

平成 28 年度 証券ゼミナール大会

5

第 6 テーマ B ブロック

10 「日本の投資信託は家計の
資産形成手段になりえるのか」

15

下関市立大学 西戸ゼミナール（中村班）

2016 年 12 月 8 日

20

目次

	序章	3
	第一章 投資信託とは	
5	一節 投資信託の仕組みと位置づけ	3
	二節 投資信託の歴史	5
	三節 投資信託の必要性と少子高齢化	7
	第二章 投資信託の現状	
10	一節 家計における現状	13
	二節 販売における現状	18
	第三章 日本の投資信託の課題	
	一節 金融リテラシーの欠如	24
15	二節 日本の投資信託のコスト	26
	三節 投資信託の販売面の課題	29
	四節 運用面の課題	30
	第四章 政策提言	
20	確定拠出年金の拡充による投資教育の促進	33
	終章	42

序章

2000 年前半から、金融庁による「貯蓄から投資へ」というスローガンが度々言及されてきた。2016 年 9 月に発表された資金循環統計によると、日本の家計資産の総額は 1746 兆円であり、そのうち現金・預金の割合が半分以上を占めている。この結果からもわかるように、今まで預貯金を投資へ促すよう何年も期待されている投資信託だが、日本ではまだ普及には至っておらず、解決すべき点は多くみられる。

本稿では、第一章では現在の日本の抱えている少子高齢化という問題から、現状のままでは今後の年金制度の充実は見込めず、投資信託による積極的な資産運用が必要であることを述べる。第二章では、海外比較による、家計の金融資産構成や販売における現状を述べる。第三章では、日本の投資信託の課題として、金融リテラシーの欠如、販売手数料の高さ、アクティブ投資の運用パフォーマンスの悪さ、保有期間の短命化を挙げ、現状のままでは投資信託が家計の資産形成手段にはなりえないことを指摘する。第四章では、政策提言として、確定拠出年金の現状から確定拠出年金の充実と、投資教育の必要性を述べ、解決すべき問題を考察する。

第一章 投資信託とは

第一節 投資信託の仕組みと位置づけ

そもそも投資信託とは、「投資家から集めたお金をひとつの大きな資金としてまとめ、運用の専門家が株式や債券などに投資・運用する商品で、その運用成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品である。」

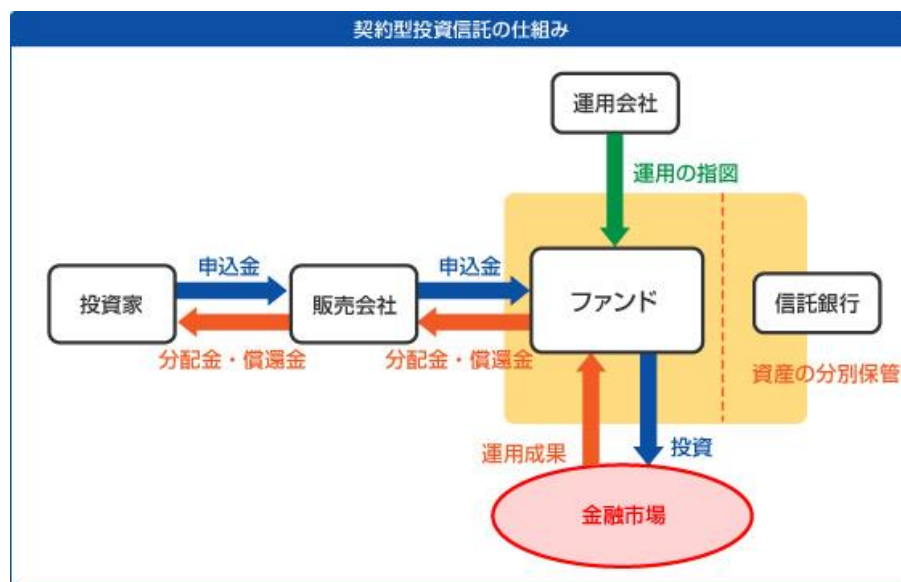
(投資信託協会 HP より引用) 預金には元本保証があるのに対し、投資信託は元本の保証がなく、運用で損失を出せば投資額が目減りするリスクがある。ここが貯蓄手段として預金と最も異なる点である。

ここからは具体的な仕組みを解説する。まず投資信託には、投資信託委託会社が受託者である信託銀行に運用指図を行う「委託者指図型投資信託」と信託

銀行自らの裁量で運用を行う「委託者非指図型投資信託」の2種類があるが、今回は従来から行われている「委託者指図型投資信託」の仕組みを扱う。委託者指図型投資信託は、投資家（受益者）、販売会社（証券会社・銀行等金融機関）、委託会社（委託者）、受託会社（受託者）の4者から成り立っている。

- 5 まず、投資家は販売会社に投信を申し込み、販売会社は多数の投資家から集めた資金を信託銀行に信託する。信託銀行は、集まった資金を運用会社からの運用の指図に従って運用・管理を行い、その後得た運用益は販売会社を通じて投資家に還元される。

10 図表 1) 投資信託の仕組み



出所) 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/> より引用

- 15 投資信託のメリットとしては、少額からの投資が可能であること、専門家による効率的な資産運用が行われること、分散投資でリスクが低減できること、個人投資家にはリスクテイクがなかなか困難な株式や債券を対象とした商品があることなどがあげられる。投資信託のデメリットとしては、販売手数料が高いこと、運用のプロに任せて投資を行うため運用する人に対して費用を払う必要があること、元本保証がないことがあげられる。
- 20

最近はネット証券の台頭により、以前より株式投資が身近なものになったと考えられる。株式投資に必要な資金額が下がり、初心者でも株式投資を学ぶことができる銘柄が増えたことから、投資家に株式投資に対する安心感を与えているとも言える。

5

第二節 投資信託の歴史

1951年に始まった証券投資信託法により、現在の投資信託制度は成り立っているが、現在まで様々な変化を遂げてきた。

・法制

- 10 過去 60 年間に、投資法制において最も大きく変化した事柄は、資産運用者としての投信委託業務の位置づけである。すなわち投信委託業務は、当初に証券会社の兼業業務としてスタートしたのち、1950年に一旦証券会社から分離され、投資委託会社の独立性の確保が強く意識された。しかし、90年代後半の金融ビッグバンの下で再び証券会社が委託業務を行うことも可能となった。現行
- 15 の金融商品取引法においては、投資運用業の登録を受けた金融商品取引業者が信託委託業務を行えることとなっている。

また、1967年に行われた投信法改正は、現在では当たり前になった「金融サービス業務における利用者保護の徹底」の先駆けとなった。

・商品

- 20 商品の多様化が進んだが、かなり政策的要請に沿った商品開発が行われてきたことが日本の投資信託の特徴である。

- 1951年の投信発足時に単位型株式投信でスタートして以来、様々な政策意の下、多くのファンドが発足した。52年には、追加型ファンドがスタートしたが、90年のバブル崩壊までは単位型中心の投信販売が続いた。90年代後半からは、
- 25 追加型ファンドが主流となり、11年の3月末の時点では株式投信残高の98%が追加型を占める割合となっている。

61年に公社債投信が発足し、80年には中国国債ファンドが誕生した。さらに2001年には現物拋出型ETFが導入された。

- 30 このように、日本では様々な政策意図の下、多くのファンドが発足されてきた。

・販売面

金融ビッグバンの下で銀行等が投信販売に参入したことが大きな変化である。

日本の投信は、証券会社だけが販売する方式でスタートし、93年に投信委託会社による直接販売が始まるまで42年間にわたって続いた。しかし、金融ビッグバンの中で、98年に銀行等による投信販売が始まり、05年には郵便局も参入した。銀行窓口は、投信の認知度を飛躍的に向上させ、11年3月末の公募投信全体の販売残高構成は証券会社59.4%、銀行等40.0%、投信委託会社による直接販売0.6%となった。

・運用

10 運用面では、投資対象の多様化とグローバル化が進展した歴史であったと言える。また、98年に投信の運用の外部委託が可能となったことにより、海外運用会社の活用が進んだ。

15 投信の運用対象は51年の発足時には国内株が中心であったが、65年には国債の発行が開始され、債券市場の拡大とともに債券組み入れが増加した。投信全体の資産構成の変化をたどってみると、62年に債券が株式を上回った。デリバティブについては、87年に先物・オプションの利用が始まり、当初はヘッジ目的に限られていたが95年にヘッジ目的以外にも利用可能となった。その結果、基準価格が前日比で株価等指数の2倍・3倍に動くブル・ファンドや、指数の逆方向に動く、ベア・ファンドも生まれた。

20 70年に、日本に對外証券投資の自由化の先陣を切って投信による對外投資が始まった。しかし、国内証券のリターンが高かったため、投信の外貨建て替え資産への投資比率は85年まで1割以下で推移し、やっと86年に一時10%を超えるに至った。その後はまた10%以下で推移することが多かったが、2000年代に入り日本の超低金利・株価低迷の長期化の中で、債券を中心に外貨建て投資が急増した。11年3月末現在では、外貨建て資産の比率は債券で63.1%、株式で41.1%、投信資産全体では43.1%に達している。

90年代後半の金融ビッグバンの一環として、運用の外部委託が可能となった。これにより特に海外運用会社の活用が増加し、前述の運用グローバル化を進展させる要因となった。

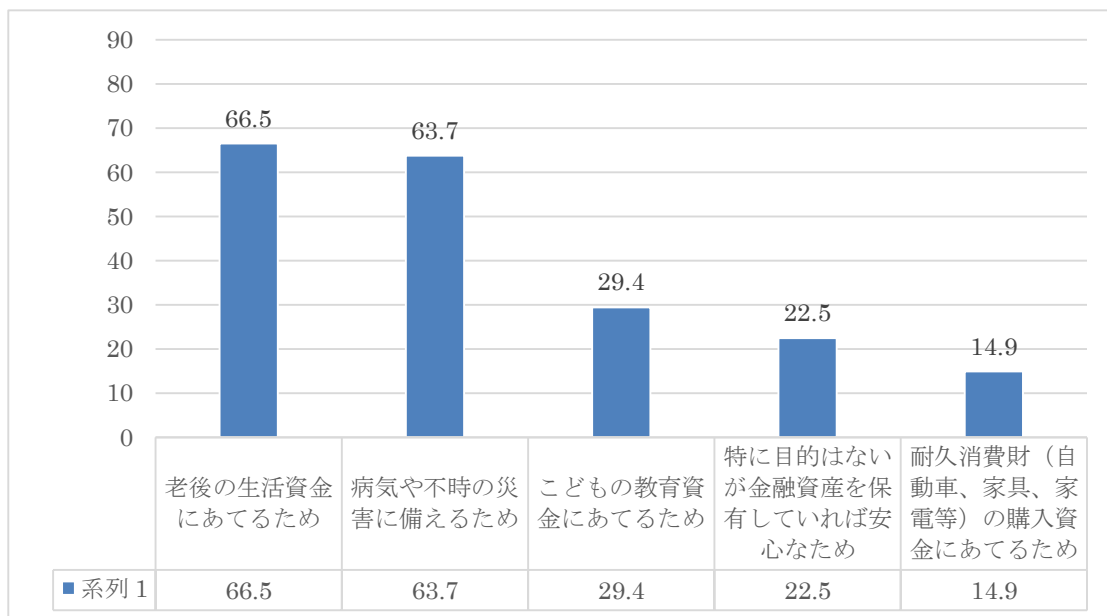
30 このように様々な変化をとげてはいるものの、現在の投信の位置づけは依然

として、資産運用の入門的な位置づけであり、将来は老後の資産形成のみでなく、教育資金や住宅資金になりうるような商品になる必要があると考える。

第三節 投資信託の必要性と少子高齢化

- 5 「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る。これは低金利の預貯金に眠らせるのではなく、積極的に資産運用していく努力が必要になっているということである。では、なぜ資産運用が必要なのだろうか。

10 図表 2) 貯蓄の目的



出所) 家計の金融行動に関する世論調査 平成 27 年度調査結果

<https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2015fut/>

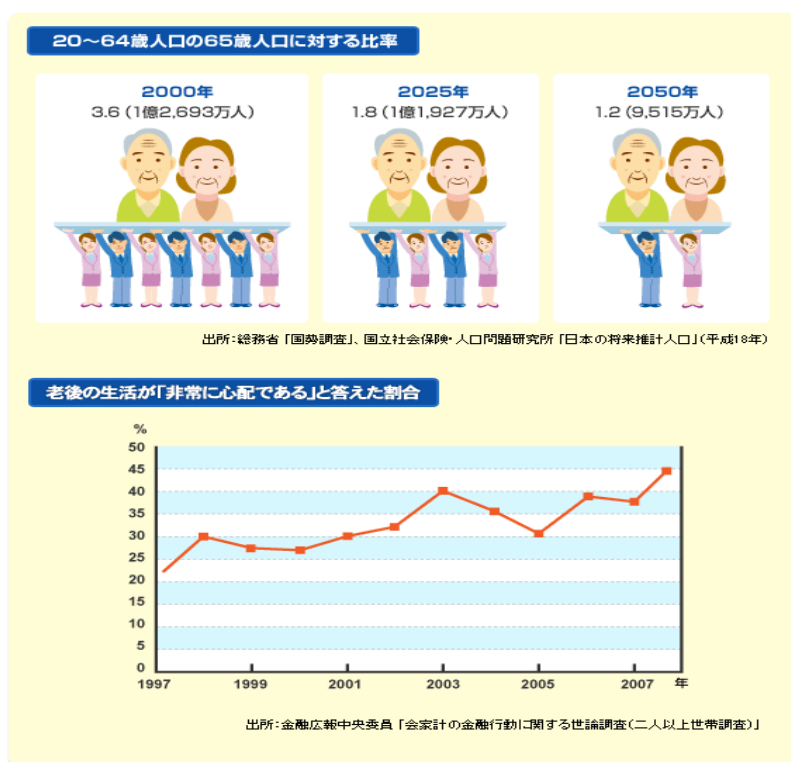
- 図表 2 からわかるように貯蓄の目的は様々であるが、中でも「老後の生活資金」「病気や不時の災害への備え」と答えた割合が 3 人中 2 人以上の結果となっている。この結果からも推測される社会的要因を以下で考えていく。
- 15

・少子高齢化と年金制度

日本の社会保障制度は、年金における賦課方式にみられるように、基本的には現役世代が給付費用を負担し、高齢世代が受給するという世代間扶養が中心

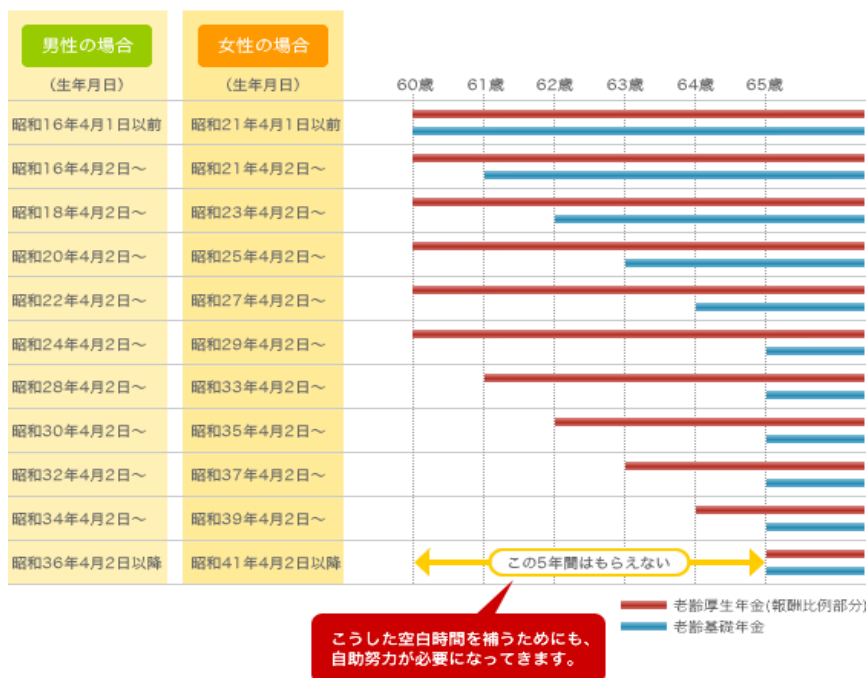
である。こうした制度は現役世代が増加している間は負担が少ないが、高齢化の進展とともに現役世代の負担が重くなる。今後も高齢化が進展し、社会保障給付費の増加が見込まれる中、減少が続く現役世代に従来と同様に負担の増加を求めていくことには限界がある。現在、生産年齢人口 3 人あたりで 1 人の高齢者を扶養しているが、少子高齢化が進展し、遠からず 2 人で 1 人の高齢者を扶養することになると予測されている。こうした状況の中で年金制度を維持していくためには、年金保険料を引き上げて国民の負担を増やすか、高齢者に対する年金給付額を下げるかの 2 通りの方法を組み合わせなければならない。例えば年金の支給開始年齢を 60 歳から 65 歳に引き上げたり、年金受給者が年金を辞退できるしくみを設けたりして支給額を抑制している。

図表 4) 年金制度と人口比率



出所) 投資信託協会 <https://www.toushin.or.jp/start/why/>より引用

図表 5) 年金支給開始年齢の変化



出所) 野村の確定拠出年金ねっと

5 <http://dc.nomura.co.jp/business/system/kind.html> より引用

・世界から見た日本の年金制度

「マーサー・メルボルン・グローバル年金指数ランキング」(2015年度)

- 2009 年から日本を含む世界各国の年金制度を比較した指数ランキングとして毎年公表している。年金指数ランキングでは、公的年金制度だけではなく、企業が実施している企業年金制度および個人貯蓄まで含めた老後所得にかかる保障制度全般を評価対象としている。評価については、年金額が十分かどうかの十分性、年金支給開始年齢や平均寿命等を勘案した年金制度の持続性、年金制度の運営・透明性等の健全性の3種類の評価軸で評価している。評価にあたっては、年金額の水準が高いからいいというだけではなく、年金制度の持続性・健全性等も勘案した評価となっている。日本の順位は、昨年度と同様に、最下位から数えてインド、韓国に次ぐ25ヶ国中23位となった。首位はデンマークで、2012年より首位の座を保ち4年連続で首位となった。十分に積み立てられた年金制度や、多くの加入者数、優れた資産構成と掛金の水準、十分な給付レ

ベル、および法令の整った私的年金制度が首位となった主な理由である。デンマークと共にオランダ、オーストラリアは4年連続トップ3の順位を維持している。

5 図表6)「マーサー・メルボルン・グローバル年金指数ランキング」(2015年度)

マーサー・メルボルン・グローバル年金指数(2015)
総合指数によるランキング

ランキング	国名	総合指数	各項目の指数		
			十分性 40%	持続性 35%	健全性 25%
1	デンマーク	81.7	77.2	84.7	84.5
2	オランダ	80.5	80.5	74.3	89.3
3	オーストラリア	79.6	81.2	72.1	87.6
4	スウェーデン	74.2	71.1	72.6	81.5
5	スイス	74.2	73.9	68.4	82.9
6	フィンランド	73.0	70.7	61.8	92.4
7	カナダ	70.0	79.4	56.2	74.3
8	チリ	69.1	62.8	65.0	84.8
9	イギリス	65.0	64.2	51.3	85.5
10	シンガポール	64.7	55.7	65.9	77.2
11	アイルランド	63.1	77.0	36.2	78.5
12	ドイツ	62.0	76.0	36.8	75.0
13	フランス	57.4	77.2	36.6	54.9
14	アメリカ	56.3	55.1	54.4	61.1
15	ポーランド	56.2	61.8	40.6	69.0
16	南アフリカ	53.4	47.3	43.0	77.7
17	ブラジル	53.2	64.6	24.5	75.1
18	オーストリア	52.2	67.6	17.2	76.8
19	メキシコ	52.1	56.4	53.5	43.4
20	イタリア	50.9	68.4	12.1	77.4
21	インドネシア	48.2	41.3	40.1	70.8
22	中国	48.0	62.7	29.8	50.0
23	日本	44.1	48.8	26.5	61.2
24	韓国	43.8	43.9	41.6	46.8
25	インド	40.3	30.0	39.9	57.6
	平均	60.5	63.8	48.2	72.6

出所) MERCER

<http://www.mercer.co.jp/newsroom/2015-global-pension-index.html>

より引用

10

日本の年金制度については、制度の安定性はみられるものの、高齢化社会をめぐる課題に対する取り組みなど、引き続き改善の余地が大きいと評価している。マーサーによると、日本の年金制度の総合指数は、家計貯蓄額の増加、年

金給付額の引き上げに伴う所得代替率の改善、退職金の一部を収入源とみなすことを課する制度を導入、平均余命の延びに伴う公的年金制度の支給開始年齢のさらなる引き上げ、政府債務残高GDP比の引き下げ、これらによって、改善する可能性があるという。

- 5 このように、世界的にみても日本の年金制度の質は悪く、改善すべき点が多くあるのが現状である。

・貯蓄資金のシュミレーション

- 10 少子高齢化という人口構造の変化を受け、医療や年金制度のように私たちの生活の基本となっているものが、これまでと同じ仕組みを維持できるかわからない。年金改革については、年金の一部を税によって徴収する方式への移行、年金給付開始年齢を引き上げる、国民年金・共済年金・厚生年金など分離されていた年金制度の再整理する可能性などが論じられている。平均寿命の伸びに伴い、老後の保障期間が長くなるとともに、年金世代を支える現役世代の数は
- 15 減っていることから、年金制度そのものの抜本的な改革が必要だと考える。しかし年金制度の充実には解決すべき点が多くあり、解決までに時間もかかる。よって私たちは、年金制度のみに頼らず、今後は個人による資産運用が重要になるだろうと考える。個人による資産の運用手段として最も一般的なものが預貯金であるが、今後はその預貯金に加え、リスク商品への投資による運用を行
- 20 う必要があると我々は考える。その必要性を示唆するため、以下では、貯蓄資金のシュミレーションを行う。ここでは、25歳のサラリーマンが65歳までの40年にわたって月平均40,000円を運用し、一般に老後に必要な資金であると言われている30,000,000円を得るための例を挙げる。なお、この40,000円は、結婚、子育て資金、また、住宅ローンの返済額を考慮し、低めに設定した。
- 25 市場利子率を表すのに参考となる指標として、潜在的成長率というものがあり、これは、労働投入量の伸び率（＝人口の伸び率）と労働生産性の伸び率との和で求められる。日本の潜在的成長率は、1980年代には4.4%であったが、90年代には1.4%、また、2000年代に入ると0.6%まで下がっている。少子高齢化による影響で、労働投入量の伸び率がダウンしているという現状を加味し
- 30 つつ、労働生産性の改善に期待した結果、我々は、今後の潜在的成長率を、90

年代とほぼ同等の 1.5%になると予想した。そして、このことから、人口の成長率の増加が望めない将来において、潜在的成長率が労働生産性の伸び率とほぼ等しくなることが言える。労働生産性の向上による企業収益に投資することで、株式の投資収益率も同等に高くなると考えた。つまり、潜在的成長率と株式の投資収益率とがほぼ等しくなると思った。以下では、実際にシュミレーションを行う。

図表 7) シュミレーション

運用利回り	1% (潜在的成長率以下)	1.5% (=潜在的成長率)	2% (潜在的成長率以上)	2.5% (潜在的成長率以上)
運用資産	預貯金・債券	株式投資	株式投資	株式投資
運用型	パッシブ運用	インデックス運用	アクティブ運用	アクティブ運用
元利合計	¥23,700,114	¥26,439,318	¥29,572,811	¥33,162,056
過不足資金	¥-6,299,886	¥-3,560,682	¥-427,189	¥3,162,056

- 10 図表 7 は、40 年間で老後に必要な資金である 30,000,000 円を得るためには、何%の利回りで運用すればよいかをまとめたものである。表から、利回りが 1% またはそれ以下である預貯金によるパッシブ運用はもちろん、1.5%すなわち潜在的成長率とほぼ等しくなると考えられるインデックス運用でもこの資金は得られないことが分かる。このことから、積極的にリスクテイクし、アクティブ運用をより活発に行う必要があると言える。しかし、個人が株式のみで資金を運用するには、あまりにも大きなリスクがある。したがって、分散投資の効果が期待できる投資信託の活用が今後、ますます必要となろう。
- 15

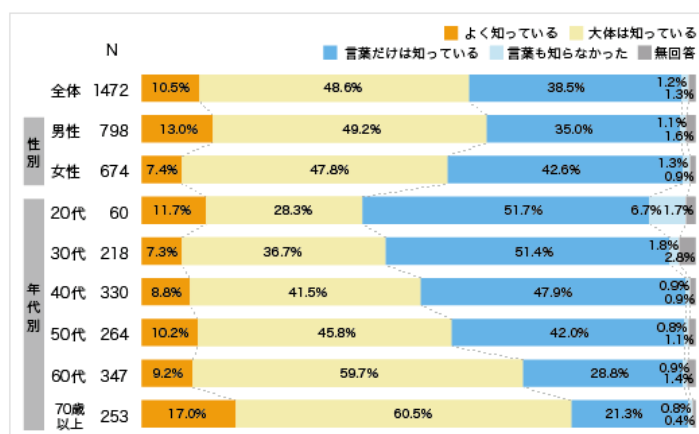
第二章 投資信託の現状

第一節 家計における現状

・投資信託に対する国民の認知

投資信託の発展において、家計からの投資の増加が重要である。そのため
 5 には、投資信託に対する国民の高い認知が必要となってくる。2012 年の投
 資信託に対する認知の調査結果が下の図表 8 である。全体の割合でみると、
 投資信託に対して「よく知っている」、「大体は知っている」を含めると 6 割
 近くの国民が投資信託を認知している。しかし、年代別でみると、60 代、
 70 代の高齢者の認知状況はとても高いが、20 代、30 代の若年層は 5 割にも
 10 達していないという現状がある。東京スター銀行の、運用や投資の必要性に
 ついて誰かから学んだり教えてもらったりしましたか？という調査(日本、
 中国、米国の貯蓄に対する意識調査 2011)に対して日本で最も多かったのは、
 「特に学んでない、情報収集していない」といった回答であり、その割合は
 48%であった。それに対し、アメリカ、中国ともに最も多かったのは「自分
 15 で書籍やインターネット等から情報収集をした」で、45%と 69%であった。
 したがって、これらの調査から、日本人は積極的に自分から情報収集をする
 傾向があるとは言えないことが考えられる。また、若年層の投資信託を含む
 投資などに対する認識を高めていくことが急務であることが分かる。

20 図表 8) 金融商品関心層対象の全国調査結果



出所) 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2012/8580/>より引用

・家計における金融資産構成

5 家計部門は、資金の最大の出し手であることから、預貯金による銀行を通じたチャンネルだけでなく、投資信託や株式などの保有による資本市場を通じたチャンネルを開いていくことが必要である。「貯蓄から投資へ」の必要性が指摘されている中、日本の家計の金融資産は現金・預金が5割以上と大きく傾倒している現状がある。また、ユーロ圏も含まれるが、特にアメリカでは、

10 日本に比べ投資信託、株式が金融資産において大きな割合を占めている。この結果から、日本は確実性を重視する傾向があることが分かる。一方、アメリカはリスクを許容し、投資を重視し成果を期待する傾向が読み取れる。図表9の日本の家計の金融資産構成推移をみると、日本は常に現金、預金が半数の割合を占めており、かなりの割合を現金、預金、債券、保険・年金準備金などの低リスクな金融資産で構成していることがわかる。したがって、金融資産の運用については、常に安全資産志向が非常に強いことが考えられる。

15 普通預金の金利が0.1%を下回っている現代において、預金が金融資産において大きな割合を占めているのは、元本保証があるからであると考えられる。実際に、金融広報中央委員会が家計の金融行動に関する世論調査を行った結果、金融商品を選択する基準として「元本保証のある」と答えた割合は29.6%

20 であった。

25

30

日米欧の金融資産構成

■ 現金・預金 ■ 債務証券 ■ 投資信託
■ 株式等 ■ 保険・年金・定型保証 ■ その他

	日本	アメリカ	ユーロ
現金・預金	52.4	13.8	34.4
債務証券	1.6	6.3	3.9
投資信託	5.4	10.8	8.8
株式等	9	34.9	17.1
保険・年金・定型保証	29.9	31.5	33.4
その他	1.8	2.8	2.3

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf> より引用

図表 10) 家計の金融資産

① 残高

兆円

現金・預金 債券証券 投資信託 株式等 保険・年金・定型保証 その他

年度

2014年 2015年 暦年四半期

<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm> より引用

・ 投信の保有期間と少額投資非課税制度

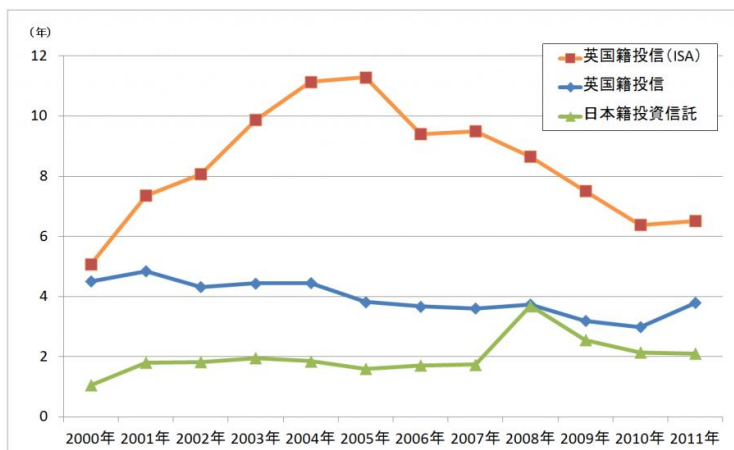
投資信託には、長期的に保有することによってさまざまなメリットを得られる。一つ目は複利である。保有期間に発生する利子や分配金などを再投資し、その利子や分配金にも利息をつけることができるため、長期保有は複利の効果を最大限に取り込むことができる。二つ目は運用リスク(値動きの幅)の縮小である。長期保有をすることによって値動きの幅を縮小し、安定した運用を行うことができる。三つ目はコストの負担軽減である。長期保有することによって、購入時、解約時にかかってくる手数料の負担を軽減する効果があるとされている。これらのようなメリットがあると考えられているが、日本の投資信託の平均保有期間は極めて短い。投資信託の保有期間が短命化している背景として、日本では、株価が長期に低迷していたことから、長期保有に対する不信感が強いことなどが考えられる。また、株高時には利食い、つまりキャピタルゲインを目的とした売却を行うためであるとも考えられる。

イギリスの投資信託平均保有期間は、日本より高い傾向にある。その中でも、ISA がイギリスの平均保有期間を延ばしていることが図表 11 から分かる。ISA 口座による英国投資信託とこれ以外の英国投信の保有期間を比較すると、前者が後者を上回っているのは歴然である。ISA とは、英国居住者を対象にした個人貯蓄口座のことである。英国の ISA は、1999 年に、英国の低い貯蓄率を改善するため、株式の非課税投資制度 である PEP (Personal Equity Plan: 個人持株制度) と非課税預金等の TESSA (Tax Exempt Special Savings Account: 免除特別貯蓄口座制度) を整理・統合して創設された。現在では、株式型 ISA と預金型 ISA が存在している。この株式型 ISA をモデルとしたのが、日本版 ISA とされる NISA である。NISA は、2014 年 1 月に運用が開始された。NISA の運用対象となる商品は、上場株式、公募株式投資信託、ETF、REIT、新株予約権付社債などである。株式型 ISA の場合は株式、公社債、投資信託、保険であり日本より対象が広い。運用期間にも ISA と NISA には違いがみられる。NISA の非課税期間は五年であり、現行法において NISA 株式や投資信託などを購入できるのは 2023 年末までである。一方、イギリスの株式型 ISA には運用期間の制限が無く恒久化されて

いる。また、限度額にも違いがあり、その限度額の基準を NISA は購入額としており、ISA は拠出額としている。NISA の開設口座数では、2014 年一月以来、2016 年 3 月には 1000 万口座を突破し、買い付け総額は 7 兆 7554 億円を突破した。

5

図表 11) 英国の ISA の実施状況等について

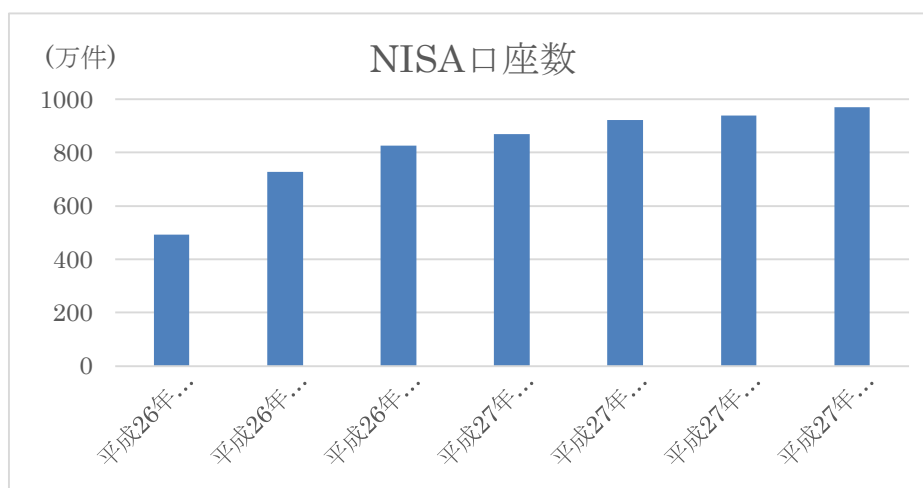


出所) 日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/gaiyou/gyouhou/12/1211/isatyouhokoku2.pdf> より引用

10

図表 12) N I S A口座の開設・利用状況調査



出所) 金融庁

15 <http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20160527-1.html> より引用

第二節 販売における現状

・投資信託の商品と ETF の拡大

投資信託は、分散投資によって成り立っていることから、商品分類において様々な分類方法がある。その分類を知ることによって、様々な特徴を知ることができる。まずは、その投資信託が追加購入が可能か、という分類方法がある。投資信託が立ち上がる期間(当初募集期間)にのみ購入できる単位型といつでも購入可能な追加型に分類される。また、そのほかにも投資対象地域などによる分類などもできる。

図表 13) 投資信託講座



出所) モーニングスター

<http://www.morningstar.co.jp/moneyschool/fund/>より引用

上の図に示される投資対象のほかにも、ETF など独立した投資信託がいくつか存在する。ETF とは、株式同様、証券取引所に上場しており、株価指数などに代表される指標への連動を目指す投資信託である。TOPIX などの株価指数の値動きとほぼ同じ値動きをするように運用されることから、この ETF を保有することで、その株価指数全体に投資を行っているのと同様の効果が得られると考えられている。ETF のメリットとして、売買にブラインド方

式を採用している投資信託に対して、株式同様、その時々取引価格で売買ができ、指値・成行注文などもできることから、投資信託よりも売買の自由度が高いことがある。また、投資信託と比べると、運用管理費用が低くなっているなどのメリットも存在する。一方で、投資信託は、本来少額から購入

5 できることがメリットであるが、ETF の場合、株式同様最低購入単位や取引価格が存在するため、投資信託に比べ、購入するための資金が必要であるといったデメリットもある。国内の ETF 純資産残高は近年増加傾向にあるが、世界全体でのその増加具合は、より顕著である。2008 年のリーマンショック時に一時的な下落はあったものの、そのことを除けば、毎年順調に拡大して

10 いる。金融危機により、投資家の金融商品のコストや透明性への意識が高まったことで、低コスト、透明性が高いことが特徴である ETF が増加したと考えられる。

・毎月分配型の純資産額増加

15 1 ヶ月ごとに決算を行い、収益等の一部を収益分配金（分配金）として毎月分配する運用方針の投資信託が毎月分配型投資信託であるが、近年、この毎月分配型投資信託の拡大がみられる。古いデータになるが、毎月分配型の純資産額は、公募追加型投信全体の七割を占めるようになった。また、投資信託の純資産額上位 10 位以内も、常に毎月分配型がほとんどを占めている

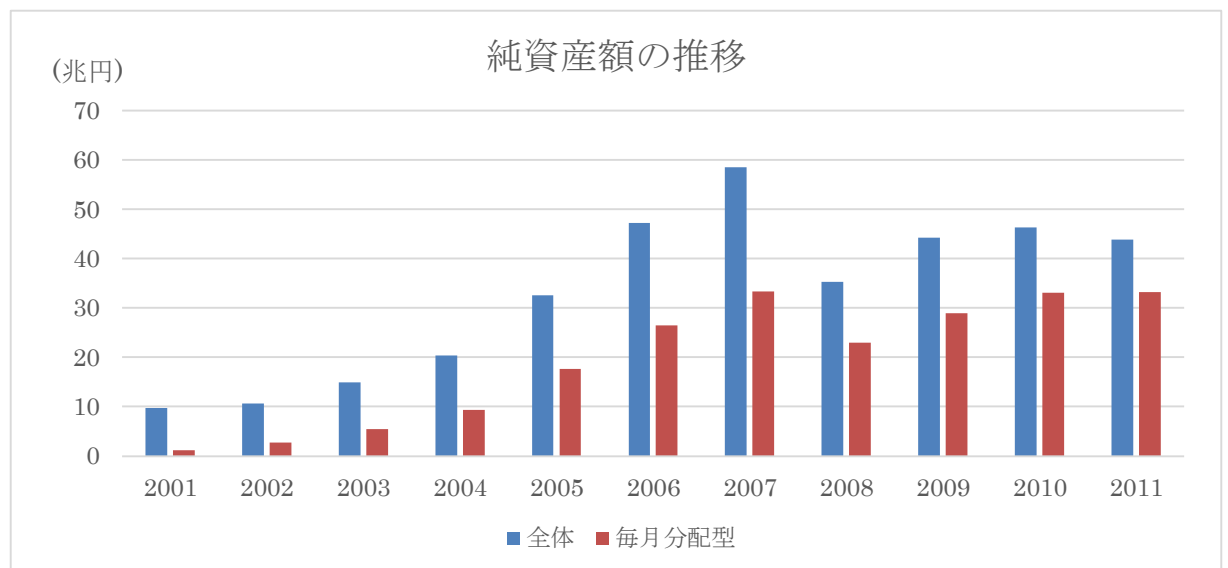
20 という現状がある。アメリカでは、毎月分配型は純資産額上位 10 位以内にいくつかはあるが、日本のような突出した人気商品ではない。分配金は、元本払い戻しの場合などがあり、その都度基準価格が下落する。高い分配金や高い分配利回りをうたっているにもかかわらず、トータルリターンで見れば、パフォーマンスは決してよいとは考えにくい毎月分配型投信は多い。長い間、純資産額

25 トップであったグローバルソブリンオープンは、2008 年には純資産額が 5 兆円を突破していたが、2011 年には 2 兆円で現在は 7,000 億円ほどである。基準価格でみても、最高値時には 11,531 円であったが、現在は 4,860 円である。分配金があったと考えても、このような下落をしていけば、長期的な資産形成に向いた商品ではないことが考えられる。このような中でも、毎月

30 分配型が人気であるのは、個人投資家の分配金に対する認識が関係している

ことが図表 15 から読み取れる。投資信託を購入した際の重視した点(複数回答、平成 24 年投資信託協会)について、「過去の分配金額」と答えた人は 27.3%、「分配頻度の多さ」と答えた人は 21.8%であった。また、現保有層、保有経験層において、分配金の支払われた額だけ基準価格が下がることを認識しているのは、30.2%であった。このように、分配金に対する認識があまりなく、高い分配金、分配金利回りによって購入している投資家が多いことも、毎月分配型が人気である現状の一因だと考えられる。

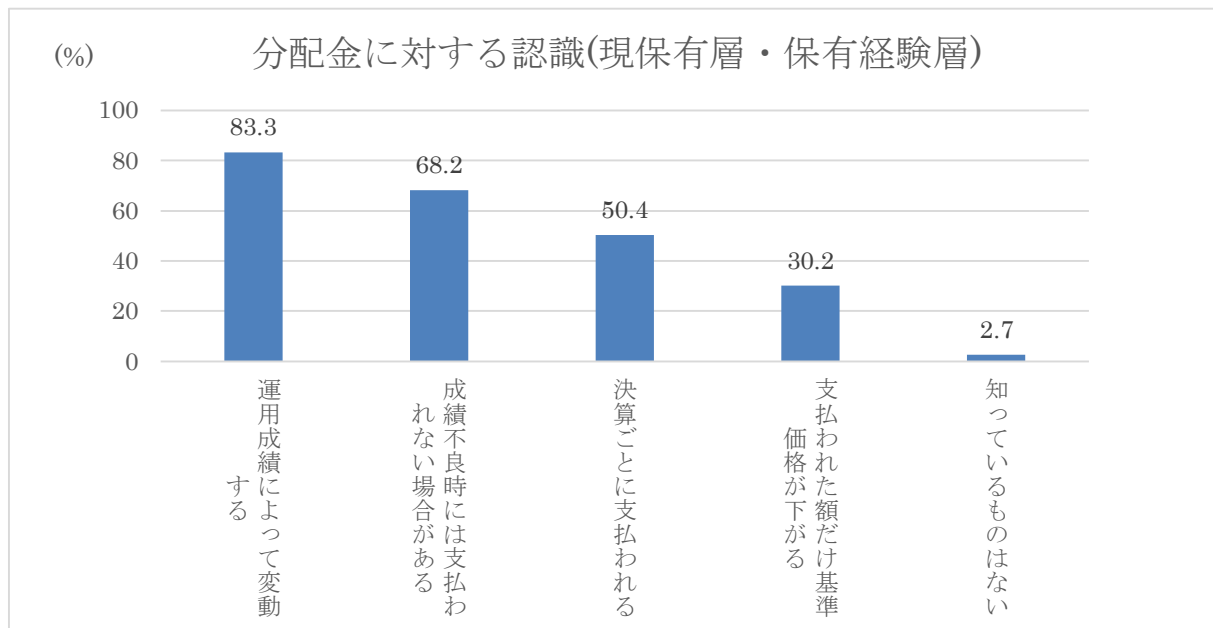
図表 14) 投資信託に関する現状の課題と対応



出所) モーニングスター

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/w_group/siryou/20111216/01.pdf より引用

図表 15) 金融商品関心層対象の全国調査結果



(出所) 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2012/8580/>より引用

5

・通貨選択型の登場

2009 年ごろから、通貨選択型と呼ばれるファンドの設定が急速に進み、2011 年をピークとし、現在に至る。通貨選択型の多くは投資対象資産として、ハイイールド債や新興国債券などの高リターンなものが設定されている。

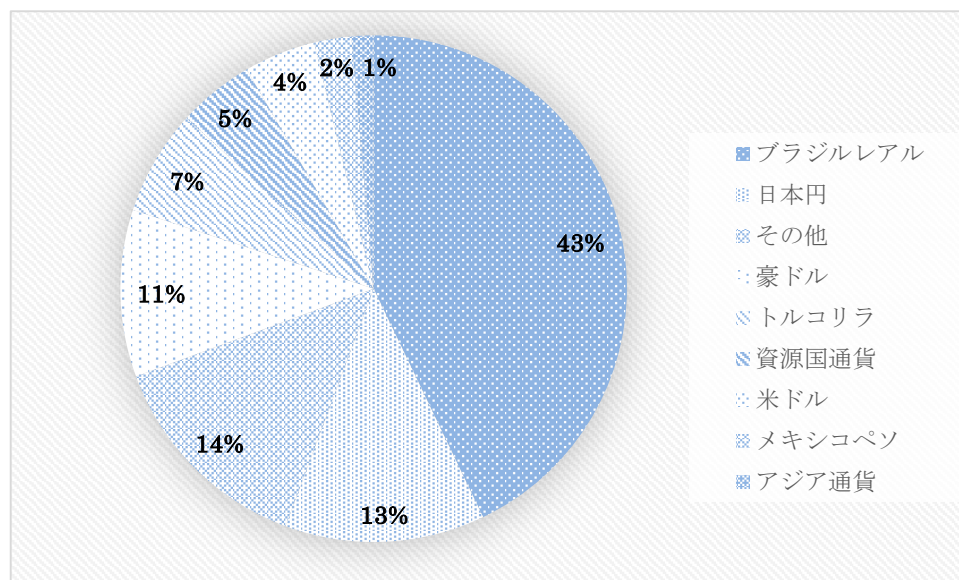
10

通貨選択型は、投資対象資産の収益に加え、為替取引によるプレミアム、為替変動による収益の三つを収益源としている。2013 年の調査結果ではあるが、ブラジルレアルが通貨として選択されている投信が最も多い。しかし、通貨選択型にはリスクも大きい。投資対象資産において、ハイイールド債や新興国債券は高金利な商品ではあるが、信用リスクや価格変動リスクが大きい。選択通貨の金利が下がり、投資対象資産の金利の差が縮まれば、プレミアムは小さくなり、マイナスになれば損失が発生する場合もある。また、選択通貨が下落すれば、為替差損が生じる可能性もある。さらに、多くの通貨選択型には、スイッチング機能という、選択通貨をほかの通貨に乗り換えることのできる機能がある。通貨選択型は、さまざまな要素を考慮して判断し

15

ていくことが必要であることから、一般的な投資信託に比べ、より多くの知識が必要だと考えられる。

図表 16) 通貨選択型ファンドの純資産額 2013 年調査



5

出所) モーニングスター

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2013/3q/MFA120130813.html>

より引用

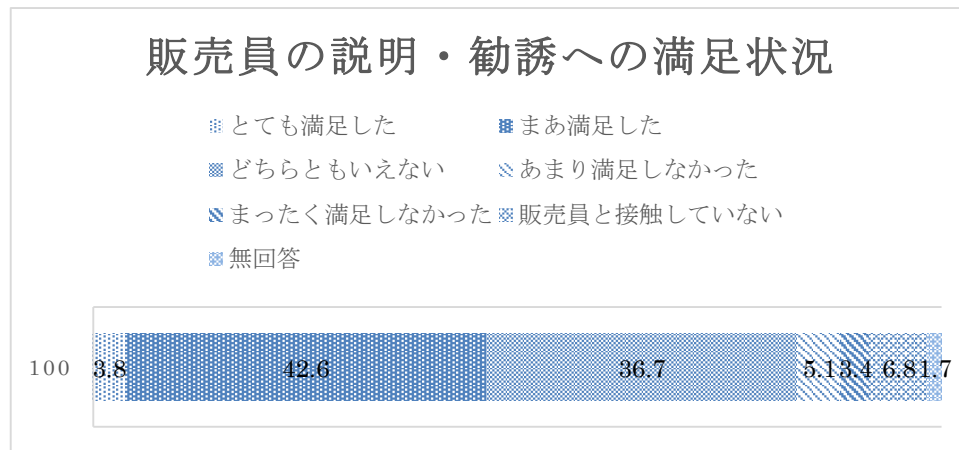
10 ・販売員の説明

金融商品の販売において、金融商品販売法が定められており、説明義務などが記されている。金融商品販売業者が金融商品の販売を行う場合、その商品が持っているリスクなどの重要事項について、消費者にきちんとした説明を行わなければならない旨が定められている。具体的には、リスクに対する説明や、元本割れのおそれがあることの説明などである。投資信託の購入先として、銀行、証券会社が 8 割近くを占める現状を考えると、販売において、投資信託の販売員の説明が大きな影響を与えていることが考えられる。販売員の説明に対する調査が、図表 17 である。「とても満足した」、「まあ満足した」を合わせた満足層は 46.4%と半数近くしかない。したがって、現状の説明では、説明義務を十分に果たしきれているとは考えにくい。説明・勧誘への不満理由(投資信託協会 現保有層、保有経験層)としては、「商品の魅力し

20

か説明しなかった」や、「商品の説明が分からなかった」、「ニーズにあった商品を勧めなかった」などの回答が多かった。

図表 17) 調査報告



出所) 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2014/>より引用

第三章 日本の投資信託の課題

第一節 金融リテラシーの欠如

投資信託による家計の資産形成において、まず最初に問題となるのは金融リテラシーの欠如ではないだろうか。金融リテラシーとは、金融に関する知識や情報を正しく理解し、自ら主体的に判断する能力のことであり、投資対象を選ぶ上で非常に重要な能力であると考ええる。

金融イノベーションが進展して金融商品が多様化していく中、資産運用をする上で以前より増して消費者には金融商品に対する高度な知識が要求されるようになった。

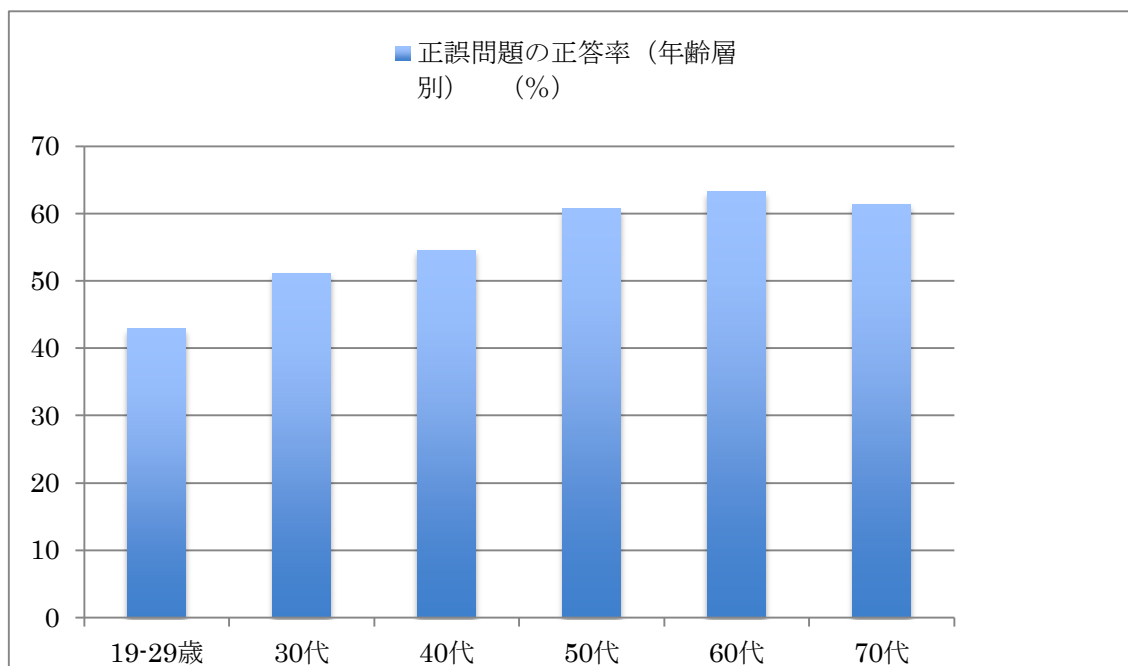
・金融に関する知識の不足

平成 28 年に行われた日本証券業協会の調査によると、日本国内で最も保有率が高い金融商品は、「預貯金」で 91.9%である。「株式」は 13.0%、「投資信託」が 9.0%、「公社債」が 3.6%の保有率だった。また、証券投資の必要性については、「必要だと思う」の 23.7%に対して、「必要とは思わない」が 75.8%と回答者の 4 分の 3 を占める結果となっている。「必要とは思わない」理由としては、「金融や投資に関する知識を持っていない」と回答した人が 38.5%もいたことから、日本人には金融に関する知識が不足していることがわかる。

・知識が不足している要因

また、金融広報中央委員会の調査によると、「金融・経済の基礎」に関する正誤問題の正答率は 48.8%にとどまっている。正誤問題の正答率は、18 歳から 29 歳の年齢層が最も低く、年齢が上がるとともに上昇する傾向にあった（図表 18）。

図表 18) 正誤問題の正答率(年齢層別)(%)



出所) 金融広報中央委員会

<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/literacy2016/pdf/16literacy.pdf>

5 より引用

この結果から、学校で金融について学ぶ機会が少ないことがこの問題の大きな要因の一つであると考えられる。実際にこの調査では、「金融教育に関する授業を行うべきとの意見が多いが、実際に受けたことのある人は少数に止まっている。」という結果になっている。金融について学ぶ機会が少ない主な理由として、「授業時間の大幅な不足」、「担当する教職員の多くが感じている知識不足」などが挙げられる。日本証券業界が行ったアンケート調査によると、「ほとんどの教員が金融経済教育の必要性を認識しているにもかかわらず、授業時間の不足のために十分な金融経済教育が行われていない」という課題が明らかになっているほか、「金融経済教育の実施にあたっては、それを指導する教員の知識・資質が必要となるが、担当する約半数の教員が専門知識の不足を感じている」とあり、教える側の金融に関する知識の不足も要因の一つとなっている。しかし、現状では学校の授業に金融教育を取り入れることは難しく、自ら進んで金融について学ぼうとするような環境づく

りこそが、金融リテラシーを普及させる一番の近道であると考える。

金融広報中央委員会の調査で行った「金融・経済の基礎」に関する正誤問題で、正答率が相対的に高かったグループは、「金融経済情報をみる頻度が高い」、「家計管理がしっかりしている」、「金融商品の内容を理解したうえで商品を選択している」、などの特徴がみられた。

金融リテラシーの欠如は、金融商品を購入する上で最も深刻な課題となる。しかし、金融リテラシーを向上させることは、同時に日本の投資信託におけるあらゆる課題の改善につながると考えている。

第二節 日本の投資信託のコスト

・コストの種類と課題

投資信託には、投資信託を買うときに負担する「販売手数料」と投資信託を保有している間、持っている投資信託の金額に応じて負担する「信託報酬」の主に2種類の費用がある。日本の投資信託は、この販売手数料と信託報酬が世界と比較して高い水準にあることが課題の一つとして挙げられる。次の図表 19 は、米モーニングスターが 2015 年に「グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンス (GFIE)」というレポートで発表した世界 25 カ国の投信市場の評価である。米モーニングスターは日本の評価を前回 (2013 年) の「C」から「C-」に一段階引き下げた。これで3回連続の引き下げとなり、「C-」は 25 カ国中、イタリアと並んで下から二番目に低い評価となる。

図表 19) GFIE の総合評価

A	↑ 韓国	= 米国				
A-	↑ オランダ	↑ 台湾				
B+	↑ 英国					
B	↑ スウェーデン					
B-	↑ 豪州	= デンマーク	* フィンランド	= ノルウェー	= スイス	
C+	= カナダ	↓ ドイツ	↑ インド	↑ ニュージーランド	↓ タイ	
C	↓ ベルギー	↓ フランス	↑ 香港	↓ シンガポール	↑ 南アフリカ	↓ スペイン
C-	↓ イタリア	↓ 日本				
D+	↓ 中国					

出所) モーニングスター

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA120150709.html> より引用

5

2 年に一回発表される同レポートは「規制・税金」、「情報公開」、「手数料・費用」、「販売・メディア」という 4 つの項目で各国の投信市場を評価し、これらを合算して A（最高評価）から F まで 12 段階でランク付けしている。日本は「規制・税金」が「B」、「情報公開」が「C」、「手数料・費用」が「D+」、「販売・メディア」が「B-」となっている。このことから「手数料・費用」の低評価が最も全体の評価の足を引っ張っていることが分かる。

10

また、このレポートではエクスペンスレシオ（日本の信託報酬にほぼ相当）について、資産クラスごとの純資産額加重での平均値が比較されており、これによると、日本は国内籍の債券型ファンドが 1.51%と、カナダや台湾と並び最

も高い水準となっている（図表 20）。債券型のほかにも、株式型が 1.65%、バランス型が 1.40%となっており、「平均的な水準にとどまり、コスト競争力は目立っていない。」とされている。

5 図表 20) 債券型ファンド平均エクスペンスレシオ

	0.60%以下	0.60%超 0.85%以下	0.85%超 1.00%以下	1.00%超 1.15%以下	1.15%超 1.30%以下	1.30%超
豪州						
ベルギー						
カナダ						
デンマーク						
インド						
日本						
韓国						
オランダ						
ニュージーランド						
ノルウェー						
タイ						
米国						

出所) モーニングスター

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA120150709.html> より引用

- 10 費用が高い水準にあること以外に、販売手数料の有無についても言及されている。日本では、大半のファンドで販売手数料を支払う必要があり、販売手数料無料（ノーロード）のファンドはまだ少ないことが指摘されている。これらの点から、日本の投資信託はコストの面においてまだ改善の余地があり、高い

販売手数料や信託報酬は、家計の資産形成における問題点のひとつとなると考える。

第三節 投資信託の販売面の課題

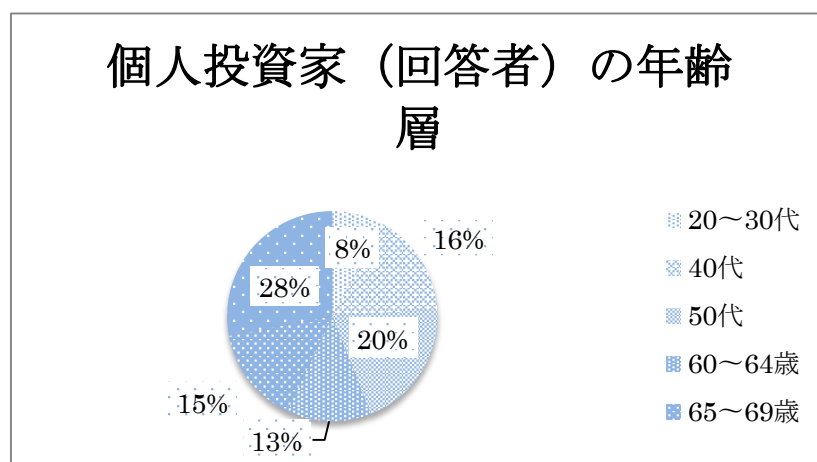
5 ・販売側の影響

販売会社の販売方法が必ずしも投資家のニーズに合っていない点も、日本の投資信託の課題の一つであろう。投資信託協会による投資信託に関するアンケート調査の報告書によると、投資信託購入のきっかけは、「証券会社や銀行等の人から勧められて」と回答した人が 58.6%と最も多かった。このことから投資信託を購入する際、販売側の勧誘が大きく影響していることが分かる。また、販売員の説明・勧誘方法の特徴として、「商品の魅力しか説明しなかった」、「説明がわからなかった」などが挙げられている。これらの点から、それぞれの投資家のレベルに合わせた説明ができていないことが考えられる。

・投信の保有期間の短命化

15 さらに、日本の投信の平均保有期間は 2008 年をピークに短命化が進んでいる（2013 年日経電子版の記事参照）。保有期間の短命化の背景として、頻繁な乗り換えを促す販売が続いていることが挙げられる。また、平成 28 年に行われた日本証券業協会の調査によると、個人投資家の過半数（56%）が 60 歳以上のシニア層であり、このことも保有期間の短命化の要因の 1 つであると考えられる（図表 21）。

図表 21) 個人投資家(回答者)の年齢層



出所) 日本証券業界

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20160905_ishikichousa.pdfより引用

5

では保有期間の短命化によってどのような問題が起こるか。投信を次々と乗り換えることによって、それだけ販売手数料の負担が大きくなるという問題が発生する。短期売買という投資スタイルは、販売手数料の高い投資信託の運用に合った運用方法ではなく、長期で運用することが投資信託によって資産を形成していく上で効率の良い運用スタイルであるといえる。特に、世界規模で比較しても販売手数料が高い日本の投信市場にとって、この問題は、投資家にとってより深刻である。販売手数料は販売会社にとって重要な収入源であることから、手数料が高い投信を勧める販売方法も多い。これらの点から、販売会社は販売方法を改める必要があると考える。

15

第四節 投資の運用面の課題

・運用方法の種類と特徴

運用パフォーマンスの良いファンドを選ぶことが困難な状況にあることも日本の投資信託の大きな課題の一つであると考え。主な投信の運用方法として、株価指数に連動した運用成績を目指す「インデックス型」とインデックス投信のベンチマークを上回る運用成績を目指す「アクティブ型」の2種類がある。インデックス型は、少ない投資金額で幅広く分散投資が出来るというメリットがあるが、そのときの経済状況に左右されやすいというデメリットもある。アクティブ型は市場平均を上回ることを目標としているので、インデックス型よりも高いリターンを得られる可能性がある。しかし、インデックス型に比べると手数料が高くなるのが普通である。

25

・運用面の課題

本来ならば、アクティブ型は市場平均を上回るべきだが、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが2015年に発行したSPIVA日本スコアカードによると、日本の大型株ファンド及び中型株ファンドでそれぞれのベンチマークを上回っ

30

たのは全体の半分以下にとどまっている（図表 22）。そのため、実績の良いアクティブ運用を選択することが困難になっている。

図表 22) 指数をアンダーパフォームしたファンドの割合

ファンドカテゴリー	比較対象指数	1 年 (%)	3 年 (%)	5 年 (%)
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	51.20	69.52	53.35
日本の中型株ファンド	S&P 日本中型株 100 指数	69.84	50.88	56.90
日本の小型株ファンド	S&P 日本小型株 150 指数	56.76	36.26	46.94
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	60.51	61.36	57.14
米国株ファンド	S&P 500 指数	90.91	92.16	94.12
グローバル株式ファンド	S&P グローバル 1200 指数	69.57	89.35	86.90
国際株式ファンド	S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	85.19	77.78	88.33
新興国株式ファンド	S&P エマージング BMI 指数	52.54	56.05	61.40

5 出所) SPIVA 日本スコアカード

spiva-japan-yearend-2015.pdf より引用

また、この表からは国際株式ファンドや米国株式ファンドは更に大幅な割合でベンチマークを下回っていることがわかる。このことから、日本のファンドマネージャーは外国株の運用が不得手であることも考えられる。日本の株価が低迷しているとき、成長している外国株に投資して収益の拡大を図るという点で外国株への投資には意味がある。しかし、運用成績の良い国際株式ファンド

を選ぶことが困難な状況であれば、バブルが崩壊したときのように国内株の大幅な下落時に、外国株への分散投資によってリスクを減らすことが難しくなる。

インデックス型は、株価指数に連動した運用を目指すため、活用する情報量が少ないことが特徴である。これに対してアクティブ型は、アナリストのリサ

- 5 ーチ結果や自社予測など、広い範囲の情報を活用している。この情報量の多さ故に手数料も高くなってしまう。さらに、運用者の見通しも反映されるため、ファンドによって運用パフォーマンスの高さは様々である。これらの特徴を踏まえると、インデックス型に投資することが合理的に思えてくる。しかし、長い期間にわたって株価が下落している日本において、インデックス型に投資す
- 10 ることはあまり効率的ではないと考える。

このように、日本の投信市場には改善すべき課題がいくつかあり、現状のままでは、日本の投資信託は家計の資産形成を助ける手段にはなり得ないと考え

15

20

25

第四章 政策提言

第三章より投資信託の課題には、販売手数料が高いこと、金融リテラシーが
5 欠如していること、保有期間が短命化していること、アクティブ投信の運用パ
フォーマンスが悪いことなどが挙げられることが分かった。そこで我々はそれ
らの課題を解決すべく提案として、「確定拠出年金の拡充による投資教育の促進」
を提案したい。

確定拠出年金の拡充による投資教育の促進

第二章の「日本、中国、米国の貯蓄に対する意識調査 2011」から分かる通
10 り、アメリカや中国は、投資の必要性について「自分で書籍やインターネット
等から情報収集をした」と答える人が多かったのに対し、日本では、「特に学ん
でいない、情報収集していない」と答える人が約半数を占める結果となった。
この結果から、日本人は積極的に自分から学ぶ傾向があるとは言えないことが
15 分かり、今後国民の金融リテラシーを向上させていく必要がある。そのために
は、行政や金融機関などの協力を得て、国民が金融教育を受ける機会を増やす
必要があると考える。その具体策として、「確定拠出年金の拡充による投資教育
の促進」を提案する。詳細は以下で述べるが、確定拠出年金は公的年金とは違
い、将来受け取れる額が決まっておらず、その運用も自身で行う。リスク資産
20 を自主運用することで、加入者の金融リテラシー向上に対する意識を煽る効果
が期待できると考えるからである。また、後述の通り、確定拠出年金加入者は、
約 6 割が元本確保商品で、約 4 割が投資信託による運用を行っている。したが
って、確定拠出年金の拡充によって投資信託の販売チャネルの拡大が実現でき
るといえる。以上のことから、我々は確定拠出年金の拡充によって投資教育を
25 促進し、国民の金融リテラシーを向上させることで投資信託がさらなる発展に
資すると考える。以下では、確定拠出年金の現状についてまとめ、拡充のため
の具体策を提案する。

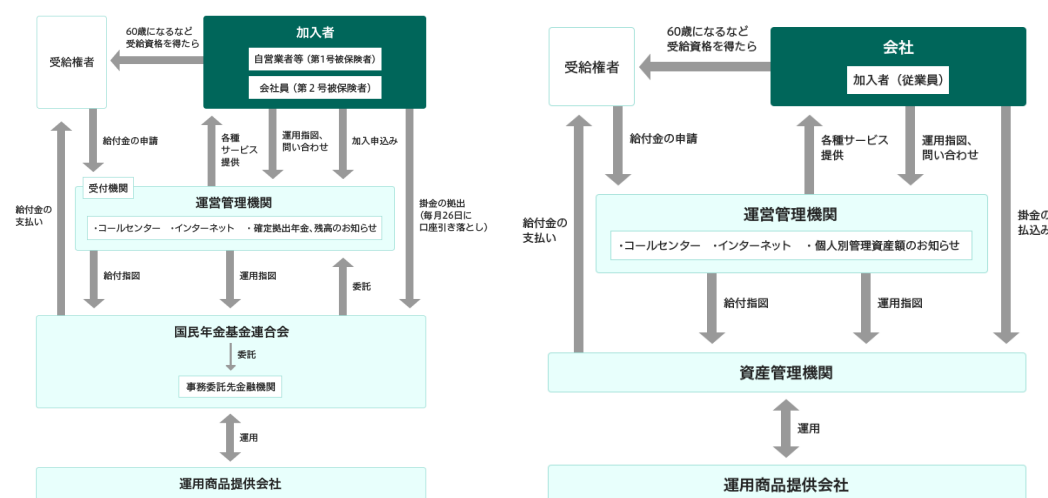
・確定拠出年金とは

確定拠出年金とは、掛金をあらかじめ決めておき、将来の給付額は拠出額と
その運用実績によって決まる制度である。確定拠出年金には 2 種類あり、個人

型と企業型に分けられる。個人型の場合、加入者は掛金額を自ら定めた分だけ毎月拠出し、運用する商品を選択し運営管理機関に通知する。一方企業型の場合は、企業が制度内容を決め資産管理機関に掛金を拠出し、従業員が運用する商品を選択し運営管理機関に通知する仕組みである。(図表 23)この制度の特徴

- 5 には、加入者自身が年金資産を運用すること、年金資産の残高の把握が明確であること、また、離転職時に年金資産の持ち運びができることなどがある。また、自分で運用する自己責任型をとるので、加入者は法律上事業主に対して投資教育等の努力義務が課せられている。投資教育は、実施時期によって、①導入時投資教育と②継続投資教育に分けられる。導入時投資教育は事業主の努力
- 10 義務とされていたためほぼ 100%の実施率であったが、導入後に繰り返し実施される継続投資教育は、努力義務ではなく配慮義務とされていたため、実施率は 50%程度に止まっていた。しかし、2016 年の改正により努力義務に格上げされた。その教育内容には、①高齢期の生活保障の重要性、②確定拠出年金や他の企業年金の制度内容、③金融商品の仕組みと特徴、④資産運用の基礎知識
- 15 等がある。また、提供方法は、①集団形式でのセミナー、②紙媒体、DVD 等を提供する自己学習、③ウェブでの E ラーニング等がある。この改正によって、事業主に継続投資教育の実施が強く促され、加入者の金融リテラシーのさらなる向上が期待でき、よりよい運用商品の選択が可能になるであろう。

図表 23) 確定拠出年金の仕組み



出所) 三井住友海上(2015)

<http://www.ms-ins.com/401k/about/point03.html> より引用

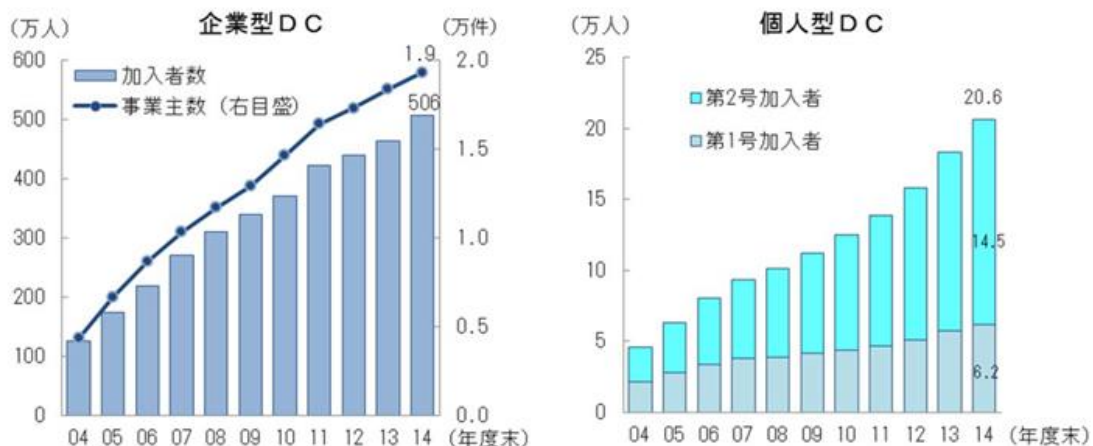
・確定拠出年金の普及状況

確定拠出年金の加入者数は徐々に増加している。確定拠出年金の2014年12月末時点の普及状況を確認すると、企業型確定拠出年金は導入事業主数が1.9

5 万件、加入者が506万人である(図表24左)。厚生年金の被保険者数が3,527万人(2013年度末)であるので、1割強が加入していることになる。なお、厚生労働省によると、企業型確定拠出年金のほか、厚生年金基金、確定給付企業年金も含めた企業年金全体の加入者数は1,373万人(2013年度末、一部重複加入者あり)であり、厚生年金の被保険者に占める割合は4割程度である。

10 一方、個人型確定拠出年金の加入者数は、2014年12月末で第1号加入者(国民年金第1号被保険者)が6.2万人、第2号加入者(同第2号被保険者、企業の従業員)が14.5万人で、計20.6万人である(図表24右)。個人型確定拠出年金の加入可能者に占める加入者の割合はわずか0.5%にとどまっている。

15 図表24) 確定拠出年金の普及状況



(注) 個人型DCの第1号加入者は自営業者等、第2号加入者は企業の従業員。2014年度は12月末現在。企業型DCの加入者数は速報値。個人型DCの加入者数は四捨五入の関係で合計と内訳が一致しない。
(資料) 厚生労働省

出所) みずほ総合研究所(2015)

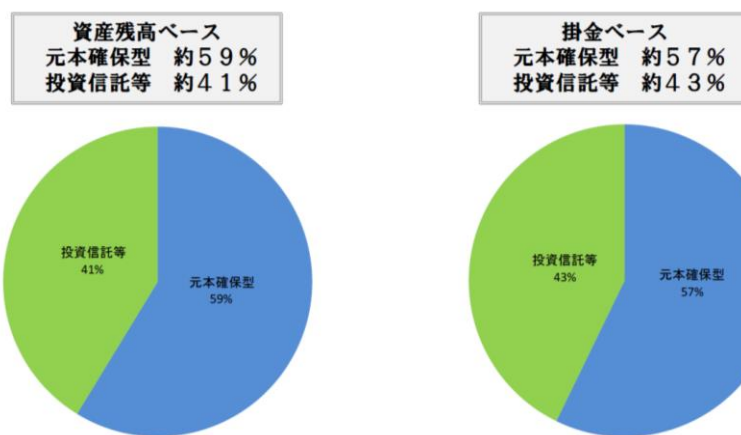
<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl150406.pdf> より引用

・確定拠出年金の加入者の運用状況

確定拠出年金の商品選択では、2016 年の改正以前は、最低限 3 種類の商品をラインナップすることが義務づけられており、それらのうち少なくとも 1 種類は元本確保型商品でなければならなかった。残りの商品は元本が確保されていない商品で、主としては投資信託がこれになる。しかし改正後の現在は、「リスク・リターン特性の異なる運用商品を 3 つ以上提示する」ことが定められている。いずれも加入者は、リスクとリターンのバランスを意識しながら、「元本確保型商品」と「元本が確保されていない商品」の比率を考え、運用を行う。

実際の加入者の運用状況について、資産ベース、掛け金ベースともに、約 6 割が元本確保型、約 4 割が投資信託の投資比率となっている(図表 25)。また、投資信託等の比率について、昨年度調査と比較すると、資産残高ベース(昨年度調査 38.4%)、掛け金ベース(昨年度調査 40.6%)をともに上回っている。

図表 25) 加入者の運用状況



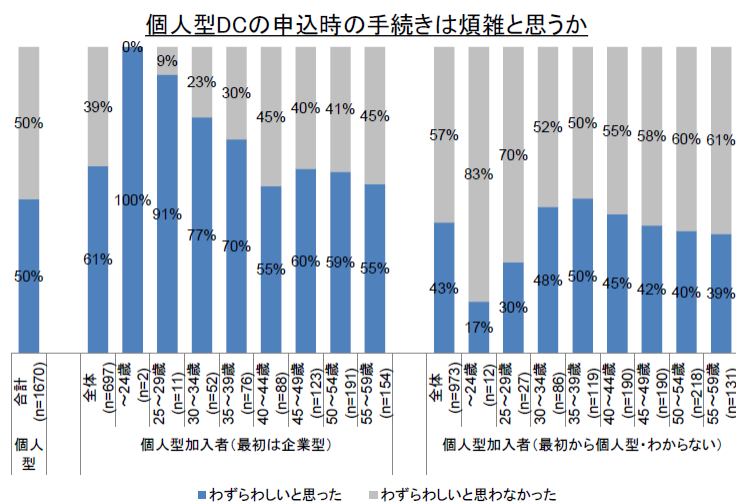
出所) 企業年金連合会(2013)

https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2013_3.pdf より引用

・確定拠出年金の現状

野村総合研究所の「確定拠出年金の利用実態調査(2015 年 3 月)」によると、個人型確定拠出年金に対して手続きが煩雑と感じている人が半数を占め、企業型から移管した加入者に特に多いことが分かった。煩雑と感じた点は、「書類が多い」「商品の選択が面倒」「分かりづらい」「時間がかかる」などであった。

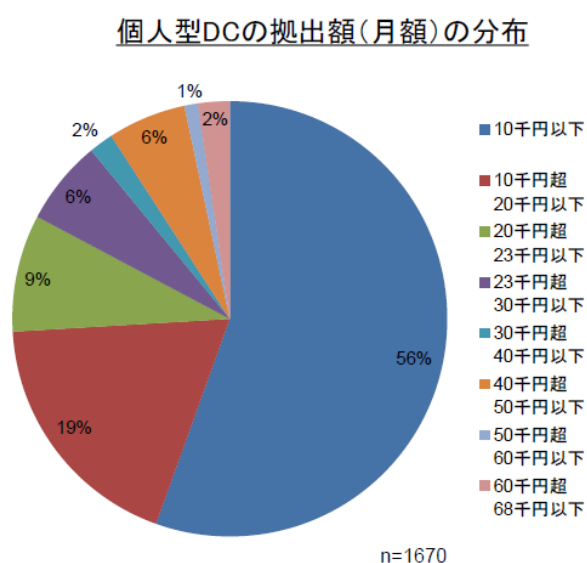
図表 26) 個人型確定拠出年金の申込時の手続きは煩雑と思うか



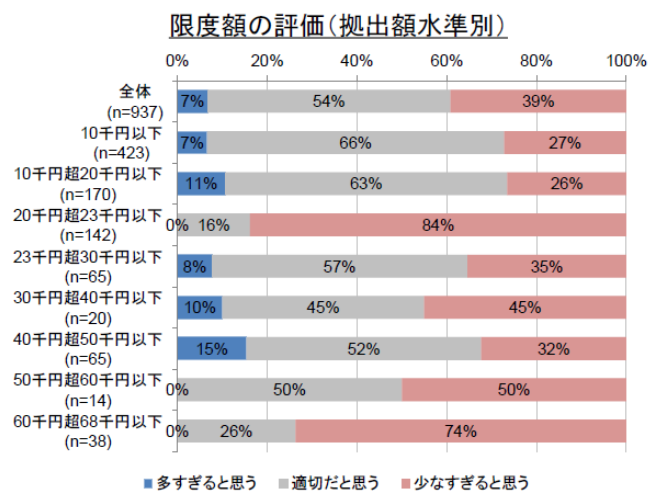
5 また、個人型確定拠出年金の拠出額、限度額に対する評価では、月額 1 万円以下という加入者が過半を占めていること、制度上の限度額を知っている加入者の 39%が限度額が少ないと回答していること、また、自身の限度額が上限に近い加入者ほど少ないと回答する割合が高いことが分かった。なお、この制度上の限度額については後述する。

10

図表 27) 個人型確定拠出年金の拠出額(月額)の分布



図表 28) 限度額の評価(拠出額水準別)



注) 個人型DC加入者のうち制度上の限度額を知っていると回答した937人を対象

出所) 野村総合研究所「確定拠出年金の利用実態調査(2015年3月)」

<https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf> より引用

5

これらの事実から、制度面、運用面双方から緩和策を行うことが望ましいと考える。以下では、具体的な緩和策について述べる。

・オプトアウト方式への改正

- まず、制度面の緩和策について具体的に述べる。現行の制度では、拠出を選択した従業員のみが参加するオプトイン方式を採用しているが、我々は、これを従業員が特に加入を拒否しなければ自動的にプラン加入者に繰り入れるオプトアウト方式への改正を提案する。こうすることで、加入のしがらみとなっている手続きの煩雑さが解消され、加入者数は格段に増えると考えからである。具体的な内容は、2006年に米国で改正された401kプランを参考にしつつ、現行の確定拠出年金制度およびその現状と比較・分析しながら述べていく。
- 10
- 15

20

図表 29) 各種制度の比較

	制度	給与の積み立て	資産の運用方法
米国の 401k プラン	オプトアウト方式	自動引き上げ方式	労働省の定める規制に沿った資産を運用する
日本の確定拠出年金	オプトイン方式	×	×
我々の提案	オプトアウト方式	自動引き上げ方式	投資アドバイザー (FP など)を導入し、運用する

「給料の積み立て」という項目では、米国の 401k プラン同様、拠出額を従業員自らが設定しないときは自動拠出額を 1 年目は最低 3%、2 年目は最低 4%、3 年目は最低 5%、4 年目以降は最低 6%(いずれも最高 10%まで設定可能)へ、自動的に引き上げていく仕組みを採用する。また、「資産の運用方法」という項目では、FP などの投資アドバイザーを導入し、運用することを提案する。

野村総合研究所の「確定拠出年金の利用実態調査(2015 年 3 月)」によると、自ら進んで確定拠出年金に加入した「個人型加入者(最初から個人型)」でも半分近くの人が運用商品の選択に困った経験があると回答し、企業型確定拠出年金加入者などではその割合はさらに高く、そういった人の大半は具体的な投資アドバイスを求めていることが分かった。また、そういったことが原因で確定拠出年金資産における投資信託の比率が低くなっているという現状がある。実際に、投資信託の比率が 0%の加入者もいる。これでは、加入者が必要な老後資産を形成するために十分なリターンを生まないだろう。

そこで、この現状を打破するために FP などの投資アドバイザーを導入し、運用することを提案する。これによって、加入者の不安が解消されるだけでなく、販売会社の恣意的な販売を防ぐ効果も期待できる。第三章でも触れた通り、日本における投資信託の現状として、保有期間の短命化が指摘されている。これは、販売会社が自己の利益を追求した販売を行ったことによる投資家との利

害の不一致によって起こったものである。そこで、第三者である投資アドバイザーを導入することで、こうした問題が解決でき、『適合性の原則』に基づいた適切な販売が行えるようになると思う。具体的には、投資信託購入者の満足理由および不満足理由に多かった「商品のリスクもきちんと説明する」「商品の魅力を分かりやすく説明する」「投資経験・ニーズにあった商品を勧める」「質問にきちんと答える」といった制約を設け、それを遵守したアドバイスを提供することを提案したい。また、購入時だけでなく、現状と目標の確認およびそのためのリバランスの相談のための定期的な面談を行う制度も充実させたい。こうすることで、投資初心者でも安心してリスク資産への投資ができるようになり、確定拠出年金加入者がさらに拡充することが期待できる。さらに、同時に加入者のリテラシーが向上することも必然であると言える。

・マッチング拠出の金額の見直し

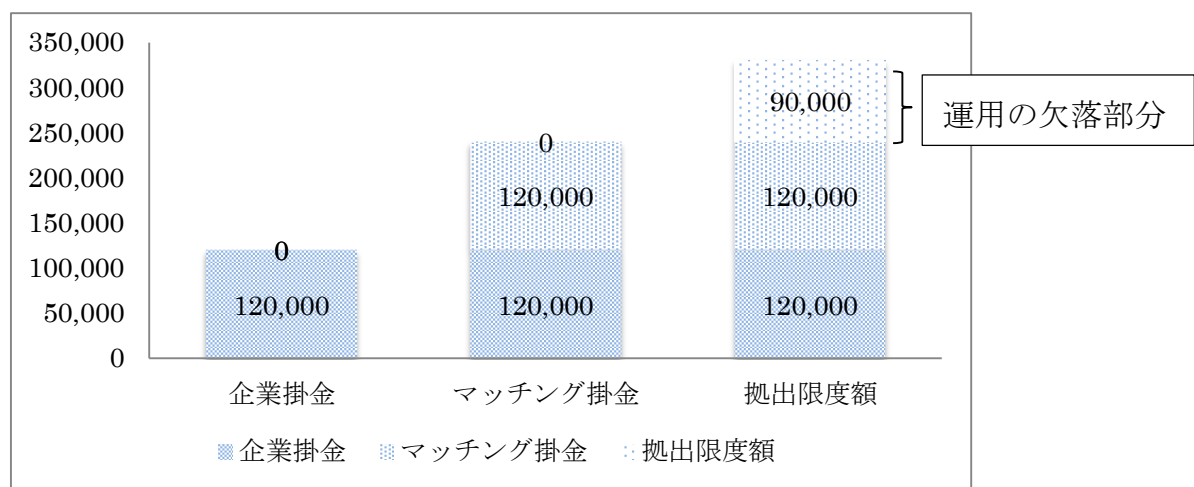
次に、運用面の緩和策として、マッチング拠出の金額を見直すことを提案する。

- 15 マッチング拠出とは、2013 年 1 月より導入され、企業掛金に加えて拠出限度額の範囲内で給与控除によって加入者もマッチング掛金(加入者掛金)を拠出できる制度である。マッチング拠出額は、1,000 円以上 1,000 円単位で加入者が決定でき、企業掛金との合計額が 660,000 円、月額換算して 55,000 円(ただし、他の企業年金に加入している場合は 330,000 円、月額換算して 27,500 円)
- 20 を超えないこと、また、拠出額は企業掛金の額を超えないことが定められている。マッチング拠出は任意であり、いったん選択した掛金学は原則として 1 年間変更できない。メリットとして、マッチング掛金は、その全額が所得控除となり、拠出額が多いほど所得税等が軽減できること、企業型年金において、企業掛金が少ない場合に高齢期の所得保証に足る給付額にならない懸念がある場合
- 25 合でも、拠出限度額を有効に活用できることで、この問題が解決できることが挙げられる。また、デメリットとして、老後まで引き出せないことが挙げられる。

- 我々は、マッチング拠出を行っている人の大半が企業掛金と同額の拠出を行っており、「事業主拠出以下」という制限に引っかかっている人が相当数いると
- 30 考えた。図表 30 が具体的な例であり、他の企業年金に加入している加入者が

「事業主拠出以下」という制限に引っかかり、拠出限度額である 330,000 円で運用できていないケースである。こういった現状を打破するために、「事業主拠出以下」という制限の廃止を提案する。今後、日本では人口の老齢化が急速に進行することが想定され、公的年金財政見通しは厳しいと言えるので、確定拠出年金などの私的年金のさらなる充実が問われている。しかし、確定拠出年金自体の拠出限度額の引き上げは困難であると言われている。

図表 30) マッチング拠出における限度額



10

野村資本市場研究所・野村亜紀子氏は 09 年に日本の確定拠出年金制度について広範な改革を提案しており、その中で「現在の確定拠出年金の拠出限度額は『公的年金と企業年金とを合わせて、望ましい給付水準(＝公務員の退職直前の給与の 6 割)の達成まで税制優遇を付与する』という考え方に基づいて算定されており、この考え方を踏襲する限り大幅な拠出限度額の引き上げは難しい」と述べている。そして、対応策として「毎年の拠出限度額の『使い残し』を現役時代を通して繰り越すことを認める〈生涯拠出限度額〉の採用」を提案している。

15

また、中央大学・森信茂樹教授は、「日本の年金税制は、拠出時非課税・運用時非課税に加え引出時も公的年金等控除により事実上非課税となっており、これ以上優遇措置を拡大することは困難である。また、3 階(企業年金等)部分に関しては公平性・中立性・整合性の観点からも問題がある」として、[3 階部分の

20

年金という枠を離れ、新たに 20 歳以上 65 歳未満の者を全て対象とする拠出時課税・運用時・給付時非課税の『日本版 IRA の創設』を提案している。

両氏の税制等の現実を見据えた提案を考慮すると、拠出限度額自体を引き上げることは現実的でないといえる。そこで、限られた拠出額をいかにうまく利用し、老後により多くの資産を得るか、また、いかに賢く所得控除の恩恵を受けるかということを考慮した結果、「事業主拠出以下」という制限を廃止することを提案したい。そうすることで、拠出限度額で運用するケースが増えることが期待できるからである。そして、これによって確定拠出年金市場がさらに拡充することを期待する。

- 10 これら 2 つの政策を行うことで、確定拠出年金がますます普及し、加入者自身の金融リテラシー向上に対する意識も高まると考える。さらに、金融リテラシーを身につけ、投資信託に対して厳しい目を向ける投資家が増えることで、投資信託市場自体の競争を促し、各市場が手数料の引き下げ、パフォーマンスの向上など魅力的な商品の提供を目指し、「手数料が高い」「パフォーマンスが悪い」といった制度面の問題解決も図れるのではないかと考える。そして、家計の資産形成手段として、投資信託を選択する国民が増えることを期待する。

終章

- 本稿では、第一章の日本の社会問題の分析から、今後、預貯金に加え、積極的に投資による資産の運用を行っていく必要性を述べ、その選択肢として投資信託を挙げた。しかし、その投資信託は十分に普及しているとは言えないのが現状であり、その要因として、販売手数料が高いこと、金融リテラシーが欠如していること、アクティブ投信の運用パフォーマンスが悪いこと、保有期間が短命化していることの 4 点を指摘した。そこで我々は、これらの諸問題を解決するために、加入者の多くが投資信託による運用を行っている確定拠出年金市場にターゲットを絞り、そこから販売チャネルを拡大することを目指し、「確定拠出年金の拡充による投資教育の促進」を提案した。まず確定拠出年金の現状を調べ、加入のしがらみとなっている要因を分析し、米国の 401k プランを参考に、制度面・運用面双方の緩和を行った新たな日本の確定拠出年金制度を提

案した。これによって、確定拠出年金がますます普及し、加入者自身の金融リテラシー向上に対する意識も高まると考える。さらに、金融リテラシーを身につけ、投資信託に対して厳しい目を向ける投資家が増えることで、投資信託市場自体の競争を促し、各市場が手数料の引き下げ、パフォーマンスの向上など魅力的な商品の提供を目指し、「手数料が高い」「パフォーマンスが悪い」といった制度面の問題解決も図れるのではないかと考える。そして、家計の資産形成手段として投資信託を選択する国民が増え、日本の投資信託がさらなる発展に資することを願い結びとする。

10 参考文献

書籍

- ・「個人投資家と証券市場のあり方」 個人投資家について考える研究会（著）2005 年
- ・「最新行動ファイナンス入門」 ジョン・R・ノフシンガー（著）2002 年
- 15 ・「確定拠出年金の活用と企業年金制度の見直し」 可児俊信（著）2016 年
- ・「近代金融システム論」 寺地孝之（著）1998 年
- ・「戦後日本の金融経済」 富田洋三（著）1993 年
- ・「次世代金融ビジネスの潮流 2010-金融危機脱却に向けて加速する軌道修正-」 野村総合研究所 金融市場研究センター（著）2010 年
- 20 ・「投資信託 基礎と実務」 田村 威（著）2014 年

レポート

- ・企業年金連合会「2013(平成 25 年度) 確定拠出年金実態調査 調査結果について」
- 25 https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2013_3.pdf
- ・みずほ総合研究所「確定拠出年金の加入対象者拡大へ」
<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl150406.pdf>
- ・野村総合研究所「確定拠出年金の利用実態調査(2015 年 3 月)」
<https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf>

- ・杉田浩治「米国の確定拠出年金 30 年の推移から」

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1205_01.pdf

- ・鈴木博「日本における投資信託の現状と今後の課題」

<https://www.nochuri.co.jp/report/pdf/n0808re3.pdf#search>

- 5
- ・杉田浩治「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託」

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf

ホームページ

- ・投資信託協会 HP

- 10
- <https://www.toushin.or.jp>

- ・厚生労働省「確定拠出年金の施行状況」

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/sekou.html>

- ・厚生労働省「確定拠出年金制度の概要」

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/gaiyou.htm>

- 15
- [1](#)

- ・三井住友海上「確定拠出年金(401k)の仕組み」

<http://www.ms-ins.com/401k/about/point03.html>

- ・家計の金融行動に関する世論調査 平成 27 年度

<https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2015fut/>

- 20
- ・野村の確定拠出年金ねっと

<http://dc.nomura.co.jp/business/system/kind.html>

- ・MERCER HP

www.mercer.co.jp/newsroom/2015-global-pension-index.html

- ・大和総研

- 25
- <http://www.dir.co.jp>

- ・日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp>

- ・モーニングスター

<http://www.morningstar.co.jp>

- 30
- ・日本銀行

<http://www.boj.or.jp/index.html/>

- 金融庁

<http://www.fsa.go.jp>

- 日本経済新聞

5 <http://www.nikkei.com>