

2014年6月2日
全4頁

なるほど NISA 第6回

投資信託制度の改革

— NISA の制度設計等への影響 —

金融調査部 制度調査担当部長
吉井 一洋

2012年12月に、金融審議会の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」が公表され、これを受けた法改正が2013年に行われています。NISAの制度設計等には、当該最終報告の背後にある考え方も影響を与えていると思われます。

1 投資信託制度の抜本的な見直し

NISAの投資対象は、投資信託が中心となることが想定されています。この投資信託について、現在、大幅な制度改正が進行中です。

2012年12月7日、金融審議会の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ（以下「投信・投資法人WG」という）最終報告」（以下「報告書」）が公表されました。

民主党を中心とする政権下で2010年6月に閣議決定された「新成長戦略」と、同年12月に公表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」では、投資信託商品の多様化等に対応した投資信託・投資法人法制の課題の把握と見直しの検討を行い、2013年度までに制度整備を行うこととしていました。その後、2012年1月に金融担当大臣からの諮問を受け、投信・投資法人WGでの検討が開始しました。

諮問の内容は、国民が資産を有効に活用できる環境を整備するため、以下の観点から、投資信託・投資法人法制の見直しについて検討を行うというものです。

- ・投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等
- ・投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等

投信・投資法人WGは、2012年3月から12月にかけて13回開催されました。報告書の内容は、現政権にも受けつがれ、2013年6月には対応する投資信託法の改正が行われ、2014年4月には関連する政省令案が公表されています。投資信託協会の規則等の見直しも随時行われています。

報告書の内容は、投資信託に関わる部分と投資法人に関わる部分からなりますが、ここでは投資信託に関わる部分を中心に説明をします。報告書で指摘された投資信託制度の問題点と対応策の概要を整理すると下の図表のとおりです。

図表 投信・投資法人報告書の概要（投資信託部分）

| 報告書で指摘された現状と課題 | 主な対応の方向性 |
|--|---|
| <p>◇現在の規模では経費を信託報酬でまかないきれず、販売手数料を重視</p> <p>◇販売会社が顧客との関係をほぼ掌握し、商品供給に大きな影響力</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新テーマに基づく新商品が次々に設定・開発 …投資信託の累増・小規模化、運営コストが報酬を上回る ・投資期間の短期化等を招きかねない …投資家の資産運用ニーズを必ずしも反映していない | <ul style="list-style-type: none"> ○小規模な投資信託の増加につながっている業界慣行等の見直し ○小規模な投資信託の併合を促進し、効率的な運営を行うため、受益者書面決議制度を見直す。 ○ETFの金銭と現物の混合設定・償還の容認範囲の拡大 ○顧客の生活設計やマネープランを踏まえた資産形成の観点に基づくコンサルティング機能を発揮 ○運用会社・販売会社のインセンティブが一層顧客本位になるように、運用担当者の経歴や報酬体系等の顧客への提示、報酬体系の残高ベースへの移行について、各社が自主的に取り組む ○運用会社の商品開発能力のみならず、国内外資産に対する運用力の強化 |
| <p>◇株価低迷・低金利が長期化し、伝統的な投資手法で高いリターンを得るのは困難</p> <p>⇒海外資産の比率増加、商品の複雑化、ファンド・オブ・ファンズの活用</p> <p>⇒手数料率が上昇傾向</p> <p>◇定期的な収入を重視する投資家向けに、高頻度・高分配商品を開発</p> <p>…全体的な得失の把握困難</p> | <ul style="list-style-type: none"> ○商品性やリスクに関する購入時の説明の一層の工夫 …販売・勧誘時等におけるリスク等の情報提供の充実 ○運用報告書の改善：交付運用報告書と運用報告書（全体版）に分ける。 ○販売手数料・信託報酬等の説明の充実 ○トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入 ○商品組成の自由度に留意しつつ一定の類型のリスクに対する規制 <ul style="list-style-type: none"> ・信用リスクの分散（一定の定量的規制） ・デリバティブのリスク量制限の規格化と情報提供 ・わが国で販売等される外国投資信託にも同様の規制 |
| <p>◇退職前後の世代が主要顧客</p> <p>…当該世代の減少</p> | <ul style="list-style-type: none"> ○余資運用に限らず資産形成の視点も必要 ○目的意識を明確にした積立投資の促進 ○ETFの更なる活用の加速 ○投資信託市場における確定拠出年金の役割について議論 |

(注) 強調された項目については法令・規則の改正等で対応が図られている。

(出所) 投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

上の図表の内容を若干補足すると、「販売・勧誘時等におけるリスク等の情報提供の充実」としては、有価証券届出書と目論見書に、投資信託と 6 種類程度の代表的な資産クラスの騰落率の比較図、投資信託の年間騰落率と基準価額の推移のグラフ等の記載が求められます。なお上の図表には含まれていませんが、有価証券届出書について、有価証券報告書の記載内容の重複を整理するため、証券情報のみを記載した書類を有価証券報告書と併せて提出すれば、有価証券届出書を提出したとみなされる「みなし有価証券届出書」制度が導入されます。

運用報告書に関しては、運用方針、運用の経過、資産の内訳、基準価額の状況などの重要な情報をグラフや図を活用してわかりやすく記載した「交付運用報告書」を作成し、受益者に交付することとします。一方、運用報告書（全体版）は原則として電子的方法で交付（例えば、投資信託委託会社等のウェブサイトに掲載）し、受益者から要求があれば書面を交付することとします。

これら、有価証券届出書・目論見書、運用報告書（交付用・全体版）には、販売手数料や信託報酬の対価として業者が提供する役務に関する説明も記載されることとなります。

「トータルリターン」とは、投資期間全体の累積分配金を含む顧客の累積損益を指します。具体的には、基準価額に基づく評価金額、受取分配金の累計、売却額・解約額の合計から買付金額の累計を差し引いて計算します。このトータルリターンを受益者が把握しやすくなるよう、業者は、少なくとも年 1 回は、トータルリターンを書面やインターネット等により受益者に通知することが求められます。

これらの改正は、原則として、2014 年 12 月 1 日から適用されます。

2 報告書が NISA に与えた影響

報告書では、販売手数料が重視されている傾向があること、「販売手数料収入が重要な収益源である販売会社が商品供給に大きな影響力を有している実態により、投資期間の短期化等の問題を招きかねず、投資信託商品の開発・販売において必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されていない」ことを指摘しており、投資信託の販売業者のいわゆる回転売買などの営業手法に対する懸念が示されています。NISA において、売却しても非課税枠がその分戻らない仕組みとなっているのは、このような回転売買への懸念を反映しているものと推察されます。

報告書では、投資信託商品の開発・販売にあたっては「顧客の生活設計やマネープランを踏まえた資産形成という観点に基づくコンサルティング機能を発揮していくことが重要」としています。投資信託の現在の主要顧客である退職前後の世代は今後減少することが予測され、「余資運用に限らず資産形成という視点も必要」であり、「少子高齢化が進む中、現役世代の老後への備えとして」投資信託が一層重要になること、現役世代への投資信託の普及に向け、業界において、「目的意識を明確にした積立投資の促進といった取組」が加速されることが望ましいとしています。

NISA は、富裕層に限らず、個人を幅広く対象としており、どちらかといえば、これから資産を形成

する層、以前に投資を行っていたが中断している層、投資経験が浅い層や投資経験がない層などに焦点を置いています。これらの層の自助努力による資産形成、『貯蓄から投資へ』の流れの促進を目指しています。金融庁の監督指針でも NISA の制度の趣旨が、「顧客の中長期的な資産形成を支援する」ことである旨、定額積立サービスの提供や、中長期にわたる安定的な資産形成に資するような金融商品を中心とした商品提供を行うことなどを求めています。これらは報告書の考え方とかなり共通しています。

報告書では、毎月分配型のような「定期的収入を重視する投資家に働きかけやすい高頻度・高分配金商品の開発が活発化」しており、このような商品の普及により、「全体的な得失の把握が難しくなってきた」旨も指摘されています。これを踏まえて、上述のとおり、トータルリターン把握のための定期的通知制度が導入されます。他方で、NISA に関しては、金融庁の監督指針などが、投資信託の分配金のうち元本払戻金（特別分配金）は非課税であり、NISA によるメリットを享受できない旨を顧客に適切に説明すること、特に毎月分配型の場合、元本払戻金が支払われるケースが多く見られることから注意を促しています。

このように、報告書の内容は、NISA の制度設計、業界（投信会社・販売業者）や金融庁の対応に、大きな影響を与えていることがうかがわれます。

（次回予告：2014 年度税制改正で、毎年の金融機関変更が可能に）
以上