ところがバブル崩壊で、1991年から1997年にかけて7年連続で資金流出になりました。まさにジェットコースター状況だったわけです。その後

その一方で、資金流入は2兆3,000億円のプラスでした。前年の1兆4,000億円と比較すると流入額は少ないものの、残高が減少しているのに流入し続けている、という現象は、今までになかった特徴だったと思います。

堀江：2009年の春頃から回復してますね。

稲野：リーマンショックによって、2008年10月に3600億円もの資金流出を見ました。しかし、2009年5月から現時点で統計がでている10月までは資金流入が続いています。2009年はトータルで見ると、資金流入になると思います。

数字を見る限りは、資産運用の中核商品として投信の期待値が高いということが言えると思います。運用側も販売側もその期待に十分応えることができれば、資金流入はさらに加速して、残高も増えるのではないかと思います。

楠：「貯蓄から投資へ」の流れは変わっていない、ということですね。

稲野：数字がそれを示していると思います。

また、投信が今後も大きくなるだろうという要因は2つあります。1つは、少子高齢化が進んでいて、「長生きリスク」が顕在化していることです。豊かで幸せな生活を維持するには資金が必要です。年金だけでは不十分という認識もあるし、そもそも社会保障制度への不安もあります。最近はいたずらに不安を煽っているくらいもあると個人的には思いますが、個人の資産運用のニーズが高まっていることは確かです。

もう1つは、超低金利が継続していることで、投資対象としての銀行預金の魅力が低下していることです。運用ニーズが高まっている中で、より有利な投資対象を求めたお金が現実には存在しています。その時に投資信託は十分にそれらを吸収していく金融商品であろうと思っています。

堀江：今挙げられた2つ、少子高齢化と低金利は、今の売れ筋商品を見ると、商品選択に非常に影響を及ぼしていることが分かります。例えば、分配利回りが高い投資信託がそうです。しかし、そういった

楠 真

株式会社野村総合研究所
常務執行役員 金融フロンティア事業本部長

堀江 貞之

株式会社野村総合研究所
金融市場研究部 上席研究員

1998年に銀行窓販が始まって、2008年までの11年間、今度は連続して資金流入になっています。これは、販売チャネルが多様化されたことによって、一般の人たちが投資信託に触れる機会が増えたこと、また各運用会社の努力によって、投資信託の商品ラインアップが多様化されたことが大きいと思います。

2008年はリーマンショック等があって、マーケットが大幅に下落し、株式投信の残高減少額は25兆9,000億円と過去最大になりました。しかし

投資信託には、外国資産ばかりが入っています。これだけ外国資産の多い投信商品構成は、インターナショナルな各国の投信市場を見てもかなり稀有で、こんなにホームカンントリー・バイアスがないマーケットは珍しいと思うんです。このあたり、いかがですか？

稲野：運用対象でいうと、大きく債券と株の2つに分けることができます。債券についていえば、円債は利回りが絶対的に低い。対外投資は為替リスクを伴うものの、絶対リターン^{ほう}の金利の大きさに着目する人は多い、ということはあるかと思えます。株式については、日本株への成長期待がかつてと比較すれば減少していると言わざるを得ません。さらに言えば、日本経済、日本国への期待が、かつてに比べれば後退しています。それが事実です。

ただ、日本経済全体ではそうであっても、個別には成長期待が高い銘柄やセクターはたくさん存在しているはず。それをきちんと発掘して投資家にパッケージとして提供していくことによって、高いリターンを提供できる機会は十分あると考えています。十分なリサーチに立脚して、的確な銘柄選別眼を生かして好成績を挙げていくことは可能だと思っています。そういう意味では、運用能力が真に問われる時代に入ったと言えるでしょう。βだけにベクトルせず、αを積極的に創出していくことがより強く認識される時代に入ったと思います。そこでぜひ日本の運用会社も日本株投資という分野で活躍して、もっといい投資信託をどんどん送り出してほしいと思います。

堀江：日本株に投資する投信の中に、飛びぬけて成績が優秀なものがない、という印象です。何かが変われば、優秀な投信も出てくるとお考えですか。

「投資家に直接接している人たち、いい投資信託を見つけ出してアピールすることで、ロングセラー商品が出てくると思っています。」(稲野氏)

稲野：いろんなものが変わらなければいけないとは思いますが、ただ、運用成績がいいファンドがないというのではなく、あるのに人々の目にとまっていなといったこともあります。販売会社も投資家も新しいファンドに目がいってしまう傾向が多分にありますので、既存のファンドについても広報・宣伝活動を通して浸透する努力が必要です。



Kazutoshi Inano

稲野 和利 (いなのかずとし)

1976年野村証券入社。97年取締役、2000年専務取締役。01年10月野村ホールディングス(野村HD)取締役(兼任)。02年野村アセットマネジメント取締役社長。03年野村HD取締役副社長(兼任)。09年野村アセットマネジメント取締役会長(現任)。2009年6月投資信託協会会長就任(現任)。09年8月日本証券アナリスト協会会長。訳書に「投資信託ビジネスのすべて」(東洋経済新報社)。

最近では、投資信託の評価機関も活動が積極的になっていきますし、メディアも含めて、投資信託の運用成績について分析する記事やレポートも随分増えています。第三者的な立場からの情報の提供が充実していけば、運用成績のいいファンドに対しては注目が集まることが期待できると思っています。

楠：色々な形で投信評価が出ていますが、評価方法そのものがどちらかというとプロ向けという印象を持っています。

稲野：確かに「シャープレシオで比較して」と言われても、理論的には納得できても直感的にピンと来る人は、そうたくさんいませんよね。

楠：証券会社の営業マンに、「今度いいのが出ましたよ」と言われる方がインパクトが大きいですよ。

稲野：そういうこともあるかと思います。そういう意味では、投資家に直接接している人たちが、いいものを見つけ出してアピールすることで、ロングセラー商品が出てくると思います。

堀江：残念ながらロングセラー商品が少ないですよ。

稲野：少ないです。日本株を投資対象とした投信でいえば、1,000億円以上の残高を10年以上キープしている投信は、数本しかありません。まあ、1,000億円が基準というわけではありませんが。

稲野：一般論ですが、証券会社の顧客は、機を見るに敏な人が多いです。ですので、マーケットが激動する中で、利益確定、あるいは損失確定・回避といった形で解約を検討した人も多かったでしょう。一方、下がったところをチャンスと見て、購入した人も多かったと思います。もちろん証券会社側も、さまざまな新商品を企画して、それを一種の呼び水にしながら投資家の投資マインドを刺激していったこともあったと思います。

ただ、投資信託ビジネスの王道は残高増加だと思っています。それを否定する人は運用会社にも販売会社にもいないでしょう。最終的にその方向に向かっていくのが非常に重要だと思います。

堀江：証券会社の設定・解約が多いのは、顧客要因だと思いますか？販売会社要因だと思いますか？

稲野：両方あると思います。

重要なのは、販売会社が顧客の適合性の原則をきちんと順守して、それぞれの顧客に合った取引をしているかどうかだと思います。

堀江：一方で、販売会社は運用会社に比べ、極めて強い立場にいます。これもまた日本の投資信託を特徴づける1つの大きなファクターだと思っています。運用会社がこういう商品がいいと思っても、顧客と対峙している販売会社がコントロールしているので、そこに運用会社の意思がなかなか投入できないといったもどかしさがあるのではないのでしょうか。

稲野：それはあるかもしれません。一番顧客に近いところに販売は位置しているので、販売サイドが強いのは当然とも言えると思います。ただし、これは日本に限ったことではなく、程度の差はあっても全世界的に見られると思っています。

キーワードは「オープンアーキテクチャー」（自社グループ以外の商品も積極的に取り扱うこと）だと思います。販売会社におけるオープンアーキテクチャーは十数年にわたり進展してきました。そして、銀行窓販開始以降、運用会社におけるオープンアーキテクチャー（自社グループ以外の販売チャネ

Shin Kusunoki



楠 真（くすのき しん）

1983年野村総合研究所入社。旧鎌倉研究本部にてIT企業に対するコンサルティングに従事。その後システム商品事業部、金融情報サービス部などで新規事業プロジェクトを担当。インターネットソリューション事業部、企画部などを経て、2003年に執行役員。金融システム事業本部副本部長、金融ITイノベーションセンター長を経て、2009年4月に常務執行役員 金融フロンティア事業本部兼資産運用サービス本部長に就任。

販売会社の影響力を どう評価するか

楠：最近の投信販売の傾向を設定金額で見ると、証券会社の圧倒的な勝利となっています。しかし、残高を見ると銀行はほとんど落ちていません。ですので、銀行は依然として販売チャネルとして大きな存在となっています。



サブアドバイザーから見ても、自分の得意領域を異国の地に広げていこうとする中で、低コストでビジネスを拡大できるというメリットが考えられます。ただ、この構造を見た時に、全体としてコスト効率が悪くなるのではないかという観

点はあると思います。

掘江：サブアドバイザーが増えることによっていろんな関係者が増え、コストに影響するという話は野村総合研究所が行った調査結果にも現れています。ファンド・オブ・ファンズというくくりの中で、お客様が払っている手数料を見ると、最近上がっている傾向があります。

また、国際比較でみて高いものもあります。一概に高い、低いと判断するのは難しいですが、絶対値で見るとアメリカの手数料よりかなり高くなっています。

稲野：「手数料って何だ」といったら、論理的にはサービスの対価になります。サービスの対価がサービスに見合ったものであるかどうかを最終的に評価するのはお客様だと思っています。

楠：とすると、販売手数料をはじめとした諸手数料が多様化して、お客様が実質的に選択できる立場になっているということが重要ということですね。

稲野：アメリカと比較するのがいいのかどうかは別として、多様化の程度はアメリカよりは限定的です。もっと多様な手数料体系が出てきてもいいのではないかと思います。

サブアドバイザーでもう一つ気をつけなくてはいけないのは、運用会社もサブアドバイザーも受託者責任を負っているわけですが、関係者が増えることで、受託者責任の範囲が広がるということです。あるサブアドバイザーの影響が多方面に及ぶ可能性があるということです。その影響が負のもの

掘江：それと、日本の運用会社にはもう1つ特徴があります。日本の投信会社のコスト構造を見ると、いわゆるマーケティングやバックオフィスといった部門のコスト割合が極めて高くなっています。運用は、日本の外でやっていて、日本の中に投信ビジネスのもの作りがほとんど存在していません。すなわち、日本の運用会社は、メーカーとしての役割はなくて、実態はサービス業になっていると思っています。これはどういうふうにとらえればよろしいでしょうか。

稲野：運用アウトソーシングが是か非かという論の立て方はあまりよくないと思います。

運用アウトソーシングは、論理的には別に悪いことではないと思います。海外の運用会社のサブアドバイザーを活用することで、投資家からみれば、より幅広い商品やマーケットへの投資機会が生まれます。

運用会社の立場から見てもメリットはあります。自前では十分サービスを提供できない領域は当然あります。どこかに特化して、ある分野は全く取り扱わないという経営判断も当然ありますが、サブアドバイザーを使って運用会社としてビジネスを拡大できるという観点もあります。

である場合、ファンドの持続可能性が損なわれることもありえます。しかし、そういうことはあってはなりません。

運用会社は普通破たんしませんが、極端な例として、サブアドバイザーが破たんしたとしましょう。合併は当然あり得ます。その時に、会社は存続しても、同じレベルのサービスが提供されるかどうかという問題が発生し得るわけです。構造的に、持続可能性におけるリスクを増やしているということだから、そこは注意しなければいけないと思います。

ユーザー視点に立ったコストの適正化

堀江：運用会社が販売会社に継続的に支払っている代行手数料についてお聞きしたいと思います。信託報酬については、運用の対価にあたるので、継続的に発生しうる手数料として分かりやすいと思うんですが、代行手数料は何の対価と考えればいいのでしょうか？

稲野：販売会社が得る代行手数料には、ファンドに関する情報提供やアドバイスといったアフターフォロー・サービスの対価、販売手数料の後取り部分、分配金支払いや解約請求受付、レポートや運用報告書などの送付といった事務サービスの対価が含まれていると考えられます。アメリカでは一つのファンドにおいても、販売手数料と解約手数料、アフターフォロー・サービス等手数料の支払い方式を、お客様が複数の選択肢から選べるようになっています。しかし、会社型と契約型との違い、手数料体系構築の歴史的経緯の違いなどを考えますと、ただちに日本に適用するのは難しいのではないかと思います。

堀江：コストでもう一つお聞きしたいことがあります。運用会社側のコストは、野村総合研究所の調査によると1ファンド当たり4,000万円強ぐらいかかっています。調査対象が規模の大きい運用会社だったのでちょっと高めに出ているのかもしれませんが、それを差し引いても大きい金額です。業界としても少し下げることができれば、運用会社も販売会社

も利益が上がってよりよいサービスを提供できる好循環のサイクルになるのではないかと思います。

例えば、私も個人投資家の一人ですが、立派な目論見書が送られてきても読んだためしがありません。多分、私だけではないはずです。そういった印刷物に多大なコストがかかるという不満もよく聞きます。その辺は業界として、コストを下げるといった工夫が必要なのではないかと思います。

稲野：投信会社は、装置産業的な側面があって、一定の固定コストは常にかかるという状況にあります。であれば、まず運用会社自身のコスト削減努力とコスト最適化努力を第一に考えるべきだと思います。

諸規制等がいたずらにコスト増大をもたらしているのではないかという観点も非常に重要だと思います。協会について言えば、問題があれば解決を図っていく立場にあると認識しています。

今、目論見書の簡素化というテーマに取り組んでいます。現行の目論見書は非常に分量が多く、全体の構成が複雑になっていてどこに何が書いてあるのか分からない。しかも、専門用語も多く、表現がわ



Sadayuki Horie

堀江 貞之 (ほりえ さだゆき)

1981年野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。86年から88年にかけてNRIアメリカに出身し、オプション・モデル/ターム・ストラクチャー・モデルを開発。96年～2001年野村アセットマネジメントに出身。現在、AIMAジャパン調査委員長のほか、大阪経済大学経営情報研究科大学院非常勤講師。



かりづらい。すべてを網羅して正確に伝えようとした結果なのだけれども、ユーザーに不親切なものになってしまっています。

こういった問題が金融審のディスクロージャー部会で議論になって、目論見書については、特に重要と考えられる情報を読みやすくわかりやすい形で提供するように見直しを行いましょうという答申が出ました。それに沿って当局、協会も含めた業界関係者が、プランを現実化しようとしています。

そのような簡易な交付目論見書ができた時には、投信協会としては、それらを比較できる閲覧システムをリリースしようと思っています。

楠：紙資源も節約になってエコになりますね。

稲野：木が何十万本も切られないで済みますし、保管する倉庫、それらをデリバリーするコスト等を考えれば、早期に実現したいですね。

目論見書の分厚いものでは、300ページに達するものもあります。特にファンド・オブ・ファンズが分厚いですね。

楠：この前、ある運送会社から、10トントラック何台分もの目論見書を製紙会社に運んでいる、という話を聞きました。

堀江：電子化はもう少し進まないんですか。

稲野：販売会社によって取り組み方にある程度の温度差はありますが、基本的には電子化を進めたいと思っているのは確かです。ですので、目論見書等の電子交付の受領を希望した人には、付帯サービスを提供するといったことで浸透を図ってはいますが、

インターネットの普及スピードと比べるとまだまだといったところがあります。もっと多くのお客様に電子交付を利用してもらえれば、全体のコスト低減につながるはずですよ。

楠：目論見書や運用報告書は電子化されたり、フォーマットが共通化されて簡素化されていくというのが^{すうせい}趨勢で、コスト削減の方向に向かっていきます。一方で、ファンドのコスト高という要因に、赤字のファンドが多いというのがあると思うんです。8割以上の投資信託が赤字になっていると聞いています。残高が小さいファンドが多いというのが主要因なのだと思いますが、コスト高を解消するために、小規模ファンドから撤退するといったことを制度的に後押しすることはできるのでしょうか。

堀江：販売会社としては、やめるインセンティブがないですからね。

稲野：1人でも受益者がいれば十分ではないかという議論はあるけれども、現実問題としては、規模が一定以上小さくなると、運用者としての受託者責任を果たし得なくなるという問題が生じてきます。

かつての投資信託は、約款上、繰上償還事由等について明示していないものもありましたが、今は商品をリリースする段階で後工程まで考えて、早期償還条項等を入れる等の対応をとっていますから、実質的にはさまざまな選択は可能になっています。また、ファンド間の統合も可能になっています。

やはり、よい運用成果を提供できないことが明らかな状況の中で維持し続けるのはおかしいですから、解決策を探っていかなければいけない問題だと思います。

今後の投資信託市場に必要な 制度改正

堀江：今、少子高齢化の中で、分配回数が多く利回りの高い投資信託が多く出てはいますが、世界から見てもかなりバラエティに富んだ商品が日本では提供されていると思います。逆に商品ラインアップという観点からは飽和状態にあると思える

「投資運用経験^{や運用能力に}

応じて選択できる投資信託のラインアップが期待されています。」(稲野氏)

のですが、ここから投資信託が伸びていくには何が必要だと思いますか。

稲野：投資家の立場で言いますと、投資運用経験や運用能力に応じて選択できるラインアップにしてほしい、という要望があると思います。

ある程度投資経験があって判断能力も優れていて、投資信託を部品として活用してポートフォリオを自ら構築できるような人にとってみれば、ETFのようにコストも安くアクセスが簡単な商品は非常に使い勝手がいいわけです。このような投資家に対しては、ETFのような商品がもっと必要なのだと思います。

一方では、投資初心者も多いですし、あるいは十分な投資スキルがあるものの、頻繁に投資について考える時間がなく判断を下していく余裕がないという人もいます。そういう人に対してパッケージでいろんな商品を提供していくということが重要です。それはバランス型でありライフサイクルであり、ライフサイクルの一形態のターゲットイヤーであったりするわけです。

そのほか、新しい資産クラスに投資するファンドも出てくるでしょう。例えば、REITは10年前にはなかったわけです。今後もそういったものが出てくるのが期待されます。

楠：制度や税については、何かありますか？

稲野：株式、特にキャピタルゲイン課税の話になると、必ず金持ち優遇といった話が出てきます。そこでは、大口の投資家が売買を繰り返して巨額の利益を得ている、といった構図が描かれているでしょう。そういった不労所得に十分課税しないのはけしからんという感情論が多いわけです。もちろん、そういった人もいるとは思いますが、数でいえばマイナーです。大多数の人は自らの資産形成のためにい

ろんな運用を試みているのですから、その視点が重要であると思います。

小口、長期保有、資産形成。むしろ軸をここにもってきて光を当てるべきであって、そういった場合の投資手段はやっぱり投資信託だと思います。

堀江：今、JALの問題が取り上げられていますが、企業年金が非常に怪しくなっている状況です。そのところを補強するという意味で、自助努力による長期の資産形成について、政策的なサポートが重要だと思います。

楠：確定拠出年金のマッチング拠出も、法案が廃案になってしまいましたね。

稲野：今日本では、50代の相続と60代の退職金等で資産が膨らんでいます。もちろんそういう人たちの運用ニーズは大きいわけですが、それ以前にきちんと資産を形成するという人たちにもっと光を当てた政策や仕組みを考えていくべきですし、その中で投資信託は大きな役割を果たすことになると思います。

協会としていえば、そういった制度的な論議にも絡んでいって積極的に提言することも重要ですし、金融リテラシーを普及させる、特に投資信託に関しての知識を普及させるという役割は重要だと考えています。

楠・堀江：野村総合研究所も是非、そういった活動に協力させていただきたいと思います。本日は、ありがとうございました。

(文中敬称略)

