

投資信託は制度・税制変更でどう変わるか

平成 25 年 5 月 15 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

投資信託は制度・税制変更でどう変わるか

(要約)

金融審議会の「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ」の報告を受けて投資信託制度は14年に大きく変わろうとしている。

主な改正点は(1)資産運用についてのリスク規制(信用リスクの分散、デリバティブのリスク量制限など)の導入、(2)ディスクロージャーの改善(①交付目論見書にリスクの分かりやすい表示を導入、②運用報告書を2段階化し交付運用報告書について内容をしぼる)、(3)投資家ごとにトータルリターンを定期的に通知する制度の導入などである。これらの実施により、投資家保護が促進されるとともに投資家の投信についての理解が進むことが期待される。特に、(3)は世界で最先端を行く投資家サービス制度であり、また(2)①のリスク表示については先進国で初めて株式・公社債との比較を加える方向で検討されていることが注目される。

一方、14年から始まる日本版ISA(愛称「NISA(ニーサ)」)の対象に株式投信が入る。今まで未開拓であった若者マーケット向けの資産形成プラン、あるいは確定拠出年金の補完手段として活用することも考えられ、NISAの活用により投信への中長期投資が推進されることを期待したい。

投資信託は制度・税制変更でどう変わるか

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

12年3月から「投資信託・投資法人法制の見直し」について検討していた金融審議会のワーキング・グループ（座長：東大・神田秀樹教授）は、13回にわたる会合を経て12年12月に最終報告を発表した。この内容に沿って13年には投信法・金商法に関する法令変更、14年には自主規制の変更が行われて14年末までには実施される見込みである（法改正については13年4月16日に閣議決定され直ちに国会に提出された）。

一方、税制に関して14年から「日本版ISA（愛称NISA（ニーサ）」が創設され、その対象に株式投信も含まれることが決まっている。

以上のように投信の制度基盤および募集環境は大きく変わろうとしている。

そこで、今般の法制・税制変更の内容を整理するとともに、それが投資家および投信関連業界におよぼす影響について考察してみた。なお、本稿においては投資信託にしぼって記述し、投資法人（不動産投信）については触れないことをお断りしておく。

I. 投資信託制度はどう変わるか

「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ」の最終報告（以下「報告書」）に盛り込まれた制度改革提言のうち主要項目は次の通りである（ここに取り上げた項目および配列は筆者の判断による）。

- (1) 運用財産についてのリスク規制（信用リスクの分散、デリバティブのリスク量制限など）の導入
- (2) ディスクロージャーの改善
 - ① 交付目論見書にリスクの分かりやすい表示を導入
 - ② 運用報告書の2段階化（交付運用報告書について内容をしぼる）
- (3) 投資家ごとにトータルリターンを定期的に通知する制度の導入
- (4) ファンド合併および約款変更の手続きの簡素化
- (5) 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大

以下、各項目の内容を報告書の記述に沿って解説する。

1. 運用財産についてのリスク規制（信用リスクの分散、デリバティブのリスク量制限など）の導入

(1) リスク規制の現状

投資信託の運用財産について、信用リスクの分散およびデリバティブのリスク量制限の現状を国際比較すると図表1のとおりであり、日本の規制は緩やかである。

【図表1】運用財産についてのリスク規制の国際比較

	日本	米国	欧州
信用リスクの分散 (ファンド純資産に対する1発行体への投資制限)	法令上の規制はない (各ファンドの約款で規定)	1会社の発行証券へは 5%以内	1会社の発行証券へは 5%以内が原則
デリバティブ取引の制限	法令上は、合理的方法により算出した「発生し得る危険に対応する額」が運用財産の純資産額を超える場合のデリバティブ取引を禁止（金商業府令130①Ⅷ等） ----- 投信協会規則により、「デリバティブ取引に係る評価損」又は「VaRやストレ・テスト等を活用して算出したリスク量」が、純資産総額を超えないことと規定（運用規則17、デリバティブ取引投資制限ガイドライン）	カストディアンに設定した分別勘定に、当該デリバティブ取引より生じるレバレッジ相当額の流動資産を保持するか、またはレバレッジを相殺する取引を行う必要がある。	デリバティブ取引に関するエクスポージャー（他の金融商品に組み込まれたデリバティブのエクスポージャーも含む）は、ファンドの純資産相当額を上限とする。エクスポージャーの計算方法についても詳細に規定。

【出所】「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ」第5回会合における事務局説明資料などにもとづき筆者作成。

(2) 改革の方向性（報告書の内容）

運用財産についてのリスク規制について、報告書は次のように述べている（以下、本稿における報告書からの引用は筆者の判断により要点のみに絞らせていただく。また下線は筆者によるものである）。

「…一般論としては、金融のイノベーションや商品組成の自由度は最大限尊重し、投資信託が内包するリスクについて十分な説明・開示を行うことを通じて市場による競争を通じた商品の適切な選択が投資家によって行われることが望ましい。

しかし、ファンド・オブ・ファンズの普及等を通じて、商品の複雑化・リスクの複合化が進行しており、さらに、大きな信用リスクを抱えたいわゆる仕組債型の投資信託も存在している。

このような、複層化したリスクや信用リスクは、説明・開示によりあらかじめ投資家に認識させることは困難であり、そうしたリスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得ることになる。そのため、そうしたリスク量をあらかじめ制限するような仕組みを構築することが考えられる。具体的には、

- ・ 信用リスクの分散については、一定の定量的な規制の枠組みを整備する
 - ・ デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、リスク量に係る計算方法を一定程度規格化し、その概要の情報を提供する
 - ・ 我が国に持ち込まれる又は我が国の投資信託に組み込まれる外国籍投資信託についても、各国の法制の相違を踏まえつつ、原則として同様の取扱いとする
- という仕組みが考えられる。…」

以上の報告に沿って、今後、「投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」）に関する施行規則」および業界自主規制等の改正が検討されることになる。本稿作成時点では具体的内容は決まっていないが、信用リスクの分散、デリバティブ取引の制限が何らかの形で導入されることになる。

2. ディスクロージャーの改善

(1) 交付目論見書について「リスクの分かりやすい表示」を導入する

この項目について報告書は次のように述べている。

「現在、法令において、交付目論見書にファンドの目的・特色、投資リスク等を記載することとされており、投資信託協会の規則において、その具体的な記載内容や記載方法等が定められている。

商品の複雑化・リスクの複合化が進行する中で適切に投資判断を行うためには、個々の商品の元本割れの可能性についての理解だけでなく、リスクの相対的な度合いの理解も重要と考えられる。こうした点を踏まえ、商品のリスクを投資家により分かりやすく情報提供する取組を構築する必要がある。

これまでと同様に個々の投資信託における商品のリスクを定性的に説明することに加え、リスクの定量的な把握や比較が可能となるように、分かりやすく表示することが適当である。

なお、具体的な記載内容については、実務的な検討を通じ、引き続き整理を行うことが望ましい。その際、記載事項や方法について、各運用会社の工夫の余地を残しつつも、ファンド相互間の客観的な比較が容易になるように、当局及び業界においてある程度の統一化を行うことが求められる。」

新しいリスク表示の方法については、第9回ワーキング・グループ会合において、事務局から図表2のような資料が提出されており、今後これをベースに投資信託協会において検討されることが想定される。

この案の特長は、リスクの定量的表示について、当該ファンドの収益の過去変動実績とともに、他の代表的なアセットクラス（株式・債券）との比較（図表2の右下部分）を示すことである。

ワーキング・グループの議論の過程では、EUで12年から始まった投信のリスク表示方法（各ファンドの収益の過去5年平均値からの乖離率（標準偏差）を用いて7段階に階級表示する方法）が紹介されていた。筆者は、このEU方式（投信の中だけでの比較）より

も、株式・債券との比較も加えた日本の新方式の方が投資家の理解を得られやすいと思う。しかも、株式・債券がそれぞれ日本・先進国・新興国に分けて表示されることは、グローバル投資時代にふさわしい投資教育効果をも生もう。なお、米国における投信のリスク表示は、各ファンドの過去10年間の年別収益率の変動実績を図示すること等によりリターンの振れ具合を示すに止まっている。

以上のように、日本の投信の新しいリスク表示方法は、先進国の中で初めてともいうべき画期的なものであり、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」および投信協会の「交付目論見書に関する規則」等の改正を経て実施されることになる。

【図表2】新しいリスク表示方法のイメージ

【リスクの定性的説明】



債券価格変動リスク

債券(公社債等)は、市場金利や信用度の変動により価格が変動します。ファンドは実質的に債券に投資を行ないますので、これらの影響を受けます。特に、ファンドが実質的に投資を行なうハイ・イールド債券等の格付の低い債券については、格付の高い債券に比べ、価格が大きく変動する可能性や組入債券の元利金の支払遅延および支払不履行などが生じるリスクが高いと想定されます。

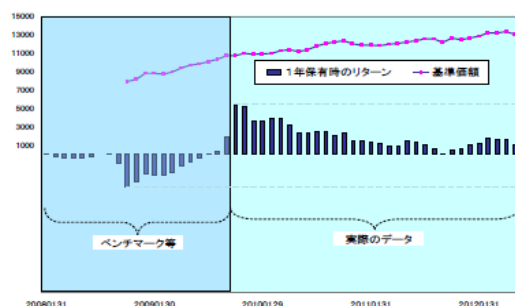


為替変動リスク

ファンドの投資対象である外国投資信託の組入資産について、原則として選定通貨で為替ヘッジを行ないますので、選定通貨の対円での為替変動の影響を受けます。特に新興国の通貨を選定する場合は、先進国の通貨に比べ流動性が低い状況となる可能性が高く、その結果、当該通貨の為替変動は先進国以上に大きいものになることも想定されます。

【リスクの定量的比較】

【保有期間別(1年)リターン及び基準価額(分配金再投資込)の推移】



【当ファンドと他の代表的なアセットクラスの年間騰落率のレンジ】



【当ファンドと他の代表的なアセットクラスのリターン(過去5年)】

	当ファンド	日本株	先進国株	新興国株	日本国債	先進国債	新興国債
平均	+4.3%	-13.6%	+1.2%	+4.9%	+2.3%	-8.8%	+10.9%
最大上昇時	35.5%	28.5%	57.0%	91.6%	4.1%	2.6%	38.9%
最大下落時	-23.9%	-45.5%	-47.9%	-56.6%	0.0%	-18.9%	-18.2%

[出所] 「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ」第9回会合における事務局提出参考資料1

(2) 運用報告書を2段階化し、交付運用報告書について内容を簡素化する

この項目について報告書は次のように述べている。

「(a)運用報告書の二段階化

現在、運用報告書に記載すべき事項は、一の運用報告書として受益者に交付することとされている。その結果、大部となることが多い上、書面での交付が原則となるため、受益者は情報を取捨選択することが困難であり、運用会社には多大なコストが発生している。こういった問題を改善するため、運用状況

に関する極めて重要な事項を記載した交付運用報告書と、より詳細な運用状況等も含めて記載した運用報告書(全体版)に二段階化することが適当である。その際、交付運用報告書は、原則として受益者に書面または電子的な方法により交付すべきである。他方、運用報告書(全体版)は運用会社のホームページでの掲載など投資家にとってアクセスしやすい電子的方法による提供を原則としつつ、受益者から請求があった場合にのみ書面による交付を義務付けることが適当である。

(b)運用報告書記載事項等の見直し

運用報告書の二段階化を前提とした上で、受益者が運用状況等を正しく把握するために必要な情報を提供する観点から、交付運用報告書においては、他の投資信託と比較可能な方式で当該投資信託の現在及び過去の状況を記載する。また、グラフや図を活用し、平易かつ簡素な表現で文章による解説を行うなどわかりやすい表示を行う。他方、運用報告書(全体版)においては、引き続き、必要な情報を詳しく記載する。」

以上の運用報告書の変更に関しては、二段階化について投信法および「投資信託の計算に関する規則」の改正が行われたうえで、具体的記載事項について「投信協会の投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」が改正されることになる。

3. 投資家別にトータルリターンを定期的に通知する制度の導入

この項目は、過去数年間に毎月分配型ファンドの販売が急速に増加した中で、「分配金はファンド資産から支払われ、元本の払い戻しに相当する場合があることを理解していない投資家が多い。投信の収益は分配金に基準価額変動を加えたトータルリターンで見ることが徹底すべきだ」という問題意識のもとで取り上げられた。

報告書は次のように述べている。

「現在、投資家は、各期の投資信託に係る分配金等が記載された取引残高報告書を証券会社等から交付されているが、投資信託購入時点から現在までの投資期間全体における分配金の額は自ら計算する必要がある。適切な投資判断のための環境を整える観点から、受益者が自分の保有する投資信託に係る投資期間全体の累積分配金を含む累積損益を把握しやすくすることは重要である。

現在の状況としては、既に自社基準に基づくトータルリターン(一定期間の累積損益)を計算している販売会社も多いが、他方で当該計算に必要なシステムを備えていない販売会社もある。また、計算結果について定期的に定型の様式で顧客に通知している販売会社もあるが、問合せの都度、個別に回答を行っている販売会社もある。

上記の状況を踏まえ、別紙の方向で業界において制度の実施を図ることが求められる。この際、制度化されたレベルを超える事項の通知を販売会社が個別に行うことは妨げられないと取り扱うことが適当である。」

そして別紙には次のように記載されている。

「計算方法、対象範囲、通知方法といった具体的な通知事項について、

- ・ 計算方法は、「(計算時点の評価金額 + 累計受取分配金額 + 累計換金金額) - 累計買付金額」を基本とする
- ・ 全ての公募投資信託(公募外国投資信託も含む)を対象としつつ、一定の商品(MRFなどの日々決算型の投資信託、ETF)については例外も認め得る
- ・ 個人投資家を対象とする
- ・ 過去のどの時点まで遡ってトータルリターンを計算するかについて、実行可能性を検証する
- ・ 具体的な通知方法としては、書面の交付(郵送による送付等)、電子メールによる送信、ホームページの顧客専用画面上での表示(この場合、当該方法で行うことについて事前に顧客に対し、確実に周知を図ることとする)のいずれかとする。なお、販売量が少なく、システムの整備等が困難な販売会社の場合においても、トータルリターン通知の取組を迅速に開始可能とする観点から、事前に顧客に対して確実に周知することを条件にした上で、顧客からの個別照会に対する回答による対応を容認することも例外的にあり得る。

という方向が考えられる。また、販売会社のシステム対応等に必要となる準備期間も踏まえ、制度内容の公表後、実施までには一定の期間を設けるとともに、制度の実施後に販売された投資信託を対象としつつ、実施時点で既に販売済みの投資信託についても可能な範囲で対象とすることが考えられる。」

本件は、日本証券業協会の自主規制により実施される見込みであり、販売会社のシステム対応の問題があるため、実施時期は未定である。計算方法の「(計算時点の評価金額 + 累計受取分配金額 + 累計換金金額) - 累計買付金額」について、具体的計算例を挙げれば次のようになるとと思われる。

(例) 投資家 A 氏は、あるファンドを当初 100 万円購入、後に 200 万円追加購入した。現在までに分配金を合計 50 万円受け取り、70 万円を一部換金した。現在の評価額は 250 万円である。

この場合には、次のような報告が行われることになろう。

(計算時点の評価金額 250 万円 + 累計受取分配金額 50 万円 + 累計換金金額 70 万円)
 - 累計買付金額 300 万円 = 70 万円の利益

なお、投信を保有する個別投資家ごとにトータルリターンを定期的に通知する制度は、筆者の知る限り米国・EUでは採用されていない。実現すれば世界でも最先端に行く投資家サービス制度となる。

4. ファンド併合および約款変更の手続きの簡素化

本件は、06年の投信法改正によりファンドの併合が可能となったが、実施には実務的な困難があるためファンドの併合が進んでいない等の状況を踏まえて盛り込まれた。

報告書は簡素化の方法について次のように述べている。

「(a)書面決議を要する約款変更範囲の見直し

書面決議を要する約款の「重大な内容の変更」に該当するか否かの基準を、「商品としての基本的な性格の変更」と規定し、形式的な変更にとどまらずに書面決議を要しない約款変更があり得ることを法令上も明確化した上で、受益者保護にも配慮しつつ、

- ・ 受益者の利益に資する約款変更
- ・ 事務的事項に係る約款変更であって受益者の利益には中立的なもの
- ・ 法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ない約款変更

については商品としての基本的な性格が変更しないものとして、約款変更の際に、書面決議を要しないこととするのが適当である。

(b)書面決議を要する併合手続の見直し

投資信託の併合を促進する観点から、併合の前後で「商品としての基本的な性格」に相違がない投資信託については書面決議を不要とすることが適当である。具体的には、

- ・ 併合後の投資信託に属することとなる財産が併合前の投資信託約款に記載された投資方針に反しないと認められること
- ・ 投資信託の純資産額が併合対象である他の投資信託の総純資産額に比して、一定倍率以上であること(ただし、同一の指数に連動する投資信託どうしでの併合の場合など信託財産の内容が実質的に同じである場合には一定倍率以上であることは求められない)
- ・ 併合前後の投資信託約款を比較して、実質的な相違が(a)の書面決議を要しないものに限られることといった要件を全て充足する場合には「商品としての基本的な性格」に相違がないものとし、書面決議を不要とすることが適当である。

(c)受益者数要件の撤廃

現在、書面決議においては、信託法の規定を踏まえ、議決権を行使することができる受益者の半数以上であって(受益者数要件)、当該受益者の議決権の3分の2以上の賛成を要すると規定されている。投資信託においては受益者の個性による影響が極めて限定的であることに加え、受益権の内容の均等性が担保されていることにも鑑み、約款変更や併合手続の見直しを促進する観点を踏まえ、受益者数要件を撤廃することが適当である。」

本件については、報告書の内容に沿って投信法および同法に関する施行令・施行規則の改正が行われることになる。

5. 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大

この項目は、海外の投信で現物設定が認められている例がある中で、日本の投信は原則として金銭設定に限定されている¹こと、また例外としてETFは現物設定が認められているが、金銭と現物を混合した設定・償還は認められていないため、ETFを設定・償還できな

¹ 現物は時価評価が困難であることが理由とされている。

い期間が発生している状況を踏まえて盛り込まれた。

報告書は次のように述べている。

「現在、投資信託は金銭設定・金銭償還が原則とされ、受益者保護に欠けるおそれのない場合限り、現物設定・現物償還が例外的に認められているが、以下も例外とすることが適当である。

(d)金銭と現物を混合した設定・償還の容認

現在、金銭と現物を混合した設定・償還は認められていない。そのため、現物設定・現物償還であるETFの場合、例えば、権利落ちの構成銘柄についても現物を用いて設定することとなり、現物を保有していた者は権利分の経済的損失を被るおそれがある。このような理由により、事実上、ETFを設定・償還できない期間が発生する。そのため、現物設定・現物償還であるETFでは、権利落ち等の構成銘柄について金銭での代替を認めることが適当である。

(b)現物設定・現物償還の容認範囲の拡大

現在、機関投資家が一定の条件の下でETFを設定・償還する場合等を除き、現物設定・現物償還は認められていない。投資に高い知識・理解力を有する機関投資家向けの投資信託の設定・償還につき、有価証券等のうち時価評価が容易なものを用いる場合には、受益者保護に欠けるおそれが少ないことから、現物設定・現物償還を認めることが適当である。

本件については、報告書の内容に沿って投信法に関する施行令・施行規則の改正が行われることになる。

6. その他の制度変更

以上に記した制度変更のほかに、報告書は多くの提言を行っている。項目だけを列挙すると次の通りであり、いずれも提言に沿った制度変更が実施される見込みである。

- ★オープンエンド型投資信託においては、書面決議に反対した受益者の受益権買取請求制度を適用しないこととする。
- ★同一投資信託における複数の報酬体系等の容認について、直ちに制度化を図るのではなく、引き続き具体的なニーズを確認した上で論点等に関する検討を行う。
- ★運用指図以外の業務について外部委託が可能である旨を何らかの形で明確化する。
- ★運用財産相互間取引の容認範囲を明確化する。
- ★価格調査制度に関し、一部の店頭デリバティブ取引について制度の適用を除外する。利益相反のおそれがある行為が行われた場合の受益者等への書面交付に関し、電子的方法等による公告及び運用報告書への記載等により報告することを認める。
- ★MR F 等について、国際的な規制改革の動向も踏まえつつ、受益者の円滑な追加設定・一部解約等を目的とした運用会社等による劣化運用財産の買取り等を損失補填の禁止の適用除外とすることを含め、安定的な運営に資する措置の検討を進める。
- ★法定開示のコストを適正化し、一般投資家にも理解しやすい開示とするため、有価証券届出書と有価証券報告書の双方について見直しを行う。有価証券届出書の見直しについ

ては、有価証券届出書と有価証券報告書の記載事項の重複を解消する観点から、・・・有価証券届出書「第一部 証券情報」に相当する情報を記載した書面を、有価証券報告書と併せて提出した場合には、これらの書類を有価証券届出書とみなす制度を導入する。

★目論見書等において販売手数料・信託報酬等に関する説明を充実する。

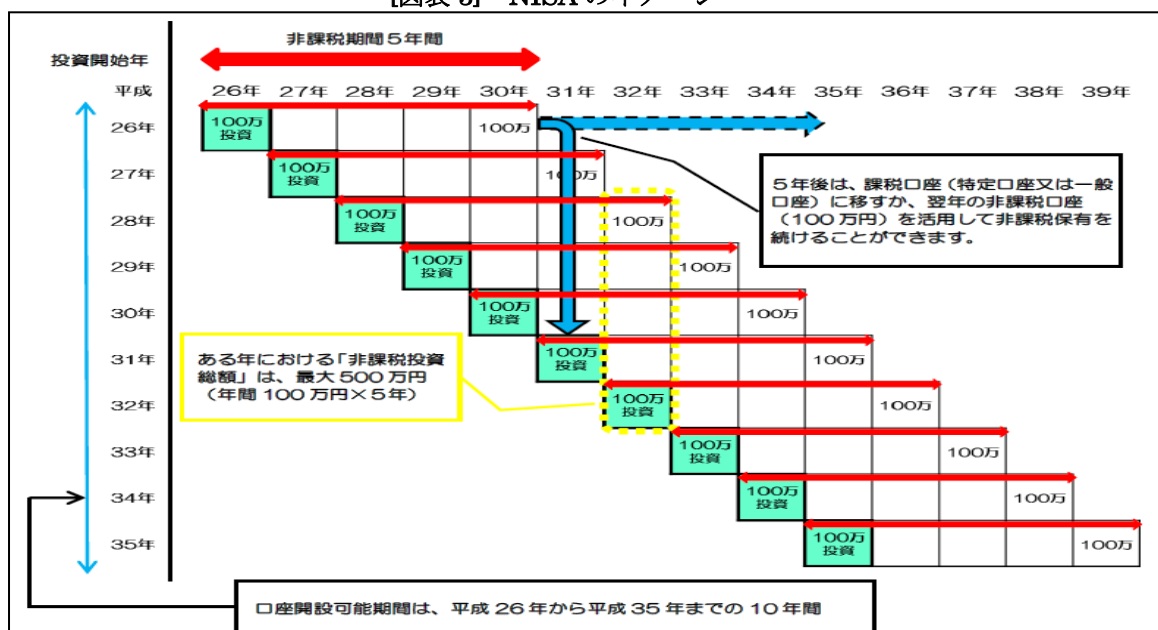
II. 税制変更（日本版 ISA（愛称「NISA（ニーサ）」）の導入）について

14 年から株式および株式投信の収益に対する税率が 10%から 20%に上がる（優遇税制が廃止されて本則に戻る）一方、日本版 ISA（「非課税口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置」、愛称「NISA（ニーサ）」、以下「NISA」と記述）が従来案より拡充された形で導入されることは周知の通りである。

1. NISA の内容

念のため制度の概要を記せば、①2014 年（平成 26 年）から 2023 年（平成 35 年）までの 10 年間に、②満 20 歳以上の居住者が、③株式または株式投信に投資すると、④毎年 100 万円までの投資元本について、⑤投資年の年初から 5 年間の配当・譲渡益が非課税となる（最大非課税枠 500 万円）というものである。また 5 年経過後は、6 年目以降の新たな枠を活用して非課税保有を続けることも可能であり、こうした点を含め制度のイメージ図を日本証券業協会ウェブサイトから引用させて頂くと図表 3 の通りである。

【図表 3】 NISA のイメージ



【出所】 日本証券業協会ウェブサイト「NISA(少額投資非課税制度) 特設サイト Q&A」

2. 英国 ISA との違い

NISA の英国 ISA (Individual Savings Account) との違いは次の通りである。

- ① 英国の ISA は制度の適用に期限がない（99年の制度導入時には10年間の期限付きであったが07年に恒久化された）が、日本は現在のところ10年間の期限付きである。
- ② 対象商品が、英国では株式・株式投信のほか、公社債・保険・預金など広範囲である（株式型と預金型がある）が、日本は、「成長戦略の一環」（成長資金の供給を目的）として導入されたため、株式・株式投信に限られている。ただし、与党の平成25年度税制改正大綱には「日本版 ISA において非課税の対象となる金融商品を拡大することについては、金融所得課税の一体化の進展や、「貯蓄から投資へ」の考え方、経済成長に必要な成長資金の供給を拡大する観点も踏まえつつ、今後、検討する」と記載されており、対象商品拡大の可能性²がある。
- ③ 限度額は、年間投資金額の上限が英国の年11,520ポンド³（2013-14会計年度の場合、1ポンド=150円換算で172万円）に対し、日本は100万円である。また投資残高について英国は無制限であるのに対し、日本は500万円を限度としている。

以上のように、日本は適用期間・対象商品・投資残高とも制約があるので、本格的な資産形成促進制度とするためには、今後の制度拡充が望まれる。

Ⅲ. 制度・税制変更は投資信託の商品・販売・運用にどう影響するか

1. 制度変更の投資家・業界への影響

I. に掲げた投信制度の変更による投資家および投信関連業界への影響については、次のように大きなプラス効果が期待される。

(1) 投資家保護が促進される

制度変更項目の「1. 運用財産についてのリスク規制（信用リスクの分散、デリバティブのリスク量制限など）の導入」については、報告書にあるように「複層化したリスクや信用リスクは、説明・開示によりあらかじめ投資家に認識させることは困難」という認識に立てば、リスク規制の導入により「投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得る」

²大和総研金融調査部制度調査担当部長・吉井一洋氏は、大和投信委託ウェブサイト掲載の『大和総研のISAコラム第3回 将来的な制度の見直し』（13年4月5日付掲載）の中で、「公社債や公社債投資信託が金融所得一体課税の対象（即ち上場株式や公募株式投資信託と損益通算が可能）になる2016年からは、公社債や公社債投資信託が日本版ISAの対象となる可能性が高い。なお、個人の証券投資の促進が目的であることを考えれば、預貯金まで対象に含めることは想定されていないものと思われる」と述べている。

³年間投資限度額はインフレにスライドして増額する仕組みであり、月掛投資を促進するため12の倍数にするよう設定されている。

ことを防止する効果が働こう。

国際比較から見ても 3 頁に示したように、日本の運用財産のリスク規制は緩いので、グローバル・スタンダードに整合すると評価することもできる。

ただし、リスク規制の方法によっては商品開発が制約されることが懸念される。たとえば、1 発行体への投資額を一律にファンド純資産の 5%や 10%以下に制限すると、ある国や地域の国債に重点投資するファンドや、銘柄を絞り込んで投資する株式ファンドなどが組成できなくなる。海外の例を見ても、EU では 1 発行体の証券への投資を原則 5%以内としているが、国債や短期証券などについて数多くの例外規定を設けている。米国に至っては、投信を規制する 1940 年投資会社法に、「個別案件について、SEC の判断により法の（全ての条文について）適用除外とすることができる」規定がある。実際に ETF をはじめ多くのファンドが 1940 年法の適用除外の承認を受けて設定されている⁴。

規制の細目決定に当たっては、報告書にも記載されているように「商品組成の自由度」への配慮が望まれる。

（2）投資家の投信についての理解が進む

制度変更項目の「2. ディスクロージャーの改善」すなわち「①交付目論見書についてリスクの分かりやすい表示を導入するとともに、②運用報告書を 2 段階化し交付運用報告書について内容をしぼること」は、投資家の投信についての理解度を深めることに貢献しよう。

また、制度変更項目の「3. 投資家別にトータルリターンを定期的に通知する制度の導入」により、「投信の収益は（分配金だけでなく）トータルリターンで計るべきこと」についての投資家理解が進むことが期待される。

なお、投信の対顧客説明の徹底については、既に 11 年に①目論見書の記載内容を充実して、分配金は純資産から支払われるものであることなどを徹底するとともに、②通貨選択型を初めて購入する顧客から「商品特性・リスク特性を理解した旨」の確認書を受け入れるなどの措置を導入済みである。

投資家の投信についての理解を促進するための施策は日本において着実に進捗しているように思われる。

（3）ファンドの併合を行いやすくなる

制度変更項目の「4. ファンド併合および約款変更の手続きの簡素化」は、併合によるファンド数の減少、ひいてはファンド 1 本当たりの規模の拡大によるコスト削減効果を生むことが期待される。

この点については、EU も熱心であり、域内の国境を跨ぐファンド併合も可能にすること

⁴ たとえば上場 ETF は、1940 年法 22 条の規定「オープンエンドファンドはいつでも純資産価値で換金請求に応じなければならない」などの適用除外の承認を得て設定されている。

により、ファンド数削減→1本当たりの規模拡大→米国等との競争力の強化につなげようとしている。

ただし、日本や欧州大陸諸国でファンド数が多いのは、募集が新商品に偏っている（米国のように既存商品をじっくり育てていない）ことに起因している⁵。参考までに日本と米国の投信残高・ファンド数・新商品設定本数を掲げると図表4の通りである。米国投信の残高を100%とすると日本の投信残高は米国の6%であるのに対し、日本のファンド数は米国の55%と多く、したがって1ファンド当たりの規模は米国の12%に止まっている。そして年間の新商品設定本数は米国の87%に達しており、残高（6%）との相対比で新商品本数が多いことは明白である。

ワーキング・グループ報告書の「(1)我が国投資信託の現状と対応の方向性」の中で「次々と新商品が投入されることで、投資信託の累増・小規模化を招き、運営コストが報酬を上回っている投資信託が多い」との指摘を真摯に受け止める必要がある。

【図表4】 日米の投信残高・ファンド数・新商品数の比較（2011年）

	純資産残高	ファンド数	1ファンド当り金額	年間の新ファンド設定本数
米国	901.49兆円	7,637	1,180億円	580
日本	57.33兆円	4,196	137億円	506

(注) 米国の純資産残高は、2011年末の1ドル=77.57円で円換算した。

【出所】米国ICI、日本の投信協会データにもとづき筆者作成

(4) ETFの設定・償還が円滑化するとともに、機関投資家向け商品設計の幅が広がる

制度変更項目の「5. 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大」は、ETFの設定・償還を円滑化し、また機関投資家向け商品の幅を広げることにも貢献することが期待される。

2. NISAをどう有効活用するか

NISAの投資対象として株式投信が適しており、今まで未開拓であった若者マーケット向けの資産形成プランとして、あるいは確定拠出年金の補完手段として活用することも考えられる。いずれにしても中長期投資が推進されることを期待したい。

⁵ たとえば、LipperのFund Industry Insight Report July 2011 "New product launches shed light on distribution in the fund industry"によれば、2010年の投信資金純増減額（販売額－解約額）を、その年に設立された「新ファンド」と前年以前に発足した「既存ファンド」とに分けて計算したところ、ドイツ、フランス、スペインでは新ファンドが資金純増、既存ファンドは資金純減になっていたという。

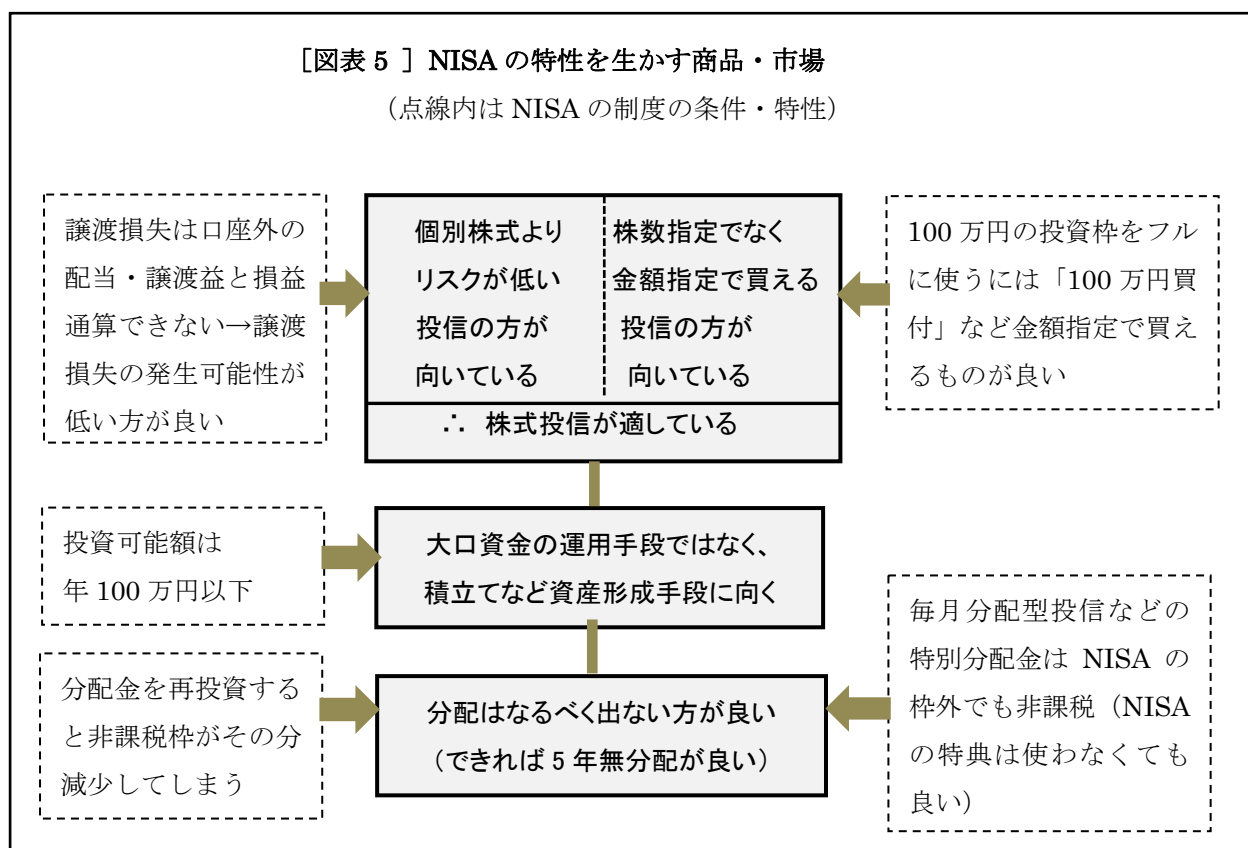
(1) NISA 活用の基本的考え方

この制度の概要は前述の通りであるが、制度を活用するための商品および対象マーケット等を検討するにあたり留意すべき点として次のような事項が挙げられる⁶。

- ① 非課税枠は年間投資額 100 万円以下であるから大口投資には向かないこと、
- ② 口座内で発生した譲渡損失は、口座外の配当・譲渡益とは損益通算できないこと、
- ③ 投信については、分配金を再投資すれば新規投資枠が減るので、枠の有効活用の観点からは分配頻度の少ない方が（できれば 5 年無分配が）良いこと。

上記の①から口座獲得対象市場は大口投資家というより資産形成層が考えられ、②から商品は個別株式より分散投資ファンドの方が適している、③からは限りなく無分配に近いファンドが良いといえよう。このほか若干の追加要素を盛り込んで図示すると図表 5 の通りである。

なお NISA の普及を図る観点からも、銀行など幅広い金融機関が直接取り扱える投信の方が個別株式より適していると言えよう。また、英国の株式型 ISA をみても残高の約 8 割は投信で占められている。



⁶ この項の作成にあたっては、大和総研金融調査部研究員・鳥毛拓馬氏のレポート（税制 A to Z「日本版 ISA,非課税投資額は最大 500 万円に」2013 年 2 月 12 日）を参考にさせていただいた。

⁷ 無分配は税の支払いの繰り延べになるため、長期無分配が容認されるかどうかの問題があるが、80 年代にマル優専用ファンドについて 5 年無分配（預入元本方式）が認められた事例がある。

(2) 活用方法の例

NISA は 20 歳以上の居住者 1 億人を対象とする（英国では対象者の 4 割が ISA を利用している）ものであり、様々な活用方法が考えられよう。筆者は投信ビジネス推進との関連から次の二つの分野を考えてみた。

①投信普及度の低い若中年層向け積立て投資手段

前述のとおり、年間の投資上限額が 100 万円であり大口投資層には不向きであるので、若中年層などの資産形成（積立て投資）手段として利用することが考えられよう。

日本では若年層の有価証券保有比率が米国にくらべ極端に小さい。投信の保有率を見ると図表 6 の通りである。全年代平均では日本の投信保有率は米国の 6 分の 1、65 歳以上では 3 分の 1 程度であるが、35 歳未満では 10 分の 1 以下である。若い間は金融資産の蓄積額が小さいため先ず預貯金や保険を持たざるを得ないことは万国共通であるが、米国では若者が金融資産蓄積額は少ない中で退職後に備えるなどの資産形成を実行している。そしてその運用対象として投信が選ばれている結果、図表 6 のように 35 歳未満でも投信保有率が 32%に達している。

NISA は、投信普及率の低い若中年層に長期の資産形成（積立て）手段として投信を保有してもらうための有効な手段であると思われる。なお、この分野を対象とするファンドとしては、株式組入れ比率の高いファンド、あるいは投資者ニーズに応じてリスク度の異なる数本のファンドを用意することが考えられよう。

[図表 6] 年齢別投信保有率の日米比較

	日本		米国
	男性	女性	
20～24歳	0.0%	0.0%	32%
25～29歳	2.8%	1.2%	
30～34歳	3.1%	2.3%	
35～39歳	6.1%	4.0%	52%
40～44歳	5.5%	4.8%	
45～49歳	7.6%	6.0%	
50～54歳	8.9%	7.9%	52%
55～59歳	9.6%	8.8%	
60～64歳	11.0%	11.3%	
65～69歳	17.1%	12.1%	37%
70～74歳	12.6%	11.3%	
75～79歳	12.2%	9.6%	
80～84歳	16.8%	7.1%	
85～89歳	10.3%	1.7%	
90歳以上	0.0%	0.0%	
全体平均	7.7%		44%

[出所] 日本は日本証券業協会「平成 24 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」、米国は ICI "2012 Investment Company Fact Book"掲載の世帯主年齢別普及率。

②確定拠出年金の補完（キャッチアップ積立て）手段

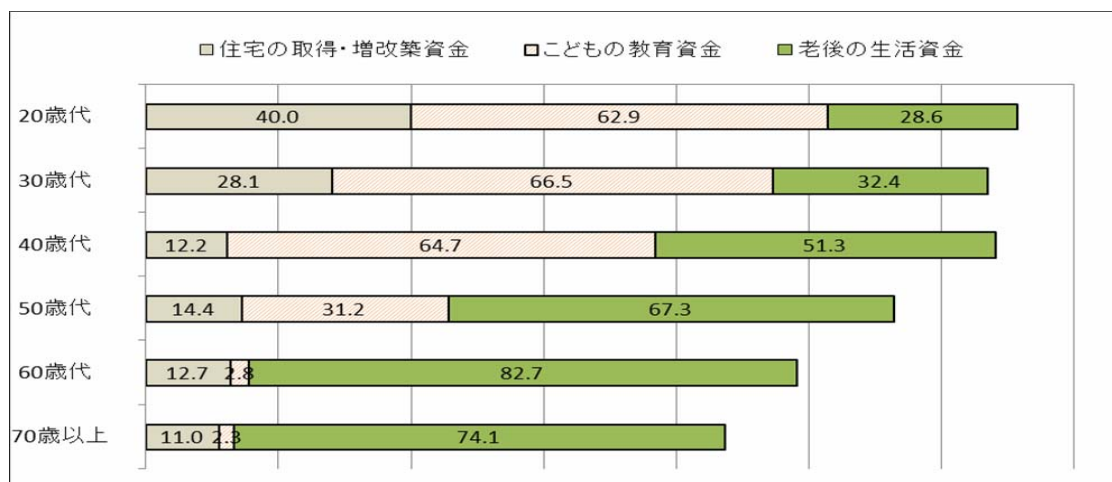
昨年からは日本でも企業型確定拠出年金について従業員拠出ができるようになった。しかし、年間拠出可能額は、米国の17,500ドル（約170万円）に対し、日本では確定給付型年金のない企業の場合で61.2万円、確定給付型企业年金のある企業の場合は30.6万円（しかも企業の拠出額を上回れないという制約付き）に抑えられている。そこでNISAを使って退職後に備える資産作りを補完することが考えられる。

特に50歳代から有効であるように思われる。なぜなら日本で老後に備える資産形成が本格化するのは50歳代である（三大貯蓄目的といわれる住宅・教育・老後準備について年齢別の目的意識を見ると図表7の通りであり、50歳代から「老後の生活資金」が最大の目的になる）が、米国の確定拠出年金で50歳以上に認められている追加拠出枠（「キャッチアップ拠出」といわれ、企業型の401(k)プランにおいては年5,500ドル）が日本にはないからである。そこで、住宅・教育などの支出を終わって積立て可能額も大きい50歳代以上の勤労者が、NISAを活用して老後に備える資産形成を加速させることが考えられよう。

典型的ケースとしては、50歳から54歳まで積立投資を行い（100万円の枠を目いっぱい使うには月5万円＋ボーナス月20万円といった組み合わせが考えられる）、その元本を55歳から59歳まで再運用したうえで、60歳から64歳にかけて（65歳の公的年金受給開始までのつなぎとして）引き出すといったことが考えられよう。個人の働き方等に応じ積立を開始時期を40代後半に繰り上げる、あるいは50代後半に繰り下げて考えることもできるから対象者はかなり広い。

なお、この分野を対象とするファンドとしては、債券を組み合わせたバランスファンド、あるいは65歳を目標時期とするターゲット・デート・ファンド（当初は株式を多めに組み入れ、目標時期が近づくにつれ安定資産を増やしていくファンド）などが考えられよう。

[図表7] 日本人の年齢別にみた金融資産保有目的（複数回答）



[出所] 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」2012年

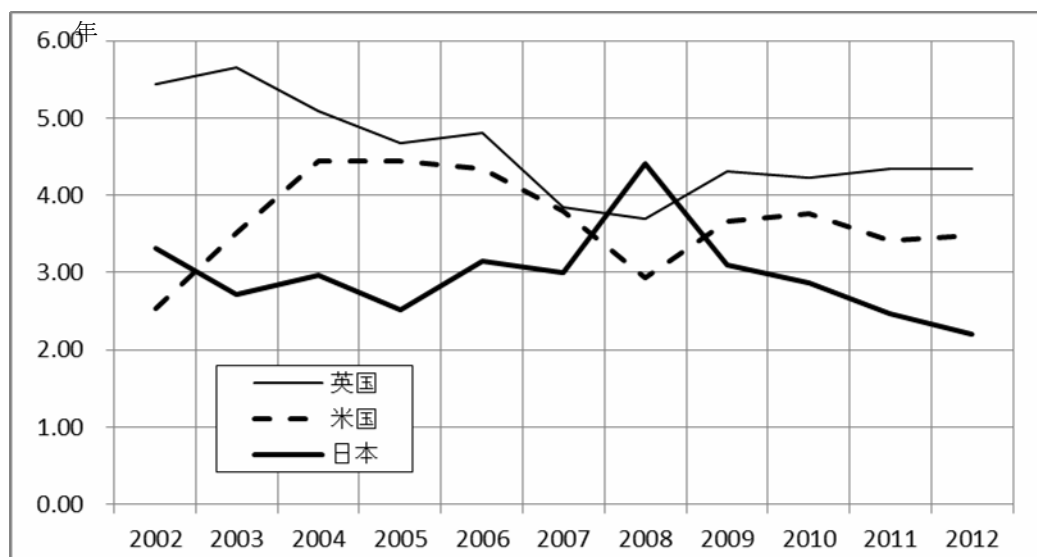
(3) 中長期投資の推進に役立てたい

以上、NISA の活用策について二つの例を挙げたが、いずれにしても新制度が株式・株式投信への中長期投資を推進する手立てとして活用されることを望みたい。

NISA は、投資年の年初から 5 年間（再投資すれば 10 年間）非課税措置が有効であるから、その期間フルに保有し続けることが非課税枠の有効活用になることは言うまでもない。

図表 8 に見るとおり、日本の投信の投資家平均保有期間は米英にくらべ短いことは否めない。直近では英国の 4.3 年、米国の 3.5 年に対し日本は 2.2 年である。日本では株価が長期に低迷したこともあって長期投資に対する不信感が強いが、投資環境が好転していることや、NISA がグローバル株式ファンドにも適用されることも生かして、新税制を中長期投資推進の有効な手立てにしたいものである。ちなみに英国の ISA 口座で保有されている投信の平均保有期間は 8 年である。

〔図表 8〕 株式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。日本は解約額に償還額を含む。英国はデータの制約上全ファンドの平均である。

〔出所〕 各国投信協会データより筆者が計算。