2019 年度
証券ゼミナール大会

第 3 テーマ
「今後の家計の資産形成手段としての投資信託」

立教大学　池田ゼミナール

石川班

目次

はじめに 2
第１章　投資信託の制度 3
第２章　投資信託の歴史 7
第３章　諸外国の投資信託 10
　第１節　諸外国との比較 10
　第２節　アメリカにおける投資信託 13
　第３節　イギリスにおける投資信託 15
第４章　投資信託の運用の現状 17
　第１節　運用対象 17
　第２節　運用制限 19
　第３節　運用成果の公表 22
　第４節　運用に関するテクニカルターム 23
　第５節　運用の問題点 25
第５章　制度の現状 25
　第１節　NISA 26
　第２節　確定拠出年金 30
第６章　販売面の現状と問題点 32
　第１節　多種多様な商品が存在している問題 32
　第２節　手数料の問題 33
第７章　提言 34
　第１節　NISA の損益通算制度と繰越控除制度の導入とその無期限化 35
　　損益通算 35
　　繰越控除の無期限化 36
　第２節　NISA 制度の恒久化 36
　第３節　販売面の提案 38
終章 40
参考文献・URL 41

はじめに

日本では高齢化が進み、公的年金をはじめとする社会保障制度にほころびが出始めた。日本では「貯蓄から投資へ」から「貯蓄から資産形成へ」とスローガンを変更されたことのように資産形成の必要性を謳い、資産形成の一つの手段として投資信託を促してきた。しかし、2019 年 6 月末時点家計の金融資産残高の内訳は現金・預金　53.3％、債務証券　1.3%、投資信託　3.8%、株式等 10.5％、保険・年金・定型保障　28.3%、その他　2.8%となっている。投資信託は昨年度から見ると内訳は伸びているものの、「貯蓄から資産形成へ」というスローガンが浸透しているとは言えない状況である。

日本では未だ現金・預金の割合が多いが、量的・質的金融緩和政策によって投資が思うように活性化しなかったことから、マイナス金利政策が導入され、現金・預金だけでの資産形成が難しいと言える。

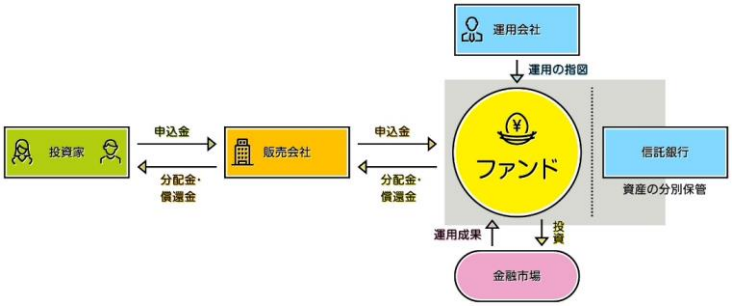
また、日本ではデフレからインフレが発生すると予想されており、現金の価値が下がると考えられるので、このことでも現金・預金だけでの資産形成が困難だと考えられる。

そこで我々は資産形成の手段の一つである投資信託を普及させるために、第 1, ２章では投資信託の歴史を振り返り、制度を見直した。第 3 章では他国の投資信託の制度を習うべく、他国との比較を行った。そして投資信託市場が世界トップクラスに大きいアメリカ、日本で 2014 年に始められた税制優遇制度 NISA のモデルとなったイギリスの国を取り上げた。

第 4 章から第 6 章では投資信託の運用・制度・販売面の現状を把握し、問題点を挙げていった。第 7 章では第 4 章から第 6 章までの問題点を踏まえ、提言を行った。

第１章　投資信託の制度

投資信託は、信託会社が多数の投資家から集めた資金で一つのファンド（基金）を形成し、それによって小口資金ではできない分散投資、投資の専門家による資産運用を可能とする仕組みである。投資対象は多様であり、国内株式・国内債券のほか、先進国株式・新興国株式、先進国の国債や社債、不動産、そして先物･オプションなどデリバティブ取引､商品取引券にまで広がっている。投資信託会社は、投資家の資金を調達者に結びつける仲介者の役割を果たしていて、このように資金の仲介をする機関を、金融仲介機関（フィナンシャル・インターミディアリーズ）と呼ぶ。



図表 1

出所：投資信託協会「そもそも投資信託とは？」

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/

投資信託会社はファンドの投資運用を委託されているだけでファンドの保有者は投資家であり、運用によって得た株式の配当金や債権の利子などは、そのまま投資家のものになる。投資のリスクは直接投資家が負い、資産価値が上がれば、大きな利益を得ることができるが、逆に投資の見通しを誤り、ファンドの資産価値が下がれば、投資家は当初投下元本の回収ができなくなるリスクがある。

日本の投資信託は、信託契約に基づいて運営されている。この仕組は「契約型投資信託」と呼ばれている。そして、投資信託の販売は、一般的に証券会社

や銀行など幅広い金融機関を通じて行われている。それぞれの当事者の関係と資金の流れは図表１の通りであり、各当事者の役割は次の通りである。

・販売会社は、投資家からの購入・換金申込みの受付、投資家への情報提供、投資家口座の管理、分配金・償還金の支払、運用報告書など各種書類の送付、ファンドの総収益（トータルリターン）の定期的通知等。

・投資信託委託会社は、ファンド資産の運用とそれに伴う調査、説明書、運用報告書の作成、法定帳簿等の作成、毎営業日のファンド時価算出等。

・信託銀行は、ファンド資産の保管・管理、投資信託委託会社からの指図の実行など。また、信託銀行による資産の保管・管理については、信託法に基づいて自行財産とは分別して信託財産として管理するため、万一、信託銀行が破綻しても信託銀行の債権者による差し押さえ・強制執行の対象にならない（「倒産隔離機能」が働く）仕組みになっている。販売会社や投資信託委託会社が破綻しても、これらの会社は信託財産を保管しているわけではないため、投資信託財産に基本的に影響はない。このように「どの運営当事者が破綻しても投資信託財産は守られる」ことが投資信託の１つの特徴である。

投資信託の第一の役割は、幅広い投資家のための投資代行機能の提供だ。投資のグローバル化が進展する中で個人ではむずかしい外国投資を容易にする役割は大きい。また、ファンドから支払われる分配金の自動再投資（複利運用）や、少額からの積立投資など、利便性を高めている。第二に、資産運用会社が機関投資家として上場企業経営陣との対話を重ねることにより、企業がガバナンス（運営統治）の改善を図り、企業価値を高めるという役割も果たしている。ガバナンスとは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みのことである[1]。第三に、第一の役割の延長線上にあるテーマとして、世界的に高齢化が進むなかで個人の「退職に備える資産形成」及び、「退職後の資産運用」に貢献することも投資信託の今日的役割として期待されている。

投資家から見た投資信託のメリットは以下のとおりである。

（１）共同投資により、規模の効果を得られる…具体的には、個人の少額資金

[1]日本公認会計士協会　コーポレートガバナンスより引用
https://jicpa.or.jp/cpainfo/introduction/keyword/post-60.html

でも、多数の銘柄に分散投資ができる、専門家に運用を委託することができる、株式売買手数料など証券の売買コストを低減できる。

（２）投資信託委託会社がファンド資産を毎営業日に時価評価して「基準価額」として公表するので、いつでも時価がわかる（高い透明性）…常に組入投資物件を時価評価し、一口当たりの純資産額を決定する。投資信託では、元本保証はないし収益も変動するため変動商品と呼ばれる。

（３）いつでも換金請求できる

（４）分配金の自動再投資や少額積立が可能など、利便性が高い

（５）信託契約に基づく倒産隔離機能が働く

一方、投資家からみた投資信託のデメリットは、投資家が自ら投資対象を選んで投資する場合と比較してコストがかかることである。コストとしては、

（１）購入時に販売会社に支払う購入手数料

（２）ファンド資産から毎日差し引かれる運用管理費用（信託報酬と呼ばれる）

（３）換金時に換金価格から差し引かれる信託財産留保額（換金代金支払のためファンド資産を売却する際にかかるコスト負担分）

がある。金融仲介機関を通さず、投資家が自ら直接に投資運用を行うのが直接投資である。直接投資では、投資家は自分で投資情報を入手し、調査・分析し、自らの判断で投資を行う。したがって、投資の知識や経験が必要である。自ら選択し、決断して投資するため投資のパフォーマンスは自分の責任であり、どのような成績をあげようとも納得せざるを得ない。一方、間接投資では金融仲介機関に投資運用を任せることになる。情報の入手、調査・分析、投資対象の選択・管理に投資の専門家のサービスを受けるが、その反面、サービスに対するフィーを負担しなければならない。その分だけ収益率が低くなるのはやむを得ない。専門家であるから自分で直接投資した場合よりも高パフォーマンスを期待するだろうが、必ずしもそうなる保証はない。投資コストに比べパフォーマンスが納得できない事態もありうる。

1990 年代から 2010 頃まで、世界でヘッジファンドの急成長が話題を呼んでいた。ヘッジファンドは主に法人・年金基金などプロの投資家を対象にした商品であり、一般の投資信託と大きく異なる。ヘッジファンドの運用者は、投資家から集めた資金に加え銀行借入れなども行って積極的に利益を追求する（た

とえば、投資家貸金の 2 倍の資金を借り入れて運用資金を 3 倍に増やして 3 倍の投資効率―レバレッジ効果―を得る）などにより成功報酬を獲得しようとする。そして、資本市場のゆがみ（割安な投資対象の存在）を捉えて素早く行動し、他者に手の内を明かさないことを身の上とするだけに、運用内容の詳細は開示されない（ディスクローズ）。また資金の安定性を確保するため投資家からの換金請求を制限するなどの特徴がある。

一方、投資信託では運用内容の完全ディスクロージャー（開示）が行われている。投資家が資金を提供するにあたっては、そのファンドがどのような投資目的をもち、どのような投資目的をもち、どのような投資方針でどんな企業に投資するのか等々、事前に知っておかなければ貴重なお金は出せない。資金を出したあとも運用の内容を知らされなければ安心できない。そこで、投資信託は、投資の入り口、途中経過、投資の出口でそれぞれ目論見書、運用報告書、償還運用報告書が必ず作成され、投資家に開示されることが法的要件となっている。また、レバレッジ効果は上げにも下げにも働くので、値動きが激しくなることを避けるため原則として資金借り入れは行わず、分散投資を徹底し、いつでも換金請求に応じファンドの純資産価値（基準価額）により資金を返還する仕組みになっている。

投資顧問の場合は投資家ごとの個別勘定で投資しており、投資している株式や債権の銘柄ごとに投資家の持ち分がはっきりしている。これに対して、投資信託では、各投資家の資産を一つにプールした共同の勘定で株式や債権に投資する。そして投資家はその共同の勘定の持ち分を表す持分権を取得する。この持分権を証券の形態にしたものが投資信託証券であり、換言すると投資している株式や証券をベースにした新しい証券を発行し、それを投資家に取得させる仕組みだ。この過程を「証券化」といい、投資家は株式や債券に直接投資する代わりに投資信託という証券化商品を購入している。投資信託は、金融仲介機能と資産変換機能をあわせもった集団投資の手段である。

「リスク」とは、元本割れの可能性を指す言葉として使われる場合があるが、投資理論上は「収益（リターン）の振れ具合」を指す。代表的な金融資産である銀行預金、債権（国債・社債）、株式のリスクとリターンは低リスクなら低リターン、高リスクなら高リターンの関係にある。換言すると、リスクを避けよ

うとするとリターンを犠牲にせざるを得ず、リスクをとることによって高いリターンを期待できる。

投資信託のリスク・リターンは各ファンドの投資対象によって異なる。たとえば、日本株に投資するファンドの場合は、日本株のリスクとリターンに近くなり、先進国国債に投資するファンドは先進国国債のリスクとリターンに近くなる。複数の資産に投資するバランス型ファンド等は、投資対象資産の平均値に近くなる。

また、リターンを高めるために重要となるのが複利運用である。複利運用した場合、運用期間が長くなるほどリターンの増え方が加速度的に大きくなる。たとえば、100 万円を 5%で運用した場合、最初の 10 年間に元本が 1.63 倍に増えるので収益は 63 万円だが、20 年後（2.66 倍）に至る 10 年間（163 万円→266 万円）の収益は 103 万円となり、30 年後（4.32 倍）に至る 10 年間（266 万円→432 万円）の収益は 166 万円と最初の 10 年間（63 万円）の 2.6 倍に膨らむ。また、運用期間が長くなるほど、利回りの違いによる収益の差が加速度的に大きくなる。たとえば、利回り 3 %の場合と利回り 5 %の場合と比べると、10 年後の資産増加率は利回り 3 %で 34%、利回り 5%で 63%だから、その差は 29%であるが 20 年になると 81%にと 166%で差は 85%、30 年では 143%と 332%となり、差は 189%にも広がる。なお、投資信託は多くのファンドにおいて、投資家が分配金を「受け取るか」「受け取らない」で同一ファンドに「再投資（複利運用）するか」を選べるようになっており、後者を選べば複利運用が可能となる。

第２章　投資信託の歴史

投資信託は 19 世紀にイギリスで誕生した。イギリスでは 18 世紀に産業革命が起こり、大工場が次々と建設される中で大きな資金需要が存在した。しかし、19 世紀なかばになると産業革命は一段落し、資金需要が低下していた。その結果、金利がした。一方、海外ではヨーロッパ大陸諸国におけるナポレオン戦争後の復興や産業近代化のための資金需要、アメリカにおける大陸横断鉄道をはじめとするインフラ整備需要などが存在し、金利が高い状況にあった。このた

めイギリスの投資家は、高い収益を求めて海外に投資したが、大資本家と違い知識・経験がなく、また十分な調査を行えなかった中小企業は損害を被ることも多かった。そこで多数の投資家の共同投資によって大きな資金プールを作り、それによって分散投資によるリスク緩和と、専門家による資金運用を可能とした投資信託の仕組みが考え出された。

イギリスで生まれた投資信託はその後、イギリスからアメリカ、アジアに普及していった。これは経済・産業の発展の順番に他ならず、投資信託は、産業の発展に伴う証券市場の誕生・拡大を基盤として発足・存続するものであるといえる。

イギリスでは 1868 年に「主として外国および植民地の政府証券に分散投資を行って、中産階級の投資家にも大資本家と同様の利益に享受せしめようとすること」を目的とする、世界最初の投資信託といわれる「フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト」が設立された。その後、投資信託の新設・拡大が続いたが、1890 年に投資銀行ベアリング・ブラザーズが破綻、証券価格が大暴落するベアリング恐慌が発生した。その反省を踏まえて、当信託は準備金積立制度などを導入、キャピタルゲインの配当禁止など保守的運営に転換した。

アメリカでは、1920 年にイギリスから投資信託制度が移入され、その後アメリカで大発展を遂げた。1914 年から 1918 年まで続いた第 1 時世界大戦によりヨーロッパは疲弊し、反対にアメリカはそれまでの債務国から債権国に転換し、資本蓄積も進んでいた。こうしたなかで、ボストンでクローズドエンド型の「インターナショナル・セキュリティーズ・インベストメント・トラスト・オブ・アメリカ」が設立された。そして 1924 年にはファンドがいつでも順資産価格で換金請求に応じるオープンエンド型ファンド「マサチューセッツ・インベストメント・トラスト」が発足した。しかし、1929 年の大恐慌に至るまで、アメリカで投資信託の主流を占めていたのは、社債発行・銀行借入れなどによりレバレッジ（てこ作用）を効かせた運用を行うクローズドエンド型ファンドだった。1929 年はじめにおけるアメリカの投資信託全体の資本構成は、普通株 3,37 億ドル、優先株 4.39 億ドル、社債 2 億ドル、その他 0.58 億ドル、合計 10.34 億ドルとなっており、普通株に対して 3 倍程度のレバレッジを効かせていたた

め、ファンドの純資産価格は 1929 年 10 月に至る市況上昇時には株価を大幅に上回る値上がりを示した一方、その後の市況下落過程で当然株価以上に大暴落した。また、投資家からの換金請求に応じないクローズドエンド型ファンドの持ち分は証券取引所で取引されていたため、株価暴落後は一転して順資産価格を下回るディスカウント価格で取引された。以上の理由が重なりファンドの市場取引価格は暴落前に比べて 40 分の 1 に下落した例もあった。

このような事態についての SEC（Security Exchange Commission）の詳細な調査・分析に基づいて 1940 年に制定された投資会社法で、クローズドエンド型だけでなく、オープンエンド型ファンドを法の枠組みに取り込んだ。そしてオープンエンド型ファンドにおいては、レバレッジ投資を禁止し、投資家が常時ファンドの順資産価格で換金できるよう義務付けた。この特性は、投資家に安心感を与えその後のアメリカ投資信託発展の大きな原動力になった。

日本の投資信託は、1951 年 6 月の「証券投資信託法」施行によりスタートした。これは戦後の財閥解体で大量に放出された株式の需給調整（証券民主化）や、戦後の資金不足時代における産業資金調達の意図のもとで政策的に導入された商品だった。戦前の金銭信託を範として立法化され、信託の形態をとる契約型の単位型株式投資信託として誕生した。証券投資信託法はその後、証券恐慌後の 1967 年に一部改正され、投資信託委託会社のフィデューシャリー・デューティーの明確化、禁止行為規定の強化・新設など投資信託委託会社の行為基準が設けられた。また 1995 年には規制緩和とディスクロージャーの強化を主要テーマとする大規模な改革が行われた。そして 1998 年には「フリーウェア・グローバル」を標榜した「金融システム改革法」施行に伴う大改正が行われた。まず、投資信託販売について銀行などの金融機関による販売が解禁され、投資信託の販売チャネルが大きく広がった。商品面では、契約型投資信託だけが存在していた我が国においても、グローバル化の観点などからアメリカなどで主流となっている会社型投資信託（日本では投資法人と呼ぶ）の制度を導入するとともに、ファンドの設立が承認制から届出制に規制緩和された。私募投資信託も解禁された。資産運用面では投資信託委託会社のファンド運用指図の外部会社への委託も可能になった。一方、証券取引の基づく開示を義務付けるなどディスクロージャーの強化が図られた。次いで、2000 年には投資対象が有

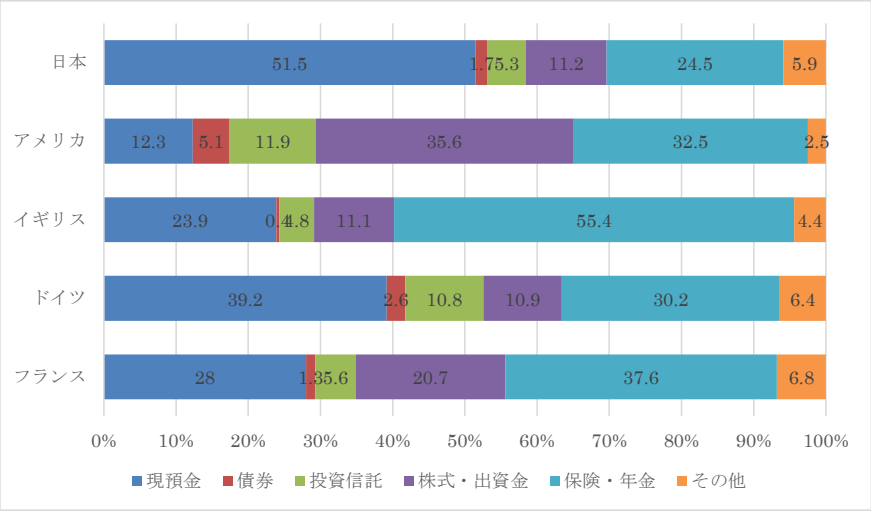
価証券以外のものにまで拡大されて「不動産投資信託」の設定が可能になり、法律名は「証券」の字がとれて「投資信託及び投資法人に関する法律」と改められた。流動性の小さい物件にも投資できるクローズドエンド（ファンド自体は投資家からの解約請求に応じないで、ファンドの上場によって換金性を付与する）制度を採用した不動産投資法人（J-REIT）が発足した。その背景には日本の不動産市場の活性化を図るねらいがあった。また投資信託委託会社の行為準則に善管注意義務（善良な管理者の注意をもって投資信託財産の運用の指図を遂行する義務）が追加されるなどの改正が行われた。さらに、2005 年には郵政民営化に先駆けて郵便局での投資信託販売も始まり、販売チャネルはいっそう拡大した。そして 2006 年には金融商品取引法の制定に伴い、投資信託委託会社の行為準則にかかわる部分を同法に移管する法改正が行われ、また 2014 年には運用財産についてのリスク規制導入等も実施された。このような流れに対して、世界全体の投資信託残高が 2017 年現在で 44.9 兆ドルに達しているなかで日本のシェアは 2.2%に過ぎず、世界における日本の GDP シェア（6%程度)に比べてあまりに小さい。逆に言えば潜在成長性が高いということであり、政府レベルで進めている「貯蓄から資産形成へ」を促進するための中心商品としても成長が期待されている。

第３章　諸外国の投資信託

本章においては、第２章で述べた投資信託の性質や歴史をふまえながら、諸外国と比較していく。また第２節ではアメリカ、第３節ではイギリスでの投資信託を取り上げ考察する。

第１節　諸外国との比較

本節においては、諸外国と比較しながら日本の投資信託の状況を考察する。



図表 2

http://www.garbagenews.net/archives/2288638.html から引用

上の図表は、主要国の金融資産構成比を示したものである。５カ国のうち日本は現預金の保有割合が約５１．５％と一番高く、対してリスク性資産（株式・出資金、投資信託）は少ない。

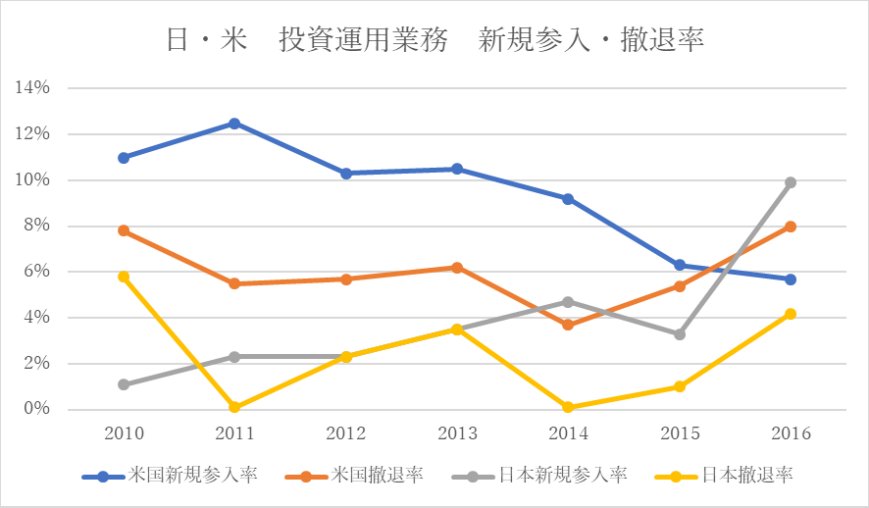
これらの図表から、日本よりも海外の方が投資信託は浸透していると考えられる。（日本の世界全体に占めるシェアは２．４％）日本が投資や資産運用を敬遠し貯蓄をする理由に、バブル期には投資をする必要性がなかったことが挙げられる。終身雇用、退職後の年金の支給はおおかた保証されており、資産形成は主に預金により行っていた。制度に沿ってお金を動かしていることには、日本の金融リテラシーの低さがうかがえる。

	投信純資産額（円換算）	投信運用会社の数	1社あたりの運用額（円換算）
日本	96兆6,415億円	80	12,080億円
アメリカ	2,209兆6,431億円	850	25,966億円
イギリス	143兆5,577億円	93	15,436億円
ドイツ	43兆6,935億円	33	13,240億円
フランス	221兆7,525億円	630	3,520億円

図表 3

http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g26/g26.pdf から引用

5　上の図は主要国の投信残高、投信会社数、一社あたりの運用額をまとめた図である。日本の一社あたりの運用額はアメリカの約半分ではあるが、フランスと比べると大きい。また、上位会社への集中度は日本、ドイツは高く、アメリカ、イギリスは集中度が低い。よってアメリカとイギリスは、会社ごとの競争が激しくなっている。



図表 4

http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g26/g26.pdf から引用

上の図は日・米の投信運用業務新規参入・撤退率を示したものである。米国は投資信託市場の大きさゆえに投資信託会社も多いため運用業の入れ替わりが激しく、投信ビジネスはダイナミックに動いている。対して日本は新規参入の余地が十分にあると考えられ、今後より一層資産運用を普及させていく必要がある。以下の文章では、世界で一番の投資信託の規模を誇るアメリカ、日本の投資信託制度のモデルにもなっており投資信託を生んだイギリスに焦点を当てる。

第２節　アメリカにおける投資信託

第１節で示したように、アメリカの投資信託市場は世界でトップクラスに大きい。なぜアメリカの投資信託市場が各国に大きな差をつけるほど拡大していったのか。それはアメリカで行われたいくつかのプランにより投資信託が浸透したと考えられる。

アメリカの投資信託の特徴

・確定拠出年金４０１ｋプラン

米国での代表的な確定拠出型年金制度。内国歳入法（日本での所得税法・法人税法にあたる）の４０１条（ｋ）項に税制優遇を受けるための条件が規定されているため、このように呼ばれる。従業員は任意で加入し、制度へ掛金を拠出すると当該拠出額が所得から控除される。従業員掛金の額に応じ企業が補助として拠出（マッチング拠出と呼ぶ）することが多いため、企業年金とみなされる。従業員は定時された運用商品から選択し、自ら運用を行う。日本の確定拠出年金はこの制度をモデルとしたと言われ、日本版４０１（ｋ）プランと呼ばれることがある。また、税制優遇だけでなく以下の３点も、企業サイドと従業員サイドから多くの支持を得ている理由と言える。

・各個人別に「従業員勘定」があり給与天引きで自動的に積立てされるので拠出時の手続きもなく各自の残高や資産配分等を把握しやすくなっているため、確定給付型年金と比べ透明性が高い。

・転職先への資産移管が可能であり、転職先に４０１ｋプランがない場合にはＩＲＡ（個人退職用積立勘定）に非課税で移管でき、携帯性があるので転職の妨げにならず、雇用の流動性の足かせにならない。

・制度への参加は任意であり、既定の範囲内で拠出額や運用先を指定、変更することができる。

・ＩＲＡ制度

Individual Retirement Accounts の略で、個人退職勘定と呼ばれる。米国で最も一般的な退職後資金積立制度で、金融機関に口座を持ち、一定額までの掛金に対し税制優遇がある個人年金である。１９７４年の従業員退職所得保障法(エリサ法）により創設された。

・５２９プラン

５２９プランとは、子供の将来の学費を賄うための学費積み立て制度である。これは日本の学資保険とは違い、積み立て者が不慮の事故にあった時の保険になるようなものではなく、むしろ確定拠出型年金である４０１ｋプランに似ており、課税控除が得られる。

第３節　イギリスにおける投資信託

投資信託の原型が作られたのは 19 世紀のイギリスであり、日本で２０１４年１月にスタートした個人投資家のための税制優遇制度、ＮＩＳＡはイギリスのＩＳＡという制度がモデルとなっている。

・「信託」制度の始まりと発展

「信託」の制度の始まりは、中世のイギリスで利用されていたユース（use）であると一般的にいわれている。ユースは、「信頼できる人に土地を譲渡→そこから得た収益を教会に寄進してもらう」というもので、自分または他の人の利益のために、信頼できる人にその財産を譲渡する制度であった。ユースは時代の変遷を経て、近代的な信託制度へと発展した。また、人と人との信頼関係に基づくものであることから、信頼を意味する「トラスト（Trust）」という言葉で呼ばれるようになった。

・ＩＳＡ

英国居住者を対象にした英国の Individual Savings Accounts（個人貯蓄口座）のこと。個人の資産形成促進制度として、それまでの税制優遇装置であるＰＥＰ（Personal Equity Plan、個人持株制度）とＴＥＳＳＡ（Tax Exempt Special Savings Account、免罪特別貯蓄口座）を発展的に解消・統合する形で１９９９年にスタートした。

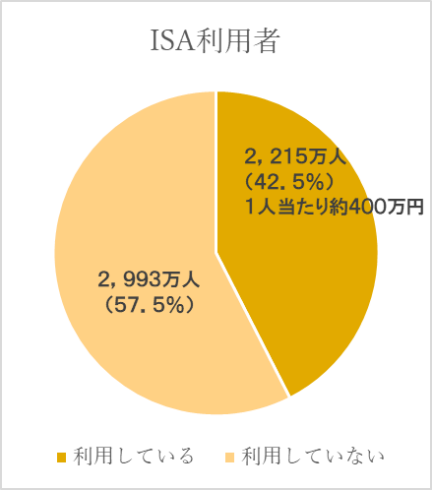
非課税対象となる年間の拠出金額には制限があるが、非課税期間は当初の期間限定から現在の無期限に恒久化されている。投資対象は大きく株式型と預金型の 2 種類に分かれている。株式型には 18 才以上、預金型は 16 才以上の英国居住者が参加でき、ISA マネジャーとして認可を受けた証券会社や銀行などに口座を開設する。株式型には投資信託や国債なども含まれる。この他、18 才未満の居住者専用に、拠出額や解約に関する特別な制限を設けたジュニア ISA の制

度もある。

・イギリスＩＳＡと日本ＮＩＳＡの違い　日本の NISA は、上場株式や株式投資信託などが対象商品だが、イギリスの ISA では、債権や預金も対象となる。ISA には、「株式型 ISA」と「預金型 ISA」の 2 種類があり、株式や債券は株式型 ISA で、預金は預金型 ISA で運用。

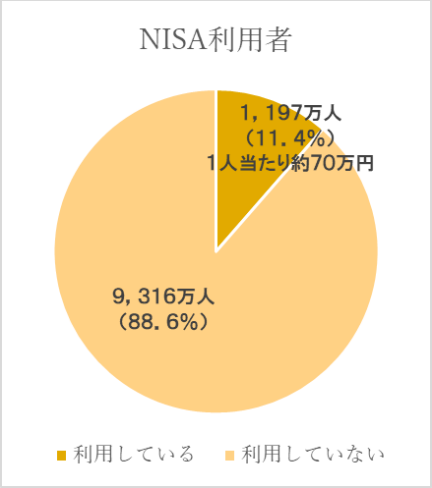
「株式型 ISA」は、18 歳以上のイギリス居住者であれば開設でき、「預金型 ISA」は、16 歳以上のイギリス居住者が開設できる。所得制限などはないので、18 歳以上のイギリス居住者であれば、「株式型 ISA」と「預金型 ISA」のいずれか 1 口座または両方（2 口座）を持つことができる。1999 年に ISA が導入された時は、口座開設期間は 10 年間の期限付きだったが、9 年目となる 2008 年に ISA 制度として恒久化された。NISA は、2014 年から 2023 年までの 10 年間に限り NISA 口座を開設できるという点で大きく異なっている。

図表 5



https://www.ht-tax.or.jp/htmedia/?p=852 からの引用

図表 6



https://www.ht-tax.or.jp/htmedia/?p=852 からの引用

第４章　投資信託の運用の現状

第１節　運用対象

日本の投資信託の運用対象は従来、原則として投資対象を有価証券に限定していた。1992 年に大幅改正される以前の証券法においては有価証券の既定の範囲を株式や公債費などの伝統的な証券に限定し、金融の証券化によって開発が進む多様な種類の証券化関連商品にまで証券法の適用はされなかった。改正後、新たに足された主な有価証券としては事業資金調達のための約束手形、海外の銀行、ノンバンク等の金銭信託の信託商品（CARD s など）、政令で定められている海外のその他の信託商品、銀行などの金融機関、住宅金融機関の金銭債権の信託商品、その他流動性を勘案し、公益または投資家保護の確保が必要な証券または証書などがある。

投資信託の運用では投資タイミングを意識した待機資金が存在することが前提で信託報酬、解約代金、収益分配金などの支払いに備えて、ある程度の余裕資金を保有していることが基本である。この余裕資金の額は設定当初や償還間

近の局面などで必然的に大きくなり、その時々の経済状況や投資環境に応じて増減する。従って、ファンドのかなりの部分が余裕資金で占められ、その運用効率性が投資信託のパフォーマンスに与える影響も無視できない。余裕資金の額は、設定当初や償還間近の局面で必然的に大きくなるほかにその時期の経済状況や投資環境に応じて増減する。よって、ファンドの大部分が余裕資金で占められることもありその運用効率性が投資信託の運用に与える影響も無視できない。余裕資金の運用対象は通常、銀行預金、金銭信託、コール.ローン、割引手形、CD、CP がある。銀行預金、金銭信託はよく耳にするものだが、コールローン、割引手形、CD、CP に関してはあまり馴染みがないだろう。

まず、コールローンとは金融機関や証券会社の間で短期的な資金ニーズに基づいて貸借される資金のことである。貸し手と売り手との間には短資会社と呼ばれる専門業者が仲介し、常に市場が成立している。その利率はコールレートと呼ばれる。これは金融引き締めの時期には高い利回りを示すことが多く、投資信託の余裕資金運用対象として積極的に利用されている。そこでは短期的、一時的な運用手段としての域を越え､収益分配金の元の資金を確保するという、中長的な視点から運用されることも多い。

次に割引手形とは企業が取引代金の決済のために出した通常 3 ヶ月～10 ヶ月先に現金化される手形の保有者が、現金化する必要が起きた場合に、資金余裕者に買い取ってもらうもので、割引手形市場で売買される。このことから手形買取の際は、手形に記載された額よりも割り引かれた金額でおこなわれる。手形の割引率は、当該手形が現金化されるまでの利息に相当し、市場利子率などを勘案して決定される。よって金融引き締めの時期になると、コールローンと同じく、有利な投資対象となる。割引手形も同様に短資会社の仲介によって売買される。投資信託の運用対象としての割引手形は現在では全てのファンドでの運用が許可されている。国際化、自由化の進展に伴い、新たな金融商品が登場し、投資信託にたいしても運用機会を提供するようになった。この代表的なものが CD と CP である。CD は我が国では 1974 年に米国に習って導入された。これは銀行が預金者と相対で自由に発行条件を決めることが出来る。次に CP は企業が発行する無担保の約束手形のことであり、992 年の法改正により、新たに有価証券として取り扱われることになった。なお、これらの投信組み入

れ関しては、証券投信信託協会の業務部会申し合わせ事項として、投資対象として満たすべきいくつかの要件が定められている。

第２節　運用制限

我が国における投資信託制度は、受益者保護を念頭に置いて、「投信法」、関係省令、信託約款、投信協会の諸規則などで規制されている。それらを運用に関わる視点から整理すると、①運用対象に関する規制②証券の組み入れ数量に関する規制③運用方法に関する規制などに区分される。

①運用対象に関する規制

我が国の投資信託の投資対象は原則として証券に限定されていることは前述した通りである。それらのうち、国内株式については、基本的に証券取引所に上場されている銘柄や店頭市場に登録されている銘柄であれば、全てに投資することが可能である。但し、委託会社と特別な関係にある会社（受託者である信託銀行、受益証券の募集･販売を行う指定証券会社)の株式に対する投資は、原則として禁止されている。また、未登録･未上場の株式については、公正な価格情報が得られるなどの条件を満たしていれば､信託財産の純資産総額の 15 %以内を限度として組み入れ可能となっている。

なお、1998(平成 10) 年の「証取法」改正により、DR やカバード･ワラントなどが有価証券の範晴に加えられたことにより、店頭デリバティブ（店頭オプション､店頭スワップ等)の取引を投信運用においても利用することが可能になっている。さらに、投信会社が一社あたりで取得できる一企業が発行する株式の総額は、従来は発行済み株式総数の 10 %以下と定められていたが、50 %以下へと大幅な緩和措置がとられている。

一方､「投信法」第 17 条では､「運用の指図に係る権限の委託」が認められるところとなり、運用指図権限の一部または全部を外部運用機関に委ねられるようになった。また、投資信託が信託財産に組み入れることのできる外国公社債(発行地が外国のもの)は、 ①国債、 ②地方債、 ③特別の法律により法人の発行する債券の企業内容等の開示が行われている法人が発行する社債に限られている。なお、1994 年 12 月の大蔵省による制度改革により、外国有価証券へ

の運用を特定の海外市場で取引される外国有価証券に限定している規制は撤廃されている。

同時に、従来は他社の投資信託証券への運用は認められていなかったが、ファンドの純資産の 5% (クローズド·エンド型の会社型外国投資信託の証券を除く)を上限に認められるようになった。この結果、米国などで一般的に行われている「ファンド·オブ·ファンド (年金などのファンドが投信など他のフアンドに投資する形態)」が、 我が国においても限定的に可能となった

②証券の組み入れ数量に関する規制

この規制は、分散投資の趣旨に則り、委託会社の経営基盤の安定と各ファンドにおける信託財産の保全を図る観点から設けられたものである。

まず、委託会社に関わる規制としては、同一の委託会社が運用している全ての信託財産で組み入れることが出来る同一種類の株式について、制限枠が設けられてきた。これは、「投信法」 第 16 条において「同一法人の発行する株式を、第一号に掲げる数が第二号に掲げる額を超えることとなる場合においては、信託財産をもって取得することを受託会社に指図してはならない」という規定に基づく。ここで定められている「第一号」とは、「その運用の指図を行なうすべての証券投資信託につき、信託財産として有する当該株式の総数」 であり、「第二号」は「当該有価証券の発行済総数に総理府令·大蔵省令で定める率を乗じて得た額」である。大蔵の記載と併せて具体的な創限を明らかにすると、 同一銘柄について、発行済株式総数の 50 %以下となっている。国債、地方債等の公共債や担保付社債及び転換社債は、従来上限を 30%とされていたが、1994 年 12 月の大蔵省による行為準則省令の改正により撤庭された。

ファンドごとの投資制限については、その商品性格に応じて株式組み入れ制限が設けられていることは既に見た通りであるが、約款で同一銘柄への組み入れ制限を設けている場合が多い。例えば、同一銘柄の株式や転換社債については、純資産総額の 10%を組み入れ限度と定めているのが一般的である。

また、派生市場 の利用については、従来はヘッジ目的に限られるなどの制限が設けられていた。しかし、1994 年 12 月に、適正なリスク管理の下でヘッジ目的以外の利用が認められたことから、 1995 年以降はスワップなどの派生資

産(デリバティブズ)を活用した投資信託が販売されるようになった。

③運用方法に関する規制

「投信法」では、「自己又はその取締役が有する有価証券を信託財産をもって取得し、又は信託財産として有する有価証券をこれらの者に対若しくは貸し付けることを当該信託財産の受託者である会社に指図せずして売却する自己取引を禁止し、受託者である会社に指図すること」を禁止している。これは適正な運用を阻害益者保護を徹底するために設けられた規制である。すなわち、委託会社(自己)が信託財産としてではなく、会社自身の資産として所有している有価証券を信託財産に売却したり、逆にファンドで組み入れている有価証券を委託会社(及びその取締役･主要株主) に売却することは、その関係人の利益のために行われがちであり、結果的に信託財産に不利益を生ぜしめる恐れがあるからである。

同様に、同一の委託会社が運用するファンドの信託財産相互間で、有価証券を一方が売却し他方がこれを買い入れる取引も原則として禁じられている。①額面割れファンドの基準価額改善を図るために、他のファンドを犠牲にする懸念があること、②不当に有価証券の売買高を増加させて、関係証券会社の利益を図ることに利用される恐れがあること、 などのためである。

但し、①償還期限の到来により保有株式を売却する必要がある時、②大量解約が発生し、そのための資金手当てが必要な時、③新株等への払込み金を準備する時、 ④信託約款に定める、同一銘柄の投資限度を越えることの予防阻止として、株式を売却する時、などの場合には、その売却株式を新規設定のファンドや株式組み入れ比率が著しく低いファンドで買い付けることは、運用効率上の見地からも寧ろ合理的である。このように、買い付けるファンドにとって、その取引が極めて望ましい場合には規制の限りではない(その場合にも、当該証券を売却する側のファンドが、投信協会の業務規定に定める上記のような要件を満たすことが要求される)。

また、信用取引引は、リスクも大きいことから、これまでは①名義書換手続き中の株式、②転換請求手続き中の転換社債に関わる株式の売却についてのみ認められている 。信用取引による買い付けは一切出来ない。投信の信用取引の

利用については、法律上に明文化された禁止規定は存在していなかった。しかし、「投信法」第 2 条の記述により、投資信託は有価証券に対する投資が定められており、信用取引を投資として認めることは法の趣旨に反するという解釈がなされてきた。それがある特定の取引に限って認められるようになった背景には転換社債投信信託の誕生が契機となっている。

取引については、さらに 1994 年 12 月の改革により、ファンドが保有する株式等の範囲内で信用売りも認められるようになった。なお、発行日取引についても、取引の決済に時間がかかることが想定され、その間の値下がりリスクを回避する見地から、売却のみが可能とされている。

一方、債券の現先取引に関しては、その残高がファンドごとに規制される。買い現先･売り現先共に、当該ファンドの信託財産の純資産総額の 50%以内と定められている。 なお、国債先物取引は、 受渡し決済か、反対売買に債券の売買を伴う取引引形態であれば利用することが可能である。

④その他の規制

以上の規制のほか、有価証券の引引受け及び金銭の貸借が禁止されている。まず、有価証券の引受け業務は、売れ残りのリスクが伴うことから、予め禁止することで、そうしたリスク負担を未然に防止しようと企図されている。

次に、金銭の貸付については、不良貸付の発生により信託財産に不慮の損失を生じさせる懸念がある。本来の投資信託の目的は投資であり金融行為ではない、という思想に基づいている。投資信託の草創期においては、コール･ローンについても貸付の一種とみなされ、運用対象から除外されていた。

第３節　運用成果の公表

1984 年 2 月以降、投信協会は、株式投資信託を 3 種類に区分し、決算期となったファンドの運用成績を会社ごとに毎月公表するようになった。

投信協会は決算期となったファンドを全委託会社の年平均運用利回りを毎月公表していたが、会社別、ファンド別の運用成果を公表することによって、投資家にとっては投資する上で有用な判断材料となる情報が提供されるようになった。

さらに、1994 年 12 月の制度改革によって新しい株式投資信託の設定によりさらに運用の良し悪しが投資家に把握されるよう、毎月 1 回、運用成績などを推した表を作成し公表することとなった。運用成果の公表については幾度の改革により投資家は各ファンドのパフォーマンスを比較することが容易となった。またこの相乗効果としてファンドの運用能力向上にもつながることとなった。しかしこのことにより運用成績を投資家の立場から客観的かつ、公正に分析、評価する機関の設立に需要が高まることとなるだろう。アメリカではすでにこの機関が複数存在しており、投資家の判断材料として有用な情報を提供している。日本でもこの機関は普及が高まっている。

第 4 節　運用に関するテクニカルターム

ここでは、運用に関する、いくつかのテクニカルタームについて解説する。

①ポートフォリオ理論

日本の証券市場は機関化現象の進展、それに伴う競争の激化、市場効率性の向上により利益獲得が困難となってきた。以前までは、勘と経験が重視され、事前的に値上がりに期待が持てる投資先を探すことが第一とそれてきた。これは過去の株価変動パターンや企業財務情報が有益な分析材料とされ、これをもとに投資対象を選別していた。しかし、これらは広く公表されており、情報処理ノウハウそれ自体が一つの情報となるため運用担当者の間で差異は著しく低いものと判断される。

そこで注目されたものが、科学的なアプローチとしてのポートフォリオ理論である。これは 1950 年に発足し、1960 年代に発展期を迎えた。1980 年代になると我が国の株式市場のデータを用いた実用化モデルの開発が進み、さらにこの時期運用資産拡大に伴うファンド.マネージャー不足といったこともあり、これらは投資社会で積極的に受け入れられるようになった。

ポートフォリオ理論を現実投資社会への浸透は、これまで以上にリスク管理への意識を定着させることとなった。すなわち、従来のリスク管理としての分散投資は単純な銘柄数や業種数の分散が主であり、それらの相互関係はあまり吟味されなかった。しかし、ポートフォリオ理論の実用モデルでは、ポートフ

ォリオ全体としてのリスク診断が容易になった。

アクティブ運用を行う場合でも、ポートフォリオ理論及びその実用モデルの洗礼を受けた後では、変化があった。例を挙げれば、市場にあるアノマリーを利用したポートフォリオ構成を図るなど、投資信託運用に科学的思想が用いられるようになった。

②インデックス運用とアクティブ運用

投資信託の運用方法にはアクティブ運用とインデックス運用の二種類が存在する。アクティブ運用とは投資信託する上で基準となる指標を上回る運用成績を目指す方法で、インデックス運用は基準となる指標と同じ運用生成を目指す方法のことである。アクティブ運用には明確な運用する上で明確な定義はないのが特徴であり、インデックス運用はアクティブ運用のように銘柄選定に伴う調査費用がほとんどかからないため機械的に運用できることが特徴である。逆を言えば、インデックス運用は銘柄選定の自由度が低いことも特徴であるといえる。例えばある株価指数が急落したとしても指数算出会社が採用銘柄の見直しを行わない限り、特定の銘柄を排除することは不可能である。一方アクティブ運用では経済危機で起こる相場の歪みを利用し、利益獲得を目指すことができる。前述したポートフォリオ理論からゆえばインデックス運用がアクティブ運用より効率的であると理論からは判断できるが、アクティブ運用が投資信託の代表的な方法として長く存在しているのは、市場は予想と同じように機能はしないため、アクティブ運用の手法が良い場合もあるためである。

③トップダウンアプローチとボトムアップアプローチ

トップダウンアプローチは国の経済成長率や為替、金利の動向などマクロ経済的観点から銘柄を決定するものである。今後経済成長率が見込める国や、株であればどこの株が好調か等、その時々の動向に応じて投資対象国や業種別の配分を決定し、銘柄を決める方法である。一方ボトムアプローチは国や業種は考えず、企業分析や調査を行なった上で、将来利益が見込める銘柄を選択して、投資信託を行う方法である。

第５節　運用の問題点

投資信託は投資家が専門家に委託して投資を行ってもらうものなので、株やFX とは異なり、貯金感覚で投資が行うことができるため気軽に始めることができる投資であることが特徴である。また、毎月分散型投資信託のように定期的に分配金が支払われるものもあるなど、投資家が投資に対するリスクが小さいと感じる商品が多いのも特徴であるといえる。

しかし日本の投資信託は短いスパンで人気の投資信託のランキングが変わり、また、人気であるものが必ずしも良いものであるとは限らない。投資信託はリスクが小さいように感じるが、実は日本では運用しにくい投資となっている。

日本で投資信託が誕生したのは 1951 年頃であるのに対してアメリカやイギリスは誕生から 100 年以上も立っている。アメリカは投資信託の市場規模が日本に比べて 10 倍以上もあり、個人金融資産の 13%を投資信託が占めている。これは預貯金と同等の割合であり、積極的に投資信託の運用が行われていることがわかる。これに比べ日本は預貯金が半分以上を占め、投資信託は 5～6%程度と非常に低い。

またアメリカは日本より金融リテラシーが進んでいることもあり、投資信託の運用成績が悪い場合素早く解約するのに対し、日本は運用成績の良し悪しがわからず、放置してしまう人が多く金融リテラシーの低さも問題点となっている。日本の投資信託は入れ替わりが激しいため、アメリカのように長期運用されている投資信託が少ないため多くの人々に利用されることが難しい状況にある。

このように日本は投資信託に対して知らないことが多いため投資信託を始めるにあたってとりあえず始めてみるという考えを持った人が多いことから、自分の運用目標を明確に持たず勧められるがままに買って投資信託を上手く利益に繋げられない人が多数なのである。このようなことが日本の投資信託の問題となっている。

第５章　制度の現状

この章では､投資信託の普及に大きな役割を果たすと考えられる 2 つの制度、すなわち、NISA と確定拠出型年金について述べていく。

第１節　NISA

前述したように、イギリスの ISA 制度をモデルに 2014 年 1 月に個人投資家のための税制優遇制度である NISA（小額投資非課税制度）が導入された。NISA とは、NISA 口座内で毎年 120 万円の範囲内で購入した金融商品から得られる利益が最長 5 年間非課税になるという制度である（非課税投資枠は最大 600 万円）。通常、株式や投資信託などの金融商品に投資をした場合、これらを売却して得た利益や配当に対し 20.315%の税金がかかるが、NISA を利用することで株式・投資信託等への投資から得られる配当金・分配金や譲渡益が非課税対象となる。しかし、5 年という短い非課税期間や対象となる金融商品に投資信託だけではなく株式などが含まれている点から家計の資産形成手段としては適していないと考えられる。そこで小額からの長期・積立・分散投資を支援するための非課税制度であるつみたて NISA が 2018 年 1 月に導入された。これは、非課税対象商品が長期・積立・分散投資に適した公募株式投資信託と上場株式投資信託（ETF）に限定されており、また、非課税期間が最長 20 年間と長期投資を前提としている点で家計の資産形成手段に適した税制優遇制度であるといえる。以下図表 7 は NISA とつみたて NISA を比較したものである。

	NISA	つみたて NISA
対象年齢	20 歳以上	20 歳以上
非課税期間	最長 5 年	最長 20 年
非課税枠（年間）	120 万円	40 万円
非課税枠（総額）	600 万円	800 万円
口座開設可能期間	2014~2023 年	2018~2037 年
投資対象商品	国内外の上場株式 （ETF・REIT を含む） 株式投資信託等	一定の要件を満たした 株式投資信託・ETF

ロールオーバー	可	不可
損益通算	不可	不可
投資方法	制限なし	定期的・継続的に 積み立てる方法

図表 7 NISA とつみたて NISA の比較

出典　金融庁 HP　「NISA の概要」「つみたて NISA の概要」より筆者作成

図表 7 からわかるように、つみたて NISA の年間非課税枠は 40 万円と一般 NISA より低いが、非課税期間が最長 20 年であるため非課税で保有できる投資総額は最大 800 万円となり、長期保有をすることで一般 NISA よりも高い効果が期待できる。つみたて NISA は小額から始められるという投資信託のメリットと長期投資によるメリットの両方を備えており、家計の資産形成手段として適しているといえる。

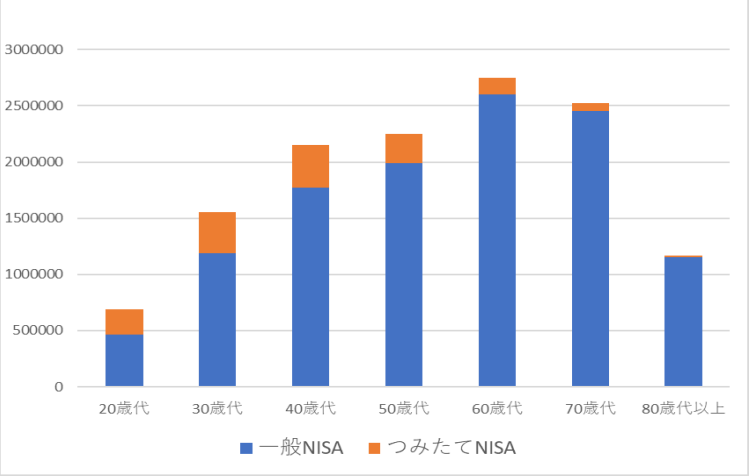
また、つみたて NISA の対象商品は、長期の積立・分散投資に適した一定の要件を満たす公募投信・ETF を対象としており、金融機関は、当該要件を満たす具体的な商品について金融庁に届け出ることとしている。公募投信の場合は、販売手数料がかからないノーロードファンドであること、信託報酬が一定水準以下（国内株のインデックス投信の場合 0.5%）であること、顧客に対して、その顧客が過去 1 年間に負担した信託報酬の概算金額を通知すること、信託契約期間が無期限または 20 年以上であること、分配頻度が毎月でないこと、ヘッジ目的の場合等を除きデリバティブ取引による運用を行っていないこと、という要件をすべて満たした商品とかなり限定されている。2019 年 10 月時点での対象商品の内訳は公募投信 166 本のうち、インデックス投信が 148 本、アクティブ運用投信が 18 本とそのほとんどがインデックス投信であり、アクティブ運用投信については、信託の設定から 5 年が経過し、かつ要件を満たした商品と限定されている。

一般 NISA では、非課税期間の 5 年間が終了したのち、保有している金融商品を翌年の非課税投資枠に移すというロールオーバーを行うことができるが、つみたて NISA ではこのロールオーバーを行うことができない。そのため、非

課税期間の 20 年間が終了したときには、NISA 口座以外の一般口座や特定口座に払い出される。さらに、これは一般 NISA、つみたて NISA に共通することだが、NISA 口座内での損失と他の口座で得た利益との相殺（損益通算）や口座間移動ができないという問題点もある。

つみたて NISA の世代別口座開設者では、20 歳代～40 歳代の割合が約 7 割を占め、新規口座開設者は非稼働である一般 NISA からの切り替えを合わせて約 8 割と、つみたて NISA の導入は主に若年層への投資の開始機会を促したといえる。投資信託の長期保有のメリットを考えると若年層から投資を開始することが望ましく、つみたて NISA 制度の導入による効果は大きい。金融庁の発表した「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査」によると、2019 年 6 月時点での NISA 口座数は 1,308 万 9,411 口座であり、うち一般 NISA は 1,161 万 8,539 口座、つみたて NISA は 147 万 872 口座、またジュニア NISA は 32 万 8,982 口座であるという。以下図表 2 は一般 NISA とつみたて NISA の口座数を年代別に比較したものである（2019 年 6 月末時点）。

図表 8　図年代別 NISA（一般・つみたて）口座数

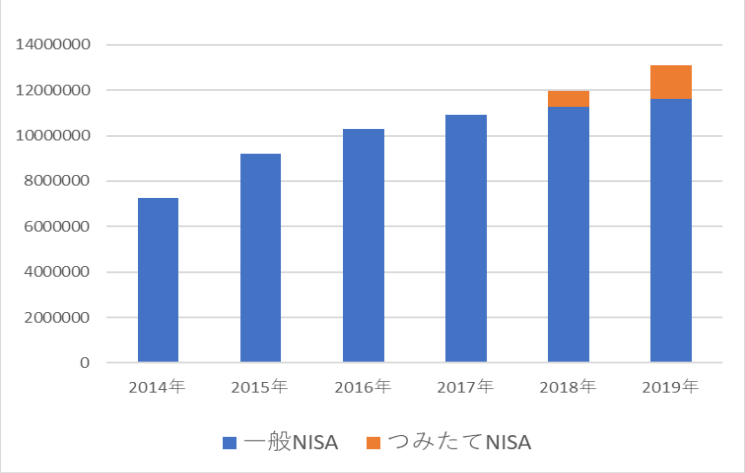


出典　金融庁 HP　「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査」より筆者作成

このように一般 NISA では、60 歳代までは年齢とともに口座数が増加しているが、非課税期間が最長 20 年間であるつみたて NISA は 40 歳代の 38 万 1,604 口座をピークにその口座数は減少している。

また、一般 NISA は 2014 年の制度導入時点から 3 か月で約 37%の 175 万口座増加するなど導入当時は著しい増加率をみせていたものの、その後の年増加率は 26.6%、11.7%、5.8%、3.4%、2.9%と減少傾向にある。しかし、2018 年のつみたて NISA 制度の導入以降 3 か月に開設されたつみたて NISA の口座数は約 51 万口座、一般 NISA の口座数は約 18 万口座と、つみたて NISA は NISA 口座全体の増加に大きく寄与したといえる。

図表 9 NISA 口座数の推移



出典　金融庁 HP　「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査」より筆者作成

つみたて NISA の導入などにより NISA 口座数は増加しているが、金融商品未購入、つまり口座を開設したがまだ金融商品を購入したことがない、という人が一定数いるのも事実である。投資信託協会の発表した「2018 年　投資信託

に関するアンケート調査」によると、NISA では口座開設者の 19.8%が金融商品未購入であるという。その理由としては、「投資に回すお金がない」「どの商品を購入してよいかわからない」「金融機関の勧めで口座開設しただけ」などが多い。また、「投資の知識がない」「制度の内容を知らない」「制度が複雑でよく理解できない」といった声も上がっている。非稼働口座率は、2016 年から 26.3%、24.1%、19.8%と年々減少してはいるものの、今後の対策が期待される。

2016 年 1 月からスタートしたジュニア NISA では 0~19 歳でも口座を開設することができ、毎年 80 万円を上限に最長 5 年間運用することができる。非課税期間が終了してもロールオーバーによる継続保有が可能である。NISA、つみたて NISA と異なる点は、払い出し制限があるということだ。やむを得ない場合に限り非課税での払い出しが可能であるが、原則 18 歳までは払い出しが制限されている。

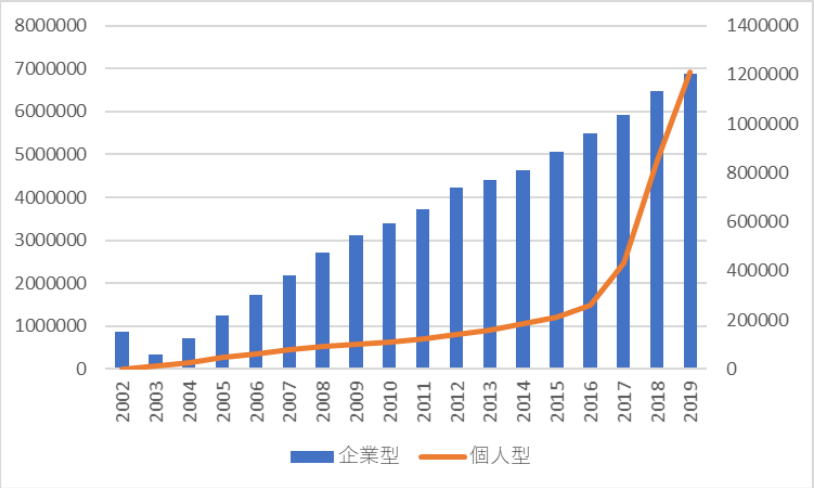
第 2 節　確定拠出年金

確定拠出年金とは、拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され、掛金とその運用収益との合計額をもとに年金給付額が決定される私的年金制度であり、2001 年に導入された。従来の確定給付企業年金は、企業などが支払った掛け金を金融機関が運用するものであり、将来受け取れる年金額がある程度決まっている。しかし、このような公的年金制度は、中小零細企業や自営業者に十分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などの問題があるため、確定拠出年金制度が導入されることとなった。

確定拠出年金には「個人型」と「企業型」の二種類がある。個人型確定拠出年金は iDeCo と呼ばれており、加入者が自らの責任で年金資産の拠出・運用を行うもので、掛け金全額が所得控除の対象となるため、所得税や住民税が軽減される。企業型確定拠出年金（企業型 DC）とは、企業が決まった掛け金を拠出し、加入者が自らの責任で管理・運用を行うものである。この場合、企業が掛け金を拠出するため、企業側が会社の損金として処理する。会社により、加入者が任意で企業からの掛け金に上乗せして拠出をする「マッチング拠出」が

認められているケースもある。企業型 DC では「国民年金の第 2 号被保険者で、労使合意に基づき確定拠出年金制度を実施する企業の従業員」、iDeCo では「自営業者（国民年金第 1 号加入者）または、勤務先の企業に企業年金制度がない会社員（国民年金第 2 号加入者）」と限定されていた加入対象者が、2017 年の制度改正により拡大され、iDeCo の加入対象者は、専業主婦などの国民年金保険第 3 号被保険者、企業年金を導入している会社の会社員、公務員等共済加入者まで広がった。2017 年の制度改正では iDeCo の加入可能範囲拡大のほか、拠出規制単位の年単位化やポータビリティ（制度間の資産移換）の拡充、DC の資産運用の改善などのさまざまな改正措置により、確定拠出年金のさらなる普及が期待されている。

図表 10　拠出年金（企業型・個人型）の加入者数の推移



出典　厚生労働省 HP「確定拠出年金の各種データ」より筆者作成

第６章　販売面の現状と問題点

第１節　多種多様な商品が存在している問題

国民の多様なニーズに応えるためや、販売チャネルが増加していることによって商品が多く存在しているのだが、「商品数が多すぎるために選択ができない」、「複雑で説明を聞いてもよく分からない」[2]といった意見が出ている。なぜ販売チャネルが増加してきているのか。それは投資の販売チャネルの自由化である。投資信託の販売は制度が創られてからは証券会社で独占していたが、「貯蓄から資産形成へ」とあるように家計の金融資産の多くが銀行や郵便局で預金として預けられている現状を踏まえ、銀行や郵便局で投資信託の販売を行えば、人々にとって証券会社と比べてより信頼があると考えられるので家計のお金が投資に動くと期待されたからである[3]。販売チャネルの純資産残高と比率は2019 年 6 月では証券会社が 73.0 兆円（72%）、銀行等が 28,0 兆円（27%）[4]である。このような考えを持って増えた販売チャネルによって、商品が多く存在していることが前述した「商品数が多すぎるために選択できない」、「複雑で説明を聞いてもよく分からない」という意見の唯一の原因となっているとは考えにくい。

むしろ、大きな原因として販売側が売買回転数を意識することにあると考えられる。投信法制見直し WG の最終方向によれば証券会社や銀行が顧客に保有ファンドを売却して新しいファンドを購入するようにする乗換え営業を展開しており、投信会社がこうした動きに呼応するように新しい投資テーマのファンドを提供していると報告している。つまり、多種多様な商品が存在し、顧客が困惑している理由として販売チャネルが増加していることも一つだが、販売側が売買回転数を意識していることも大きな原因だと考えられる。だからこそ、販売側の営業の形を見直す必要がある。

2　資本市場研究会　永沢裕美子　投資信託の現状と課題より引用
http://www.camri.or.jp/files/libs/980/201711081720145393.pdf
3　資本市場研究会　永沢裕美子　投資信託の現状と課題より引用
http://www.camri.or.jp/files/libs/980/201711081720145393.pdf
4　日興リサーチセンター　投資信託の販売チャネルの変化より引用
https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2019/07/8c7194278ff340e2706a12514e2696e9.pdf

第２節　手数料の問題

投資信託協会の「2018 年度投資信託に関するアンケート調査報告書」によれば、投資信託の現在保有層・保有経験層の投資信託で特に不満に感じる点として「元本保証がない」（19.7%）、手数料が比較的高い」（13.7%）とあることから、投資信託にとって手数料というものは大きな問題となっている。逆に言えば手数料体系を改善していくことで投資信託を普及していくことに対して大きな一助となるはずである。日本での投資信託のコストはｉ）購入時、ⅱ）保有中、ⅲ）解約時のタイミングで発生する。

ｉ）購入時→購入時手数料

投資信託を購入する際に販売会社に支払う手数料であり、購入代金とは別に徴収される。購入代金に所定の料率をかけた金額を負担することになる。

ⅱ）保有中→信託報酬

運用管理費とも呼ばれ、投資信託を保有しているときにかかるコストである。保有額に応じて、所定の料率をかけた金額が徴収され、販売会社・運用会社・受託会社に支払われる。

ⅲ）解約時→信託財産保留額

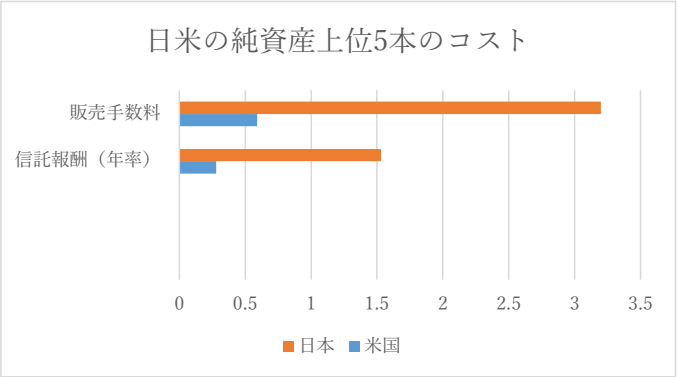
一般的に投資信託の解約時に徴収され、解約代金に所定の料率をかけた金額を負担することになる。

これらのコストは高いのかどうかを比べるためにアメリカと比較する。金融庁の 2016 年 3 月での調査では、日本の信託の純資産上位 5 本の平均販売手数料は 3.2%で、平均信託報酬は 1.53%である。米国はそれぞれ 0.59%と 0.28%である[5]。

下にあるグラフから見ても日本のコストはアメリカより高いと言える。

[5] マネー研究所　米国で進む投信販売革命　日本周回遅れより引用
https://style.nikkei.com/article/DGXMZO09774860R21C16A1000000/

図表 11



マネー研究所（2016）「米国で進む投信販売革命　日本周回遅れ」より筆者作成

ではなぜ日本とアメリカこのような差が生じているのかを述べていく。日本の販売会社は売買コミッション型の手数料体系を採用している。売買コミッション型とは販売側の主な収入源として購入時手数料に依存している。しかし、アメリカは残高フィー型の報酬体系を主に採用している。残高フィー型は購入時手数料の代わりに顧客の資産残高に応じてフィーをもらう体系である。この体系によってアメリカは購入時手数料、信託報酬を日本と比べて抑えることができていると考える。最近ではノーロードファンドというものが日本である。ノーロードファンドとは購入時手数料が無料のものである。この商品は購入時手数料が無料であるため、一見これからの投資信託普及の大きな一歩となると考えられる。しかし、このノーロードファンドは、購入時手数料が無料であったとしても信託報酬が高くなっている場合がある。このような現状は投資信託普及の大きな一歩になるとは考えくい。

第７章　提言

この章では、これまでの議論を踏まえて、我々の提言をおこなう。最初に、NISA の損益通算制度と繰越控除制度の導入について述べ、次に NISA の恒久化について論じる。最後に販売面での改善策を述べることにしたい。

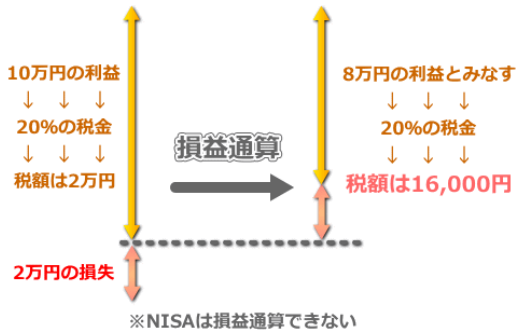
第１節　NISA の損益通算制度と繰越控除制度の導入とその無期限化

損益通算

現在の NISA 制度は保有している商品が値上がりしたり、配当や分配金を出すなど利益が出るとその商品にかかる税金が非課税になるというメリットがある。しかし、投資信託や株が値下がりすると NISA のデメリットが浮き彫りになってくる。そのうちの一つに NISA が損益通算の対象外であることが挙げられる。

まず損益通算とは何かを簡単に説明すると、株や投資信託を売って利益が出た場合、通常は利益の約 20%の税金がかかる。例えば A 証券での取引で 10 万円の利益が出た場合、支払う税額は約 2 万円である。このとき仮に、B 証券での取引で 2 万円の損が出た場合に損益通算というものが使える。損益通算をした場合、10 万円の利益−2 万円の損失=8 万円の利益・・・という具合に利益と損失を通算し、支払う税額は 8 万円の利益の 20%である約 16,000 円となる。

図表 12



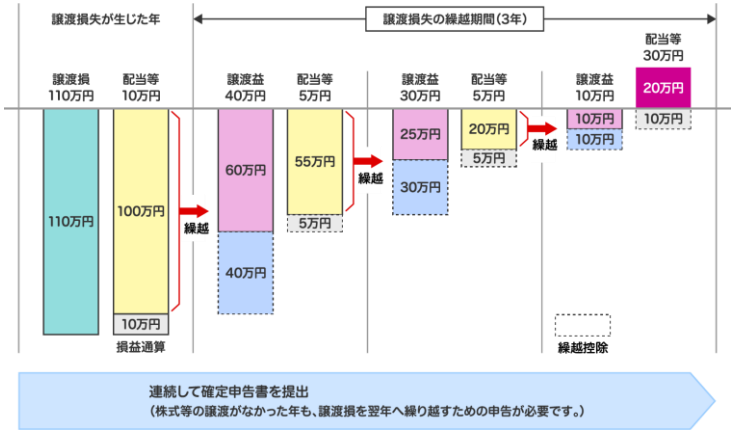
https://www.toushikiso.com/nisa/nisa_demerit.html から引用

普通の投資信託や株では損益通算制度が使えるが、NISA 制度では使えない。そこで NISA に損益通算制度を取り入れることで、これまでの NISA 制度のデメリットが改善されこれまで NISA に対し負のイメージを持っていた人々が投資信託を始めるきっかけとなると考えこれを提言とする。

繰越控除の無期限化

また NISA では繰越控除ができないこともデメリットの一つとしてある。繰越控除とは何かを図で表すと、以下のようになる。

図表 13



https://www.daisenhinomaru.co.jp/visitor/soneki/から引用

日本では繰越控除は他の株や投資信託では三年間の期限はあるものの、制度として導入されている。しかし世界を見てみると、繰越控除は無期限である国が多い。イギリス、フランス、シンガポールは無期限である上に、限度額なしの繰越が可能である。日本は投資信託の長期運用が難しいことは第 4 章で説明した。

そこで NISA に繰越控除の無期限化を導入することで投資信託の長期運用の実現を目指すことができ、これもまた損益通算制度の導入と同様に投資信託普及率の向上につながると考え提言とする。

第 2 節　NISA 制度の恒久化

第 5 章では、個人投資家のための税制優遇制度である NISA、つみたて NISA 制度の導入が投資信託の普及を促進したと述べた。NISA の保有金融商品では投資信託が 46.3%、つみたて NISA では 77.4%（2018 年）を占めており、NISA 制度

コメントの追加 [r1]: ？

を利用することで家計の資産形成手段としての投資信託をより普及することができると考える。

しかし、現行制度では、投資可能期間（口座開設期間）が一般 NISA およびジュニア NISA は 2023 年まで、つみたて NISA は 2037 年までとなっており、NISA は 2020 年以降、つみたて NISA は 2019 年以降に新たに口座を開設し投資を行う場合、運用時に非課税の対象となる累積投資総額が減少する。日本証券業協会が 2016 年に実施した調査においても、今後 NISA の改善すべき点として、個人投資家の 51%が「非課税期間の拡充」、20%が「口座開設可能期間の 延長・恒久化」を挙げている。

NISA のモデルとなった英国の ISA 制度は 1999 年の導入当初より非課税期間は恒久とされていたが、口座開設期間には 10 年間という期限があった。しかし 2008 年には、ISA の英国民への幅広い普及、特に低所得者層や若年層に対しての普及を高く評価し、制度の恒久化が決定された。 恒久化決定の背景には金融機関や業界団体からの強い要望もあったという。ISA 制度の恒久化以降、資産残高及び利用者数は増加していき、現在では英国成人人口の約半数が ISA 口座を保有している。このように、英国では制度の恒久化によって ISA が多くの国民に受け入れられ、英国民全体の貯蓄率の向上に繋がったという実績がある。

日本でも、2017 年の税制改正要望案から毎年金融庁によって NISA の恒久化が要請されている。平成 31 年度の税制改正要望案では、家計の安定的な資産形成の実現という項目において、NISA 制度の恒久化が挙げられている。具体的な要望事項は、『家計の安定的な資産形成を継続的に後押しする観点から、NISA 制度(一般・ジュニア・つみたて)について、恒久措置とすること。なお、「つみたて NISA」については、開始時期にかかわらず、20 年間の長期・積立・分散投資のメリッ トを享受できるよう、制度期限(2037 年)を延長すること。』となっている。また、NISA 制度の恒久化は金融庁だけでなく、全国銀行協会からも要請されている。現在、NISA 制度は家系の安定的な資産形成ツールとして広く定着している段階であり、制度の持続性を確保することが、資産形成を最も必要としている若年層への投資信託の普及を促進すると考え提言とする。

第３節　販売面の提案

日本で投資信託の普及率を上げていくためには売買ミッション型の商品だけではなく残高フィー型の商品も積極的に採用いくべきである。売買コミッション型は現在の日本で多く採用されている報酬体系である。ちなみに今日では米国を中心に残高フィー型の報酬体系を採用している。売買コミッション型で得ることができる収入は取引回数に依存するものであり、顧客が商品を売ったり買ったりした時点で収入になる。つまり、販売側は収益を増やそうと考えた場合は顧客の利益を考慮することなく､商品の販売回転数にこだわることになる。その結果として売り買いを繰り返すことで販売側の売り上げは上がるが、顧客側はその売り買いに発生する手数料分だけ損をすることになる。これはフィデューシャリー・デューティーに則っているとはいえない。

そこで我々は売買コミッション型の商品だけではなく残高フィー型の商品を積極的に採用していくことを提案する。残高フィー型とは顧客の資産残高に応じて手数料を頂く形である。簡単に言えば、顧客の利益が増えれば販売側の収益も増え、顧客の利益が減れば販売側の収益も減ることということである。つまり顧客目線の営業が可能になるということだ。

この残高フィー型のデメリットとして「リバースチャーミング」というものが存在する[6]。リバースチャーミングとは商品の売買をもともとあまり行わない顧客が残高フィー型によって発生する手数料を支払わなければならないという状況である。このような顧客にとって残高フィー型に移行することで売買コミッション型の時に支払っていた手数料より高くなることがあるのだ。しかし、このような顧客は商品の売買に経験があると考えられる。だからこそ残高フィー型の報酬体系になった時点で株式投資に移行していくはずである。よって我々はリバースチャーミングについて強く考慮しないとする。そして、残高フィー型によって株式投資に移行していくという点から株式市場の活性化にも繋がる。また、残高フィー型に変更していくことで販売側の利益が約束されない等の意見があるかも知れない。しかし、真に顧客目線であれば新規の顧客が増

[6] 野村資本市場研究所　野村資本市場研究所　岡田功太、杉山裕一　変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス―米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響―より引用

えていくと予想される。

また、「貯蓄から資産形成へ」というスローガンが示すように、日本の人々は未だ銀行に頼っている。だからこそ証券会社だけではなく、銀行も含めた全ての金融機関の投資信託で売買コミッション型の商品だけではなく残高フィー型の商品を採用していくべきである。このように投資信託の普及率を上げるには手数料体系、報酬体系を見直さなければならない。これは投資信託に対する不満として手数料が比較的高いという項目が非常に多いということへの対応にもなる。もっとも、実際に日本で残高フィー型に移行する動きが全くないわけではない。楽天証券では IFA 向けではあるが残高フィー型を採用した制度が既に完成している[7]。

[7] 楽天証券株式会社　国内初、IFA に新たな報酬体系が誕生より引用 https://www.rakuten-sec.co.jp/web/company/newsrelease/pdf/press20181122.pdf

終章

本論文では、日本では高齢化、マイナス金利政策の導入、インフレ発生の予測から資産形成を行っていく必要性が言われているが、資産形成が進まず、預金・現金の保有が多いことから資産形成の１つである投資信託を普及させる方法を議論してきた。

本論文の提言からあるように投資信託の問題を解決し、普及させるためには販売・運用・制度の全ての面からの改良が必要であると考える。

販売面では真に顧客本位の業務営業を定着していかなければならない。フィデューシャリーデューシャリーにのっとるためにも現在日本で多く採用されている手数料体系である売買コミッション型から残高フィー型に移行していく必要がある。残高フィー型にすることで、販売側も取引回数による手数料に依存せず、真に顧客本位の営業が可能となる。

運用・制度面では NISA に焦点を当て、提言を行った。NISA に損益通算制度導入、繰越控除の導入そして無期限化を図り、顧客に対してより柔軟に対応していくことでの定着化を図った。

また、現行の NISA 制度であっても、英国で ISA 制度が恒久化したことによって英国成人人口の約半数が ISA 口座を保有したことがあるように、恒久化することによって普及する可能性は大いにある。

以上の、制度・運用・制度のそれぞれに焦点を当てた政策を行うことで、投資信託の普及率だけでなく、満足度を上げていくことが可能になり、投資信託をはじめとする資産形成が定着していくと考えられる。

参考文献・URL

ゴールドマンサックス投信（1998）『投資信託革命』日本経済新聞社

田村威（2018）『十五訂　投資信託―基礎と実務―』経済法令研究会

杉田浩治（2019）『投資信託の世界』金融財政事情研究会

三菱 UFJ 信託銀行　「用語解説」
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/yougo_kensaku/kaisetsu/en_i/en_i_004.html＞2019 年 10 月 9 日アクセス

辻・本郷　税理士法人　「NISA のモデルになったイギリスの ISA とは？」
＜https://www.ht-tax.or.jp/htmedia/?p=852＞2019 年 10 月 12 日アクセス

ガベージニュース　「日本の家計資産残高は増加、1885 兆円に…日米家計資産推移（最新）」
＜www.garbagenews.net/archives/2067203.html＞2019 年 10 月 12 日アクセス

一般社団法人　信託協会　「海外における信託の歴史」
＜https://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/history/trusts_overseas.html＞
2019 年 10 月 12 日アクセス

日本証券経済研究所　杉田浩治　「投資信託の制度・実態の国際比較（1 部）」
＜www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf＞2019 年 10 月 12 日アクセス

投資信託協会　「そもそも投資信託とは？」
＜https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/＞2019 年 10 月 15 日アクセス

やさしい投資信託のはじめ方　「NISA のデメリットと損失を出さないための政策」
＜https://www.toushikiso.com/nisa/nisa_demerit.html＞2019 年 10 月 15 日アクセス

なるナビ　「日本の投資信託の問題点」
＜https://www.naru-navi.com/shintaku-13/＞2019 年 10 月 15 日アクセス

大山日ノ丸証券　「損益通算と繰越控除」
＜https://www.daisenhinomaru.co.jp/visitor/soneki/＞2019 年 10 月 15 日アクセス

金融庁　「NISA とは？」
＜https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html＞2019 年 10 月 6 日アクセス

金融庁　「つみたて NISA 対象商品の概要について」
＜https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-2/28.pdf＞2019 年 10 月 6 日ア

クセス

金融庁　「税制改正要望項目」
＜https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/19zeikai.pdf＞2019 年 10 月 6 日アクセス

SBI 証券　「NISA ロールオーバーとは？」
＜https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_nisa&cat1=nisa&cat2=nisa&dir=nisa&file=nisa_rollover.html＞2019 年 10 月 8 日アクセス

一般社団法人　全国銀行協会　「平成 31 年度税制改正に関する要望」
＜https://www.zenginkyo.or.jp/news/opinion/2018/n9743/＞2019 年 10 月 8 日アクセス

りそな銀行　「わかりやすく解説！はじめての確定拠出年金」
＜https://www.resona-tb.co.jp/401k/begin/about/＞2019 年 10 月 12 日アクセス

三井住友銀行　「確定拠出年金とは（個人型と企業型）」
＜https://www.smbc.co.jp/kojin/401k/kakutei/＞2019 年 10 月 12 日アクセス

厚生労働省　「確定拠出型年金制度」
＜https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/index.html＞2019 年 10 月 15 日アクセス

野村資本市場研究所　岡田功太、杉山裕一　「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス―米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響―」＜http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017win09.pdf＞2019 年 10 月 7 日アクセス

日興リサーチセンター　「投資信託の販売チャネルの変化」＜https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2019/07/8c7194278ff340e2706a12514e2696e9.pdf＞2019 年 10 月 7 日アクセス

資本市場研究会　永沢裕美子　「投資信託の現状と課題」<http://www.camri.or.jp/files/libs/980/201711081720145393.pdf>2019 年 10 月 7 日アクセス

松井証券　「投資信託のコスト」＜https://www.matsui.co.jp/service/fund/study/cost/＞2019 年 10 月 7 日アクセス

投資信託協会「2018 年度投資信託に関するアンケート調査報告書」＜http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2018/＞2019 年 10 月 5 日アクセス