

## 「商品・サービス分科会（第3回）」議事概要

日 時： 平成23年4月14日（木） 15時00分～17時00分

場 所： 東京証券会館6階 第7会議室

### 次 第

1. 投資家の満足度を高めるために必要な取組みについて
  - ・ 鹿毛委員からのプレゼンテーション
  - ・ 後藤委員からのプレゼンテーション
2. これまでの議論と論点の整理について

### 議 事

1. 投資家の満足度を高めるために必要な取組みについて
  - ・ 鹿毛委員からのプレゼンテーション
  - ・ 後藤委員からのプレゼンテーション

鹿毛委員から、「わが国証券市場の信頼向上のために－投資家の観点から－」について、また、後藤委員から、「個人投資家向け資産運用における課題」についてプレゼンテーションが行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。

#### 【主な意見】

- ・ コーポレート・ガバナンスの議論はともすれば法律・制度論が中心となりがちであるが、ファンドマネージャーの売買行動もまた企業経営に影響を与えると思う。なぜかといえば、その企業の株式を長年にわたりリサーチし、何百万株を長期に保有する投資判断を行うファンドマネージャーは当該企業にとって“最大与党”であるからだ。企業経営側もそうしたファンドマネージャーの、なぜ買うか、なぜ売るかといった考え方に耳を傾け、それを重視した経営手法をとれば、株価にもよい影響があるはずだ。またファンドマネージャー側も、そういう企業との対話を重ねることが、長期的に株式リターンの引き上げにつながると思う。
- ・ 現在、何十年にわたり、相応のリターンを上げ、相当額の残高を維持し追加投資を継続できるファンドが日本にはない。個人の長期投資・貯蓄ニーズに対応するコアな

貯蓄商品をどのように作成するかが課題。

- ・ 確定拠出型年金（DC）の場合、一度、企業が組入れ商品を決めると固定化されてしまい、なかなか替えようという行動が起きにくい現実があると考えている。弾力的な運用が行えるような商品の設計等、このような状況は改善すべきではないかと思う。
- ・ 投信会社としては、新しい DC 商品を色々と開発・設定している。あとは企業側の意識や運営上の話ではないかと思う。加入者から見ても、少ない投資金額という制約がある中で、頻繁に運用商品を見直すというインセンティブに繋がりにくいという側面もあるのではないか。
- ・ 一般の方にとっては、毎月分配型投信の「分配金」原資のイメージは分かりにくいと思う。例えば、「分配準備積立金」とは何かを正しく理解されている方は少ないのではないかと思う。実際に販売会社に問い合わせをしても説明の内容が難しくなかなか正しく理解するのは容易でないと思う。
- ・ 現場では、基準価額を削って分配金を出している旨を分かりやすく説明している。最近では運用報告書でも少しは分かりやすくなってきたと認識しているが、もう少し丁寧に説明していきたいと思う。
- ・ ここ数年の株式の投資部門別売買状況を見ると個人（投資家）は賢く売買できていたのではないかという事実、長期運用に耐えうるようなコアな商品開発の必要性、あるいは強い  $\beta$ （個別証券（あるいはポートフォリオ）の収益が証券市場全体の動きに対してどの程度敏感に反応して変動するかを示す数値）の選定と高い  $\alpha$ （リスクを調整した後の個別証券の収益率が、どれだけ市場平均（ベンチマーク）の収益率を上回っているのかを示す指標）の提供のほか、分散投資など投信本来の機能を持った魅力ある商品開発の必要性等、貴重な御示唆がいくつかあったと思う。
- ・ 資料にある資産別長期収益率で、日本株（TOPIX）の直近 20 年平均、直近 10 年平均及び直近 5 年平均のいずれにおいてもマイナスとなっていることを踏まえれば、TOPIX をベンチマークとするパッシブ運用（インデックスファンド）には疑問がでてくる。
- ・ TOPIX は時価総額に応じて組入れ割合が異なるベンチマークである。最近では、時価総額ではなく業績等から判断するファンダメンタルインデックスも出てきている。  
また、ROE 等による株価の割安・割高とは関係なく企業の将来性のみに着目して投資対象に組み入れる投資も始めている。
- ・ 投資におけるわかりやすさとして、ベンチマークを統一するというような話もあったが、TOPIX をベンチマークとして使用しても、実際においては良い結果が出ておらず、弊害が起きている。パラダイム転換が起きていて、わかりやすい指数をベンチマークに選ぶことと、運用成果を向上させるために選ぶベンチマークの共存を念頭に置いて、何を選ぶべきかも考える必要がある。

- 投資家として考えると、マイナスリターンでも TOPIX に対して勝っているからといって納得できるものではないと思う。評価基準という意味でのベンチマークは本来個人が持っているものであるはずなのに、TOPIX という共通のベンチマークを使うことで、マイナスリターンの説明をしやすいものになっているともいえる。
- 確定拠出年金の加入者へのアンケートで、必ず正答率が低い質問として、「ベンチマークとは？」がある。つまり、ベンチマークという言葉自体があまり一般的ではない。絶対リターンとは言わないが、ベンチマークに対して勝っていることは投資家に対してそれほど意味を成してはいないので、マーケットの理論だからということで、使うことはどうかと思う。
- ベンチマークについての海外（アメリカ）での議論を紹介すると、指標をベンチマークとして採用する根拠として、恐らく訴訟社会であることが背景としてあると思われる。つまり、運用結果に対し、ベンチマークに沿って行ったという立証手段の1つなのだろう。

ベンチマークを指標として運用を行うと、思考停止に陥りやすいと考える。一方で、ベンチマーク自体を変更すると結果も変わることがわかってきており、パッシブマネージャーの大手は、ベンチマークを変えることを議論しているようである。
- TOPIX について議論があるが、日本の株式の動きを表現していることは事実であり、それ自体は正しいことである。投資家は TOPIX をベンチマークとする投資信託に投資しているとき、「日本の株式」に投資している意識は間違いなくあるのではないか。

日本株に投資しているファンドで運用成績を参考とする場合、日本の株式の動きを表現している TOPIX と比較することは必ずしも間違いとは言えないと思う。ただし、絶対リターンを狙うのであれば、長期収益率からして TOPIX は対象外だとは思わず、それは、そもそも日本株に投資したこと自体が誤りだったとも言える。

このようにつきつめて考えると、結局はリスクとリターンの関係であり、日本株に投資しているという事実認識さえあれば、たとえ失敗したとしても、投資家は納得せざるを得ないのではないか。
- 個人投資家向けに、「日本株フルインベストメント」というカテゴリでランキング形式のものを作れば良いと思う。リスクをどのくらい取っているかと併せて、その辺りを理解していただいた上で投資信託を選んでもらえればと思う。
- 現在、何十年にわたり、相応のリターンを上げ、相当額の残高を維持し追加投資を継続できるファンドがないのはなぜなのか。
- 感触の話ではあるが、投資信託を組成する会社からすれば、投資家の注目を引く、トピックスとなっているようなテーマの投資信託を作る必要があり、投資家もまたそのような投資信託に興味を持つ。いつでも買えて、長い期間投資を続けているような投資信託は地味であり、個人投資家に向けて興味を持たせにくいところではある。そ

の意味では、サプライサイドのみの話でなく、投資家側の問題でもある。

日本でコアの投資対象として投資信託を組成するのであれば、資産クラスとしても地域的に最も分散されたグローバルバランスかと思う。日本株の平均収益率はこれまでマイナスであり、コア資産となりえない。コア資産がプラスとなれば、その他の資産でハイリスクのものを選ぶという選択肢も考えられるだろう。

ただ、コストがかかりながら手数料を抑えることとなり、難しい投資信託とはなるが、長期的に10年、20年がかりでそのようなものを作りつつ、一方で、短期的なハイリスクのもの意義も高まるだろう。短期的なものは、金融資産1500兆円のうちの10%を対象とするものであろう。金融資産のうち、現在預貯金に向けられている55%の資金を目指した投資信託も作れば、と思う。

日本にグローバルバランスファンドは少々あるが、あまり投資はされていないようである。

- ・ 長期投資といえば、「公社債投資信託」は運用開始から50年ほどの長さになる。また、日本株でもアクティブファンドが20年ほど続いていたりと、長期にわたって運用しているものはある。そのようなものは、国内のみならずむしろ海外の投資家が運用パフォーマンスに着目して購入していたりする。
- ・ 個人投資家は投資信託について、短期投資というイメージを持っているのではないか。少しずつ資産を増やしていくという認識に欠けているのであれば、そこを教育しつつ、同時に長期投資に適したファンドも増やすという車の両輪のような進め方をするのが良い。
- ・ 日本でもターゲットイヤーファンドは組成しており、非常に高い理想をもって売って欲しいと思い作った。ただ、実際に販売する業者側の事情もあり、あまり買われていない。

## 2. これまでの議論と論点の整理について

事務局から、これまでの議論と論点の整理について説明が行われた。

### ○ 今後の予定

次回開催予定は、5月16日（月）であるが、実際開催する場合は改めて事務局より連絡することとなった。

以 上