



2014年6月10日

*Press Release*

楽天証券株式会社

## 「資産形成支援のあり方を考える勉強会」による

### 『個人資産形成の拡大に向けての提言』発表

楽天証券株式会社（本社：東京都品川区、以下「楽天証券」）代表取締役社長 楠 雄治が参加する「資産形成支援のあり方を考える勉強会」が、このたび『個人資産形成の拡大に向けての提言』をまとめ、発表したことをお知らせいたします。

「資産形成支援のあり方を考える勉強会」は、日本の個人金融資産の形成に対して、いかに寄与、貢献するかを考えることを基本理念として、有志がその所属する組織とは独立の立場で議論してまいりました。

「資産形成支援のあり方を考える勉強会」（順不同、敬称略）

(メンバー)

G A I A株式会社 代表取締役社長	中桐 啓貴
コモンズ投信株式会社 代表取締役社長	伊井 哲朗
バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社	廣江 哲直
バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社	御手洗 誠士
ブラックロック・ジャパン株式会社	藤川 克己
ブラックロック・ジャパン株式会社	中岡 寛晶
明治大学 国際日本学部特任准教授	沼田 優子
楽天証券株式会社 代表取締役社長	楠 雄治

(オブザーバー)

中央大学法科大学院教授	森信 茂樹
NPO 活動法人確定拠出年金総合研究所理事長	秦 穰治
ナレッジア株式会社 代表取締役	末岡 聖教
金融庁	

昨年 12 月の金融・資本市場活性化有識者会合による『金融・資本市場活性化に向けての提言』でも述べられている通り、1,600 兆円を超える家計金融資産がリスクマネーや成長資金の提供に向かうことが期待されています。

こうした好循環を生み出す資金の流れは個人金融資産が形成されるということにつながるため、「投資家層の拡大」および「長期投資ビジネスモデル」の 2 つの方向性の下、個人資産形成の拡大に向けた支援施策を本提言にてまとめております。

**提言内容** 詳細については別紙をご参照ください。

■ **NISA 制度の改善・発展**

- 非課税保有期間の恒久化
- 枠内でのリバランス（スイッチング）の許容
- ジュニア NISA の創設
- 私的年金的な投資税制優遇制度としての「リタイアメント NISA」の導入

■ **個人向けアドバイザー制度**

- 上限付個人・小規模投資運用業の解禁

■ **投資信託手数料に係る透明性向上**

- 投資信託手数料の明示の促進

楽天証券は、本提言の趣旨に賛同し、その実現やその他の方法を通じて、個人の資産形成の拡大に貢献していきたいと考えております。

以上

【手数料等およびリスクの説明について】

楽天証券の取扱商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各商品等へのご投資にかかる手数料等およびリスクについては、楽天証券ホームページの「[投資にかかる手数料等およびリスク](#)」ページに記載されている内容や契約締結前交付書面等をよくお読みになり、内容について十分にご理解ください。

商号等：楽天証券株式会社（[楽天証券ホームページ](#)）

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 195 号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会

## 個人資産形成の拡大に向けての提言概要

平成 26 年 6 月 10 日  
資産形成支援のあり方を考える勉強会

## 環境認識

- ✓ 5割超が現預金で占められる個人金融資産が、リスクマネーや成長資金の供給へ向かうことは国家的な課題。
- ✓ 金融機関にとって、資産の大部分を所有する高齢シニア世代が主要なサービス提供の対象である結果、資産形成ニーズの高い現役世代に対して有効な提案がなされていない。
- 人口動態に鑑みると、今後現役世代へ膨大な資産が移転することは明らかであり、その為の制度、サービスなどの受皿整備は急務。

→ 「投資家層の拡大」・「長期投資促進のためのサービス創出」の 2 つの方向性で、日本の個人金融資産形成の拡大に向けた支援施策を提言するもの。

## 提言概要

1. NISA 制度の改善・発展

NISA 制度は順調な滑り出しをみせているものの、より広範な資産形成層に対して長期投資を促進するための仕組みづくりを目指す上での改善余地あり、以下の各提言を行う。

▶ 非課税保有期間の恒久化

現状、NISA の非課税期間は 5 年とされているため、5 年以内の投資回収、あるいは短期的な利益実現を意識した投資行動を誘発する可能性があり、長期投資を促す仕組みとしては限界があると考えられる。

▶ 枠内でのリバランス（スイッチング）の許容

資産形成上、定期的にリバランスを行うという手順は、長期投資で安定的なパフォーマンスをあげるためには有効な投資手法の一つであると広く認識されているにも関わらず、現行の NISA では認められていない。NISA 口座内でのリバランスを認めることにより、より広い投資家の利用拡大が見込まれる。

▶ ジュニア NISA の創設

金融資産の世代間の資産移転を円滑に進めるルールづくりが求められる中、その受皿として「ジュニア NISA」の創設が有効と考える。若年層の投資リテラシーの向上がはかれることによって、将来の現役世代として、積極的にリスクをとった資産形成のための投資活動の促進が期待できる。

▶ 私的年金的な投資税制優遇制度としての「リタイアメント NISA」の導入

将来資金のための資産形成制度として確定拠出年金制度があるが、特に個人型年金において公平性、利便性、税制およびシステム面での課題が多い。NISA 制度を

活用し、現行の私的年金を補完する制度の導入が、広く国民全般に老後資産形成に関する自助努力を促すことにつながるのではないかと考える。また資産の世代間移転を目的として、当該リタイアメント NISA 口座活用に限り、期間、上限金額を付した上で、贈与税免除枠を設けることも促進策として一考に値すると考える。

## 2. 個人向けアドバイザー制度

日本市場では、先進主要国に比べて、個人が投資信託を買付け、ならびに保有する際に投資家が負担する費用の高さが指摘されている。その背景として、販売会社の営業員に対するインセンティブが投資信託の買付時に投資家が負担する手数料収入に依存する傾向にあることが挙げられる。米国では、手数料収入に頼らず、残高連動型のフィーを主な収益とし、常に顧客の立場に立ってアドバイスを行うとともに、一任による運用を行う小規模投資顧問業者（RIA）の台頭が見られる中、以下の提言を行う。

### ▶ 上限付個人・小規模投資運用業の解禁

現在、投資運用業の登録を行うためには、厳格な組織構成の要件、ならびに資本金の制限があり、小規模事業者の参入障壁となっている。

預り資産残高の制限（上限）や、受託業務の証券会社への委託等のルール整備を行った上で、登録要件を緩和し、小規模投資運用業を解禁し、顧客からの預り資産残高にかかるフィー収入を収益の柱とすることによって、より顧客目線に立ったアドバイスサービスの拡大が期待できる制度構築を行うべきであると考えます。

## 3. 投資信託手数料に係る透明性向上

前述の日本市場での投資信託にかかる費用の高さにかかる問題として、費用に関する投資家への不十分な開示が指摘されている。特に外部委託など、多層構造化が進む投資信託商品について、ますます費用構造が複雑となっている。投資家に対して、費用の透明性向上を図るべく、以下の提言を行う。

### ▶ 投資信託手数料の明示の促進

投資家が最終的に負担する費用の概算値として、実質信託報酬を開示するケースは増えているものの、その表記方法は運用会社によってまちまちである。運用会社、販売会社とも実質信託報酬の意味について、広く投資家への周知に努めると同時に、販売会社側もウェブサイトや交付書面等における表示の要件と形式を統一すべきである。

また投資家が自ら間接的に負担する信託報酬率が、相対的に合理的であるかを判断するため、投資家が購入時に類似ファンドとの比較を行えるよう、外部機関が算出している手数料率の平均値を併記する等の施策も有効であると考えます。

以上

「個人資産形成の拡大に向けての提言」

資産形成支援のあり方を考える勉強会

平成26年6月10日

## 「資産形成支援のあり方を考える勉強会」メンバー

平成 26 年 6 月 10 日現在

(メンバー) (順不同、敬称略)

G A I A 株式会社 代表取締役社長 中桐 啓貴

commons 投信株式会社 代表取締役社長 伊井 哲朗

バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社 廣江 哲直

バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社 御手洗 誠士

ブラックロック・ジャパン株式会社 藤川 克己

ブラックロック・ジャパン株式会社 中岡 寛晶

明治大学 国際日本学部特任准教授 沼田 優子

楽天証券株式会社 代表取締役社長 楠 雄治

(オブザーバー)

中央大学法科大学院教授 森信 茂樹

NPO 活動法人確定拠出年金総合研究所理事長 秦 穰治

ナレッジア株式会社 代表取締役 末岡 聖教

金融庁

はじめに	1
I. 現状の課題認識	2
1. 日本の投資信託市場の問題点	2
(1) 販売者側からみた日本の投資信託市場の現状と問題点	2
(ア) 個人金融資産の偏在	2
(イ) 人口動態による問題	2
(ウ) 課題解決の方向性	3
(2) 商品面からみた日本の投資信託市場の現状と問題点	3
(ア) 2013年の日本の株式投資信託市場	3
(イ) 日本の投資信託市場の定性的評価	5
(ウ) 課題の背景と解決の方向性	7
2. 少額投資非課税制度（NISA）の現状と問題点	8
(1) 保有期間の問題	8
(2) リバランス（スイッチング）不可の問題	8
(3) 損失の取り扱いの問題	9
(4) 暫定的なスキームであること	9
3. 私的年金制度の現状と問題点	9
(1) 確定拠出年金（日本版 401K）の問題点	9
(ア) 公平性の問題（ポータビリティの阻害要因）	9
(イ) 利便性の問題	10
(ウ) 税制優遇の問題	10
(エ) システム面の問題	10
4. 個人向けアドバイザー制度の現状と問題点	11
(1) 個人向けアドバイザー制度の現状	11
(2) 課題と解決の方向性	12
II. 投資商品、投資環境からみた改善策	13
1. 今後のあり方（総論）	13
2. 改善策の提言	14
(1) 資産形成、長期投資の受け皿としてのNISA	14
(ア) 非課税保有期間の恒久化	14
(イ) 枠内でのリバランス（スイッチング）許容	16
(ウ) ジュニアNISAの創設	16
(エ) 私的年金的な投資税制優遇制度としての「リタイアメントNISA」の導入	17
(2) 新しいチャネルの創出	19
(ア) 上限付個人・小規模投資運用業の解禁	19
(3) 投資信託手数料の明示の促進	22
(ア) 費用構造の明確化	22
(イ) 信託報酬の金額を試算し、概算値として目論見書に記載	22

## はじめに

日本経済は、一昨年12月の安倍内閣発足以来、いわゆる「アベノミクス」における「三本の矢」、すなわち、第一の矢「大胆な金融政策」、第二の矢「機動的な財政政策」、第三の矢「民間投資を喚起する成長戦略」により、企業・家計の成長期待が高まり、デフレが固定化された悪循環から脱して、持続的な経済成長を展望できる好循環へ回帰する端境期にある。

金融・資本市場についても、昨年12月、金融・資本市場活性化有識者会合による「金融・資本市場活性化に向けての提言」がなされ、「第三の矢」の一環として、1,600兆円を超える家計金融資産や公的年金等の資金が、今後、デフレ脱却の中で資産の目減りを抑えつつ、リスクマネーや成長資金の提供に向かうことを、各般の施策を通じて確実なものとしていくことが必要とされている。特に今なお5割超の金融資産を現金・預金に振り向けている家計に如何に働きかけていくかは引き続き非常に重要なテーマである。

このような中、「資産形成支援のあり方を考える勉強会」は、参加者各々がその所属する組織とは独立の立場の有志として集まり、日本の個人金融資産の形成に如何に寄与、貢献するかを考えることを基本理念として掲げ、数次の会合を重ねてきた。個人金融資産が形成されるということは運用サイドの表現であり、調達サイドから見れば、「金融・資本市場活性化に向けての提言」において示された、好循環を生み出す資金の流れに他ならないと考えている。そして、このような考え方に立脚した個人資産形成の拡大に向けた支援施策は、「投資家層の拡大」および「長期投資ビジネスモデル」の2つの方向性の下、それらを実現するために実施されるべきものとなると考えている。今般、数次の議論において一定の成果をあげたと考え、本提言をまとめたものである。

本提言が、関係各方面において、好循環を生み出す取組みを検討する際に参考となれば幸いである。

平成26年6月  
資産形成支援のあり方を考える勉強会



## I. 現状の課題認識

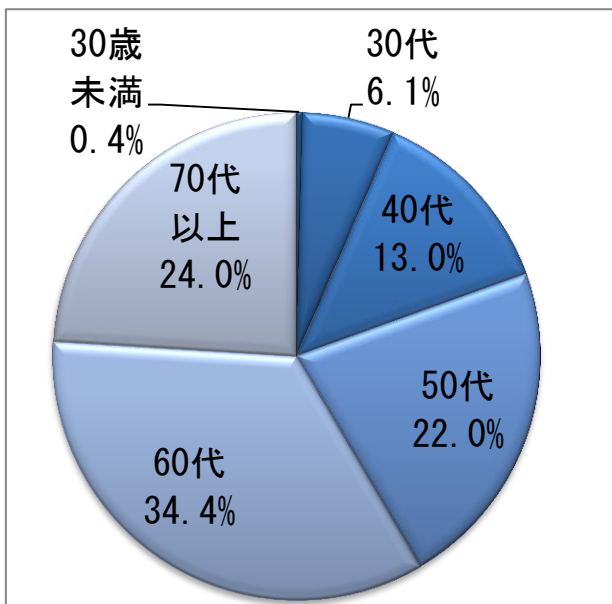
### 1. 日本の投資信託市場の問題点

#### (1) 販売者側からみた日本の投資信託市場の現状と問題点

##### (ア) 個人金融資産の偏在

我が国の個人金融資産は、シニア世代に偏在していることが顕著な特徴である。世帯主の年齢階級別の貯蓄分布を見ても60歳以上の世帯主世代で全体の約6割、50歳以上の世帯主世代では8割以上の金融資産を保有している。

(図表1) 世帯主の年齢階級別の貯蓄分布<sup>1)</sup>



従って、金融機関にとってはこのシニア世代が主要な営業活動の対象となるため、金融機関のサービスはシニア向けが中心となる。その結果、資産形成ニーズの高い現役世代向けのサービスは劣後し、その取り込みは不十分とも言える。実際、有価証券の約70%は60歳以上の世代が保有している<sup>2)</sup>。

##### (イ) 人口動態による問題

投資信託の主要顧客である60歳から79歳の人口は、概ね2015年にピークを迎える<sup>3)</sup>。また、ここ数年の相続市場全体の規模は年間50兆円を突破し、今後さ

<sup>1)</sup> 総務省家計調査報告(貯蓄・負債編)－平成25年(2013年)平均結果速報－(二人以上の世帯)よりコモンズ投信作成

<sup>2)</sup> 同上

<sup>3)</sup> 国立社会保障・人口問題研究所(野村総合研究所調べ)

らに拡大してゆくと見込まれている。この資産が順次、次世代へと移転していく<sup>4</sup>。投資信託市場を維持・拡大させていくためには、シニア層の投資信託購入者の割合を高める努力も必要であるが、人口動態を念頭に置き、現役世代向けの商品・サービスを充実し、現役世代投資家層の拡大や資産の円滑な移転を促進することが不可欠である。

#### (ウ) 課題解決の方向性

現役世代は将来のための資産形成がニーズであり、ネットリテラシーや金融リテラシーが相対的に高い人々は、ネット証券・銀行、直販投信を活用している。また、ネットでの情報収集や注文を好む傾向があるが、重要な意思決定を行う際には対等な立場で相談できる営業員も必要としている。従って、従来型の証券対面営業や、プッシュ型、プロダクトアウト型のリテール金融ビジネスは転換を余儀なくされると考えられる。

また、これから新たに投資家になろうとする現役世代にとって、現状のネット証券・銀行、直販投信も、必ずしも資産形成ニーズに対する受け皿となりえていない。新たな金融サービスの担い手として、一般投資家の身の丈に合ったサービスを提供できる独立系の仲介業者、金融アドバイザー等の育成を進めていくべきと考える。その際、大手と同様の要件では金融事業への新規参入は極めてハードルが高くなり、手頃なサービスの提供が難しくなる。また、金融仲介業者等に対しては信用保証協会保証が得られずに融資が受けられないなど、起業を行う面でもハードルが高いため、規制緩和等のサポートを行っていくべきである。

他方、世代間の資産移転を促進する税制として、子や孫に対する教育資金の一括贈与に係る贈与税について、子・孫ごとに1,500万円までを非課税とする措置が施行されているが、教育資金に用途を限定しない英国のジュニアISA制度も、世代間の資産移転を進める方策として日本への導入を検討する価値があると考えられる。

## (2) 商品面からみた日本の投資信託市場の現状と問題点

### (ア) 2013年の日本の株式投資信託市場

2013年の日本の株式投資信託市場は順調に拡大した。2013年末時点の国内追加型株式投資信託（ETFを除く）の純資産残高は前年同期比16.9%増の55.5兆

<sup>4</sup> 野村資本市場クォーターリー2010 Summer

円<sup>5</sup>となり、純設定合計額は同 2,333%増の 3兆1,675 億円<sup>6</sup>となった。年末にかけて手仕舞い売りとみられる解約が急増したものの<sup>7</sup>、年間では3年ぶりの高水準の資金流入となった。

一方、2013年に新規設定された個別ファンドを見ていくと、手数料の高さが目に付く。

(図表2) 2013年 当初設定額上位10ファンド

	運用会社	ファンド名	当初設定額 (億円)	手数料上限 (税込、%)	信託報酬合計 (税込、%)	販売会社名
1	三井住友	日興・新経済成長国エクイティ・ファンド	1,473.95	3.675	1.260	SMBC日興証券
2	JPモルガン	日興JPM環太平洋ディスカバリー・ファンド	1,219.60	3.675	1.554	SMBC日興証券
3	UBS	日興UBS米国成長株式リスク・コントロール・ファンド	1,210.74	3.675	1.964	SMBC日興証券
4	三井住友	日興エドモン・ドゥ・ロスチャイルド・ラグジュアリー・ファンド	725.45	3.675	1.155	SMBC日興証券
5	日興	日興グラビティ・グローバル・ファンド	721.29	3.675	1.533	SMBC日興証券
6	大和住銀	カナダ高配当株ツインα (毎月分配型)	675.19	3.150	1.318	大和証券
7	大和住銀	グローバル高格付優先証券ファンド(為替ヘッジあり)	633.23	3.150	1.554	大和証券
8	野村	野村日本株投信(ブラジルリアル投資型)1302	621.81	3.150	1.103	野村証券
9	大和	ダイワ・スイス高配当株ツインα (毎月分配型)	600.54	3.150	1.286	大和証券
10	三菱UFJ	グローバル金融機関ハイブリッド証券ファンド(為替ヘッジあり)2013-03	587.93	3.150	1.722	三菱東京UFJ銀行

ISIDフェアネス、QUICKのデータを基に楽天証券作成

当初設定額上位5位まで、いずれも販売手数料は3.675% (税込) で、国内追加型株式公募投資信託の中でも極めて高い水準であった。信託報酬についても、「実質信託報酬」<sup>8</sup>で見ると年率2%前後のものが多いと言われる。

また、近年は分配金の要求水準は上昇傾向にあり、図表3の数字にもそれを見て取ることができる。

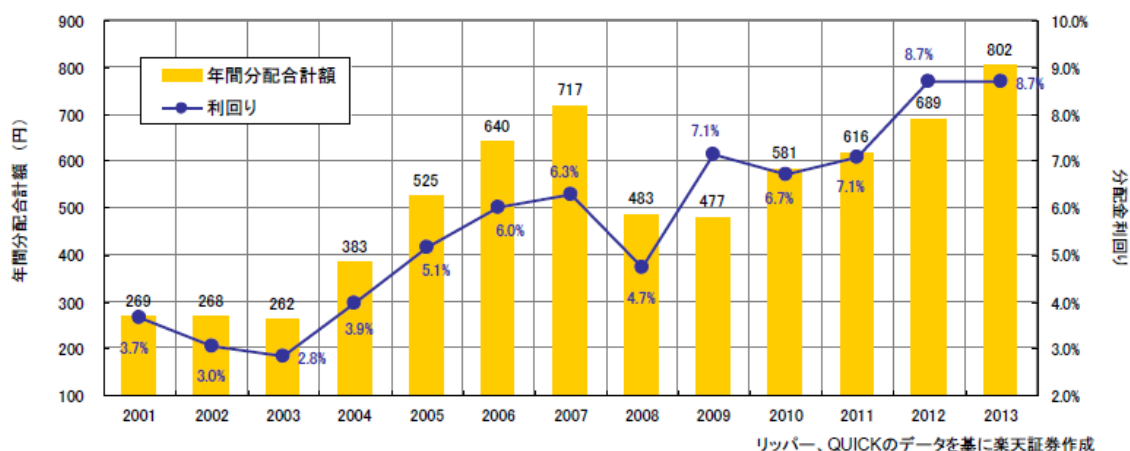
<sup>5</sup> 投資信託協会のデータを基に楽天証券が集計

<sup>6</sup> 同上

<sup>7</sup> 2013年12月の資金流出額 (=設定額-解約額) は2008年10月の4,400億円を上回り、過去最高を更新した。

<sup>8</sup> ここでは実質信託報酬を「最終的に投資家が負担するコスト」と定義し、監査費用やインデックスの使用ライセンス料のほか、ファンド・オブ・ファンズ形式で運用する投資信託の場合は、投資先ファンドの信託報酬も含めている。

(図表3) 毎月分配型投信の年間分配合計額と利回りの平均値 (国内株式追加型のみ)

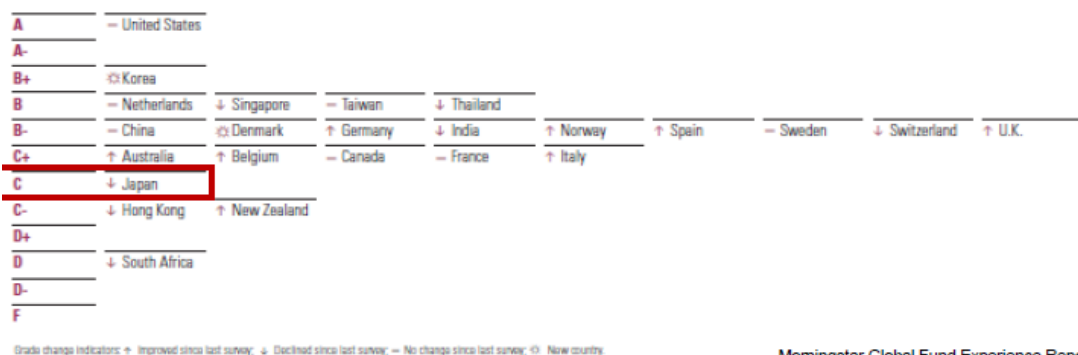


年間分配合計額（平均）は800円を上回り、過去最高を更新した。（分配金利回りとしては全体として基準価額が上昇したため、分配金利回りの平均値は8.7%と、前年から変化がなかった。）いわゆるリーマンショック直前の2007年も分配合計額は700円を超えていたが、当時はリート型を中心にボーナス分配が行われていたため、総額が押し上げられていた。月次分配金の平均額は2013年の方が高い。

また、株式投資信託の運用開始から償還までの平均年数は約5.2年<sup>9</sup>とここ数年大きな変化はないが、平均保有年数は2.2年<sup>10</sup>と保有期間が短く、短期間で売買を行う傾向が見られる。

(イ) 日本の投資信託市場の定性的評価

(図表4) 米国モーニングスター社作成スコアカード



<sup>9</sup> ISID フェアネス、QUICK のデータを基に楽天証券作成。「野村 業種別インデックス」（1988年設定）の大量償還の影響を除く。

<sup>10</sup> 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」P.17

日本の投資信託市場の定性的評価を表す一つの事例として、図表4に米国モーニングスター社が調査・作成したスコアカードを示した。これは2013年の各国の投資信託市場を、1) 制度・税制、2) 情報開示、3) 経費・費用、4) 販売・メディアの4項目に基づいて評価しており、米国が最高位のA評価を獲得する一方、日本は「経費・費用」のD評価が足を引っ張り、全体では平均をやや下回るC評価にダウンしている。

(図表5) 米国モーニングスター社作成 日本のスコアカード

JAPAN	
<b>Overall Grade</b>	<b>C</b>
Regulation & Taxation	B
Disclosure	C+
<b>Fees &amp; Expenses</b>	<b>D+</b>
Sales & Media	B-

Morningstar Global Fund Experience Report より

図表5は日本の投資信託市場の評価詳細である。制度面や販売面は比較的高評価を得ている一方で、調査対象国の中で最も経費・費用が高い水準にあり、また、費用効率の悪いファンドが多いとされている。

その他、ファンド・オブ・ファンズの増加により、表面信託報酬と投資家が最終的に負担する実質信託報酬の差が目立つようになっている点や、契約金額・件数ともに増加傾向にある投信ラップ口座のトータルコスト<sup>11</sup>が2～3%に達して

いる点など、高コスト体質であることが指摘されている。さらに、こうした費用に関する情報開示が十分になされていないとの指摘もあり、日本は「情報開示」項目でも平均を下回る評価を受けている。

なお、モーニングスター社が、「経費・費用」、「情報開示」の両項目で最高位のA評価を付与しているのは米国のみである。同社のレポートによれば、米国の投資信託の経費率は世界で最も低く、各種メディアや情報媒体も、中長期に渡って低コストの投資信託を保有し続けることの意義を説いているという。米国ではこのように監視の目が働くことで最終的に開示情報の透明性が維持され、投資家は的確な情報を基に投資判断を行うことができると考えられる。

一方、投資家の支払う手数料が安く、透明性の高い商品としてETF (Exchange

<sup>11</sup> ラップ口座のトータルコストは、1) 投資家が直接負担する手数料 (投資顧問料と取引等管理手数料)、2) 投資家が間接的に負担する手数料 (投資信託に係る信託報酬) によって構成される。投資家が直接負担する手数料については、成功報酬体系を取っている販売会社もある。

Traded Fund) がある。日本市場では 2013 年 12 月末現在、ETF の東京証券取引所上場銘柄数は 169、ETF 純資産総額は約 8.1 兆円と前年末の約 4.2 兆円から約 92%増と大幅に残高を伸ばし、アジアでは最大規模となった<sup>12</sup>。しかしながら、世界の ETF 資産残高は 2014 年 4 月末現在で 2 兆 4,900 億ドル、銘柄数は 5,241 本に達しており<sup>13</sup>、世界における日本市場の存在感はまだ小さいのが現状である。

日本ではETF純資産残高のうち個人の保有比率は8.5%を占めるに過ぎないが<sup>14</sup>、米国では 61.8%はリテール部門が保有し、そのうち 81.1%がアドバイザー経由で購入している<sup>15</sup>。米国ではアドバイザーの層が厚く、顧客の資産残高の増加により手数料収入の増えるアドバイザーが、顧客のニーズに適合した ETF を積極的に導入しているのに対し、販売会社主導の市場である日本においては、あまり販売手数料収入を得られない ETF は、個人投資家への普及がなかなか進まない状況となっている。

#### (ウ) 課題の背景と解決の方向性

日本市場における費用の高さの背景として、日本市場は販売会社主導である点があげられる。既に販売会社（第一種金融商品取引業者等）に対して、営業員に対する業務上の評価を投資信託の販売手数料等の収入面に偏重することのないよう監督指針が見直されたが、より根本的には営業員に対するインセンティブが売買を促進する傾向にあることを改める必要があると考える。

投資信託市場に関わる事業者にとって、売買が増えるにつれて報酬が増えるのではなく、顧客の資産形成が進むとともに報酬が増える仕組みに改めていくことによって、より長期的な視野に立った投資が増え、日本経済にリスクマネーや成長資金が供給され、日本経済と顧客の資産の持続的な成長が達成されるという資金の好循環を作っていくべきである。具体的には預かり資産残高ベースやアドバイスの対価としての手数料、成功報酬も積極的に活用していくべきである。

---

<sup>12</sup> ETF 日本市場の数字について、東京証券取引所「ETF/ETN Annual Report 2014」から引用

<sup>13</sup> ETF 世界市場の数字について、ETFIGI 調べ

<sup>14</sup> 東京証券取引所「ETF/ETN Annual Report 2014」より、2013 年 7 月末の数字を引用

<sup>15</sup> Cerulli Associates 調べ

## 2. 少額投資非課税制度（NISA）の現状と問題点

国税庁発表によると、NISA 口座数は 2013 年末時点で既に 475 万口座が開設され、順調な滑り出しを見せている。NISA は家計の将来への備えとなる資産づくりを促進し、経済成長のために家計の金融資産を有効活用することを目的としてスタートしているが、幾つかの制度上の問題点が指摘されている。

### （1） 保有期間の問題

現状、NISA の非課税期間は 5 年とされている。個人は非課税期間終了時に、売却、通常口座への移管、ロールオーバーの 3 つの選択肢から 1 つを選択することになる。仮にロールオーバーを選択しても、非課税期間終了時に投資対象が値上がりしている場合、ロールオーバーできるのは 100 万円までであるため、100 万円を超えている部分は売却を行うこととなる。

また、ロールオーバー制度はあくまでロールオーバーであり、継続的な投資を考える個人による新たな投資に結び付くわけではない。5 年という期間を設けることで、5 年以内の投資回収、あるいは利益の最大化を意識した投資行動を誘発する可能性があり、長期投資を促す仕組みとしては限界があると考えられる。

### （2） リバランス（スイッチング）不可の問題

リバランスとは、割合が大きくなった資産、すなわち値上がりして割高になっている資産を売り、割合が小さくなった資産、すなわち相対的に割安になっている資産を買う作業である。リバランスによって、自分に合ったリスク・リターンのバランスを維持でき、リバランスを行わない場合に比べてリスク・リターンが改善される効果がある。しかしながら NISA 口座内でひとたび売却を行うと非課税枠の再利用はできず、年間の非課税枠を超える投資はできないため、リバランスを行うことは事実上制限されている。資産を形成していく上で、適切な資産配分を考え、積立投資を行い、定期的にリバランスを行うという手順は、最近ではごく一般的な投資教育においても触れられており、リバランスは長期投資には欠かせない投資手法の一つである。これが制限されることは、ごく一般的な投資教育と矛盾し、さらには長期投資を妨げる要素にもなりかねない。

### (3) 損失の取り扱いの問題

NISA 口座内で生じた譲渡損失は、他の課税口座における配当所得や譲渡所得等との損益通算ができず、損失の繰り越し控除もできない。また、非課税期間が満了した場合に NISA 口座から払い出された上場株式等の取得価額は払い出し日の時価となるため、払い出し日に価格が下落していた場合には、当初の取得価額と払い出し日の時価との差額（損失）はないものとされる。こうした取り扱いは、家計の資産形成を促す上では改善が望まれる問題であると考えられる。

### (4) 暫定的なスキームであること

NISA は証券優遇税制を廃止し、配当や譲渡益の税率を 10% から 20% へと増税する際の激変緩和措置として導入されたものであることから、暫定的なスキームとして設計されている。このことが NISA が幾つかの制度上の問題点をはらむ要因となっていると考えられる。

## 3. 私的年金制度の現状と問題点

### (1) 確定拠出年金（日本版 401K）の問題点

確定拠出年金は、拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され、掛金とその運用益との合計額をもとに給付額が決定される仕組みである。厚生年金基金や適格退職年金等の企業年金制度等は、中小零細企業や自営業者に十分に普及していないこと、離転職時の年金資産の持ち運びが十分確保されておらず、労働移動への対応が困難であることといった問題に対処するため、2001 年 10 月に公的年金に上乘せされる部分における新たな選択肢として導入された。確定拠出年金には企業型年金と個人型年金があり、企業型年金への加入者数は約 465.2 万人、個人型年金への加入者数は約 18 万人となっている<sup>16</sup>。

#### (ア) 公平性の問題（ポータビリティの阻害要因）

確定拠出年金制度の導入目的の一つに、労働移動への対応可能性の向上がある。しかしながら企業型年金への加入者が退職し、新しい職場に確定給付企業年金のみがある場合や第 3 号被保険者や公務員となった場合、個人型年金へ資産は移るものの以後の拠出はできない。また、企業型年金のある企業へ転職し

<sup>16</sup> 文章、数字ともに厚生労働省ホームページより引用。数字は 2014 年 1 月末の速報値



た場合は資産の移換を企業型年金へ限定され、個人型年金への加入はできない等、一定の制限が残っている。

#### (イ) 利便性の問題

確定拠出年金には拠出限度額が設けられている。企業型年金の場合、厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施していない場合は月額 51,000 円（年額 612,000 円）、上記を実施している場合は月額 25,500 円（年額 306,000 円）である。個人型年金の場合、自営業者等の場合は月額 68,000 円（年額 816,000 円、国民年金基金の限度額と枠を共有）、企業型年金や厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施していない場合は月額 23,000 円（年額 276,000 円）となっている。また、企業型年金における加入者によるマッチング拠出は上記拠出限度額内で、かつ企業拠出額以下とされている。

一方、米国 401K の場合、例えば 50 歳未満の従業員の拠出額は年間 17,500 米ドルまで所得から控除される<sup>17</sup>。拠出限度額が少額にとどまる場合、個人資産の形成過程において、確定拠出年金の利便性を低下させる一つの要因となりうる。

#### (ウ) 税制優遇の問題

確定拠出年金は企業型、個人型ともに積立金の全額に対して毎年 1.173% の特別法人税が課されることとなっている。平成 28 年度まで特別法人税は凍結されているが、運用コストが高くなる要因となる。

一方、我が国における各種年金制度は積立時、運用時、給付時の各段階で税制優遇が設けられているが、欧米の制度と比較すると、例えば米国では公的年金も積立時に課税、401K では給付時に課税されるように、我が国の制度は明らかに手厚い税制優遇を受けている。この手厚い税制優遇が、かえって制度の拡大を妨げ、個人の資産形成の阻害要因となっている可能性も考えられる。

#### (エ) システム面の問題

確定拠出年金は仕組み上、運営管理機関が置かれ、その業務は運用関連業務と記録関連業務に分かれる。後者は個人別管理資産の記録、運用指図のとりまとめ及びその内容の資産管理機関等への通知、給付を受ける権利の裁定など、制度を支えるインフラのような役割を指すが、この記録関連業務を担うレコードキーピング会社（RK）は 4 社存在する。RK が複数あるため、そもそも膨大な

<sup>17</sup> 2014 年度の数字。米内国歳入庁のホームページより

システム開発コストが何重にも掛かってしまい、結果として RK 手数料の引き下げにつながらないという構造的問題がある。

また、RK の手数料体系は定額方式となっている。料率に換算すれば残高が少ないうちは著しく高い手数料であり、多少残高が増えた程度では定額方式のメリットを享受することができない。そのため、個人型年金加入者は手数料に勝つことすら容易ではないという問題がある。

#### 4. 個人向けアドバイザー制度の現状と問題点

##### (1) 個人向けアドバイザー制度の現状

米国では、個人投資家層のすそ野を広げる過程で、銀行、IFA (Independent Financial Adviser)、RIA (Registered Investment Adviser) といった非伝統的な対面チャネルが果たした役割が大きい。とりわけ小回りの利く IFA は証券や銀行等の大手金融機関では対応できない郊外への出店が行いやすく、投資の初心者である一般個人に身の丈に合ったアドバイスを手頃な手数料水準で提供することができた。加えて IFA は保険業や士業との兼業も可能で、特定の金融機関に縛られない強みを生かし、顧客の資産全体を見据えた上で、多様な品揃えの中から中立的な立場で顧客に最も適した商品の組み合わせを提示することができた。

日本において IFA は金融商品仲介業者のうちの 1 類型であり、金融商品取引業者（証券会社等）から業務委託を受け、有価証券の売買等の媒介、募集もしくは売り出しの仲介を行い、金融商品取引を成立させる業務を行う。IFA はどの金融機関にも属さない独立性を保ち、顧客の資産運用プランを立案し、適切なアドバイスを行い、その結果として注文申込を取扱うことが主要業務である。

IFA 制度は、「貯蓄から投資へ」という政府方針に基づいて 2004 年 4 月に発足し、2014 年 3 月末現在では 783 業者まで拡大している<sup>18</sup>。制度発足当初は、金融機関の定年退職者がファイナンシャルプランナーとして独立し、IFA となるケースや、保険代理業や会計士、税理士など個人資産に係るサービスを業としていた人が IFA を兼業するケースが主流であった。近年は証券会社や外資系プライベートバンクに勤務している顧客担当者 (CRM、Client Relationship Managers) が、同僚とチームを作って独立するケースも見られるようになってきている。

通常、証券投資・資産運用は証券会社、保険は生命保険や損害保険の代理店、

<sup>18</sup> 金融庁ホームページより楽天証券が集計

住宅ローンは銀行など、個人投資家にとっては相談窓口、担当者が別々である。また外資系のプライベートバンク等は顧客の資産全体を考慮したサービスを提供するが、これは一般個人には手が届かない。しかし、長期の資産形成を行う上では、個別銘柄の選択以前に、まず家計資産全体の資産配分を適切に行うことが不可欠であるため、手頃な手数料でありながらワンストップで個人資産全般の相談を行なえるサービスのニーズは大きいと考えられる。また、金融機関の営業員には人事異動があり、投資家が長期的な信頼関係を築くことは困難という実情がある。さらに大手金融機関はその収益構造から、出店地域が大都市に限定されがちである。小規模であるがゆえに小回りが利き、より柔軟な営業スタイルで地域に密着した営業が可能な IFA は、投資家と世代を超えた長期的な関係を築きやすい。よって顧客からの信頼の下、総合的な金融アドバイスを提供するパートナーとして個人の資産形成の拡大に重要な役割を果たすことが期待される。この期待に反して、業者数が伸び悩んでいるのは、金融機関から独立することによるハードルが幾つか残されているからである。

## (2) 課題と解決の方向性

日本においても IFA が今後、より一般に認知され、普及していくためには、個々の IFA が高い専門性を維持するため、幅広い知識の修得に不断の努力を怠らないようにすべきであろう。IFA は常に顧客の立場にたって、中立的な視点から、適切なアドバイスを行える強みを最大限に生かし、例えば顧客ごとのライフプランを作成し、そのステージに合ったアドバイスを長期に渡って提供することなどで、一層の差別化をはかるべきであろう。特に、今まさに顕在化しつつある相続や贈与のニーズに対応し、世代間の資産移転を個別の事案として進めていくためには、顧客に寄り添う立場の IFA がより重要な役割を果たすことが求められる。

また、投資家によって、求めるサービスのレベルや対象商品が異なるにもかかわらず、対面営業の場合は一律の手数料の負担を求める現状を鑑みれば、顧客ごとにサービス内容や手数料体系、アドバイスのレベル等を顧客自らの意思で選択できる仕組みを提供することで、満足度を高めることができると考える。それは IFA を通じて顧客向けサービスを提供するプラットフォームを運営管理する証券会社の役割であろう。

他方、現在の IFA の主要な収益源は、投資家が株式の売買や投資信託の買付を行う際に発生するコミッション収入が柱となっているのが実情である。特定の金融機関や商品に縛られることなく、顧客の利益の最大化に資するアドバイ

スそのものを付加価値として提供しようとするアドバイザーの収入が、取引の頻度によって増大するコミッション収入に依存することは、あまり適切な姿とは言い難いと思われる。英国等ではこうしたコミッション収入をアドバイザーが証券会社や運用会社から受け取ることを制限する規制の導入が進んでいるが、重要なことは、IFAが金融機関から独立したアドバイザーとして顧客に最良の選択肢を提示できる存在となるために、より安定した経済的基盤を構築できるような仕組みが整備されることであると考え。方向性としては、コミッション収入に頼らず、顧客からの預かり資産残高にかかる手数料収入を収益の柱とすることができるよう、制度やインフラの整備を行うべきであると考え。

## II. 投資商品、投資環境からみた改善策

### 1. 今後のあり方（総論）

既に述べたように、個人金融資産のシニア層への偏在や人口動態に鑑みて、特に現役世代へ「投資家層の拡大」を図っていくことや、リスクマネーや成長資金を金融・資本市場へ提供していく土台となる「長期投資ビジネスモデル」を強化していくことが、企業・家計の成長期待を高め、デフレが固定化された悪循環から脱して、持続的な経済成長を展望できる好循環を生む資金の流れの基礎となり、それがひいては個人資産形成の拡大に資すると考える。それゆえに、これら「投資家層の拡大」、「長期投資ビジネスモデル」という2つの方向性を踏まえた改善策を検討する。

我々の考える改善策は、個人資産形成制度に係る施策、投資家側のチャンネルに係る施策、金融商品への透明性向上に係る施策からなる。1つ目の「制度」については、現状のNISAをより長期投資を促進する受け皿とする方向で検討する。2つ目の「チャンネル」については、金融商品の販売サイドではなく、投資家サイドに寄り添うチャンネルを創出する方向で検討する。3つ目の「透明性向上」については、投資に掛かる各種費用の透明性向上を通じて、投資すること自体への信頼をさらに高めていく方向で検討する。これらの観点を踏まえ、以下に具体的な改善策を提言する。

## 2. 改善策の提言

### (1) 資産形成、長期投資の受け皿としての NISA

NISA は証券優遇税制廃止に伴う激変緩和措置として導入された暫定的なスキームである。しかしながら、制度発足以来、順調に NISA 口座開設数は伸びており、投資初心者層が NISA を利用するケースも増えるなど、「投資家層の拡大」に一定の役割を果たしつつあると考える。

NISA は①「将来への備えとなる資産づくりの促進」(家計の安定的な資産形成の支援)、②経済成長のために家計の金融資産を有効活用(家計からの成長資金の供給拡大)<sup>19</sup>という目的を持って開始された制度である。「投資家層の拡大」に貢献し始めていることや、広く成人の日本国居住者一般が利用可能であるという公平性を踏まえ、上記①、②の目的を達成するため、NISA は暫定的なスキームから脱却し、「長期投資ビジネスモデル」の要素を取り入れるべきであると考えられる。

#### (ア) 非課税保有期間の恒久化

現在の制度では、非課税保有期間は5年となっている。具体的には2018年12月末の評価額が確定した後、翌年度枠へのロールオーバー、あるいは特定口座等の通常口座への移管を短期間に行う必要がある。もう一つの選択肢はそれまでに売却することである。

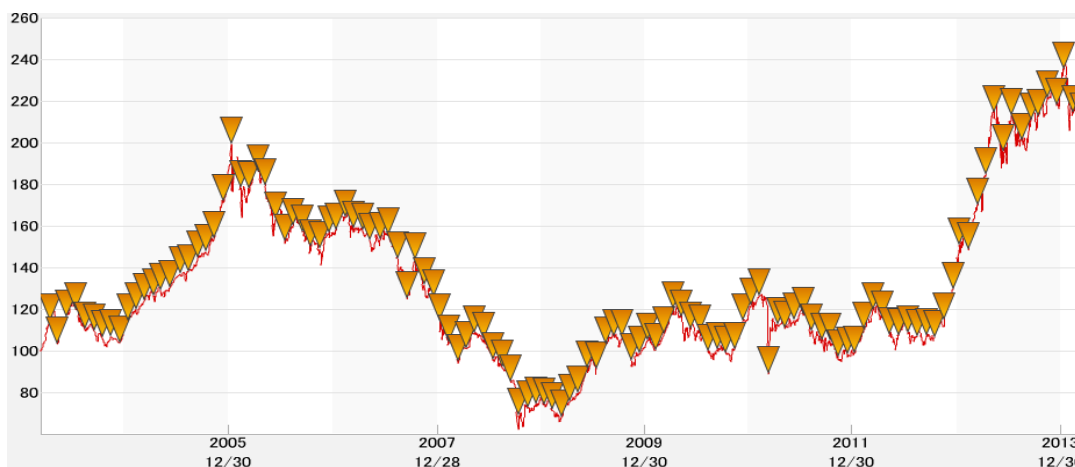
実際の個人投資家の投資行動としては、手続きの煩雑さを敬遠し、非課税保有期間内に手じまい(売却)を行うことを選択する可能性が高いと考えられる。この非課税保有期間の5年の上限があることで、5年の節目を意識した売却行動を助長し、長期投資の阻害要因となる可能性がある。

制度が長期投資を阻害する場合、個人の資産形成を阻害するものになる恐れがある。図表6は一般投資家向けの中小型日本株投資信託商品に2004年5月から月額5万円ずつ投資した場合のシミュレーション結果である。長期間にわたって下落局面においても積立投資を続けることが、資産形成を促進することになることを表している。

---

<sup>19</sup> 金融庁ホームページより引用

(図表6) 長期投資シミュレーション<sup>20</sup>



損益	4,666,625円	購入金額	6,000,000円
評価損益	4,653,416円	保有時価	10,666,625円
保有時価	10,666,625円	受取金額	-
元本	6,013,209円	普通分配金	-
実現損益	218,533円	〔再投資分〕	196,371円
解約による	0円	元本払戻金 (特別分配金)	-
分配金による	218,533円	〔再投資分〕	945円
コスト	205,324円	解約金額	-
手数料	183,162円	利益	4,666,625円
税金	22,162円		

本シミュレーションにおいて、積立開始5年後はあまり良い結果となっていない。つまり、非課税保有期間5年の制限がある場合は、このような難しい局面において個人投資家が判断を迫られることになる可能性がある。5年の制限があるなら、先を見通すことが不可能である以上、このような難しい局面に至る前の上昇局面で売却することが合理的な判断となるであろう。実際、この点については、利用者アンケートにおいても6割を超える個人投資家から非課税保有期間5年間を無期限化してほしい旨の制度改善要望が寄せられている。<sup>21</sup>

「非課税保有期間の恒久化」により、投資保有期間の長期化が促進され、株式・投信市場における投資資金の安定化が図られ、長期投資による個人の資産

<sup>20</sup> 投信 NAVI (イマジニア・インベストメント・エデュケーション社) を用いてガイア株式会社作成。銘柄はスパークス・ジャパン・スモール・キャップ・ファンド (スパークス・アセット・マネジメント株式会社)

<sup>21</sup> 楽天証券における取引者向けアンケート結果より。回答者数 3,080 人 (複数回答者含む。) のうち、2,047 人 (66.5%) は非課税保有期間5年間の無期限化を要望した。

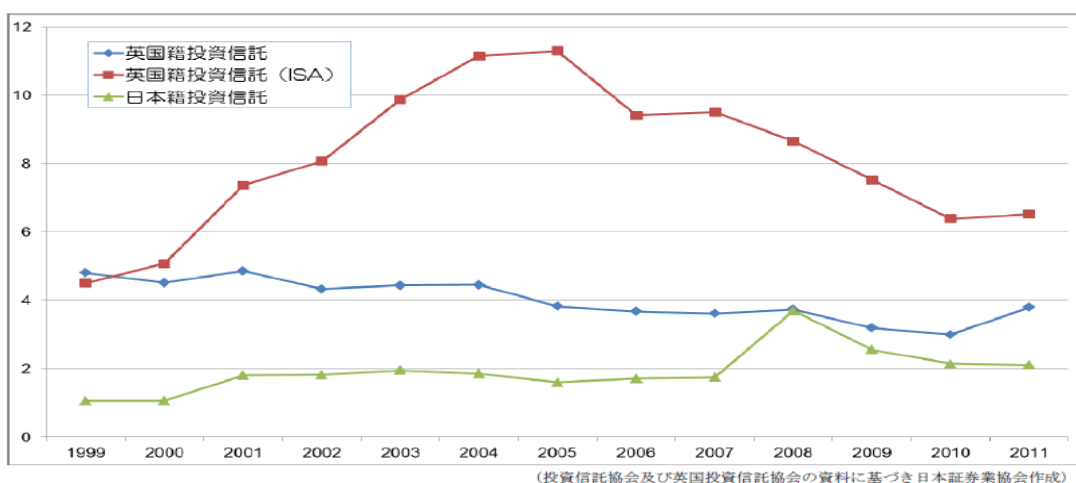
形成をより効果的に促進するものになると考える。例えば資産形成ニーズの高い 20 代から 40 代を先行して恒久化することも一案であるとする。

#### (イ) 枠内でのリバランス（スイッチング）許容

長期にわたる資産形成の過程において、リバランスを行うことはリスクとリターンのバランスを改善するために非常に重要である。英国の ISA、ジュニア ISA とともに認められている投資行動である。

リバランスを認めることにより、証券会社による短期売買の促進が進むとの懸念もあるが、リバランスを認めている英国では投資信託保有期間について、下表に示す通り、一般口座での保有期間よりも ISA 口座による保有期間のほうが長いとのデータもあり、一概にリバランスを認めることが長期保有の阻害要因になるとは言えない。

(図表 7) 最近 10 年間ににおける英国籍及び日本籍の投資信託の平均保有期間の推移



現在の NISA ではリバランスは認められていないが、NISA を資産形成の自助努力を支援するツールとしてより有効に機能させるためには、非課税保有期間の恒久化とともにリバランスを許容し、より使いやすい長期投資の受け皿として活用していくべきである。

#### (ウ) ジュニア NISA の創設

英国のジュニア ISA は 2011 年 11 月に導入され、2013 年 9 月には残高 557 百

万ポンドに達している<sup>22</sup>。それまでのチャイルドトラスト制度は全ての子供を対象とした英国政府による給付付制度であったが、ジュニア ISA は希望者を対象とし、子供の将来の支出に備えた資産づくりの自助努力を支援する制度として施行されている。

ジュニア ISA 制度は 18 歳未満の英国居住者を口座名義人とし、18 歳になるまで原則引き出し出来ないが、その間は非課税期間であり、18 歳になって以降は ISA 口座となる。年間拠出限度額は 3,840 ポンド、累積投資残高の上限は設けられていない。用途は教育資金に限定されておらず、様々な支出に生かすことが可能である。

日本においては前述の通り、金融資産がシニア世代に偏重していることから、円滑に世代間の資産移転を行なえる受け皿が求められる。現在は直系尊属による教育資金贈与に係る税制優遇措置が 2015 年 12 月 31 日までの期間限定で実施されているが、この教育資金贈与信託では預金のまま移転して資金が滞留してしまう傾向が強いと言われる。その点、教育資金に必ずしも限定しない形で幅広い資金ニーズに応え得る「ジュニア NISA」を創設することが有効と考える。

ジュニア NISA の創設により、若年層投資家が生まれ、投資家のすそ野が拡大すること、若年層の投資リテラシーの向上、成人した時点で一定の金融資産を持つことで将来の現役世代として投資活動の促進が期待できると考える。

金融教育はグローバルな課題であり、運用手法を教育するというよりも、キャリアデザインやライフデザインを考える手段の一つとしての金融教育を早い段階から学ぶことが重要である。日本の財政事情を考えても、個人の資産形成にはますます自助努力が求められる時代を迎えており、その文脈においても金融教育は早急に始めていく必要があると考える。若年の段階から投資に触れることになるジュニア NISA は金融教育につながる有効な政策となると考える。

#### (エ) 私的年金的な投資税制優遇制度としての「リタイアメント NISA」の導入

現在、我が国の年金制度のいわゆる三階部分においては、確定拠出年金の企業型年金が着実に加入者数を増やしている。しかしながら、例えば、企業型年金加入者が退職し、第 3 号被保険者等になった場合は個人型年金に移管しても以後の拠出ができない。あるいは、企業型年金や厚生年金基金等確定給付企業年金を実施していない企業に就職した場合、個人型年金に移管できても拠出限

<sup>22</sup> 英国関税歳入庁統計資料より



月額額は月額 23,000 円に制限されるなど、個人型年金には公平性や利便性に問題がある。また、運用に係るコストが定額制であるため、個人型年金では運用で勝つことが困難である。

夫婦二人がゆとりある老後を送るために必要な資金は幾らであるか、様々な意見があるが、上述の三階部分や自助努力が求められる部分は、公的年金受給額を超えたゆとりある老後を送るための備えであることは間違いない。現役世代であるうちから、長期にわたって積立等を行い、資産形成を行っていくことで、こうした備えを蓄えていくことが肝要である。しかしながら、前述の通り、現行の年金制度では備えを形成する自助努力を促す仕組みに公平性を欠く層が存在する。

例えば、独のリースター年金は、公的年金加入者とその配偶者を対象とする任意加入制度として、保険料負担と年金給付額の抑制を行い、給付水準の低下を補うことを目的として 2002 年に導入されている。少子高齢化が進み、将来的に財政が圧迫されることが確実な各国の潮流は「自助努力の支援」であり、我が国においても、自助努力を促す仕組みをより拡充すべきである。

現行の 401K は拠出時、運用時、給付時の 3 つの局面全てにおいて税制優遇のあるいわゆる「EEE 型」<sup>23</sup>であるが、巨額の財政赤字を抱える我が国においてこの EEE 型を拡充していくことは限界がある。例えば、前述の独リースター年金は給付時に課税される「EET 型」<sup>24</sup>であり、米国 401K も「EET 型」であり、我が国においても一定の税負担のある私的年金的な制度を整えて、広く国民一般に備えを行う自助努力を促していくべきである。

現行の NISA は拠出を税後の収入から行う「TEE 型」<sup>25</sup>であり、この NISA を老後の備えを行う仕組みに拡充したとしても、新たな財政負担が生じるわけではなく、既に存在する制度の拡充であるため、社会全般のコスト負担も全く新しい制度を導入するよりも少ないと考えられる。また、NISA は日本国居住者一般を対象とした公平性を備えた仕組みである。

そのような観点から、現行 NISA の発展形として、「リタイアメント NISA」の導入を提言したい。これは現役世代が自己責任のもとで資産形成を行うための制度であり、一定期間（長期または年齢制限）の引き出し制限付きの、私的年

<sup>23</sup> 非課税を表す Exempt の頭文字 E を 3 つ並べることで、拠出時、運用時、給付時の 3 段階で全て非課税となることを表している。

<sup>24</sup> T は課税を表す Taxed の頭文字であり、EET と頭文字を並べることで、拠出時、運用時は非課税であるが、給付時は課税されることを表す。

<sup>25</sup> 拠出時に課税され、運用時と給付時は非課税となることを表している。

金的な NISA 口座として、現行 NISA 口座とは別に設けるべきものである。更にシニア世代から現役世代への資産移転を目的として、当該リタイアメント NISA 口座に入金することに限って、特別に贈与税を免除する枠を設定することも一考に値すると考える。

## (2) 新しいチャネルの創出

### (ア) 上限付個人・小規模投資運用業の解禁

米国においてはアドバイスそのものが主たるサービスとして認識され、取引連動型のコミッションよりも残高連動型の手数料の方が顧客の立場に立ったアドバイスにふさわしいと考えられるようになると、アドバイスの対価のみを受け取る小規模投資顧問業者 (RIA) も台頭するようになった。長期的な資産形成においては、その資産全体を精査した上で全く取引を行わないと判断したり、各銘柄を少額ずつ売買するリバランスが必要になる局面もある。しかしコミッションでは前者のようなアドバイスには報いることができず、銘柄ごとに手数料が発生するリバランスではコミッション総額が極めて割高になる。加えて顧客との信頼関係が形成されていれば、一任契約の下で投資顧問業<sup>26</sup>を行う方が効率的と言える。機関投資家並みのサービスを提供しようとするれば、取引の度に顧客の承諾を得なければならない投資助言では、タイムリーな取引を行なえないことが顧客にとってむしろ不利となりかねないからである。

2008 年の金融危機で大手金融機関の行動に対する信頼が揺らぐと、こうした独立型チャネルに顧客や営業員が流れる傾向はますます高まった。今や IFA、RIA の数は大手証券会社の営業員数を上回り、一大勢力となっている。

米国の投資顧問業者はその規模に関わらず、顧客資産の管理 (カストディ) を自ら行うことが認められている。しかし分別管理が徹底されなかったため巨額詐欺の発覚が遅れたマドフ事件等を受け、2010 年、証券取引委員会 (SEC) は顧客資産の管理を行う投資顧問業者規則を改正した<sup>27</sup>。証券取引委員会は原則銀行、証券会社等の適格カストディアンに資産管理を委ねることを奨励しているが、投資顧問業者が自ら資産管理を行う場合は、公認会計士による抜き打ち検査を毎年行う等、顧客資産保護のための追加的な施策を課している。

もっとも顧客資産の管理を自ら手がけようとするのは一定規模以上の投資顧

<sup>26</sup> 本提言では日本における投資顧問業は金融商品取引法に従って「投資運用業」と表記し、米国等のそれを「投資顧問業」と表記する。

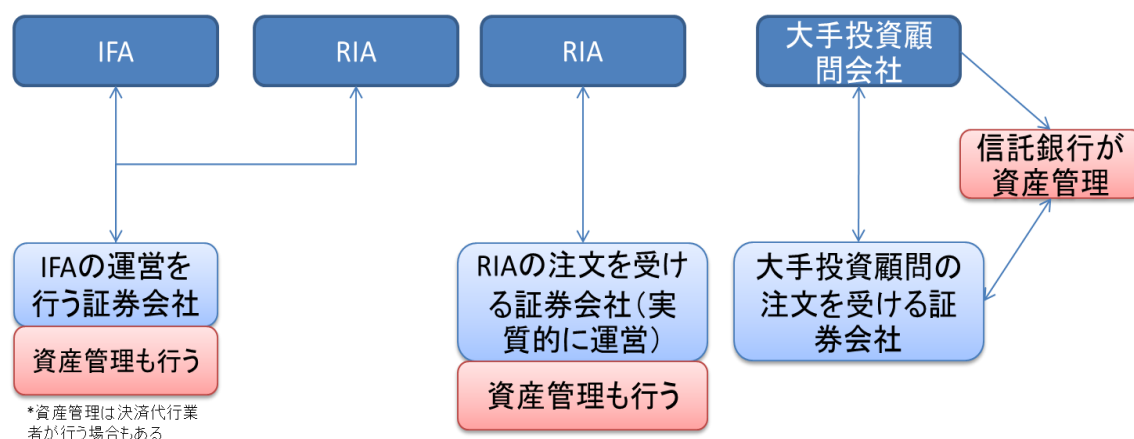
<sup>27</sup> 米国証券取引委員会「Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisors: Final Rule」IA2968, 2009 年 12 月 30 日による

問業者が多く、数人規模も少なくない RIA は基本的にカスタディ業務を注文発注先の証券会社に委ねている。装置産業的なカスタディ業務は IT 投資負担が大きく、規模の経済が働く業者でないとコストが見合わないためである。証券会社にとってこの業務は、従来は証券口座の保護預りサービスの延長に過ぎなかったが、RIA 向け情報や取引報告書を充実させる等、営業支援による付加価値向上を目指すようになるにつれ、自らをカスタディアンと称するようになっていった。その最大手は優秀な RIA を惹きつける目的で充実させてきたこのカスタディアン・システムを中小規模の信託銀行にも提供するほどとなっている。

こうした RIA と証券会社の関係は大手投資顧問会社と注文発注先の証券会社と何ら変わりがない。実際、RIA 向けサービス部門は多くの証券会社でインスティチュショナル部門と呼ばれている。ただし大手投資顧問会社の場合は資産の管理を信託銀行等に委ねるが、RIA の場合は発注先の証券会社が資産管理も行っている。

RIA の勃興期は小規模業者ゆえに管理体制が懸念されたこともあったが背後の資産管理業者は装置産業的であることから寡占状態にあり、大手証券に劣らない規模にまで成長した。今や巨大証券となったこれらの業者が管理体制やコンプライアンスの充実を担保しており、RIA にとっては大きな後ろ盾となっている。加えて最近では IFA の運営にあたる証券会社も RIA を抱えるようになっていく。

(図表 8) 米国 IFA、RIA と証券会社の関係 (概念図)



2014 年 3 月末現在、日本における投資運用業者数は 314、投資助言・代理業者数は 1,008 である<sup>28</sup>。対して米国は 2011 年の調査であるが、投資顧問業者数

<sup>28</sup> 金融庁「金融商品登録業者一覧」より

は 26,000 以上と圧倒的に多い<sup>29</sup>。これは機関投資家向けの運用会社に加え、個人にアドバイスを提供することを生業とする RIA が含まれているからである。

米国においては投資顧問業者の大半がその規模に関わらず投資運用サービスを提供している。なお、証券取引委員会登録の投資顧問業者の 95%以上が預かり資産の一定料率を手数料として徴収している。

こうした投資顧問業者は預かり資産残高に比例して収入が増えることとなるため、投資家との利益相反が少なく、投資家の資産形成に資する金融商品・ポートフォリオを選択する傾向が強まると考えられる。米国において証券等への投資が活発である要因の一つとして、このような投資顧問業者が投資家の資産形成に役立っている点は見逃せない。

翻って日本では、投資運用業登録を行うためには厳しい人的構成要件、資本金規制（5,000 万円以上）が課せられており、限られた一部の企業以外は参入困難である。参入できたとしてもこれらの企業は高いコストを賄うため、コスト効率の高い機関投資家等大口投資家以外にはサービスを提供できず、投資家のすそ野を拡大する営業活動を行うことは困難である。

また、投資運用業に比べて投資助言業は登録要件のハードルが比較的低いが、投資助言では注文執行を行うのはどうしても投資家自身となり、適時・適切な資産運用を行うことが非常に難しくなる。

従って、現行の投資運用業者に必要とされる法人格、人的構成要件、資本金規制等の登録要件を緩和し、個人・小規模投資運用業を解禁すべきであると考ええる。こうした小規模投資運用業者が投資家に寄り添う形で、新しい金融商品の販売チャネルとして証券市場を活性化させる触媒となりうると考える。その際、預かり資産残高に一定の上限（100 億円等）を設け、それ以上の規模になったら通常の投資運用業登録を行わせる等、段階的に規制を行うことが有益と考える。また、専任のコンプライアンス担当者の設置、顧客資産の消失を防ぐための分別管理の徹底等、必要な規制は当然行うべきであるが、このような体制は小規模投資運用業者の背後にいる証券会社との二人三脚で構築していくべきであろう。

なお、個人・小規模投資運用業が広く認知され、普及するためには投資家側が業者を選別する基準となる資格制度を整備することが有益であると考ええる。我が国の場合、民間資格として日本 FP 協会が上級資格である CFP（会員数 19,501

---

<sup>29</sup> 米証券取引委員会による研究資料「Study on Investment Advisers and Broker-Dealers」より。本項における米国の統計数字は全て同資料による。

人)と普通資格であるAFP(会員数156,293人)<sup>30</sup>を認定している。一方で国家資格としてFP技能士(1級から3級)もある。投資家からは資格の質の違いを判別することが難しく、これらを分かり易く整備することが望まれる。

### (3) 投資信託手数料の明示の促進

#### (ア) 費用構造の明確化

国内の投資信託市場では、現在、海外で運用する外国籍の投資信託に投資をするケースや、国内の投資信託は仕組債に投資して、その仕組債の発行体が外国籍の投資信託や複数の資産を組み合わせた擬似指数等に投資するケースが増えている。このような多層構造化が進む投資信託について、複雑な費用の層構造を明らかにすることで、投資家の混乱を防ぎ、投資信託の商品としての透明性向上を図るべきである。強制力を持たせるために、当局から費用の表記や層構造の明確化に係るガイドラインを示す必要があると考える。

投資家が最終的に負担する費用の概算値として実質信託報酬を開示するケースは増えている。しかしながら、その表記方法は運用会社によってまちまちである。運用会社サイドは、目論見書、販売用資料に「実質信託報酬とは最終的に投資家が負担するコストの総額」である旨、明記すると同時に、販売会社サイドもウェブサイト等の表記を統一すべきである。

#### (イ) 信託報酬の金額を試算し、概算値として目論見書に記載

高分配ニーズにこたえるための複雑な運用手法を用いた投資信託が増えていることに鑑みると、信託報酬が業界全体で上昇していることは自然な流れと言えるかもしれない。しかしながら、前述の実質信託報酬も含め、そもそも投資家は自らが間接的に負担する信託報酬率が高いのか低いのかを判断する術がない。他の類似ファンドとの比較を行えるようにするため、情報ベンダーが計算するカテゴリ毎の手数料率の平均値を併記すると同時に、負担する手数料の概算値を絶対額で示すことも有益であると考えられる。

以上

---

<sup>30</sup> CFPとAFPの会員数は日本FP協会のホームページより(2014年5月1日現在の数字)