

「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関する
ワーキング・グループ」報告書

平成 29 年 3 月 30 日

「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」

メンバー名簿

座長	米澤 康博	早稲田大学大学院経営管理研究科教授
	伊藤 宏一	千葉商科大学人間社会学部教授、日本FP協会専務理事・CFP
	臼杵 政治	名古屋市立大学大学院経済学研究科教授
	岡田 篤	株式会社格付投資情報センター編集部 ファンド情報編集長
	神戸 孝	FPアソシエイツ&コンサルティング株式会社 代表取締役
	北澤 千秋	株式会社 QUICK 資産運用研究所長
	竹川 美奈子	LIFE MAP, LLC 代表

オブザーバー 投資信託協会

「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」 報告書

1. はじめに

我が国には、1,700兆円を超える家計金融資産が蓄積されている。人口の減少や高齢化の進展に直面する我が国経済にとって、これら蓄積された国民の富（金融資産）を安定的に増大させていくことは極めて重要である。

しかしながら、これまで、これらの資産は有効に運用・活用されてきたとはいえない。我が国の家計金融資産はその52%が現預金であり、米英に比べ株式・投資信託等の割合は低い。こうした違いが影響して、過去における我が国の家計金融資産の伸びは、米英に比べ低い水準にとどまっており、金融資産などから得られる財産所得は、米国のように勤労所得を補いつつ家計の総所得に大きく貢献する姿には至っていない。

預金は、元本保証があり安全性が高い一方、低金利下では得られるリターンはごくわずかにすぎない。投資信託などのリスク性商品に投資を行う場合には、相応のリターンを期待することができる一方、元本割れのリスクが存在することも事実である。この投資のリスクを可能な限り軽減しつつ、安定的な資産形成を行うためには、長期の積立・分散投資が有効と考えられる。投資対象を分散させることで特定のリスクの影響を限定することが可能となり、投資時期の分散（積立投資）により高値掴み等のリスクを軽減できるほか、長期で保有することにより投資リターンの安定化が可能となる。家計の安定的な資産形成を支援するための制度として、平成26年1月から開始されたNISAは、着実に普及・定着が進んでいるが、特に積立による長期投資を強く後押ししていくとの観点から、平成29年度税制改正において積立NISAの創設が決定され、関連する税制改正法案が国会で可決・成立した。（平成30年1月から投資開始）

積立NISAは、年間40万円を上限として行う積立投資について、配当・譲渡所得を20年間非課税とする制度である。今後、同制度が利用されるに当たり、できるだけ多くの家計が投資の成功体験を得られるよう、制度の趣旨を踏まえた、長期・積立・分散投資に適した投資信託が適切に組成・販売されることが望ましい。

こうした背景のもと、本ワーキング・グループ（以下「WG」）は、金融庁の「家計の安定的な資産形成に関する有識者会議」の下に設置され、今般、積立NISAの対象としてどのような投資信託が適しているか¹、について検討を行った。

2. 積立NISAの対象となる投資信託の基準について

¹ 「所得税法等の一部を改正する等の法律（平成二十九年法律第四号）」による改正後の租税特別措置法第37条の14第5項第4号においては、「積立NISA」の対象投資信託に関し、「定期的に継続して取得することにより個人の財産形成が促進されるものとして政令で定める要件を満たすものに限る」とこととされている。

積立 NISA の制度設計において、家計は、長期間（非課税で保有できる期間は 20 年間）、保有し続けることを念頭に投資信託を選択し、そうした投資信託を、毎月、少額ずつ積立方式で購入することが想定されている。更に、この積立方式による購入は、平成 49 年（2037 年）末までの長期にわたって、非課税措置として毎月の買付けを続けることが可能とされている。

従って、積立 NISA の対象となる投資信託の基準を検討するに当たっては、現在、販売の主流となっている投資信託の特徴（後述）を前提にするのではなく、少額からの長期・積立投資の促進による家計の安定的資産形成支援という制度趣旨に相応しいものとする、を第一に考える必要がある。

この点、平成 29 年度税制改正大綱（平成 28 年 12 月 22 日閣議決定）においては、以下の要件を満たす公募等株式投資信託とすることが示されている。

- ・ 信託契約期間が無期限又は 20 年以上であること、
- ・ 毎月分配型でないこと、
- ・ 一定の場合を除き、デリバティブ取引による運用を行わないこと、
- ・ その他一定の事項

これを踏まえ、本WGでは、特に、上記の「その他一定の事項」の内容について、主として①運用手法、②アセットクラス・地域の分散の程度、及び③手数料といった点に着目して検討を行い、以下の結論を得た。

（1）運用手法（インデックス投信、アクティブ運用投信）について

インデックス投信は、マーケット全体の値動きに忠実に連動することを基本とする商品である。従って、マーケットの背後にある世界経済や日本経済が成長していけば、成長に見合うリターンを実現することが期待できる。また、値動きのわかりやすさやコストの低さといったメリットもあることから、投資初心者の利用に適しているものと考えられる。積立 NISA の対象商品としては、まずはこうした投信を基本に位置付けることが適当と考えられる²。

その際、対象となるインデックス（指標）の選定に当たっては、マーケット全体を広くカバーしており、かつ、既に市場関係者に浸透しているインデックスを基本とすることが望ましいと考えられる³。

一方、アクティブ運用投信は、マーケット全体の値動き以上の超過リターンを狙うという性質上、一般的にはリスクとコスト（手数料等）が高くなりがちである。また、積立 NISA が想定する 20 年間という長期にわたって、マーケット全体

² 対象となるインデックスのウェイトを、ファンド・マネージャーが自由に変更するタイプの商品については、インデックス投信ではなく、アクティブ運用投信と位置付けることが適当と考えられる。

³ この点に関し、メンバーからは「積立 NISA を国民の共感を呼ぶ制度とするためにも、ESG 投資の観点を取り入れることも考えられるのではないか」との意見もあった。

のリターンを上回るアクティブ運用投信を事前に見分けることは、少なくとも投資初心者には困難であろう。

更に、現に我が国で販売の主流となっている投資信託の特徴を見ると、例えば、テーマ型のアクティブ運用投信や毎月分配型投信などが多いことが指摘されている。しかしながら、その時々を経済環境やマーケットの関心に焦点を当てたテーマ型のアクティブ運用投信は、総じて、中長期で保有し続けるというよりも、基準価額の上昇後に売却し利益を得るといった投資スタイルに馴染むものである。従って、売買のタイミングを見極めることが重要な鍵となるが、投資初心者を含む個人投資家がこうしたタイミングを適切に判断することは、一般的には困難であろう。加えて、次の目新しいテーマを反映した別の投信への乗換えを繰り返すようであれば、これは短期の回転売買に他ならない。また、毎月分配型投信は、毎月、決算と分配を行う商品であり、元本の一部を取り崩して配当を行うものも存在するなど、投資の複利効果を十分に得ることが難しい。総じて、いずれの投資信託も、手数料（販売手数料や信託報酬）が高くなりがちなことであって、金融機関には手数料稼ぎのインセンティブが発生する一方、長期のスパンで資産形成を考える家計には不向きである場合が多い。

こうした点を踏まえると、アクティブ運用投信は、これを積立 NISA の対象に含めるべきか否かという点に関して言えば、基本的には慎重であるべきと考えられる。

もっとも、アクティブ運用投信の多くが、組成されて数年で半分以下の資産規模まで資金が流出してしまう中で、例外的にコンスタントに資金流入が続いているアクティブ運用投信も一部に存在する。こうしたアクティブ運用投信については、現にマーケット（投資家）から継続的に選択・支持されているという点を尊重し、一定の要件を満たす場合には、積立 NISA の対象として認めることが考えられる。その場合の要件としては、次のようなものが考えられる。

- ・ 現に、マーケット（投資家）から継続的に選択・支持されており、コンスタントに資金流入が続いていることの要件として、信託の設定以来5年以上が経過しており、そのうち3分の2以上の期間（年数）において、資金流入超となっている実績があること。
- ・ 相応の規模に達していることの要件として、50億円以上の純資産があること。

本来、アクティブ運用には、例えば、企業価値の綿密な分析に基づき、マーケットで過小評価されている銘柄を掘り起こすこと等により、目先の収益ではなく中長期でマーケット全体を上回るリターンを獲得しようとするものも含まれる。積立 NISA の対象にアクティブ運用投信も含まれることを踏まえ、今後、我が国においても、投資家に継続的に選択・支持され、積立 NISA の対象となるアクティブ運用投信が増えるなど、質の高い長期投資を実現する投資信託が増えることを期待したい。

(2) ETF（上場株式投資信託）について

ETFは、インデックス投信と並ぶインデックス運用の代表的なツールであり、コスト（信託報酬）も低いことから、本来、長期の投資に適した商品であると考えられる。しかしながら、積立投資に用いるという観点からは、①通常の購入方法で投資するには最低売買金額が大き過ぎるほか、②主に我が国に上場されているETFで流動性が低いものは適切な価格が付きにくい場合がある、といった点が指摘されている。

従って、ETFについては、こうした実務上の課題をクリアするものとして、下記の要件を満たすものを積立NISAの対象とすべきと考えられる。

- ・ 対象となるインデックスは、インデックス投信について選定されたもの（上記（1）参照）と同じものであること
- ・ 最低取引単位が1,000円以下であること。
- ・ ア. 国内上場のETFについては、マーケットメイクにより円滑な流通のための措置が講じられているものとして金融商品取引所が指定したものであること。
- イ. 外国上場のETFについては、1兆円以上の資産残高があること。

(3) アセットクラス・地域の分散の程度について

分散投資の効果を発揮しつつ、安定的な運用を目指す観点から、積立NISAにおいては、基本的に、アセットクラスや地域が分散されている投資信託が望ましいと考えられる。

もっとも、必ずしも積立NISAで保有する商品のみで分散効果の実現を考えるのではなく、個々の家計の金融資産のポートフォリオ（預金を含む）を全体として見た際に実質的に分散が図られていることが重要と考えられる。アセットクラスや地域の分散の程度に関しては、こうした観点も踏まえ、ある程度柔軟に考える必要がある。

まず、アセットクラスによる分散効果の実現の観点からは、エクイティとデットの双方を組み合わせた金融資産のポートフォリオが望ましいと考えられる。既に預貯金等の元本確定型の資産を多く保有している家計においては、これらと組み合わせて金融資産全体として適切なポートフォリオを組むニーズがあること等を考慮すれば、株式のみを投資先とする投資信託についても、積立NISAの対象に含めることには合理性が認められる。

同様に、地域分散に関しても、基本的には、国内外の資産に地域分散されている投資信託が望ましいと考えられるものの、家計金融資産には強い円資産バイアスがかかっていることを踏まれば、「海外資産のみ」に投資する投資信託を対象に含めることには合理性が認められる。また、逆に、外国資産投資には心理的

な抵抗感を覚える家計も存在することや投資初心者にとっての馴染みやすさといった観点からは、「国内資産のみ」に投資する投資信託を対象に含めることも考えられる。更には、国内外の資産を組み込んだパッケージ型の投資信託を購入するのではなく、自ら組み合わせて投資を行いたい、というニーズ（その方が手数料が割安な場合もある）もあることを踏まえれば、「国内資産のみ」または「海外資産のみ」⁴に投資する投資信託であっても、あえて積立 NISA の対象からは排除しないことが適当と考えられる。

（４）手数料等について

一般論として、コストの高い投資信託であっても、それを上回る高いリターンを期待できるのであれば、そのコストを負担して投資することには一定の合理性も認められる。しかし、積立 NISA は、少額からの長期・積立・分散投資によって、家計の安定的な資産形成を支援するための制度であることから、あえてハイリターンを狙った高コストの投資信託を対象に含める必要性は乏しい。

投資初心者も含めた幅広い家計が利用するという観点からは、積立 NISA の対象商品に関しては、販売手数料（購入時手数料）や信託報酬（運用管理費用）等に一定の上限を設けることとし、低コストの投資信託に限定することが必要と考えられる。

販売手数料に関しては、いわゆる「ノーロード投信」（販売手数料が不要のもの）が我が国でも広がりを見せており、例えば、確定拠出年金の投資信託は、その殆どがノーロードとなっている。家計が負担するコストを抑えるとともに、販売手数料の多寡が販売サイドのインセンティブを歪めることのないよう、積立 NISA の販売手数料に関しては、ノーロードに限るべきである⁵。

なお、同様の観点から、解約手数料（信託財産留保額を除く）に関しても、0%のものに限るべきである。

信託報酬に関しても、積立 NISA では、投資商品の保有期間が長期にわたり、信託報酬の大小がリターンに与える影響が大きいことも踏まえ、一定の上限を設けることが必要と考えられる。

当該上限の具体的な水準は、インデックス運用であるかアクティブ運用であるか、海外資産を組み入れているか否か、によって運用コストが異なる場合が多いと考えられることから、ある程度細かく区別を行うことが適当である。このそれぞれについて、積立 NISA の対象となると考えられる既存の投資信託（税制改正大綱の要件等を満たすと考えられる投資信託）の平均的な信託報酬の水準等を勘

⁴ 「海外資産のみ」に投資するインデックス投信は、「海外全般」、「先進国のみ」、「新興国のみ」を対象とするものが想定されるが、特定の国だけに投資を行うインデックス投信に関しては、我が国及び基軸通貨国である米国を除き、あえて対象に含める必要性は薄い。

⁵ ETF に関しては、販売会社が受け取る収益は販売時の売買手数料に限られているため、制度設計上、ノーロードとすることは困難であり、別途検討が必要と考えられる。その際、信託報酬及び売買手数料の水準に一定の上限を設けた上で、対象とすることが適当と考えられる。

案しつつ、より低コストのものとする、との観点から、以下のような水準（税抜き。ファンドオブファンズについては、投資先ファンドの信託報酬を含む）とすることが考えられる。

国内資産のみに投資するインデックス投信	0.50%
海外資産を組み入れているインデックス投信	0.75%
国内資産のみに投資するアクティブ運用投信	1.00%
海外資産を組み入れているアクティブ運用投信	1.50%

また、信託報酬に関しては、投資家の目線に立った場合、基準価額が信託報酬控除後の金額で表示されることもあって、信託報酬の存在自体がなかなか意識されにくく、毎年、どの程度の金額を負担しているのかが実感として伝わりにくい面がある。信託報酬に関する投資家側の意識を高めつつ、金融機関側のコストダウンのインセンティブにつなげていく観点から、積立 NISA の対象商品については、定期的に信託報酬の金額を顧客に通知する仕組みを講じるべきと考えられる。なお、その際には、事務的・経済的な負担にも配慮しつつ、簡便な計算方法による概算値の使用などが検討されるべきである。

（5）その他

積立 NISA に関しても、金融機関の顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）を徹底することが重要であることは言うまでもない。

このため、運用会社においては、積立 NISA 向けの商品を組成・提供する際、当該商品がなぜ積立 NISA に適していると考えられるのか、どのような顧客に適しているか等についての公表を行うことが望まれる。

同様に、販売会社においても、積立 NISA 向けの商品ラインナップに関し、当該商品をラインナップに組み入れた理由や、どのような顧客に適しているか等についての説明・公表を行うことが望ましい。具体的には、個々の顧客によって、保有する金融資産の状況や顧客自身にとっての積立 NISA の位置付けが異なることを踏まえ、預金しか保有していない顧客に対しては、株式主体の投資信託の保有を通じてアセットクラスの分散が可能になることを説明するなど、顧客の金融資産全体のポートフォリオを最適化する観点から、的確な説明を行うことが求められる。また、例えば、将来、一時的に相場の変動が生じたとしても定額積立投資を長期的に継続することの意義等に関して、顧客の認識が深まるよう、説明を行うべきである。

3. おわりに

以上、本報告書では、積立 NISA の対象となる投資信託について、WGとしての考え方を示したところであり、今後、この報告書を踏まえて、すみやかに具体的な

基準⁶が策定されることを期待する。なお、本報告書は、あくまで現時点における考え方であるため、将来においては、運用技術の進展等をはじめとする各般の状況変化に応じて、柔軟に見直しを行うことも必要であることには留意を要する。

家計の安定的な資産形成を実現するためには、積立 NISA の普及・定着のみにとどまらず、家計の投資に関する知識（投資リテラシー）が深まるよう実践的な投資教育を進めることや、金融機関における顧客本位の業務運営を確立・定着させることも重要である。これまで、我が国の投資信託は、組成・販売などを行う「生産者側」の論理で提供されてきた面が強いが、積立 NISA の導入を一つの契機として、「消費者側」、すなわち、「顧客本位」の目線に立ったものになっていく必要がある。金融庁においては、投資による資産形成を我が国家計に根付かせるため、運用会社、販売会社、その他インベストメント・チェーンに関わる幅広い金融事業者に対して変革を促していくことが望まれる。

今後、金融機関において、顧客本位の業務運営の定着や運用能力の高度化が進むことなどにより、家計の安定的な資産形成が実現されるとともに、我が国資本市場の発展が図られることを期待する。

⁶ 当該基準を満たす投資信託については、運用会社が金融庁に対して届出を行うことが適当と考えられる。