

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

第 6 テーマ

資産形成手段としての投資信託

10

15

20

25

30

甲南大学 大塚ゼミナール 三宅 班

目次

はじめに

5	第1章 日本の投資信託の概要
	第1節 投資信託とは
	第2節 投資信託の仕組み
	第3節 投資信託の歴史
10	第2章 日本と米国との投資信託の比較
	第1節 米国の投資信託とは
	第2節 米国の投資人口が増えた理由
	第3節 日米家計資産構成
15	第4節 日米との違い
	第3章 日本の投資信託の現状
	第1節 投資信託市場の比較
	第2節 家計金融資産に占める投資信託の割合
20	第3節 投資信託の認知状況
	第4節 家計金融資産の総額
	第5節 投資信託の保有状況
	第6節 問題点
25	第4章 提案
	第1節 確定拠出年金
	1項 確定拠出年金の概要
	2項 提案した理由
	第2節 NISA 制度改革
30	1項 NISA の概要
	2項 提案した理由・メリット
	3項 問題点・デメリット

はじめに

2014年7月、金融庁より公表された「金融モニタリングレポート」は、投資信託の販売を業務とする銀行にとって衝撃の大きい内容のものであった。日本の家計金融資産規模は米国に次いで世界2位と大きいですが、預貯金の比率が50%超、株式・投資信託の比率14%程度と、その比率は米国と全く対照的な数字となっています。日米家計の金融資産選択行動の違いは、結果として金融資産の成長率に反映され、過去20年間（1993年から）で日本の家計金融資産が約1.5倍増えたのに対して、米国では約3.4倍にも達しています。家計の資産運用の手段として投資信託がとりわけ重要であるが、日本では家計金融資産の4.8%にとどまっております。うち銀行を窓口として購入されたものが約4割を占めています。しかしながら、足元（2009年以降）では、銀行は預金残高を伸ばす一方で、投信残高は大きく増えてはいませんが、投資信託の販売による収益は大きく伸ばしています。つまり、顧客による投資信託の保有期間が短期化し、乗り換え販売が行われていると推察されます。（実際、2013年の投資信託協会の調査によると、主要行の顧客の平均保有年数が2.5年、地域銀行で2.8年という結果が得られています）。また、銀行で多く販売されている商品の動向をみると、毎月の分配金の高い特定の売れ筋の商品が時期によって入れ替わる傾向が見て取れます。売れ筋商品のほとんどがこうした毎月分配型商品になっているのが大きな特徴であります。そこで、モデルケースとして、2003年3月末から10年間、2年毎にその時々々の最も人気のあった投資信託に乗り換える売買を行った場合の収益状況について試算した結果、顧客は10年を通じて投資した資産は3%減少したことが判明しました。以上、今回のモニタリングレポートには、「貯蓄から投資へ」の役割を大きく担うはずの銀行が本来あるべき販売姿勢から逸脱し、手数料重視を背景とした短期売買で投信残高が増えていない現状に対して反省を促すとともに、営業員の業績評価体系にその問題の根本があるとまで言及する前例のないレポートとなりました。また、過度の分配金引き上げ競争が投資家の誤解を招く危険性があり、投資信託の商品性の正しい理解と家計金融資産の長期的成長を阻害していることも指摘されています。銀行が投資信託販売を開始して17年が経過しようとしています。1998年の販売開始当初、銀行は果たして今

のような販売スタイルを目指した結果として現状に至っているのだろうか。当初、銀行がリスク商品の販において証券会社と肩を並べるほどに成長するとは、多くの人は予想していませんでした。確かに、これまでの銀行による販売残高ベースでの貢献は評価できるところではあるが、証券会社的な営業手法（市場
5 予測に基づく該当商品の短期乗換営業）と変わのない販売のあり方は、本来銀行が目指すべきものは違ったのだったのではないのでしょうか。本論文は、国民経済的な観点で、また個人投資家レベルにおいて、そして、銀行にとっても最適な投資信託の販売のあり方を考察し提言を行うものである。筆者らは、現状
10 の販売手法はそれぞれの主体に長期的なメリットはなく（銀行が短期的な利益を享受しているだけの状態）、お互いが長期均衡を達成でき、「国民一人一人が少なからずリスクを負い、投資活動を活性化させることによって、経済の新陳代謝を向上させ、日本の経済成長へつながる状態」を実現し、「貯蓄から投資へ」の構築を目指しています。

15

20

第1章 日本の投資信託の概要

第1章では、日本の投資信託について3つに分けて述べます。第1節では投資信託とは何か、第2節では投資信託の仕組みについて、第3節では投資信託の
5 歴史について。

第1節 投資信託とは

投資信託とは、わかりやすく言えば、投資家から集めた資金を大きな資金としてまとめ、運用の専門家が債券などに投資・運用する商品で、その運用の成果
10 が投資した人達へ投資額に応じて分配される仕組みの金融商品です。集めた資金をどのように使うかは投資信託ごとの運用方針に基づき専門家が行います。投資信託は、投資家から集めた資金を元に「販売会社」「委託会社（運用会社）」「受託会社（信託銀行）」の3機関が役割を分担し、運用されています。このようにして運用によって得られた収益は、販売会社を通して分配金や基準価額
15 へ上乗せされて、最終的に投資家へ還元される仕組みとなっています。販売会社投資信託の募集および販売を行い、投資家から資金を集めます。委託会社資金をもとにファンドを組成し、受託会社へ運用の指図を行います。受託会社委託会社の指図をもとに受託した資金を株式や債券などに投資し、資金の管理を行います。

20 それでは販売、運用、資産の保管を行う仕組みを詳しく見てみます。

第2節 投資信託の仕組み

1. 販売会社（証券会社、銀行など）の役割

5 投資家ごとの口座を管理し、投資信託の販売や換金、分配金・償還金の支払いなどを行います。また、投資家が資産運用する際の質問に答えたり、相談にのったりもします。いわば、投資家と投資信託をつなぐ「窓口」だと言えます。

2. 投資信託運用会社の役割

10 投資信託を作り（設定）、投資家から集めた資金（信託財産）を運用します。運用会社では、経済・金融情勢などに関するさまざまなデータを収集・分析し、専門家がノウハウを駆使しながら、信託財産をどの資産にどうやって投資するのかを考え、信託銀行に対して運用を指図します。投資信託を作り・運用する運用会社は、投資信託において最も重要な役割を果たしているといえます。

図1



（出所） 投資信託協会より 筆者作成

15 3. 信託銀行の役割

20 投資家から集めた資産を大切に保管・管理します。信託銀行は運用会社からの運用の指図に従って、株式や債券などの売買や管理を行います。なお信託銀行では、投資家から集めた信託財産を自社の財産とは区別して保管・管理（分別管理）していて、いわば投資信託の金庫番のような役割を果たしているといえます。

第三節 投資信託の法制度と歴史

日本の投信は投資信託法（以下、投信法）とともに拡大している。中でもとりわけ大きな改正は、1998年の日本版金融ビッグバンを目指した金融・証券制度の大改革である。改革の内容は以下図表2の通りである。1998年改正の主旨は、投資家の自己責任性への移行であります。

投信法1998年改正の要点

- 1 フリー・フェア・グローバルの原則
- 2 投信業務参入の自由化や運用規制の撤廃や緩和
- 3 保護主義から自己責任主義へ移行
- 10 4 金融機関の投信窓販の導入
- 5 約款の承認制から届け出制に改正
- 6 外部の公認会計士による会計監査制度が導入

また、2014年には、多様化・複雑化した投信商品に対して、投資家の適切な投資判断を促すためのディスクロージャーも法整備がなされました。

15 投信法2014年改正の要点

- 1 ディスクロージャーの整備
 - 2 運用報告書の二段階化
 - 3 トータルリターン把握のための通知制度導入
 - 4 リスク量の制限
- 20 2016年1月29日に日銀がマイナス金利導入を決定し、一時的に円安株高となりましたがそのあとは結局円高株安となり、国内では初の長期金利がマイナスとなるなどまさに異次元の状況となっています。この状況の中、投資信託はどのような動きをしているのでしょうか？各資産のインデックスファンド（注1）や

バランス型ファンドの動きについて確認してみました。

● 国内の動き

マイナス金利の導入が決定し、日経平均は2/1に17,900円の高値を付けてから安
中でも、メガバンクの満期が2年から10年の定期預金を最大半分程度まで金利を
5 引き下げると発表し、各銀行もすでに定期預金の金利引き下げなど発表してい
ます。一つの例としてマイナス金利の影響でソニー銀行が円普通預金の金利を
1/20にしました。国債などの債券で運用されるMMFは、国内の資産運用会社全11
社が新規募集の停止を決めています。個人向け国債は10年物が募集中止となり
ました。すでに募集を停止している2年物、5年物とあわせてこの方式での国債
10 は購入ができなくなっています。ただ、これ新窓販国債のことで、広く知られ
ている個人向け国債ではありません。そのためマイナス金利時代には個人向け
国債は以下の特徴があるので重宝されるかもしれません。

・元本割れしない

・1年以上保有していれば中途解約しても元本割れしない

15 ・利回り

投資信託には、制度上の種類、投資信託の種類いろいろな側面からの分類の仕
方があります。まずは、投資信託の制度的な側面から、いくつかの区分けの仕
方をみていきます。

20 注

1) インデックスファンド

市場平均（ベンチマーク）と同じような動きをする運用を目指すファンドです。
ここで言う市場平均とは「日経平均株価」「TOPIX」など、いわゆる株価指数で
す。

25

● どのような形態か

契約型・・・運用会社と信託銀行が信託契約を結ぶことにより組成される投資信託

5 会社型・・・投資を目的とする法人を設立することによって組成される投資信託(投資法人)

* 日本においては、契約型が主流で、会社型はJ-REIT(不動産投資法人)などを中心に用いられています。

購入できるのはいつか

10 単位型・・・投資信託が立ち上がる期間(当初募集期間)にのみ購入できる投資信託

追加型・・・原則的に、投資信託が運用されている期間中いつでも購入できる投資信託

● 誰でも買えるのか

公募・・・多数の投資家に取得させることを目的とした投資信託

15 私募・・・機関投資家などのみに取得させたり、ごく少数の投資家に取得させることを目的とした投資信託

● 払い戻しに応じるかどうか

オープンエンド型・・・原則的に、運用期間中払い戻しに応じる投資信託

20 クローズドエンド型・・・運用期間中、払い戻しに応じない投資信託約款に「株式に投資できる」との記載があるかどうか

株式投資信託・・・約款に株式に投資できる旨が記載されている投資信託

公社債投資信託・・・約款に株式には投資しない旨が記載されている投資信託

は最低でも0.05%が保証されています。

● 導入経緯

資産運用の必要性

「貯蓄から投資へ」という言葉を耳にしたり、目にする機会が増えています。

- 5 これは、大切なお金を低金利の預貯金に眠らせるのではなく、元手として積極的に働かせる努力が必要になってきたということ。ではどうして今、「投資」が求められているのでしょうか？その背景を理解するために、時代を遡って一緒に考えていきましょう。

貯蓄でお金が殖えた時代。高度経済成長期。

- 10 金融の世界で「貯蓄」と呼ばれるこうしたお金は、かつては高い金利のおかげで「ただ預けているだけ」で増えていきました。高度経済成長期を迎え、日本が先進国へと駆け上がっていたころの話です。その後も日本経済は順調に成長を続け、1989年末には日経平均株価が最高値（38,915円87銭）を記録。まさしく、順風満帆な経済情勢だったといえるでしょう。ところが90年代に、状況は
- 15 一転。バブル経済が崩壊し、地価や住宅価格の急落などにより不良債権が拡大し、大手金融機関も相次いで破綻に追い込まれてしまいました。戦後初のマイナス成長を余儀なくされ、日本銀行はゼロ金利政策を敢行。低金利時代の幕開けとともに、銀行や郵便局に「ただお金を預けているだけ」では、貯金はなかなか増えなくなってしまいました。

- 20 金利（公定歩号）の推移

漠然とした将来への不安……

恒常化する低金利時代に加えて、気にかかるのは将来の「年金」のこと。日本の年金制度は基本的に、今の現役世代から集めた掛金を今の年金世代に渡すしくみになっています。ところが日本では「少子高齢化」が急速に進んでいるので、現役世代が減り、年金生活者を支えることが難しくなっています。老後の生活費を年金だけに頼るのは難しそうです。

- 25

第2章 日本と米国との投資信託の比較

第1節 米国の投資信託とは

5 ミューチュアル・ファンド (Mutual Fund) と呼ばれるファンド設定後常時換金可能なオープン・エンド型投資信託, 設定後換金不可のクローズド・エンド型投資信託, ユニット・インベストメント・トラスト, ETF (Exchange-Traded Fund) から構成される (これらの仕組みについては次節参照)。投資信託の合計純資産残高は, 第1図のように推移しており, 07年末で13兆ドル (106円/米ドルで換算すると1,378兆円) に達します。このうちミューチュアル・ファンドが12兆ドルと大部分を占めるが, ここ2~3年はETFの増加も目立っています。ミューチュアル・ファンドは, 米国家計の約半分が保有し, 中産階級の主要な投資商品になっている。投資信託の純資産残高は, 商業銀行全体の総資産残高を上回っており (同第1図), 金融仲介の主要なパイプとして, 主として家計部門の余剰資金を, 資本市場を通じて企業部門や政府部門, 海外部門などに供給する役割を果たしています。

15

● 米国の投資信託の仕組み

投資信託は, 一般大衆から資金を集めて, それを資金運用の専門家が証券等に分散投資し, 運用成果を投資家に分配する仕組みである。前記のように, 米国の投資信託はミューチュアル・ファンドが大部分を占めるが, ミューチュアル・ファンドは, ファンド自体が一つの投資会社の形態をとった会社型投資信託であり, 日本や欧州主要国で広く普及している契約型投資信託とはやや異なったものである。

20

● 種類

25 ミューチュアル・ファンドは, 資金の運用対象によって, 株式にのみ投資をする株式ファンド (Stock Fund), 確定利付債券にのみ投資をする債券ファンド (Bond Fund), 株式や債券, デリバティブに投資するハイブリッド・ファンド (Hybrid Fund), CPなどの短期金融商品を中心に投資するMMF (Money Market Mutual Fund) に分類されます。

30

第2節 アメリカの投資人口が増えた理由

確定拠出年金の広がりに応じて投資信託の残高も急激に伸びたからである。アメリカでは1978年に同制度が導入されたが、導入後14年で投資信託残高は30倍に急増、現在は35年にあたるが300倍まで飛躍的な伸びを見せています。実は、日本が確定拠出年金を導入してから14年が経過するのだが、投資信託残高は当時の2倍に増えているもののアメリカとは比べ物になりません。日本の確定拠出年金制度は大企業においてこそ導入が増えてはいるが中小企業ではほとんど進んでおらず、企業型で加入者が507万人（サラリーマンの10人に1人）、個人型にいたってはたったの20万人という状況である。アメリカの加入者は、長い歳月のなかで長期の積立投資を実践し、エンロン事件やリーマンショックがあっても長期で報われた投資を体験学習できたことが非常に大きい。長年の成功体験の長年の積み重ねを通して、投資のカルチャーが醸成されていったのではないだろうか。

15

第3節 日米家計資産構成

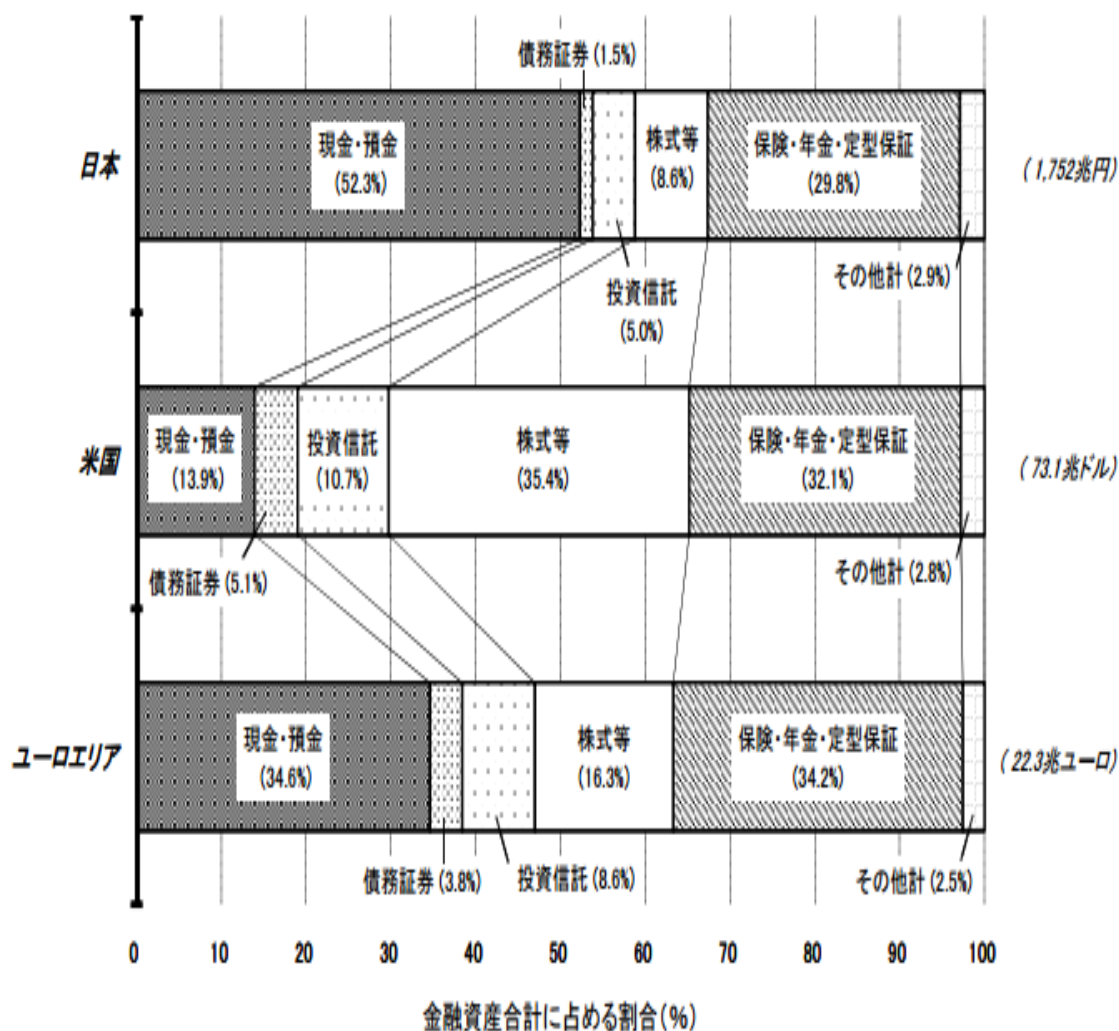
日本銀行調査統計局がまとめた「家計の金融資産構成」で、日本の家庭における金融資産合計に占める割合を見てみると、現金・預金はなんと52.3%。家庭における金融資産の半分が預金や現金ということになります。一方、リスク資産を見てみると、「株式等」「投資信託」「債務証券」を合わせても15.1%にしかありません。その理由は、戦後の政策にあると考えられます。太平洋戦争後、日本政府には復興のためのお金がありませんでした。そこで、個人が持っているお金を、当時国営だった郵便貯金に預けさせ、活用する方法が考えられました。貯蓄広報中央委員会という機関が、貯蓄を奨励するさまざまな広報活動を行いました。このとき、貯蓄を美德とする日本人のマインドが形作られたのではないかと考えられます。一方、株式投資については、制度面で多くのデメリットがありました。たとえば、株式投資の委託売買手数料は、当時、取引額の1%もかかっていたそうです。これが法律で定められていました。さらに、売却の際には、手数料に加えて有価証券取引税もかかったとのこと。国は制度的にも、株式投資から預貯金へ資産運用を誘導していたのではないかと考えられます。郵便貯金に集められたお金は、財政投融资として、成長部門に集中的に使われ、日本の急速な経済成長を成し遂げました。もし、株式投資のように、個人の少

20
25
30

ないお金がバラバラに投資されてしまっていたら、日本はここまで早く復興し、発展することはなかったかもしれません。預金は引き出しなどの自由度が高く、元割れリスクもない資産運用方法です。だが、インフレに弱いというデメリットもあります。仮に金融資産の半分がインフレの影響を受けてしまったときのことを考えると、リスクは分散したほうが安全なのかもしれません。また、日本の発展を支えてきた預金だが、現代においては、戦後のような一点集中型の投資では、発展は難しいでしょう。日本経済のためにも、新たな資産運用の文化を形作っていかねばならないかもしれません。

5

10 図 1



*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

参考：資金循環の日米欧比較 | 2016年12月22日 日本銀行調査統計局
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

図1のアメリカの家庭における金融資産合計に占める割合を見てみると、現金・預金は13.9%しかありません。他方、株式等は35.4%、投資信託10.7%、債券5.1%の割合を占めています。いわゆるリスク資産だけで51.2%という計算です。確かに、アメリカではリスク資産の運用がさかんであると言えそうです。とはいえ、単に「ハイリスク・ハイリターン」の投資を、むやみに好んでいるというわけではないようです。アメリカでは、預貯金だけでなく、さまざまな資産運用方法を考えたうえで、リスク分散をしていると考えられます。その理由としては、金融教育が活発である点が挙げられます。アメリカの経済教育協議会は、各州に対して隔年で、K-12（幼稚園に入園してから高校を卒業するまでの13年間のこと）の期間における個人金融教育の状況を調査しています。その2014年の結果を見てみると、43の州が個人金融教育に関する教育基準を持ち、それに応じた教育を行っているとのこと。つまり、半分以上の州において、日本でいう学習指導要領のようなものに、金融教育が組み込まれているということになります。

5

10

15

アメリカの資産運用事情を見てみると、民族性や国民性というよりも、知識や理解の有無が資産運用の傾向に表れていると言えそうです。

第4節 日米との違い

20 アメリカの投資家がファンド購入時にもっとも気をつけるべき点は何かという

① 運用報酬率（運用コスト、信託報酬のことである。）

25 ② 過去のパフォーマンス

③ 投資リスクという順番で結果が出ている。

30 投信選びで最も重要であるのが信託報酬つまり運用コストであることを理解しています。

対して日本の投資家はどうかというと、

「投資信託購入の決め手となったもの」という問いへの回答について、

「安全性の高さ」「値上がり期待」「過去の運用実績」の順になっています。

過去のパフォーマンスと投資リスクという点で重なる部分はあるものの、最も大切な点である「運用コスト」についての結果はありませんでした。

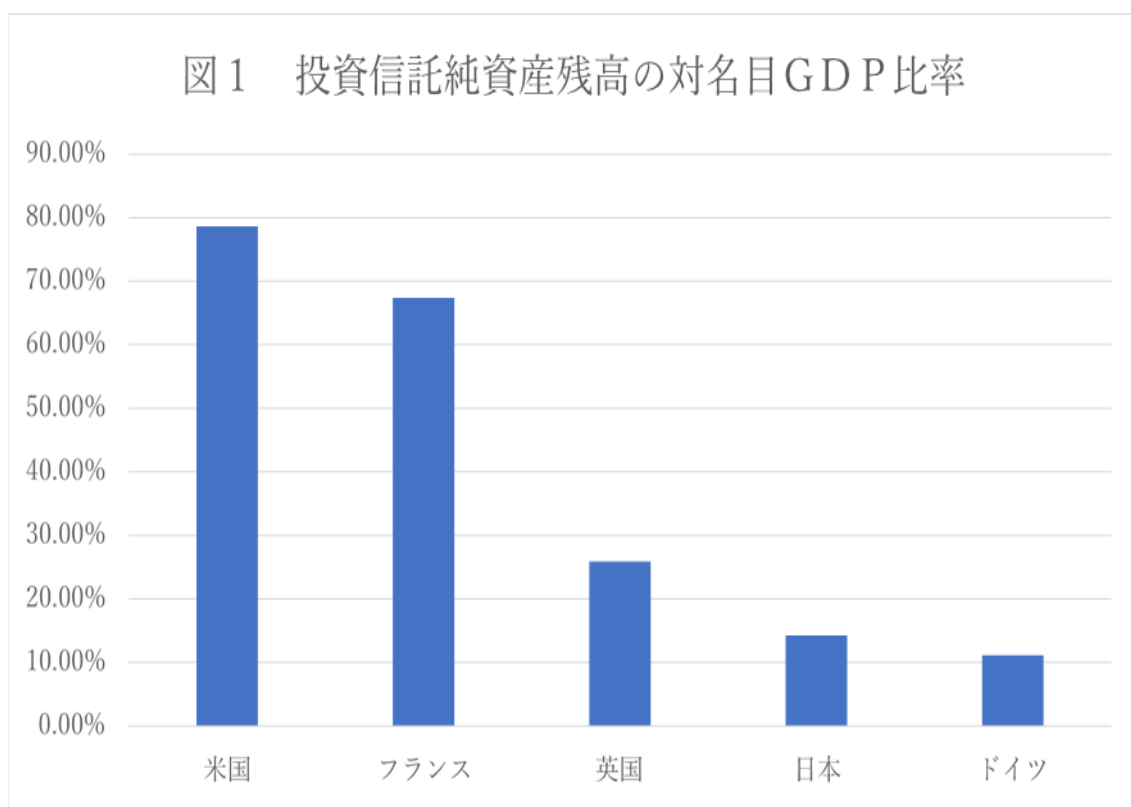
35

日米投資家の意識の最大の違いはこの『運用コスト（信託報酬）』についてである。日本人投資家がアメリカ人投資家に見習うべき点はずばりここだと思います。

5 第3章 日本の投資信託の現状

第1節 投資信託市場の比較

諸外国と比較すると、我が国の投資信託市場は経済規模に比べて小規模にとどまっています。（図1）



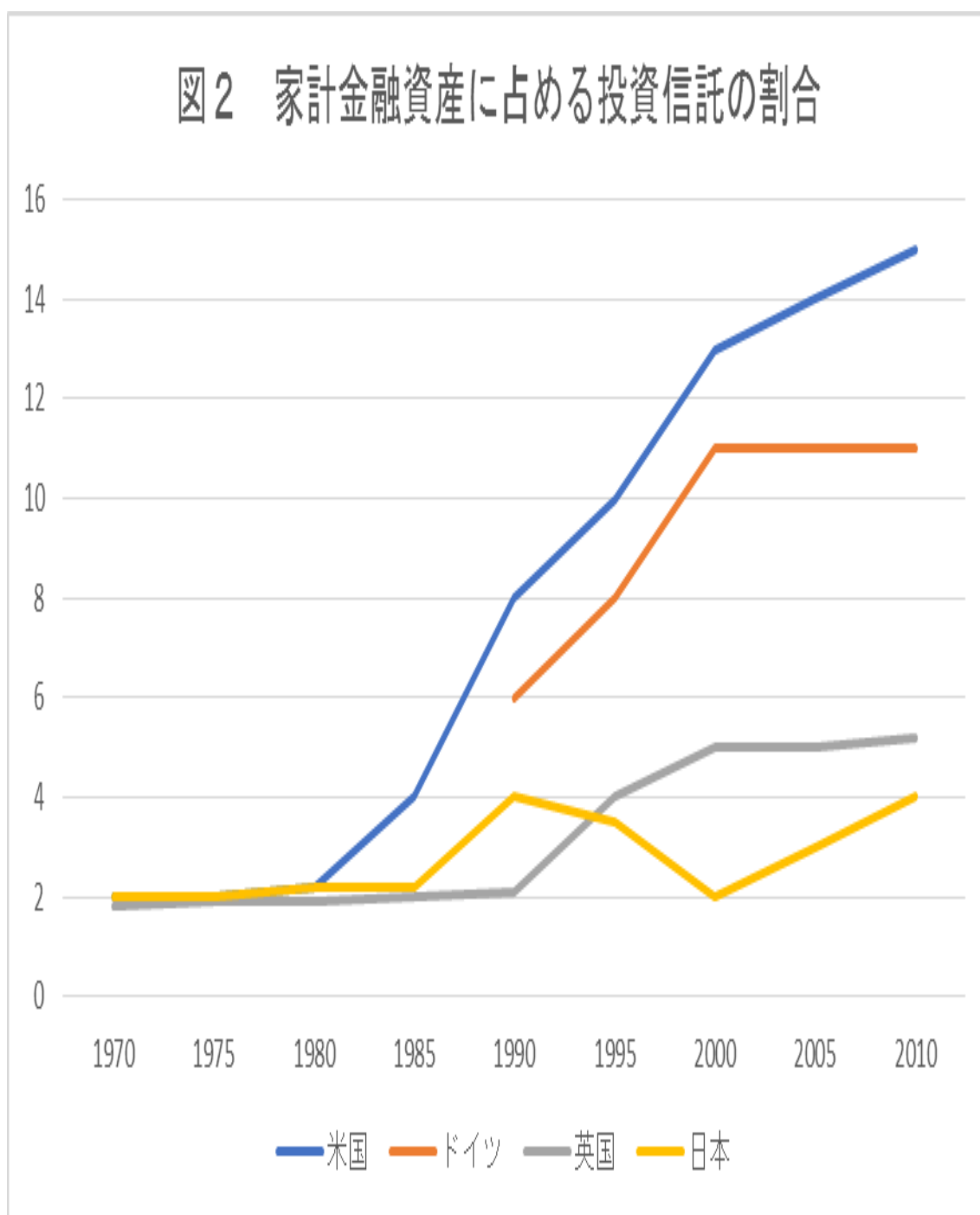
（注）1 日本は2007年3月時点の投資信託残高の2006年に対する比率

2 米国のデータは2006年末、その他のデータは2005年末時点

（出所）「投資信託の将来」より筆者作成

第2節 家計金融資産に占める投資信託の割合

家計金融資産に占める割合をみると、米国やドイツが上昇傾向をたどり、10%台に達しているのに比べると、日本の水準は2~4%程度であり、格差は大きいです。(図2)。

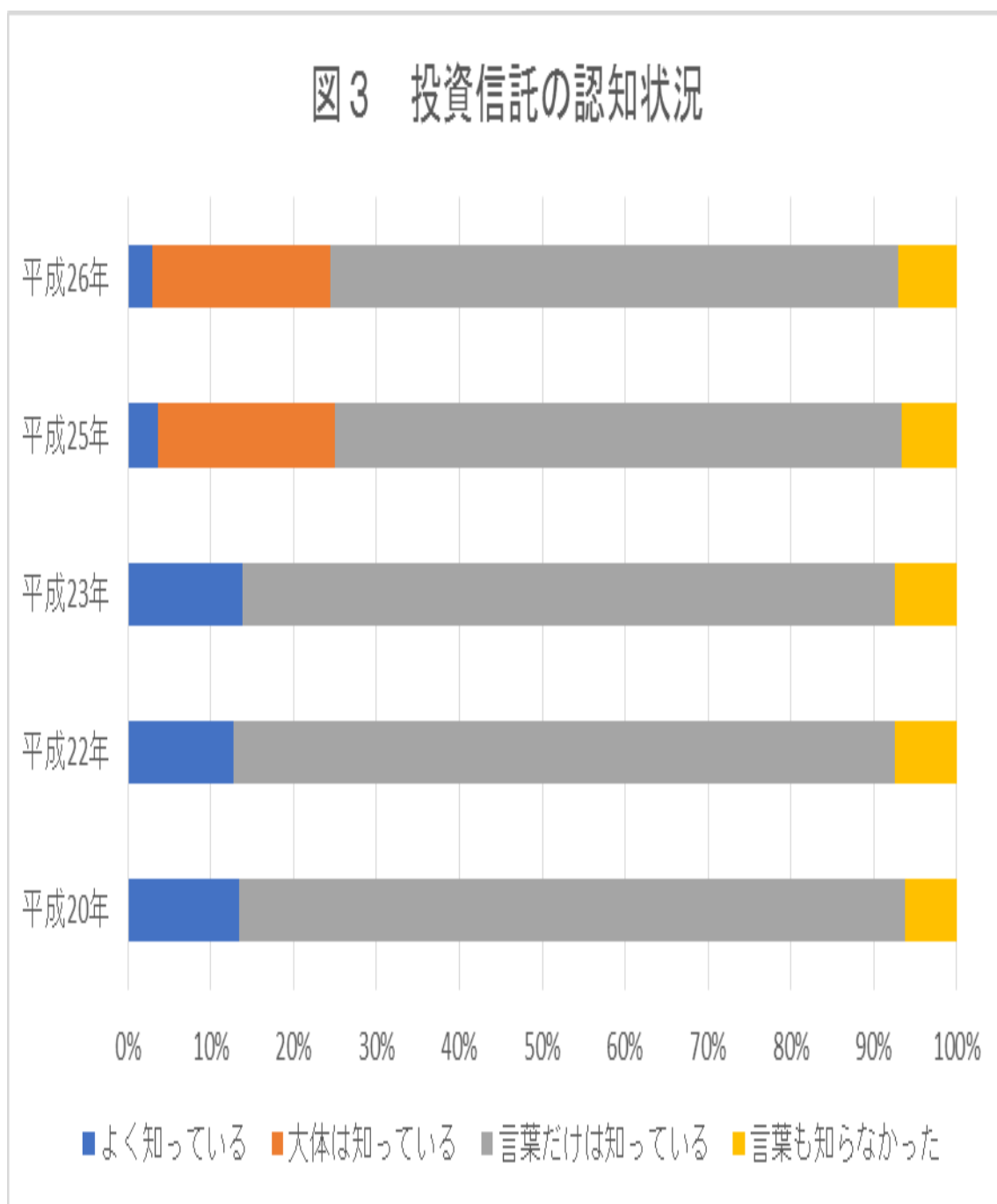


5

(出所) 「投資信託の将来」より著者作成

第3節 投資信託の認知状況

他国に比べればなお低水準とはいえ、2003年ごろから、日本の投資信託市場は拡大し始めており、この背景としては、市場環境、販売チャネル、商品性、でもグラフィック要因が考えられます。しかし、日本は家計の投資信託への認知度が低いというのが現状です。(図3)。



(出所) 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」より

投資信託について一定の知識を持っているといえる人の割合は25%未満であり、家計へのアドバイザーや積極的な情報開示の可能性が強まっています。家計における資産形成の現状を踏まえて、家計において長期的な資産形成していく上での投資信託について考察する。

- 5 まず日本の家計金融資産において、投資信託がどの程度使用させているのだろうか。

第4節 家計金融資産の総額

図4をみると2017年6月末時点では、家計金融資産の総額は約1,832兆円です。

10 (図4)

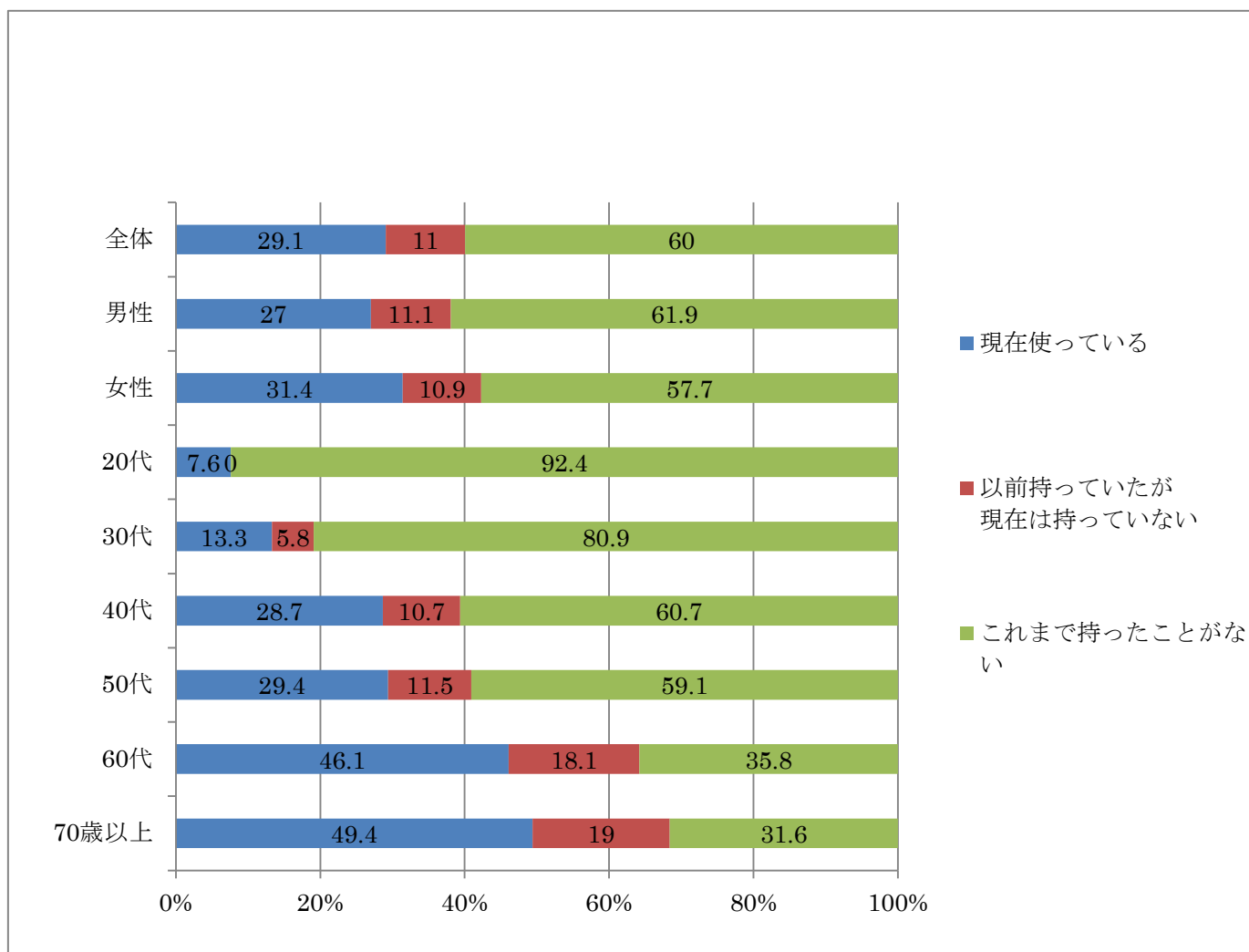
		2015年		2016年				2017年				2017年6月末残高 (兆円) (構成 比%)
		9月末	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末			
	残高(兆円)	1740	1784	1762	1755	1762	1810	1808	1832			
1	前 年 比 (%)	金融資産計	1.5	1.7	0.3	▲1.0	1.3	1.5	2.6	4.4	1.832(100.0)	
2		現金・預金	2.0	1.5	1.4	1.3	1.5	1.8	2.4	2.6	945(51.6)	
3		債務証券	▲10.6	▲10.8	▲2.4	0.6	1.6	▲2.0	▲3.9	▲6.3	24(1.3)	
4		投資信託	5.7	4.1	▲3.7	▲11.7	▲1.8	0.3	7.2	15.8	100(5.5)	
5		株式等	▲2.6	4.9	▲1.6	▲10.8	4.6	4.0	9.1	22.5	191(10.4)	
6		保険、年金、定型保障	1.9	1.3	0.5	0.1	0.1	0.3	0.4	1.1	520(28.4)	
7		うち保険	1.3	1.4	1.4	1.3	1.6	2.1	1.9	2.0	367(20.0)	
8		その他	0.9	▲0.5	▲4.5	0.8	4.8	1.1	4.0	0.2	52(2.8)	

(出所) 投資信託協会 筆者作成

- その内訳をみると、現金・預金が51.6%、債務証券が1.3%、投資信託が5.5%、株式等が10.4%、保険・年金・定型保証が28.4%、その他が2.8%となっています。このことから、家計金融資産の多くの割合がリスクの小さい安全資産で占められており、リスク商品は低い割合となっています。
- 15 投資信託全体の市場規模としては、投資信託市場では、約150兆円の資産規模を持っています。80年には、資産残高が6兆円であったが、バブル崩壊をへて、投資信託の販売チャネル拡大や、運用・商品の多様化など革新が進むこと
- 20 とで現在の規模まで拡大したといえます。

第5節 投資信託の保有状況

(図5)



5 (出所) 投資信託協会 2017年 投資信託の保有状況

家計金融資産として、投資信託を年齢別の保有状況について見ていくことします。

10 図表5の投資信託協会が行ったアンケートによると、投資信託の保有率は16.0%。保有経験率は8.6%となっています。また、年代別では、保有率、保有経験率ともに年代が上がるにつれて高くなり、60代、70歳以上では50%程度にのぼっています。高齢者において高い数字を残している理由としては、年金生活者の運用ニーズが、長期的な資産成長よりも年金のように分配金を定期的に受け取れるインカム運用に関心が高いことは理解できます。なので退職後

の資産形成として投資信託を購入していることが考えられます。

第6節 問題点

ここで気をつけないといけないのが、銀行や証券会社の顧客向けセミナーの出席者の年齢は、そのほとんどが60歳以上の参加者で占められています。インカム重視に拍車がかかり通貨選択型、カバードコール を活用して分配金を引き上げるタイプの商品が開発されるまでに至ると、常識的に考えて高齢層にとって理解が難しいほどに複雑かつリスク許容度を越えた商品性は明らかに度を越えているでしょう。グロソブ旋風によって、2002年以降の売れ筋ファンドのほとんどは毎月分配型投信によって独占され、ここに現在見られるような日本独特の投資信託の売れ筋スタイルが定着していきました。

毎月分配型投信のブームの背景は、前述したように日本の投資信託ユーザーは高齢層が中心であるためにインカム指向が高いことに加え、いつしか分配金を利息の延長として捉えるかのような風潮が顧客側にも定着し、銀行の販売担当側もそうした風潮に乗かってしまったところがあるようにも思えます。窓販の現場で見られることであるが、顧客が高分配金ファンドを欲した場合、分配金についての正しい理解を欠いていることを承知していたとしても、販売側は顧客の気分を害してまで正しい理解を訴求しようとはせず、顧客の知識不足に乗じて顧客が欲するものをそのまま提供してしまいます。営業成績を短期で求められる販売担当者のインセンティブ構造から考えれば至極当然な行動ではありません。

顧客は基準価額と分配金額の合計で捉えるトータルリターンではなく、目先の分配金収入により関心が高いことが窺えます。機関投資家の直利指向は決算制度に起因するところが大きかったのだが、個人投資家の本ケースの場合、将来収益よりも期近の現金収入（収益でない場合もあるが）に重みを感じる心理的な要因が大きいと考えられる。こうした投資家の行動バイアスを利用して、投資信託の販売を伸ばすインセンティブが販売側に働いていたとすれば、道義的にも許されるものではありません。

1) 熟慮と情動の相互作用モデル

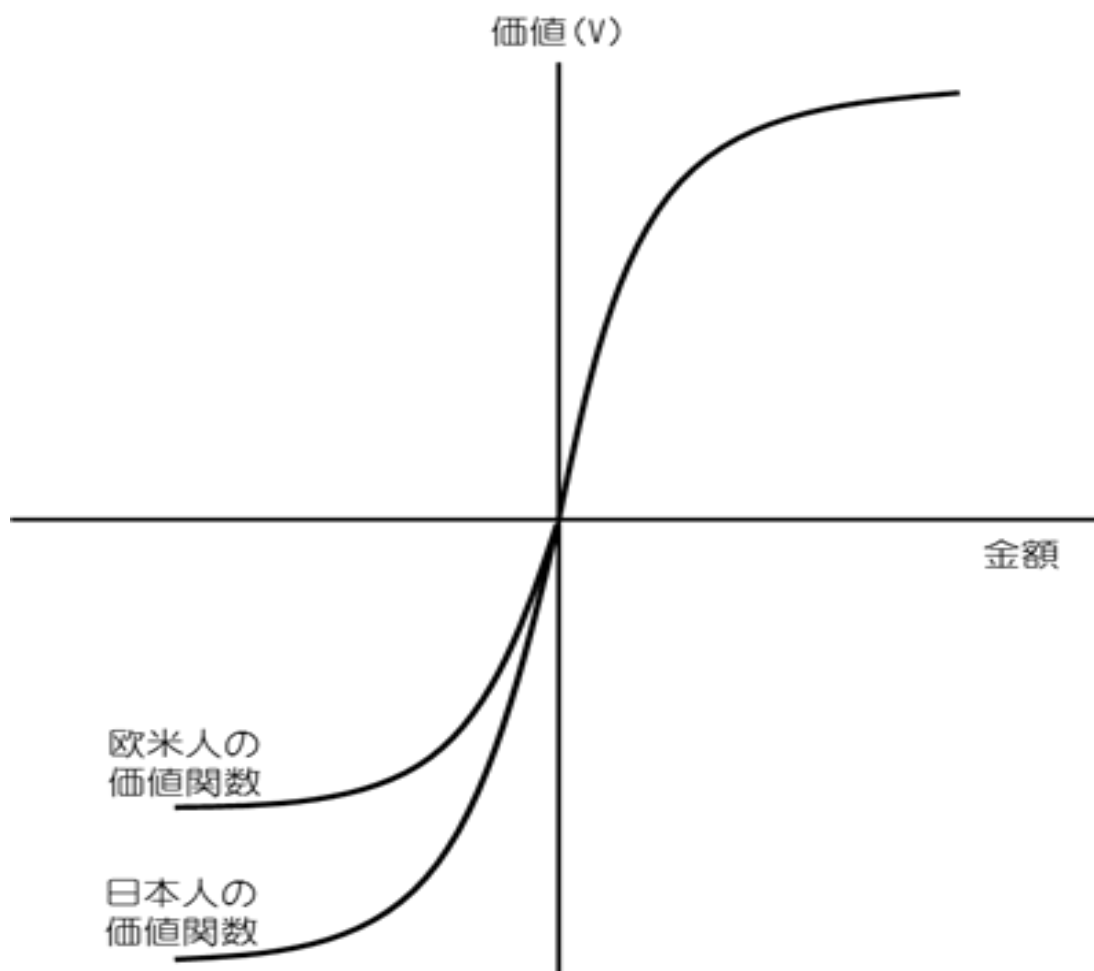
人間行動のアノマリーは、セルフコントロール能力の欠如により起こりうることは心理学の分野においても明らかにされている。心理学者のキース・スタノビッチとリチャード・ウェストは、人間の意思決定は2つのシステムの相互作用の結果として醸成されるものであるとし、それらを「自動的に高速で働き、努力は全く不要か、必要であってもわずかである情動系」のシステム1と、「複

雑な計算など頭を使わなければならない困難な知的活動ある熟慮系」のシステム2の相互作用と考えた。人間はシステム2が本来の自分であると認識しているが、実は直観的で情動的なシステム1こそが主役であり、学習によって修得可能なシステム2はシステム1の自由奔放な衝動や連想を支配し退けることも可能とします。

2) 行動経済学的考察のインプリケーション

これまでの分析により、人間の行動は直観的な情動系システムと論理的な熟慮系システムの相互作用によって影響を受けること、そして、その相互作用の過程においては個人のセルフコントロールや認知能力が情動系のシステム1に強く影響を及ぼすことがわかりました。つまり、投資家のアノマリー行動が修正されるためには、投資家が正しい経済・金融知識を身に付けることが重要であることを示唆しています。例えば、資本市場の収益率が長期的にリスクに見合うリターンに収束していることを実感としてわかっている人とわかっていない人との間では、市場の大きな下落に見舞われた時に採る行動には当然違いが見られるであろう。資本市場の性質に関する知識をまったく有しない人は情動的なシステム1がより強く働き、逆に下落に見舞われても平均への回帰現象で長期的には市場は回復すると思えるような人は熟慮系のシステム2がより強く働くであろう。一般的に、金融リテラシーの低い人は、高い人に比べて市場の下落に対して損失回避的かつ近視眼的な行動を採りやすいと考えられます。

図6 日本人と欧米人の価値関数



(出所) 高尾・山崎 「保険再考学」

5

投資家の認知能力と時間割引率との間に負の相関を認め、金融知識が高い人ほど時間割引率が低下することを明らかにしています。高尾・山崎（2005）は、日本人投資家の行動特性を欧米人と比較して、プロスペクト理論による価値関数の違いを図6のように表現しています。このように日本の投資家がリスク回避的で近視眼的行動を採りやすいのは、どこに原因があるのでしょうか。考えられる理由を以下列挙すると、

10

1) 日本の投資家の時間軸が短いこと？

15

購入者による投資信託の平均保有期間が約2年である。
日本人投資家のタイムホライズンは、10年を超えるような長期発想は稀なこと

であり、目先の経済・市場動向の予測に基づいて投資先を決定するのが投資の常識と考えられている。つまり相場を当てに行く運用手法なので、当たると大きく儲かるが外すと損が大きくなる。傷ついた投資家はしばらく動けなくなり、投資家の裾野はなかなか広がっていきません。

5 投資とは、ゴールが異なればそれに到達するための最適なアプローチも当然異なってくるのだが、日本には退職所得を目的とするような長期の運用概念が乏しく、年金運用的な長期国際分散投資を実行する人は決して多いとはいえません。銀行の投信窓販においても販売手法として国際分散投資を取り上げよう
10 とした時期もありましたが、リーマンショック時に国際分散投資が効かなかつたこと、複数ファンドを販売すると説明時間が長くなってしまうことなどを理由に徐々に衰退していきました。現在、相場予測に基づいた単品営業が基本であり、毎月の分配金は必須要件となっています。

2) 基本的な知識不足？

15

リーマンショックで国際分散投資の有効性に疑問が持たれたが、これは大きな誤解であります。短期的な分散効果がなかったということであって、実は長期では国際分散投資は成功していた。やはりここでも時間軸をどのあたりに設定するかで意見は大きく分かれてしまうようです。一つの実例を紹介したいので
20 す。

25

30

35

図7 国際分散ポートフォリオの長期投資例



国枝茂樹 「行動経済学と金融税制 (2013年)」 税研

5

図7は適度に国際分散投資を実行した場合の長期投資の事例であります。投資対象としては、日本株、先進国株式、新興国株式、日本債券、先進国債券、新興国債券、米国REIT市場のインデックスに均等分散投資したケースであります。2007年の10月から2009年の1月にかけての世界金融危機で国際分散ポートフォリオは半値に急落しているが、過去13年間の年率平均リターンは9%を超え、13年間で3倍弱も値上がりしています。戦後最悪の市場環境の中で国際分散投資の年率平均リターン9%という結果は、もっと強調されてもいいのではないのでしょうか。

10

また、同ポートフォリオを10年間保有した場合の年率平均リターンを、1か月ずつずらして32回の計測を行うと図10を得ました。世界金融危機を含む期間であるにも関わらず、驚くことに元本割れは一度もなく、投資タイミングが悪くても年率5.5%、一番いい時で年率8.2%とブレ幅が非常に小さいです。つまり、タイミングによる善し悪しがない、運不運の差がほとんどない投資機会

15

を長期国際分散投資は与えてくれていたのです。これだけの市場収益率を日本の家計に還元できていたならば、現在 1700 兆円の家計金融資産はどれだけ増えていたことであろうか。こうした投資を行う人が増えて実際に成功体験が身近なところで聞こえてくるようになると、恐らく投資家の数が徐々に増えていくのだらう。

5

第4章 提案

10 本章は、これまで見てきた我が国の投資信託の現状、問題点をもとに、改善策として3つの提案を示す章とします。これらの提案により我々が理想とする「国民一人一人が少なからずリスクを負い、ベンチャー企業や中小企業においても投資活動をすることによって、経済の新陳代謝を向上させ、日本の経済成長へつながる状態」を実現し、「貯蓄から投資へ」の構築へとつながると考えま

15 す。日本の投資信託が家計における資産の中の占める割合が米国と比較して低水準にあり、家計の資産形成手段になりえてないことは2章、3章で述べた通りであります。

日本では、証券投資はごく限られた資産家が投機的利益を求めて行うもので、一般個人にとってはなじみの薄いものと考えられてきました。実際、個人金融

20 資産に占める株式、債券、投資信託等の比率は3章で述べたとおりであり、預貯金が52%を占めます。家計の金融行動に関する調査を見ても金融資産平均値1,150万円の6割弱を預貯金が占め、この金融資産の保有目的は「病気や不時の災害への備え」、「老後の生活資金」で7割前後となっています。つまり、現在の将来の生活に対する不安から、我が国の家計は金融資産の蓄積に励んでいるのです。実際、老後の生活について「心配である」と答えた家計は8割を

25 超え、その理由は「年金や保険が十分ではないから」、「十分な金融資産がないから」が7割を占める。超高齢化社会を目前にし、2012年には年金消失問題も発覚したことから、こうした傾向はますます高まると考えられます。

そこで我が国は年金や保険を補完する自助努力型の資産形成手段として、証券投資を促進させようとしています。言うまでもなく年金や保険はその原資の

30 大半を証券市場で運用しており、その補完手段としては投資リスクも負うが預貯金以上の果実が期待できる証券の長期分散投資が相応しいと考えられるからである。また我が国の持続的な経済発展のためにも、こうした個人金融資産は証券投資を通じて成長型資金に転換していく必要があるとされます。

米国の経験から何を学ぶか、米国の受託者責任規制そのものは我が国にとって直接的な参考にはなり難いと考えられます。基本的には専門制を前提とし大型基金の運用を想定した我が国の投資顧問法は米国のそれとは成り立ちが異なっているし、我が国では依然として従来型の金融機関の存在が、個人向けにサービスを提供する投資顧問業者や独立系の証券営業担当者に比べて大きいからで

5

す。
むしろ米国の経験から学ぶべきは投資家の裾野拡大に投資アドバイスが果たした役割が大きいことであると思います。投資家層の拡大が投資環境に左右されることは間違いないが、アドバイスの受容者はそうでない個人に比べ、理想に近い投資行動を採っていることも無視できません。例えば確定拠出型年金に限ってみれば、アドバイスを受けられる口座とそうでない口座では、投資収益率に平均3.3%の差が生じています。またアドバイスを受けている投資家の保有商品数は8とそうでない投資家の3.7よりも高く、分散投資が浸透しています。

10

15

また規制論議がきっかけとはいえ、アドバイスという無形のサービスの中身や質について、官民上げて10年以上にわたり調査研究を行った意義は大きいと考えられます。投資家保護の水準は一段と引き上げられようとしているし、実務面ではアドバイスの類型化や多様化が実現する一助となったためであります。これにより個人投資家は資産規模や投資性向等も踏まえながらよりライフスタイルに密着した形で投資に関わることができるようになり、金融機関もこうした投資家の期待に応えるべく選択肢を拡大してきました。その結果、一証券会社、一営業担当者がアドバイス水準の異なるサービスを複数提供することも可能となっている。

20

25

さらに、より高次元な投資家保護を目指しながらもその実効性も勘案し、経済的効果も議論の遡上に上げたことは評価に期待したいです。受託者責任導入による投資家保護が実現しても、それによって規制遵守費用が上昇し、それが価格に転化されれば逆に顧客離れを起こすことも考えられるからです。

30

我が国も米国をモデルに証券投資の促進策として投資信託改革を行い、確定拠出年金やSMAを導入してきた。ただし現状の市場規模は彼我の差が大きく、2010年の残高比は投資信託は米国の5%、確定拠出型年金は0.4%、SMAは1%に過ぎない。次のステップとして投資アドバイスの多様化とその質の評価を行う工夫は早く、必要となるのではないのでしょうか。

35

第1節 確定拠出年金

第1項 確定拠出年金の概要

日本における確定拠出年金は、2001年に企業年金にかかる企業の負担軽減と雇用の流動化に対応するために、米国401Kを参考に導入されました。5
現在では、企業では企業年金の代替えとしての企業型のみならず、私的年金としての個人型も創設されています。さらには近年、政府も中小企業の導入に向け環境整備を図っており、2016年の確定拠出年金法の成立により、従業員100人以下の中小企業が導入しやすい簡易型確定拠出年金制度の創設や運用商品10
数の抑制などの運用開山などを行われ、年々加入者を増やし続けています。

確定拠出年金は、税制面において優遇を受けることができ、長期的な資産形成手段に適したものであるため、老後に向けた個人の継続的な資産形成として広く利用されることが最適であります。

15 第2項 提案した理由

日本の投資信託を家計の資産形成手段とするためには、投資信託に対して「無関心な層」と「不満を持つ層」に対する働きかけが重要であると考えました。

20

確定拠出年金には加入時の投資教育やその後の継続定期的な投資教育が企業により行われ、資産形成に関心を持たせることが期待できます。確定拠出年金の投資教育の内容は「確定拠出年金制度等内容は「確定拠出年金制度等の具体的な内容」、「金融商品の仕組みと特徴」、資産運用の基礎知識」、「確定拠出年金25
制度を含めた老後の生活設計」など、金融庁により身につけるべきとされた金融リテラシーとの共通点が多く、金融リテラシーを身に付けることも期待できるものであります。

さらに、「不満を持つ層」に対しては、日本の投資信託の「コスト」「運用パフォーマンス」を主な不満点として考えると、確定拠出年金を介して購入できる投資信託の多くが販売手数料のかからないノーロードファンドであり、掛け金の所得控除、運用益の非課税などの税制優遇があるため、日本の投資信託の「コスト」に関する不満は確定拠出年金を介して投資信託を購入することで解消されるものであります。

35 また確定拠出年金は毎月の積み立てによる運用を行い、原則として引き出し

ができない事から、ファンドへの長期安定的な資金供給が望めます。これによりファンド自体にも長期投資によるリスクの分散と軽減が望めるため、確定拠出年金はファンドの運用パフォーマンスを改善する要因になりえるのではないだろうかと考えたからであります。

5

第3項 問題点・デメリット

しかしながら、確定拠出年金を介して日本の投資信託を家計の資産形成手段とするためには、確定拠出年金の引き出し制限が大きな障壁となっているのではないか。これは、家計は預金への依存が強く、金融商品に「安全性」とともに、預け入れや引き出しを自由に行えるなどの「流動性」を重視する傾向が強いためである。この事から、近未来的に、確定拠出年金の引き出し制限を緩和し、ある程度、引き出しに自由度を持たせることが必要であると考えられるだろう。

15

第2節 NISA 制度改革

第1項 NISA の概要

NISA は、2014 年に家計の資産形成の促進と市場への資金供給を目的として導入された。NISA により年間 120 万円を上限として、5 年間非課税投資を行うことができます。

第2項 提案した理由・メリット

25

第1節で述べた確定拠出年金は20歳以上60歳未満を加入対象者としており、20歳未満60歳以上は資産形成を行うことが出来ません。これに対してNISAは20歳以上を加入対象者としており、上限がないため60歳以上の資産形成を行うことができます。さらにジュニアNISAは0歳から19歳の資産形成を行うことができる制度である。よって確定拠出年金のみならず、NISAとジュニアNISAを活用することで、幅広い年代の資産形成を行うことができると考えたからです。

さらに現状、貯金から投資の流れは未だ十分ではなく、経済の好循環の促進が必要であります。この提案は、家計と金融が隔離していない状態を目指すために、NISAの持続と発展を目指すものであります。そして、NISAを通して、

35

中小企業および国際展開するベンチャー企業への資金調達を可能にすることで、日本の健全な経済成長を促すことを可能にできると考えたからであります。

第3項 問題点・デメリット

5

現状のNISAは若年層が利用しない傾向にあり、それは余裕資産がないことが多く挙げられています。したがって、若年層にリスク資産の保有を促すためにはジュニアNISAを活用した早期の資産形成を行い、資金的余裕を持たせる必要があると考えられます。

10

さらに個人投資家が多い米国では、企業への投資環境が整っています。そのためゾンビ企業は淘汰され、需要のある新産業が育つ仕組みが出来ています。この事は、経済の好循環を生み出し、その結果、家計への還元が十分に生じています。“はじめに”でも述べた通り、日本において必要なものは経済の好循環の促進である。ベンチャーを成長させふことや国際展開する中小企業により、さらなる日本の発展を目指し、産業の新陳代謝を促進させることが必要であります。イノベーション及びベンチャーの成長、中小企業の資金調達を国民全体によって行われなければ、家計への還元は出来ない事が挙げられます。

15

20

25

30

35

参考文献

- 投信資料館 <https://www.toushin.com/beginner/history/>
投資信託協会 <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>
- 5 資金循環の日米欧比較 | 2016年12月22日 日本銀行調査統計局
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
交通目論見書
日本銀行 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>
経済産業省 <http://www.meti.go.jp/>
- 10 厚生労働省 <http://www.mhlw.go.jp/>
野村総合研究所 <https://www.nri.com/jp/>
国税庁 <https://www.nta.go.jp/kohyo/katsudou/report/report2017/index.htm>
文部科学省 <http://www.mext.go.jp/>
日本証券業界 <http://www.jsda.or.jp/>
- 15 財務省 <http://www.mof.go.jp/>
りそな銀行 確定拠出年金 <http://www.resona-tb.co.jp/401k/begin/about/>
三菱UFJ信託銀行 確定拠出年金 <http://www.dcj-net.co.jp/?top>
金融庁 「金融モニタリングレポート 2014」
<http://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>
- 20 楽天証券 NISA <https://www.rakuten-sec.co.jp/nisa/point.html>
SBI証券 NISA <https://site0.sbisecc.co.jp/marble/nisa/top.do>
金融広報中央委員会 「行動経済学の金融教育への応用と重要性 (2012年)」
高尾・山崎 「保険再考学」国民経済雑誌 195
日本経済新聞