

5



10

15

2019 年度
証券ゼミナール大会

20

第三テーマ
「今後の家計の資産形成手段としての投資信託」

25

下関市立大学
西戸ゼミナール

30

目次

	はじめに	4
	第一章 投資信託について	5
	第一節 資産形成における投資信託の意義	5
5	第二節 投資信託の仕組み	7
	第二章 投資信託の歴史	8
	第一節 現行投資信託の発足	9
	第二節 投資信託の成長の軌跡	10
	第三節 インターネット証券の台頭	14
10	第三章 投資信託の現状と問題点	16
	第一節 運用面	16
	第一項 投資信託の運用	16
	第二項 毎月決済型ファンド	20
	第二節 制度面	22
15	第一項 NISA・つみたて NISA	22
	第二項 確定拠出年金制度	25
	第三節 販売面	27
	第一項 販売手数料による小規模ファンドの乱立	27
	第二項 フィデューシャリー・デューティーの遵守	32
20	第三項 販売チャネルの偏り	34
	第四節 FinTech	35
	第一項 ネット証券	35
	第二項 スマート投資・ポイント投資	37
	第三項 ロボアドバイザー	39
25	第四章 提言	41
	第一節 フィンテックに関する提言	41
	第二節 NISA 制度（NISA, つみたて NISA, ジュニア NISA）の見直し	43
	第三節 販売会社報酬について販売手数料（コミッション）中心から残高報酬（フィー）中心への変換	43
30	終わりに	45

参考文献.....	47
-----------	----

はじめに

近年の日本では、金融をめぐる環境は大きく変化している。こうした金融を巡る特に大きな背景の変化として挙げられるのが、人口の減少及び高齢化の進展である。我が国の総人口が減少局面に移行した中、長寿化は年々進行し、「人生 100 年時代」と呼ばれるかつてない高齢化社会を迎えようとしている。こうした中で、金融庁が令和元年六月三日に発表した報告書内で「夫 65 歳以上、妻 60 歳以上の夫婦のみの無職の世帯では毎月の不足額の平均は約 5 万円であり、まだ 20～30 年の人生があるとすれば、不足額の総額は単純計算で 1,300 万円～2,000 万円になる」と報告されている。こうした背景からも、家計における資産形成の重要性は年々高まってきているように感じる。しかし、日本における家計部門の金融資産比率は、現金・預金が 52.5%を占めている一方で、投資信託は 4%、株式等には 10.9%ほどと家計部門における「資産形成」の意識はまだまだ高いことが分かる。

こうした現状の中で、日本では「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを 2016 年 9 月に掲げた。このスローガンの実現に向けて、金融庁では、家計そのものにタックスインセンティブを与える仕組みを導入しており、2014 年に「NISA」を導入し、2018 年には「つみたて NISA」を導入した。

諸外国に焦点を当ててみると、米国では、401k プランが普及するとともに投資信託の運用が浸透した。英国においても、ISA（個人貯蓄口座）により、投資信託という存在が家計の資産形成手段として定着している。このことから分かるように、日本でも投資信託を家計の資産形成手段として定着させる必要がある。

そこで、本稿では家計に投資信託を普及させることを目的に、第一章で投資信託について、第二章において投資信託の歴史について、第三章で投資信託の現状と問題点を、第四章で現状の投資信託に対する提言を行う。

第一章 投資信託について

金融庁の言葉である「貯蓄から資産形成へ」から、投資信託の重要度は高まってきた。資産形成が必要となった背景を本章第一節では資産形成における投資信託の意義、第二節では投資信託の仕組みについて述べていく。

5

第一節 資産形成における投資信託の意義

まず、資産形成とは「社会に出て収入を得ながら、現役引退するまでに資産を積み上げていくこと」また、資産形成の目的としては「幸せな人生を送るために、お金の面で困らないようにすること」だと考えられている。次に、なぜ

10 資産形成が必要であると考えられるのか背景と共に考えていく。資産形成が必要とされる背景は①公的年金の揺らぎ、②多くのライフイベントの存在の2つの背景があると考えられる。以下に詳細を記す。

(1) 万全とされた公的年金制度の揺らぎ

15 今日の日本では医療技術の発達などにより平均寿命が上昇し 2019 年 6 月の金融庁の報告書には「人生 100 年時代」と記されている。現在の公的年金制度は 100 年間の収支をみてバランスを確保するように設計されている。向こう 100 年間の制度の持続性が確保するために導入されている仕組みが、マクロ経済スライドと積立金の活用である。しかし、今日の日本では長い間低出生率が続き、

20 現役世代（支え手）の人口が減り続ける一方で、高齢世代（受け手）の人口は増え続けている。1980 年代は現役世代 6.6 人に 1 人であったのに対して、2015 年には高齢世代 2.3 人に 1 人、さらに 50 年後の 2065 年では 1.3 人に 1 人と、現役世代に対しての負担が大きくなることが予想されている。また、この流れにより、保険料と年金給付年齢の引き上げも徐々に行われており、現役世代が

25 確実に年金をもらえるという保証は不透明である。そこで、自助努力による資金形成の計画を立てる必要がある。

(2) 多くのライフイベントの存在

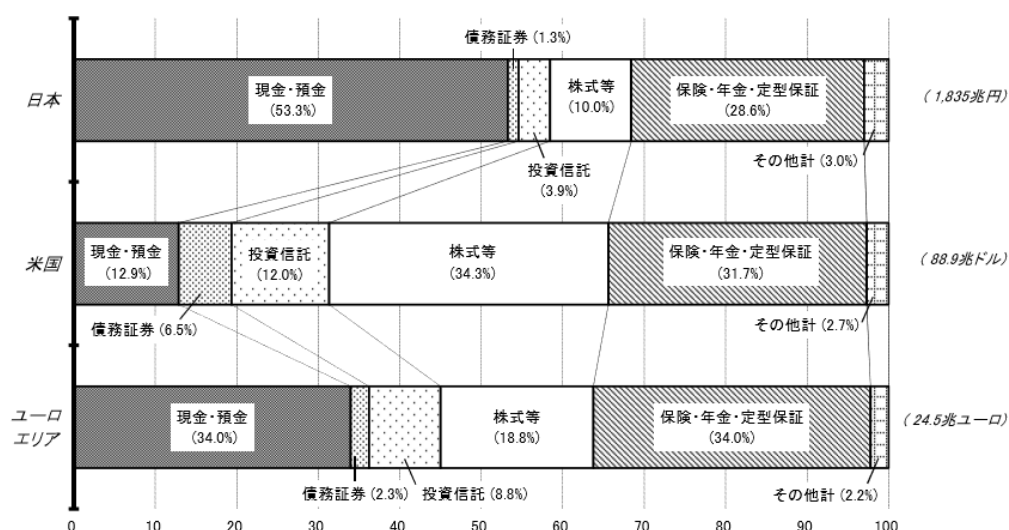
私たちの人生には就職、結婚、出産、自宅購入、子供の教育、現役引退など多くのライフイベントが存在する。これらの多くのライフイベントにはまとまったお金が必要である。また、今日の日本経済は先行きが不透明であるためラ

30

イベントの要求額も変化する可能性は大いにあるため、現在だけではなく将来を見据えた上での、自助努力により早くから資産形成をする必要があるだろう。

次に、現在の日本においての主流となっている資産形成方法は現金・預金であり、それを示したのが図表 1 である。

【図表 1】家計の資産金融構成



出所) 日本銀行調査統計局 (2019)「資金循環の日米比較」p, 2 より引用

10

日本銀行の資金循環統計によると、個人が今年 6 月時点で保有する現金・預金は前年比約 1.9% 増の 991 兆円となり過去最高を更新しており、個人金融資産の半分以上は自宅で保管または銀行口座への預金という形がとられている。一方の株式・投資信託は低迷しており貯蓄から資産形成の流れは活発化しているとは考えづらい状況である。

15

日本人の現金・預金による資産形成の割合が高い理由として、一般に日本人はリスク回避型の傾向にあると言われているが、実際は高度成長期における高い金利による預金が背景にあると考えられる。高度経済成長期の人々は預金のように自分の手元にあるお金が高金利により増えていくため、投資といった手元にお金で資産形成をするリスクを無意識に回避していたのではないかと考える。しかし、今日の日本の金利を見ると、低金利が続いており、この現状

20

では満足した資産形成が行えるとは考えにくいのではないだろうか。加えて、1990年以降の日本の証券市場は米国と比べて低迷していたため、日本の投資家が失敗体験を繰り返したことにより、お金を失うリスクを避けるため、能動的な資産形成を取らずに預金を選んだと考えられる。

- 5 このような理由で資産形成をするにあたって、前述した資産形成の目的に合うものとして投資信託が最も適していると考ええる。それは、専門家による分散投資を実現することで、その分散投資により単独の株式投資など比較して相対的にリスクを避け安全性を確保することができる。また、専門家による資産運用を可能にすることにより、家計側の知識不足を解決することができる。これ
- 10 らの投資信託の特徴を踏まえたうえで考えると投資信託は資産形成の手段として適しているといえる。

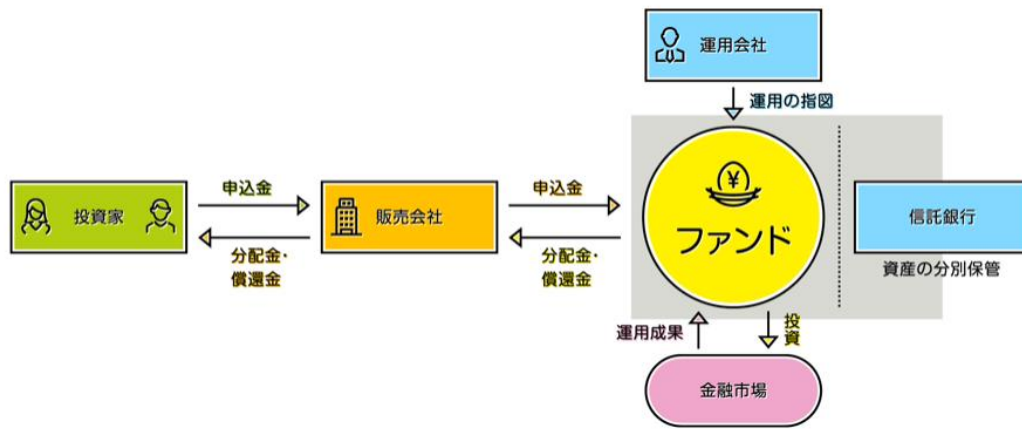
第二節 投資信託の仕組み

- 15 まず、はじめに投資信託とは証券会社、銀行、郵便局などの「販売会社」を通じて販売され、多くの投資家からお金を集める。その後集めたお金はひとつに集められ「信託銀行」に保管され、管理される。「運用会社」が投資家から集めた資金の運用方法を考え、「信託銀行」に運用指示を行う。「信託銀行」は運用会社の指示を受けて、株や債券の売買を行う。このように「販売会社」・「信託銀行」・「運用会社」の3社が販売・運用・管理の役割を果たすことで投資信
- 20 託が成り立っている。図表2は投資信託の流れを図にしたものである。

25

30

【図表 2】投資信託の仕組み



出所) 投資信託協会 HP「投資信託の仕組み」より引用

5

投資信託のメリットとしてあげられるのは①共同投資により規模の効果を
 られること、②いつでも時価がわかり、換金請求できるという高い透明性と流
 動性を持ち合わせていることである。①については、多数の投資家から集めた
 資金を集めていることで個人の少額投資でも通常個人では取り扱わない大きな
 10 金額を動かすことができる。また、単一の銘柄を保有していた場合、様々な要
 因で大きな損失を負う可能性が高くなるが、少額投資でも行うことができる分
 散投資によって様々なリスクを分散・低減することができるようになる。②に
 ついては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
 15 値」として公表するため、いつでも時価がわかる。また、一般的に国内証券に
 投資するファンドは換金請求日から起算して 4-5 営業日目、外国証券に投資す
 るファンドは換金請求日から起算して 4-7 営業日目と比較的早い日で換金する
 ことができる。

第二章 投資信託の歴史

20

投資信託は、1860 年代にイギリスで誕生して以来、1920 年代にアメリカに、
 そして我が国には、1932 年（昭和 12 年）に藤本ビル・ブローカーが民法上の
 証券投資協会を作り、投資信託の先駆的な仕組みを日本国内へと広めていった。

その後、日本では半世紀にわたる歴史の中で様々な運用面、販売面、制度面での変遷が行われてきた。よって本章では、第一節に現行の投資信託の発足について、第二節において投資信託の成長の軌跡を、そして第三節でインターネット証券の台頭について論じていく。

5

第一節 現行投資信託の発足

現行の投資信託は 1951 年に誕生した。第二次世界大戦後の 1948 年 4 月に証券取引法が公布され、我が国の戦後の証券市場が再開した。しかし当時は、大戦後の財閥解体および財産税の物納などによって株式は供給過剰の状態にあり、株式市場は沈滞を余儀なくされていた。そこで、株式市場に広く一般大衆の資金を導入し、株式の需給を改善して戦後の産業復興資金の調達を容易にする方策の一つとして、投資信託制度を活用することが検討された。1948 年 7 月にはすでに証券投資会社法案が証券取引委員会によって策定されていたが、当時の占領軍総司令部が時期尚早として承認しなかったため、成立しなかった。しかし、株式市場を民主化し、産業資金調達の場としての機能を回復させるという業界の強い熱意によって 1951 年 6 月に「証券投資信託法」が制定された。これによって、現行の日本の投資信託の法的基礎が確立した。したがって、その後の半世紀は投資信託とは証券投資信託の意味であった。2000 年の法改正により、不動産等が投資対象に加えられたため、現在では投資信託と呼ばれるが、その主流は依然証券投資信託であると言えよう¹。

また、現行投資信託制度の骨格は「投資信託および投資法人に関する法律」（2000 年投信法）である。この法律が制定されるまでに、いわゆる「投信ビッグバン」と言われる「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が制定された。同法の主要な内容は、投信業務を免許制から認可制に変えたこと、投信会社、投資顧問会社、証券会社の相互乗り入れを許容したこと、運用指図の外部委託を解禁し、ファンド・オブ・ファンズの組成に道を開いたこと、未上場株式の運用を解禁したこと、金融機関による窓口販売を認めたこと、開示制度を証券取引法中心のものとし個別約款承認制度を廃止して届出制にしたこと、

¹ 投資信託協会「投資信託の全体像」2019 年 6 月分より参照
https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/backno_I011BG/

私募投信、会社型投信が認められたこと、等々である。そして、その後に従来の投信法から「証券」を削除し「投資信託及び投資法人に関する法律」として、投信を集団投資スキームのうち資産運用型スキームとして位置付けた。この法律では、委託者業務と投資法人の組成・業務に関する規定を置き、投信制度の

5 基本法となっているが、現実の実務上は同法に基づく施行令、施行規則、金融庁のガイドラインおよび投資信託協会の自主ルールが重要である。また、投資信託の受益証券、投資法人の投資証券が証券取引法上の有価証券であること、金融機関等に投資信託の取り扱いが認められることから、証券取引法の開示規定、不公正取引規制などの適用も受けるつくりとなっている。

- 10 このような背景のもとに誕生した日本の現行投資信託制度は、欧・米の投資信託のように、投資家が資金を共同して運用するために自然発生的に生まれてきたものではなく、政策的要請で産業資金の調達を容易にする方策として生み出されたという側面が強い。そのため、株式投資に不慣れな一般大衆の資金を導入するために、投資信託に「預金」と類似した「貯蓄性」を持たせることが
- 15 考案され、その結果、本来は変動商品であるべき投資信託に強い「元本観念」を植え付けることとなった。

第二節 投資信託の成長の軌跡

- 現行の投資信託（公募投資信託）は、1951年に発足して以来60年余りの歴史をもち、純資産総額は123兆円²を超えているが（2019年6月時点）、この成長の過程で、6回の成長期と6回の後退期・停滞期を経験し、現在、第七回復・発展期にある³。以下の論述は、田村著「投資信託基礎と実務」（経済法令研究会）2018年を参考に行っている。
- 20

25 (1)第一発展期と後退期

1951年6月に証券投資信託法が公布されると同時に、野村・日興・山一・大和の四大証券会社が第一回の単位型投資信託の募集を開始し、7月に各社とも

² 投資信託協会「投資信託の全体像」2019年6月分より参照
https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/backno_I011BG/

³ 田村（2018）「投資信託 基礎と実務」より引用

5 億円ずつの設定を行い、好調なスタートを切った。朝鮮動乱後の好況を反映した株価上昇により、2年間で元本が倍以上になるという好成績をあげるファンドが続出した。しかし、1954年に起こった不況の影響で株式市場は低迷し、その結果、1952年設定ファンドが償還を間近にして元本割れが続出し、株式市場への影響を考慮して償還を1年間延長するという措置が取られた。この結果、1954年から1955年にかけて投資信託の純資産は減少した。

(2)第二発展期と後退期

10 1950年代後半から、1960年代初期にかけて投資信託は急成長を遂げた。神武景気、岩戸景気と続く日本経済の高成長、株式市場の高騰をバックに投資信託の純資産は1955年から1962年の7年間で686億円から1兆2,379億円へと実に18倍も増加した。この急拡大の中心は、毎月一定の元本で募集するユニット投資信託であった。

15 しかし、1963年頃から日本経済は、国際収支の悪化やアメリカ経済の下降の影響を受けてリセッションに入った。株式市場は不振を極め、株価は大幅に下落した。投資信託の組入株式は値下がりし、株式投資信託は極度の不振となり、純資産も1兆2,000億円から9,000億円へ減少した。

(3)第三発展期と停滞期

20 第三の発展期は1968年から1979年に至る12年間である。この間に投資信託の純資産は9,000億円から6兆円へ6.7倍もの成長を遂げた。この増加の中心は単位型株式投信と公社債投信であった。また、単位型の中では1970年から実施されたファミリー・ファンド方式による定時・定型の募集ファンドが主力を占めた。

25 一方で、1980年から81年にかけては、株式市場の下降を反映して株式投信の純資産は減少し、投信の成長も停滞した。しかし、1980年に金融自由化を先取りした「中期国債ファンド」が開発され、実勢金利の高利回り商品として投資家の人気を獲得し、投信全体ではこの時期、純資産残高は減少を免れた。

30 (4)第四発展期と停滞期

1980 年代の 10 年間は、日本の投資信託が大発展を遂げた期間であった。投資信託純資産残高は 1980 年の 6 兆円から 1989 年には 58 兆 6,500 億円へと約 10 倍に増大した。この期間は株式投信も公社債投信もこぞって拡大するという、まさに投信の黄金時代と言える時代であった。この期間の主力は、スポット型の株式投信であった。

しかし、日本の投資信託はその後の株式市況の急落、長期低迷の影響を受けて、株式投信を中心に純資産総額は減少を続け、1992 年 4 月末には 38 兆 5,452 億円にまで低下した。

10 (5)第五回復期と停滞期

1998 年になると、追加型のバランスファンドの大量設定などで株式投信の減少傾向にもようやく歯止めがかかってくる。一方で、長期化する超低金利時代を背景に、MMF や公社債投資信託が貯蓄者の注目を集め、資産は着実に増加した。この結果、投資信託全体の資産も 1998 年後半から徐々に増加し、1999 年末には 51.3 兆円にまで回復した。

しかし、MMF 及び中期国債ファンドの急減に伴って 2002 年末には合計純資産残高は 36 兆円となった。この要因として、2001 年 11 月に、四つの投信会社の運用する MMF が組入れていた米国の債券のデフォルトから元本割れを起こし、従来、MMF は元本安全・確実と信じていた投資家の不安を抱き、MMF から大量の資金が流出してしまったことにある。

一方で、株式投資信託の方は、1999 年をピークとして世界的な IT(情報通信)バブル相場が終焉し、株式市場が新安値に下落したことによってアクティブ運用の株式ファンドの純資産は大きく減少した。しかし、株式投信の全体の数字で見ると、1999 年末の 15.7 兆円から 2002 年末には 16.4 兆円と微増している。この要因として 2 つ考えられる。一つ目は、この間に海外の高金利を狙った外国債券ファンドが急増していることである。もう一つは、2001 年 4 月に証券市場の活性化の観点から導入された指数連動型上場投資信託 (ETF) である。ETF は株価指数に連動を目指すインデックスファンドであるが、通常のオープン投信とは異なり、機関投資家はファンド組入株式の現物を提供して設定を行うことができる。このため、大量の持合株式を保有する機関投資家等が株式を出資

して大量の ETF の設定が行われている。2007 年 5 月末には ETF の残高は 4.7 兆円にのぼった。

(6) 第六回復期・発展期と停滞期

5 2003 年の春以降、日本の株式市場は景気回復期待から急反騰に転じた。株価の大幅な回復と追加型株式投信への資金流入の増加によって、株式投資信託の純資産総額は 2005 年末には 40.8 兆円と 2002 年末に比べて 24 兆円も増加した。

一方で、長期公社債投資信託は低金利の運用難から減少に歯止めがかからず、MMF も依然として資金流出が続いた。このため、公社債株式投資信託の合計純
10 資産残高は 2005 年末で 14.5 兆円と 2002 年比 5 兆円の減少となった。しかし、株式投資信託の増加が大きかったため、投資信託総合計の純資産残高は 2002 年末比 19 兆円増加して 55 兆円となった。2006 年に入ると拡大基調が顕著なものとなり、2006 年 12 月末の純資産総額は 68.9 兆円と過去最大となった。2007 年には貯蓄から投資の流れに乗って、預金から投資信託への資金シフトが顕著と
15 なり、2007 年 10 月には投信純資産総額は 82.2 兆円に達した。

しかし 2008 年に入ると、米国のサブプライム問題に端を発した世界的な投資環境の悪化から、投資信託の拡大は頭打ちとなった。この影響を受けて投信純資産残高は急減し年末の残高は 52 兆円に落ち込んだ。

20 (7) 第 7 回復期と発展期

2008 年秋のリーマン・ショックの影響を受けて大きく減少した投資信託残高は、2009 年 1 月にボトムをつけ、回復に向かった。この回復をもたらした要因としては、世界の証券市場が急反騰したことが大きい。海外の高利回債券や不動産投資信託（REIT）に投資するファンドで投資通貨を選択できる「通貨選
25 択型」ファンドが投資家の人気を集め資金流入をもたらしたことも寄与している。

2014 年に入ると、小額投資非課税制度（NISA）が開始されたこともあって、投資信託への資金流入は一段と強まり、2014 年 6 月末には投信純資産残高は 83.6 兆円と過去のピークである 2007 年 10 月の 82.2 兆円を抜き、投資信託は新
30 たな発展期へと入っていった。そして 2015 年 5 月末には投信純資産残高は 102.5

兆円と初めて 100 兆円の台を突破した。

しかし、その後 2015 年後半から、中国の経済成長の減速や新興国経済の停滞から世界の株式市場は下落し、円高もあって日本の株式市場も低迷、投資信託の資金流入は減少した。2016 年 6 月末には投資信託純資産総額は 86.1 兆円となり 2014 年以降の投信の成長は足踏み状態となった。しかし、11 月の米国大統領選挙を契機として、米国経済の成長期待が高まり、米国株式市場が急上昇、米国に牽引されて欧州・アジアの株式市場も上昇に向かった。日本の株式市場も、円安も追い風となって 2017 年にかけて上昇基調となった。こうした内外の好環境を反映して、投資信託は株式投信を中心に増加基調を取り戻し、投資信託残高は再び 100 兆円の台を超え、2017 年末には 112.5 兆円になった。さらに、2018 年からは「つみたて NISA」制度が始まったこともあり、投資信託の資金流入が加速し、2018 年 7 月末の純資産総額は 113 兆円となった。

15 第三節 インターネット証券の台頭

日本におけるインターネット証券⁴誕生の背景として、1990 年代の金融危機が挙げられる。1980 年代末にはバブル経済が崩壊し、1995 年 8 月に戦後初めて銀行が破綻した。その後 1997 年 11 月には戦後初めての証券会社が破綻。その後も数々の銀行や証券会社が次々に破綻していき、日本の金融危機は頂点に達した。こうした背景の中で、1996 年に大和証券がインターネットを利用した株式売買取引を開始した。この一年足らずの間に日興、野村等の大手証券会社やいくつかの中堅証券会社が参入し、その後二年間で競争企業数は二十社近くにまで増加した⁵。

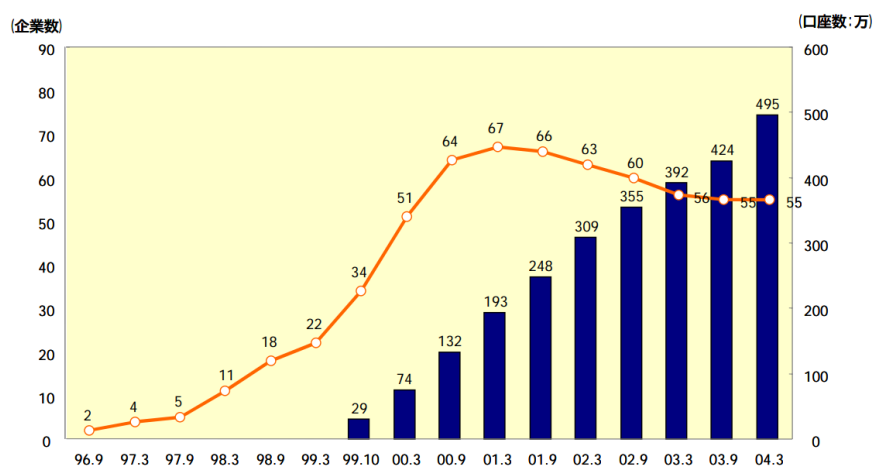
こうした背景の中で、日本の証券会社の事業環境と収益構造は大きな変化を遂げてきた。その要因となったのが、米国・英国に続く証券市場の活性化を目

⁴ インターネット証券とは、インターネットを通じて証券取引サービスを提供する証券会社であり、実店舗をもたず、ネット上だけで業務を行うものと、店舗での窓口販売も行っている兼業のものもある。本稿では、これらを区別するために前者をネット証券、後者をインターネット証券と呼ぶこととする。

⁵ 2004 年 6 月 高井 文子「オンライン証券業界におけるパフォーマンスに与える要因分析—有力専門企業の定量分析から—」 p 5 より参照

的に日本政府主導のもとで進められた「日本版金融ビックバン」である。この
 変革を通して証券業務に関する様々な規制緩和が行われ、インターネット証券
 業界の競争環境が劇的に変化することとなった。こうした変革の中でも証券会
 社の経営に最も大きな影響を与えたのが、1999 年 10 月に実施された株式委託
 手数料の完全自由化であった。これに先立つ 1998 年 12 月に証券業が免許制か
 ら登録制へと移行されたこともあり、業界への新規参入が相次ぎ、2001 年 3 月
 には 70 社近くまで競争企業数が増加した。(図表 3 参照)

【図表 3】インターネット証券の参入企業数と口座数



10 (出所) 2004 年 6 月 高井 文子「オンライン証券業界におけるパフォーマンスに与える要因分析—有力専門企業の定量分析から—」 p 6 より引用

15 このようにインターネット証券市場が急成長する一方で、参入企業は手数料面とサービス面で厳しい生存競争を繰り広げることとなった。手数料面では、株式委託手数料の完全自由化により、ネット証券では、手数料無料キャンペーンを行う企業が出てくるなど、利益を度外視した消耗戦が続いた。また、サービス面では、商品ラインナップの充実や夜間・休日の取引などのサービスを提供する企業も登場した。こうした厳しい競争の中でインターネット証券業界からの撤退を表明する企業が相次いだ。そして、インターネット取引を行っている証券会社は現在 77 社⁶あるが、市場の寡占化も進んでおり、現在では取引の

⁶ 日本証券業協会「改訂版インターネット取引に関する調査結果（2019 年 3

大半を上位数社が扱っている。

第三章 投資信託の現状と問題点

第二章では投資信託の歴史において日本の投資信託の現在にいたるまでの経緯を確認してきた。実際、現在においての日本の投資信託は様々な制度改革や規制緩和を行ってきたが、十分な普及とは言えないのが現在の投資信託の状況である。本章では、第一節において運用面、第二節において制度面、第三節において販売面、第四節において FinTech 面のそれぞれから、現在の投資信託の現状と問題点について論じていく。

10 第一節 運用面

本節では、投資信託を運用する面での現状と問題点を、第一項に投資信託の運用、第二項に毎月決済型ファンドについて論じていく。

第一項 投資信託の運用

15 投資信託の運用では、アクティブ運用とパッシブ運用に大きく分けることができる。アクティブ運用とは、ベンチマーク以上のパフォーマンスを目指す投資運用であり、パッシブ運用は、ベンチマークとするインデックスの投資収益率に等しい収益率をあげることを目的とする運用である。その代表例がインデックスファンドである。現実のインデックス運用では、市場の銘柄をいくつかのグループ集団に分け、その各層から代表銘柄を抽出してインデックスの動きに連動を図る層化抽出方法や、ポートフォリオ全体としてのトータルリターンが、ベンチマークとするインデックスのトータルリターンに近似するような銘柄群をインデックス構成銘柄から選んで、ポートフォリオを構成する最適化法がとられることが多い。

25 一般的には、長期的に保有した場合、インデックス運用はアクティブ運用より安定したパフォーマンスが期待できると考えられている。アクティブファンドでは、ファンドマネジャーが積極的・戦略的に投資対象、組入れ比率、売買のタイミング等の投資判断を行い運用するため、信託報酬や販売手数料がイン

デックスファンドと比べて高く設定されている。さらに、アクティブ運用の手法としてアセットアロケーションの変更がある。アセットアロケーションとは、株式、債券、短資の三資産について、各資産の市場の状態を表す指標（例えば、利回りや益回りなど）を比較して、割安・割高を判断し、より割安な資産に配分をシフトすることである。また、個別銘柄組入銘柄の選択や入替えによっても行われる。この手法に二つのアプローチがある。まずは、トップダウンアプローチである。ここでは、まずマクロ分析からスタートする。経済成長率、インフレ、金利、為替などのマクロ変数を予測する。ついで、どの産業セクターが好調であり、不振なセクターは何かを予測する。その上で、こうした産業の中で投資対象として魅力的である企業を選択する。次にボトムアップアプローチであるが、こちらは、経済や産業の動向から下ろすのではなく、もっぱら魅力的な銘柄のピックアップに専念し、その積上げによってポートフォリオを構築する。

このようにアクティブファンドでは、ファンドマネジャーが積極的・戦略的に投資対象、組入れ比率、売買のタイミング等の投資判断を行い運用するため、信託報酬や販売手数料がインデックスファンドと比べて高く設定されている。

近年の日本の状況として、株式型投資信託の純資産総額のうちのインデックス型ファンドが占める割合として約 47%⁷であり、昨年同時期の 44%と比較しても少しずつ増加してきていることが分かる。前述したとおり、アクティブ型ファンドでは、信託報酬が高く設定されていることが多い。国内株式アクティブ運用投資信託の信託報酬とリターンをみると、投資信託の平均信託報酬である 1.5%⁸よりも高いアクティブ運用投資信託の本数は 141 本で、そのうちリターンがマイナスであった割合は 37.6%にも及ぶ。（【図表 4】参照）また、71%の商品が日経 225 を参照するインデックス運用投資信託（純資産総額上位 5 銘柄）の過去 10 年間のリターンを下回っていることが明らかとなった。⁹

⁷ 投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック(2019年7月末)」参照

⁸ 日本経済新聞「保有コスト「信託報酬」に注目（投信観測所）2018年7月30日参照

⁹ 金融庁「平成 29 事務年度 金融行政方針」P.59 参照

【図表 4】 国内株式アクティブ運用投信の信託報酬とリターン

国内株式アクティブ運用投信		信託報酬（税抜き、年率）		
		0.5%超 1%以下	1%超 1.5%以下	1.5%超 2%以下
全本数		36 本	104 本	141 本
リターン	0%未満	4 本	38 本	53 本
	0%超 5%未満	32 本	56 本	71 本
	5%10%未満	0 本	9 本	16 本
	10%以上	0 本	1 本	1 本
平均リターン		2.03%	1.26%	1.27%
リターンがマイナスであった割合		11.1%	36.5%	37.6%

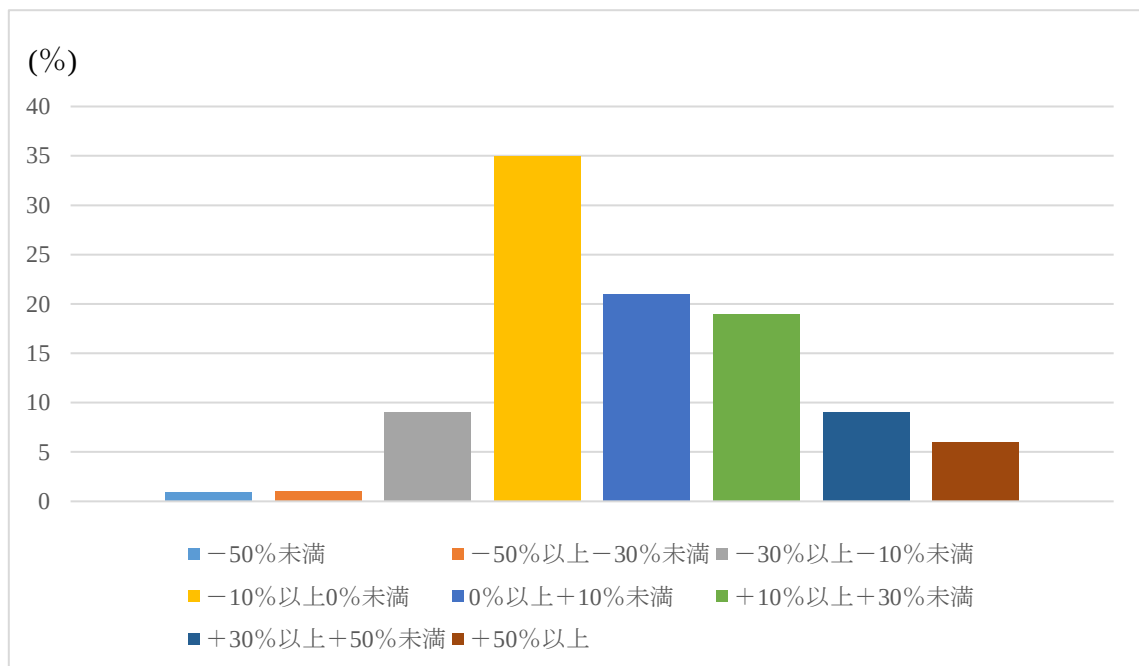
（出所）金融庁「説明資料（平成 29 年 3 月 30 日）」P.9 より筆者作成

このことから、アクティブ運用における高い信託報酬によって投資家が受け取るリターンが大きく下がっていることになっていることが分かる。

さらに、金融庁が主要行等 9 行と地域銀行 20 行の計 29 行を対象に、2018 年 3 月末時点での運用損益を調査したところ、全体の 46%の顧客が損失を抱えていたという¹⁰。

¹⁰ 月刊資本市場 前田昌孝 伸び悩む投資信託市場の課題 2018.8 P.58 参照

【図表 5】運用損失別顧客比率



(出所) 月刊資本市場 前田昌孝 伸び悩む投資信託市場の課題 2018.8 P.59
より筆者作成

- 5 【図表 5】は、投資信託の運用損益別顧客の比率を表わしている。この運用損益は、投資信託の購入時と3月末時点での評価額を比較したグラフである。累計の税引き後の受取分配金や、税込みの販売手数料等も加味して全体の損益を算出したものである。金融庁によると、各金融機関の預かり資産上位20銘柄の投資信託について、コスト（販売手数料と信託報酬の合計）とリターン（5年間のトータルリターン）の関係及び、リスク（過去5年間の月次リターンの平均偏差）とリターンの関係を調査したという。その結果、コストとリターンの間には「明瞭な関係が認められず、コストに見合ったリターンは必ずしも実現していない」という。また、リスクとリターンとの間には「リスクの上昇に伴いリターンも一定程度上昇する傾向がみられた」として
- 10
- 15 さらに、本調査では、投資信託の保有期間と運用リターンとの関係も分析している。顧客が投資信託を保有する機関の平均値が長い金融機関ほど、運用損益率がプラス（ゼロ以上）の顧客の割合が大きいという結果が出ていたことが

明らかとなった¹¹。

こうした調査の結果から、金融機関は金融機関に個人が投資信託を購入する際に参考になる共通指標を設け、それを公表することを金融機関に求められる。

こうした動きから、今後は販売手数料や信託手数料が高い投資信託ではなく、
5 低いコストで質の良い投資信託を扱う金融機関が増えるのではないだろうか。

第二項 毎月決済型ファンド

毎月決済(分配)型ファンド(以下毎月決済型)とは、主として債券に投資し、毎月決済を行い、収益を毎月分配金として支払うことを目的としたファンドである。投資対象は世界各国の債券とするが、近年の超低金利の日本の債券では
10 利子収入がほとんど見込めないため、日本より金利水準の高い外国の債券を主たる投資対象とするファンドが多い。ファンドによっては信用リスクの小さい高格付の債券に限定するものもあり、また信用リスクは大きい、高いリターンも期待できるハイイールド債を組入れるものもある。

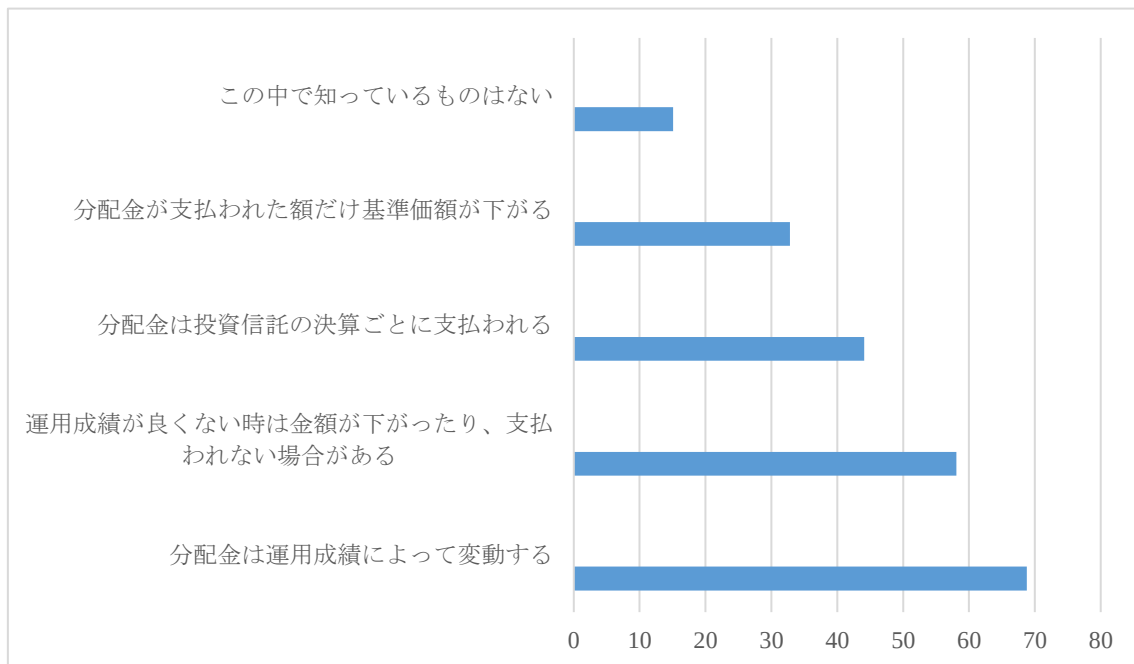
毎月決済型は、比較的高利回りで安定的な分配金を毎月受け取れるということから、退職者や高齢者が年金代わりに利用するなど、近年急速に拡大した。2015 年 6 月末では、株式投資信託の純資産総額の 50%が毎月決済型で占められていたが、最近では毎月決済型よりも長期の収益確保を重視する傾向が高まってきたことから、毎月決済型の比率は 2019 年 7 月末時点で 22.6%¹²に低下
20 してきている。

毎月決済型の購入に当たって金融機関は、債券ファンドであるから金利リスク、信用リスクがあること、外国債券中心の投資ファンドであるから為替リスクがあることなど、毎月の分配金は安定的ではあっても一定ではないこと、基準価額が大きく変動することを投資家に説明する必要がある。しかし、毎月決
25 済型を購入している投資家のうちこれらのリスクを理解できていない投資家が多いことが明らかとなった。

¹¹ 平成 31 年 1 月 29 日金融庁「販売会社における比較可能な共通 KPI の傾向分析」P.4 より参照。

¹² 投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック(2019 年 7 月末)」P.8 参照

【図表 6】 分配金の特徴認知状況



※2018 年時点。(n=4588)

(出所) 投資信託に関するアンケート調査報告書 (2019 年 3 月) 投資信託協会

5 P. 51 より筆者作成

投資家が毎月決済型を魅力的だと感じる点は、約 6 割程度の者が分配金を受け取ることで安心できることや、半数の者が毎月利益を確定したいとの理由で購入していることが分かった¹³。しかし、運用成績が良くない時には、分配金が

10 支払われないというリスクを知らない投資家が 6 割程度いることが事実である。さらに、若世代であればあるほど無分配型商品で、中長期的に運用することで複利効果を受けて資産を形成する投資方法の方が望ましいが、毎月決済型の特徴を理解できていないために、目先の分配金にとらわれてしまい購入してしま

15 っていることもまた事実である。このようなことを考慮すると、金融販売会社が投資家に対して適切な説明がなされているのか、また販売会社側の利益だけを追求していないか懐疑的である。

¹³ 投資信託に関するアンケート調査報告書 (2019 年 3 月) 投資信託協会 P. 75 参照

第二節 制度面

本節では、投資信託の制度面における問題点を、第一項で「NISA・つみたて NISA」を、第二項で「確定拠出年金制度」といった投資信託制度における代表的存在を論じ、これらの現状と課題を論じていく。

5

第一項 NISA・つみたて NISA

(1)NISA

NISA とは、2014 年 1 月 1 日からスタートした「小額投資非課税制度」である。この制度では、年間 120 万円までの新たな資金で公募株式投資信託や上場
10 株式等を購入した場合、投資から得られる収益（分配金、配当金、譲渡益）に対する税金が 5 年間非課税となる制度である。イギリスの個人貯蓄口座 ISA に倣って導入されたことから、日本版 ISA（愛称 NISA＝ニーサ）と呼ばれている。

この NISA という制度は一見、家計の投資を助長する良い制度のように見えるが、問題点が存在する。①運用対象商品の面、②投資可能期間期間の面の 2
15 つの面で、英国における ISA との比較で問題点を明らかにしていく。

まずは、①運用対象商品の面である。NISA では、上場株式や、株式投資信託が主な投資対象であるが、英国における ISA では、債券や預金などもその投資対象となっている。また、ISA では、「預金型」と「株式型」、「社会的投資型（イ
20 ノベーターティブファイナンス型）」、「人生設計型（ライフタイム型）」に分けられている。先述した、株式や債券は「株式型」で、預金は「預金型」で運用する点が NISA との違いである。「株式型 ISA」と「預金型 ISA」の資産残高であるが、双方ともに投資残高は増加しており、2018 年には、株式型 ISA が £3,374 億、預金型 ISA では、£2,703 億に達しており合計で £6,077 億¹⁴もの規模となっている。（これらの残高の推移は【図表 7】にも示されている）

25 ②次に投資可能期間の面である。英国では、国民の低い貯蓄率を解消するために、その前身であった PEP（個人持株制度）と TESSA（免税特別貯蓄口座）を整理・統合する形で ISA（預金型・株式型・保険型）が導入された。ISA 導入当初は 10 年間の時限措置とされていたが、国民に広く普及したこと等を踏まえ、

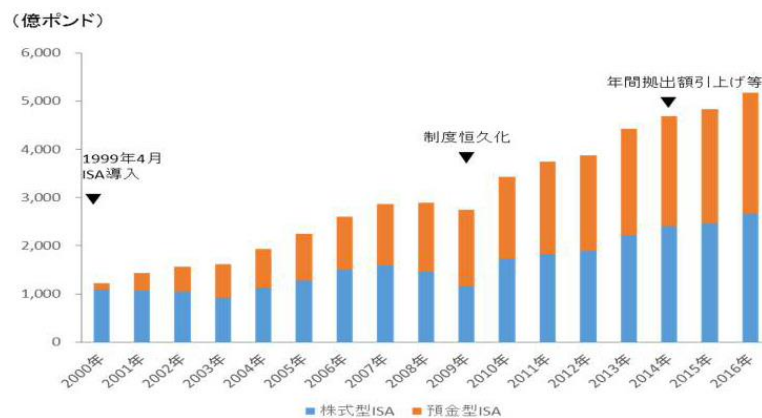
¹⁴ 金融庁 事務局説明資料「安定的な資産形成に向けた取組み（金融税制・金融リテラシー関連）平成 30 年 11 月 16 日 P21 参照

2008 年に ISA 恒久化が実現した¹⁵。その背景として、2006 年に英国財務局が ISA の効果検証¹⁶を行い、業界団体の提言や要望があり、2008 年に英国政府が積極的に業界の声に耳を傾けた結果として恒久化が実現した。なお、ISA 恒久化以降、ISA 資産残高が大幅に増加（【図表 7】参照）した。

- 5 一方で、NISA における投資可能期間は 2014 年～2023 年まで¹⁷である。そして、非課税期間であるが、ISA では無制限なのに対して NISA では最長 5 年間である。英国 ISA においても、導入 7 年目から恒久化の動きが始まったことに倣って、制度 5 年目である NISA も投資可能期間の恒久化及びに非課税期間の無制限化への動きを期待したい。

10

【図表 7】ISA 資産残高の推移



（出典）EY 総合研究所株式会社 平成 28 年 12 月 15 日

「諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組みに関する調査報告書」P58 より引用

15

(2) つみたて NISA

国民の安定的な資産形成を行うためには長期の積立・分散投資が有効であるとの観点から、平成 29 年度税制改正で積立型の小額投資非課税制度（つみたて

¹⁵ 金融庁 事務局説明資料「安定的な資産形成に向けた取組み（金融税制・金融リテラシー関連）平成 30 年 11 月 16 日 P20 参照

¹⁶ 日本証券業協会「英国における個人の中長期的・自助努力による資産形成のための投資優遇税制等の実態調査（ポイント）について」平成 28 年 6 月 P2 参照

¹⁷ 金融庁「NISA とは」より参照

NISA) が平成 30 年 (2018 年) 1 月 1 日からスタートした。つみたて NISA では、年間の投資上限額は 40 万円までで、その投資方法は累積投資契約に基づく定期かつ継続的な方法による買付に限られる。また、投資した年から最長 20 年間は分配金や売買益が非課税となる。投資可能期間は 2018 年 1 月 1 日から 2037 年 12 月末までの 20 年間に限定されている。そして、その投資対象商品は一定の要件を満たした公募株式投資信託に限られる。さらに、現行の一般 NISA とつみたて NISA は、いずれか 1 つの選択制となっている。

現在のつみたて NISA の口座数は【図表 8】の通りである。

10 【図表 8】 NISA 口座数

	つみたて NISA 口座数 3 月 末 時 点	2 0 1 8 年 12 月 末 から の 増 加 率	年代別比率	2018 年 12 月 末 時 点	
総 数	127 万 4,118 口座	22.9%	100.0%	103 万 6,603 口座	100%
20 歳 代	19 万 3,879 口座	23.8%	15.2%	15 万 6,601 口座	15.1%
30 歳 代	31 万 7,800 口座	25.2%	24.9%	25 万 3,925 口座	24.5%
40 歳 代	33 万 2,217 口座	22.8%	26.1%	27 万 632 口座	26.1%
50 歳 代	22 万 8,623 口座	22.4%	17.9%	18 万 6,791 口座	18.0%
60 歳 代	12 万 9,679 口座	19.2%	10.2%	10 万 8,791 口座	10.5%
70 歳 代	6 万 1,551 口座	20.3%	4.8%	5 万 1,161 口座	4.9%
80 歳 以上	1 万 439 口座	19.0%	0.8%	8,774 口座	0.8%

(出所) 金融庁「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況」(2019 年 3 月末時点)

より筆者作成

つみたて NISA の総数では、2018 年 12 月末から 22.9%の増加があった。さらに着目したい点は、年代別比率において 20 歳代から 40 歳代で全体の約 7 割を占めている点である。こうした点から、つみたて NISA をきっかけに新たに投資を行う人が増加してきていることがうかがえる。

しかし、2018 年から始まった制度であるため、様々な改善の余地がある。具

体的には、①投資商品のスイッチングと②非課税投資枠の再利用ができない点である。まずは①についてであるが、NISA 口座で収益分配金の再投資やスイッチング¹⁸を行う場合、その分の非課税投資枠が必要となる。収益分配金の再投資やスイッチングは、新規購入の場合と同様に非課税投資枠を利用する。そのため、その年の非課税投資枠を使い切っている場合、NISA 口座内での収益分配金の再投資やスイッチングができない仕組みとなっているのである¹⁹。次に②の非課税投資枠の再利用についてである。前述したように、つみたて NISA で購入できる金額（非課税投資枠）は年間 40 万円までである。仮に、その年に非課税投資枠の未使用分があっても、翌年以降に繰り越すことはできない。

10 つみたて NISA においても、今後口座数、資産残高共に増加する見込みが十分にあり、NISA とつみたて NISA で英国の「預金型 ISA」と「株式型 ISA」のように国民の間に広く普及し、新しく投資を行う人のきっかけ作りとなるような存在に成長することを期待したい。

15 第二項 確定拠出年金制度

確定拠出年金は、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年金制度である。確定拠出年金制度の全体像としては、掛金を企業が拠出する企業型年金と、加入者自身が拠出する個人型年金（iDeCo）がある。こうした確定拠出年金が導入された背景としては、厚生年金基金や確定給付企業年金等の企業年金制度等は、給付額が約束されるといった特徴があるが、(1)現行の企業年金制度は中小零細企業や自営業者に十分に普及していない。(2)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であるといった問題点が指摘されていたことを踏まえて平成 13 年 10 月に公的年金に上乗せされる部分における新たな選択肢として導入された。

次に、(1)企業型年金と、(2)個人型年金（iDeCo）に分けて制度の概要と問題点

¹⁸ 保有している金融商品を売却し、別の金融商品を購入することで入れ替えること（金融庁 用語集 NISA 関連用語「スイッチングは非課税投資枠を使用する」より引用）

¹⁹ 金融庁 HP「つみたて NISA に関する注意点」参照

を論じていく。

(1)企業型年金

実施する主体は、企業型年金規約の承認を受けた企業であり、加入者は、実施企業に勤務する従業員である。掛金は事業者が拠出する。拠出の限度額は、
5 厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施していない場合は 55,000 円/月(規約において個人型年金への加入を認める場合、35,000 円/月)。また、厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施している場合は 27,500 円/月(規約において個人型年金への加入を認める場合、15,500 円/月)となっている。税面においては、拠出時は非課税(事業者が拠出した掛金額は、全額損金算入・加入者が拠
10 出した掛金額は、全額所得控除(小規模企業共済等掛金控除))である。また、運用時は特別法人税課税となっているが、2019 年 8 月 17 日現在、課税は停止されている。給付時の税制は、年金として受給する場合には、公的年金等控除として、一時金として受給する場合には退職所得控除とされる。

15 (2)個人型年金 (iDeCo)

実施する主体は、国民年金基金連合会であり、加入者は、自営業者等(農業者年金の被保険者、国民年金の保険料を免除されている者を除く)(国民年金第 1 号被保険者)と厚生年金の被保険者(公務員や私学共済制度の加入者を含む。企業型年金加入者においては、企業年金規約において個人型年金への加入が認
20 められている者に限る。)(国民年金第 2 号被保険者)そして、専業主婦(夫)等(国民年金第 3 号被保険者)となっている。掛金の拠出は、加入者個人が拠出する。拠出限度額は、自営業者等は 68,000 円/月(国民年金基金の限度額と枠を共有)、厚生年金保険の被保険者のうち(1)厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施している場合は 12,000 円/月。(2)企業型年金のみを実施している場
25 合 20,000 円/月。(3)企業型年金や厚生年金基金等の確定給付型の年金を実施していない場合は 23,000 円/月(公務員を除く)(4)公務員は 12,000 円/月である。そして、専業主婦(夫)等は 23,000 円/月となっている。税面においては、拠出時は非課税(加入者が拠出した掛金額は、全額所得控除(小規模企業共済等

掛金控除)・「iDeCo+²⁰」を利用し事業主が拠出した掛金額は、全額損金算入)である。また、運用時は特別法人税課税となっているが、2019年8月17日現在、課税は停止されている。給付時の税制は、年金として受給する場合には、公的年金等控除として、一時金として受給する場合には退職所得控除とされる。

- 5 こうした確定拠出年金制度のメリット・デメリットを説明する。まずメリットとしては、拠出限度額の範囲で掛金が税控除される点にある。確定拠出年金制度で積み立てられた掛金は、全額所得控除の対象となり、毎年の所得税と住民税が減税される。その他にも、加入者個人が運用の方法を変えることができる点や、一定の条件を満たせば、離転職に際して年金資産の持ち運びが可能な点も挙げられる。

- 10 一方でデメリットとしては、原則 60 歳までは途中で引き出しができない点がある。確定拠出年金制度では、老後の資産を形成することが目的である為、途中で年金資産が必要となった場合でも引き出すことはできない。また、加入者ごとに記録の管理が必要になる為、管理コストが高くなりやすいことや、運用が不調であった場合には年金額が減ってしまうことも挙げられる。

第三節 販売面

- 本節では、投資信託の販売面における現状と問題点を第一項に販売手数料による小規模ファンドの乱立、第二項にフィデューシャリー・デューティーにつ
- 20 いて、そして第三項において販売チャネルの偏りについて論じていく。

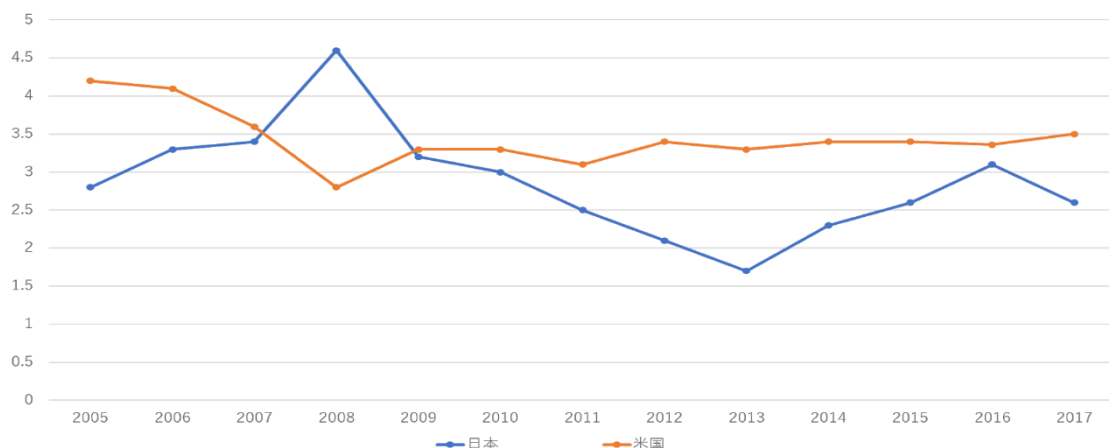
第一項 販売手数料による小規模ファンドの乱立

- 日本での投資信託の販売において顧客の立場での望ましい投資信託の販売が行われているとは言えないという点が現時点での大きな問題点である。金融
- 25 庁による、平成 31 年 1 月 29 日に発行された「投資信託等の販売会社における

²⁰ 企業年金を実施していない中小企業が、従業員の老後の所得確保に向けた支援を行うことができるよう、その従業員の掛け金との合計が iDeCo の拠出限度額の範囲内で iDeCo に加入する従業員の掛け金に追加して、事業主が掛金を拠出することができる制度。厚生労働省 HP「iDeCo+の創設」より引用 URL：<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000192886.html#002> (2019/08/17 最終閲覧)

（顧客本位の業務運営）の取り組み状況」においての「全体の傾向では顧客に対し積極的に情報発信を行う動きは限定的であり、取り組み方針や KPI の公表に関し、顧客の認知状況を把握している先は見られないと報告されており」平成 24 年 12 月 7 日に発行された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」での「販売手数料収入が重要な収益源である販売会社が商品供給に大きな影響力を有している実態により、投資機関の短期化等の問題を招きかねず、投資信託商品の開発・販売においての必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されてないとの指摘があり、それにより投資信託商品の開発・販売にあたっては顧客（投資家）本位の目線が一層必要である。」（「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ最終報告 金融庁」（2012）、p, 2 より引用）と述べられている。現在、日本の投資信託においての問題の 1 つに回転売買があげられている。まず、回転売買とは証券会社などの金融取引業者が投資家からの手数料収入を得るために株式や投資信託などを頻繁に売買させることである。【図表 12】は日本だけでなく米国の平均保有期間（ETF を除く）の推移を表したものである。

【図表 12】日米投資信託保有期間比較

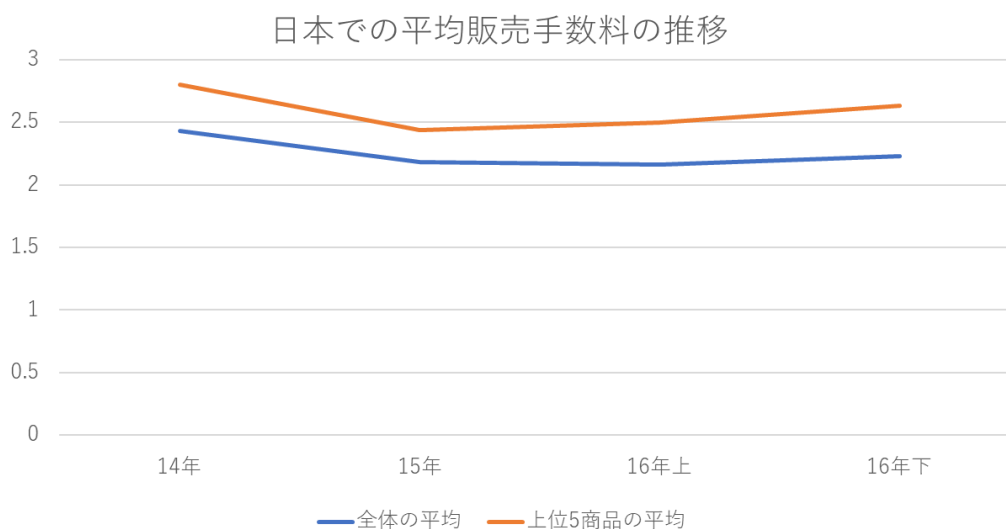


出所）杉田浩治（2019）「投資信託の世界」p115 より筆者作成

【図表 12】のように近年ではアメリカとは大きな差がないとはいえ、日本はアメリカと比べて投資信託の保有期間が短いことがわかる。加えて、保有期間の変化が大きいことから十分な投資信託の体制が整っていないことがわかる。

これらの回転売買の問題改善に金融庁が「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正を行い、短期間での商品売買による販売体制を見直すことを目標としている。現在でも手数料収入を得るために頻繁に株式や投資信託などを売買させる行為は過当売買とされ、金融庁によって行政処分が下されることがある。次に、現在の日本においての手数料はどの程度なのか【図表 13】に示した。

【図表 13】 日本での販売手数料の推移



10 出所) 金融庁「平成 28 年事務年度金融レポート」より筆者作成

【図表 13】を見ると平均販売手数料は 2014 年度に比べて低くなっているが 2016 年度にはわずかではあるが上昇していることがわかる。また、上位 5 商品の平均についての販売手数料別にみれば 50% 近い割合で 3% の手数料がいるということが分かった。この、日本の投資信託の手数料が高いという事実を再確認するために保有期間と同じように米国と比較していく。Morningstar Direct によれば米国の販売手数料は 2018 年 4 月 30 日において単純平均は 4.73% で日本の 2.79% で、米国が日本より圧倒的に高いものの、純資産加重平均を用いた場合、逆転をして日本は単純平均と数値は変わらないが、米国では 2% を切るものが多い。これは、日本では販売手数料の低いものがファンド数では多いにもかかわらず、販売手数料の高いものが純資産で大きな割合を占めていることが

要因である。この数値により日本の手数料が高いといわれていることが認識できる。

また、回転売買は小規模ファンドの乱立という問題を生みだすことの原因にもなっている。日本の公募・証券ファンド1本あたりの金額を他国と比較した

5 ものが【図表 14】である

【図表 14】公募・証券ファンド1本あたりの金額における諸外国比較

	ファンド 数	純資産 (百万ドル)	純資産 (円換算、億円)	一本当たりの金 額 (円換算、億円)
日	6,060	—	966,415	159
米	9,782	18,868,105	22,096,438	2,259
英	2,802	1,510,976	1,769,504	632
独	1,834	375,253	439,459	240
仏	10,952	1,880,355	2,202,060	201
世界合 計	92,218	36,815,649	43,114,807	468

注) 円換算は16年末レート(1ドル=117.11円)

出所) 杉田浩治(2017)「投資信託の制度・実態の国際比較(第1部)」p16より作成

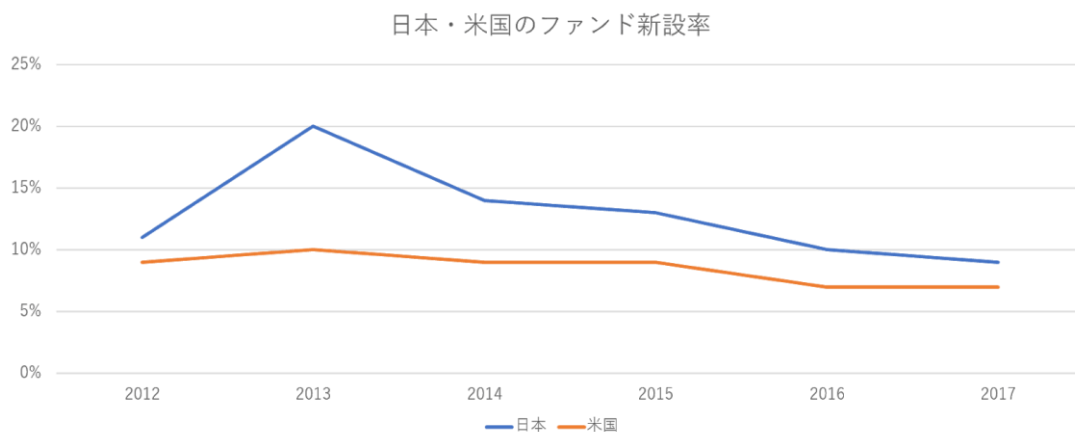
10

【図表 14】から日本においてのファンド1本あたりの金額が約159億円であり比較国の中で最も低い金額であり、中でも米国との比較においてはファンド数が1.5倍しか変わらないが1本当たりの換算では約14-15倍であり、日本において1本当たりの純資産の少ない小規模のファンドが乱立しているということが分かる。純資産の少ないファンドでは運用や維持においてもメリットがそれほどないように感じられる。

15

小規模ファンドが乱立する要因としてあげられるのは、上記に記した回転売買であるが、それに加えて他国に比べて、やや新商品に偏った営業が行われていることも要因のひとつである。これらの新商品は顧客に売り込みやすい商品を運用会社が次々に新しい投資信託を設定している。これまでの投資信託新設率を日本と米国と表したのが【図表 15】である。

【図表 15】 日米のファンド新設率



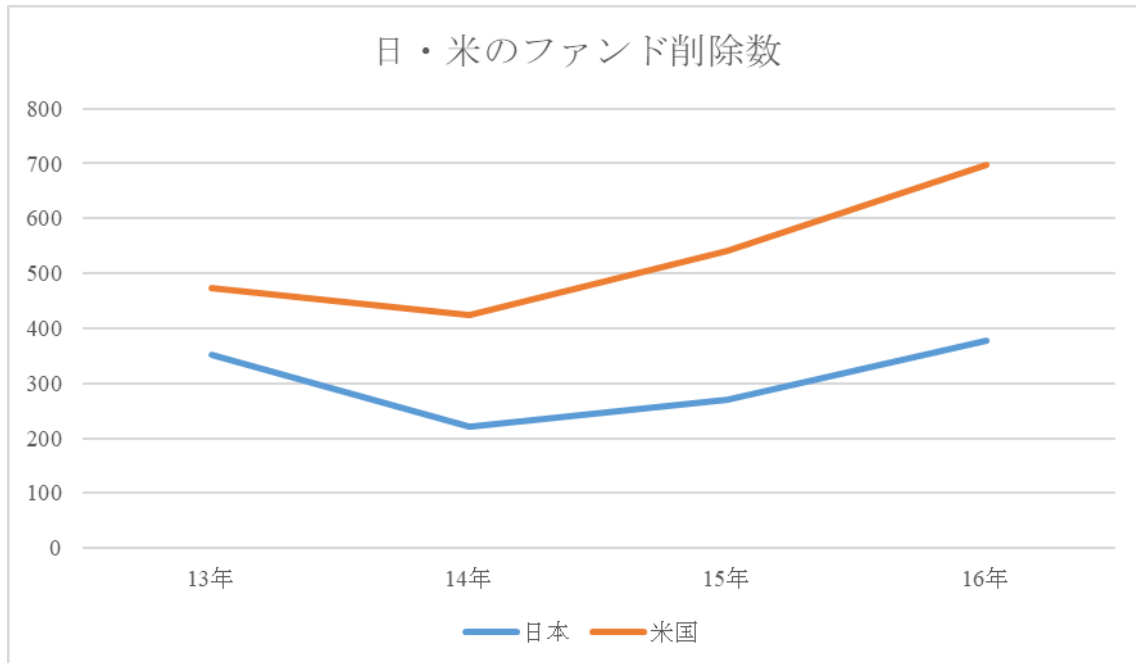
出所) 杉田浩治 (2019) 「投資信託の世界」 p115 より筆者作成

10

【図表 15】より日本の2012-2016年のファンド平均新設率は12.8%であり米国の8.5%と比較をすると高いことがわかる。近年の新設ファンドの多くは特定のテーマにフォーカスした新しい指数に連動しているテーマ型のインデックスファンドが増えているといわれている。しかしテーマ型のファンドは流行にそって作られており、流行が過ぎてしまった時、次の流行をテーマにしたファンドが作られてしまい、結果的に純資産の少ない小規模ファンドが次々にできるということになる。こういった背景からテーマ型が長期運用には向いていないということが一般的な見解である。加えて、日本では新設率が他国に比べて高い率を持っているが、削除率は他国と同じ率を持っていることも小規模ファンドが多い要因にもなっている。【図表 16】は日本と米国の削除数を表したものである。

20

【図表 16】 日米のファンド削除数



出所) 杉田浩治 (2018 年 3 月) 「投資信託の制度・実態の国際比較」 p19
より筆者作成

5

【図表 16】より 16 年の米国と日本の削除率はどちらも 7 % とほぼ同じ数値であり、日本の新設率は米国よりも高いことを考えれば削除率が同じ数値を示すことは良い現状であるとは考えづらいものである。

10 このように小規模ファンドが乱立した場合考えられる問題がある。その問題は、小規模ファンドは上記したように純資産が少ないためファンドの運用において運用報告書の作成や監査機関によって監査を受けるため、管理費が高くなるため、ファンド設立当初では低かった手数料も最終的に値上がりがおこることである。

15 第二項 フィデューシャリー・デューティーの遵守

まずフィデューシャリー・デューティー（以下「FD」とする）とは信託を受けた者が履行すべき義務のことであり、これは顧客本位の業務運営を指し、金融機関は資産を預けている顧客に対し、利益を最大限にすることを目標に利益に反する行為を行なってはならないとするものである。FD という言葉は、2014

年 9 月に金融庁が公表した「平成 26 事務年度金融モニタリング基本方針」において広く知られるようになった。金融機関が実際に FD を履行することを顧客に対してその金融機関のプリンシプルを公表することによって、自主的に義務付けることを FD 宣言という。この FD が金融庁から言及される前に投資家の保護を目的とした法改正などは行われてきていたが、それに伴い金融機関側は最低限のルールしか守られず、金融機関による顧客に対してのサービスの主体性が失われてきてしまった。しかし、このような現状を前に平成 29 年 3 月に金融庁が FD の定着させるために「顧客本位の業務運営に関する原則の定着に向けた取り組み」を公表した。その中で顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるようにするための成果指標（KPI）を、取り組み方針やその状況を公表するように働きかけるようにすることによって第 3 者による評価と比較が簡単にできるようになり金融機関は顧客本位の業務運営をする必要性が高まっている。

次に、現在 FD 宣言を行っている金融機関は 2019 年 3 月には 1619 社であり 2018 年 8 月の 1426 社と比べて約 200 社増えたことが分かる。しかし、長期的にリスクや手数料等に見合ったリターンがどの程度生じているかを「見える化」するために、比較可能な共通 KPI を公表している金融機関は 124 社であり、自分にあった商品を買うためには比較対象を増やし続けることは重要だと考える。実際、金融庁が取り上げた比較可能な共通 KPI と考えられる 3 つの指標は①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位 20 商品銘柄のコスト・リターン、③投資信託預かり残高上位 20 銘柄のリスク・リターンであり、その内容は以下に記す。

①運用損益別顧客比率は、投資信託を保有している顧客について、基準時点の保有投資信託に係る購入時以降の累積の運用損益（手数料控除後）を算出し、運用損益別に顧客比率を示した指標である。この指標によって、個人の顧客が保有している投資信託について、購入時以降のリターンがどれほど生じているか見る事が可能である。

②投資信託預かり残高上位 20 銘柄のコスト・リターン及び、③投資信託預かり残高上位 20 銘柄のリスク・リターンは設定後 5 年以上の投資信託の預かり残高上位 20 銘柄について、銘柄ごとおよび預かり残高加重平均のコストとリ

ターンの関係、リスクとリターンの関係を示した指標である。これらの指標により、中長期的に金融事業者がどのようなリターン実績を持つ商品を顧客に多く提供してきたかを見ることができる。

今まで FD 宣言における“顧客本位”のような最終的に各々金融機関にまかせた

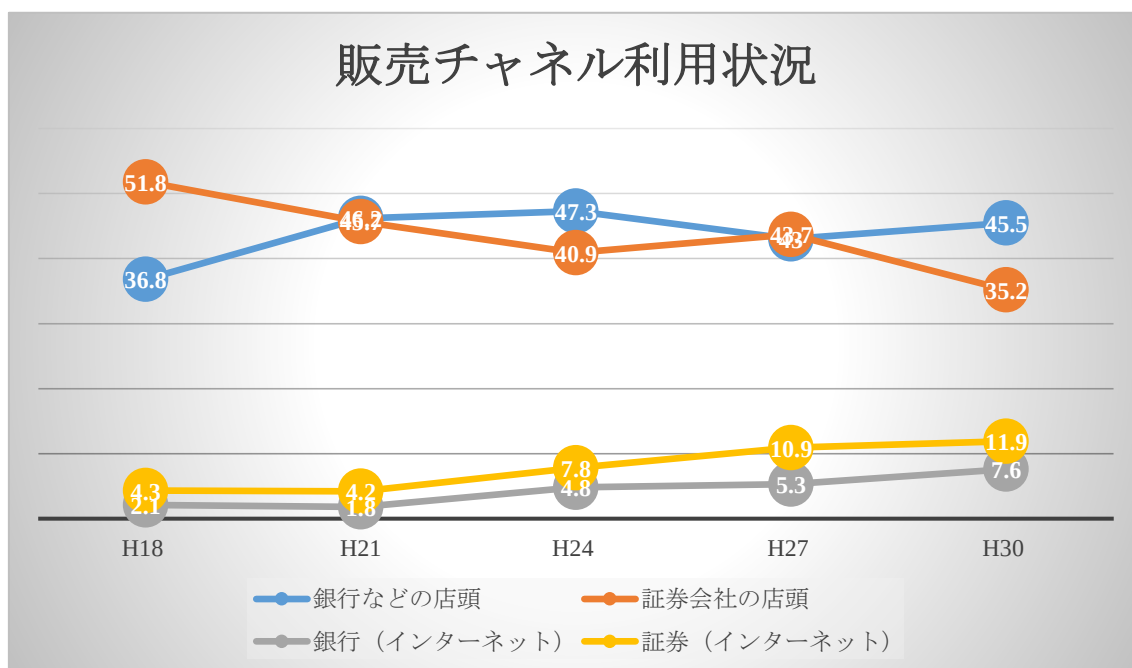
- 5 「推奨」によるものではなく、共通 KPI のような販売姿勢の改善に働く「仕組み」をとることが、今まで「運用」を評価する制度はあっても「販売」を評価する制度はないため、販売姿勢の改善は投資信託の普及において一層、重要であることが考えられる。

10 第三項 販売チャネルの偏り

今日の日本では販売チャネルの増加によって私たちが投資信託を選ぶという選択肢が広がっている。一方で、顧客である私たちの金融知識が不足しているために自ら選択肢を狭めてしまっているのも問題点である。

- 15 【図表 17】は日本証券業協会が 3 年間ごとに行っている証券投資に関する全国調査（個人調査）での「投資信託への投資実態」の中での投資信託の販売チャネル利用状況である。

【図表 17】販売チャネル利用状況



出所) 日本証券業協会 H18、H21、H24、H27、H30 年「証券投資に関する全国調査(個人調査)」より作成

【図表 17】より、現在のチャネルの利用状況の主流は証券会社・銀行の店頭であり、一方で米国においての販売チャネルの利用状況は幅広く、投資信託の販売チャネルとして、一般的な銀行や証券会社のほか、ディスカウント・ブローカーや独立系の資産運用アドバイザー、確定拠出年金等を利用しており、日本がいかにも銀行や証券会社などの偏った投資信託を購入していることが分かる。これらの問題は金融リテラシーの不足によるものではないかと考える。資産形成に関する知識不足により投資チャネルの多様化に追いつくことができないことが、販売チャネルの偏りを生むことになると思う。

第四節 FinTech

NISA や iDeCo のような税制優遇措置によって投資信託を利用する者が増加してきていることは、第三章二節で論じた通りであるが、これからより一層の投資信託の普及を図るためには、これから論じる FinTech の活用が欠かせない。FinTech(Financial×Technology)は、近年発展してきており、そのサービスも多様化してきている。この FinTech の活用によって若者の投資に対するハードルが下がり、投資家の裾野を広げることに繋がることを期待する。本節では、そのような FinTech を活用したネット(オンライン)証券を第一項に、そして第二項でポイント投資について、そして第三項でロボアドバイザーについて述べていく。

第一項 ネット証券

日本における公募投資信託の残高は、ETF なども含めると、1998 年の 42 兆円から近年では 124 兆円近くへと飛躍的に残高が増加していることが分かる。こうした投資信託の販売の中心となっていたのは対面販売であった。1988 年 12 月以降に銀行窓口販売の解禁によって投資信託の販売は大きな変化を遂げたと言える。こうした中で、1999 年の株式取引における委託手数料の自由化により、低手数料を武器にネット上で利便性の高い売買・管理システムを提供したネット

ト証券の株式取扱高は急速に伸び、既存の証券会社を抑えて、今では 株式扱い金額の 9 割程度を占めるまでに至っている。しかし、このような状況下においても、ネット証券における投資信託の残高は予想以上に伸び悩んだ。この主な理由として、株式と投資信託の顧客層の違いによるものであると指摘する²¹。

5 株式に投資する投資家は、郵政関連株式に初めて投資するような個人を除くと、継続的に株式の取引をする投資家は投資に対するリテラシーがあるのが一般的であることに比べて、投資信託を購入する層は、株を購入する者ほど金融リテラシーが高くない高齢者層が中心であったことが要因の一つに挙げられる。こうした高齢者層は、金融機関の人に説明から手続きまでをサポートしてもらうという認識が強かった。そのため、主体的に情報収集を行うことができる若者であれば、株式でも投資信託でも、自分で判断した上で投資行動ができるが、そうではない高齢者層には自分ですべて行うネット証券を介した投資信託の購入は敷居が高かったことや、そもそも、どの商品を選んでよいのかわからなかったことなどが挙げられる。

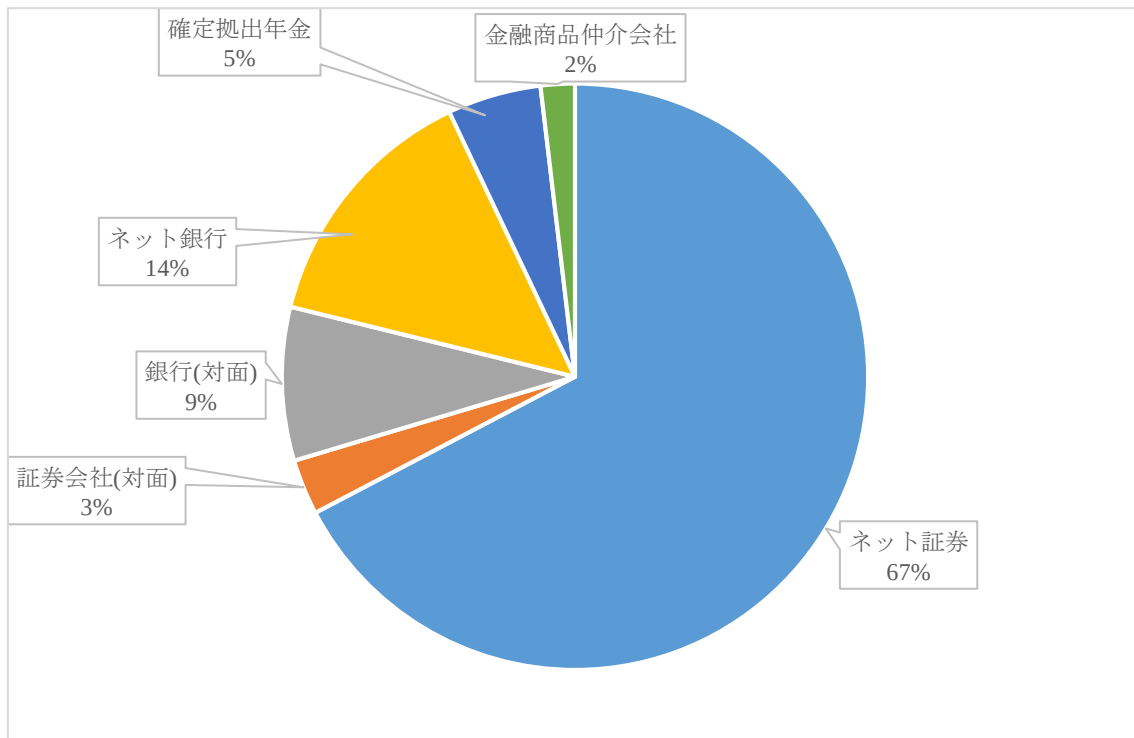
10 15 しかし近年では、こうした既存の高齢者層のような顧客ではなく、新規の若い年齢層が資産形成に取り組もうとする動きが高まり、ネット証券業界にも変化がみられてきた。こうした若い年齢層の投資家は、対面販売よりも手数料が安いネット証券を利用するようになり、ネット証券の存在感が増している。(【図表 9】参照)

20

25

²¹ 勝盛 政治 「既存の販売ルートに変化をもたらす IFA、ネット証券における対面販売営業との融合」三菱アセット・ブレインズ株式会社 2016 年 11 月 17 日より参照

【図表 9】投資信託の購入場所（20～30 代）（投資信託保有者）（複数回答）



（出典）日本証券業界「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」
2019/01/01 P84 より筆者作成

- 5 【図表 9】より、投資信託の販売チャネルは 20～30 代に限定すると、およそ 7 割近くの人々がネット証券を介しての購入となっており、若者からの絶大な支持を得られていることが分かる。ネット証券会社では、全国に販売店舗を持たないことの土地的成本や、その分の人件費もかからないことから手数料を対面販売の証券会社と比べ、低コストに抑えることができていることや、その
- 10 高い利便性などが、若者からの支持を得る要因となっているであろう。こうしたネット販売チャネルを通じてこれからもより一層の投資信託の普及が期待できるであろう。

第二項 スマート投資・ポイント投資

- 15 2016 年 9 月に金融庁が発表したレポートで「貯蓄から資産形成へ」という項目が挙げられたが、日本ではいまだに資産形成に対する意識はそれほど変わっていないと言える。このような状況の中で、日本国民に資産形成を行ってもら

うために現在、様々な企業が資産形成を行いやすいサービスを提供してきている。

2018年10月18日に、LINE Financial 株式会社と株式会社 FOLIO が新しく「LINE スマート投資」というサービスを提供し始めた。同サービスでは、500
5 円から積立投資が始められることや、「LINE Pay」と呼ばれる LINE のスマホ決済サービスから自動で積立金額が自動で引き落とされる。また、ロボアドバイザーが全自動で世界中の資産にバランスよく投資してくれる。そのアセットアロケーションも、海外債券の比重を高めにしており、相対的にリスクを抑える運用を行ってくれる。さらに、2020年4月30日まで運用手数料を無料にして
10 おり、これから始めて投資を行う若年層に手間をかけさせることなく、長期的な視点で投資を行ってもらうことを目指していると言えよう。

さらに、楽天証券ではフィンテックを活用した「ポイント投資」を行っている。同社では、ポイントを使って実際に投資信託を購入することができる「楽天ポイント投資」と楽天のポイント自体を運用する「楽天ポイント運用」の2種類
15 が存在する。

「楽天ポイント投資」では、投資信託の購入（買付）代金の一部、または、すべてにポイントを利用することができるサービスである。このサービスの対象口座は、特定口座・一般口座・NISA 口座・つみたて NISA 口座である。また、通常注文と積立注文に分けられており、通常注文では、一回の注文ごとに購入
20 する金額を決定することができ、ポイントがたまっている月のみに不定期に投資することも可能である。積立投資では、決まった注文金額を設定して毎月自動で注文される。貯金するような感覚でコツコツ積み立てることができ、投資のタイミングなどを気にせず利用でき、投資初心者にも始めやすいサービスとなっている。

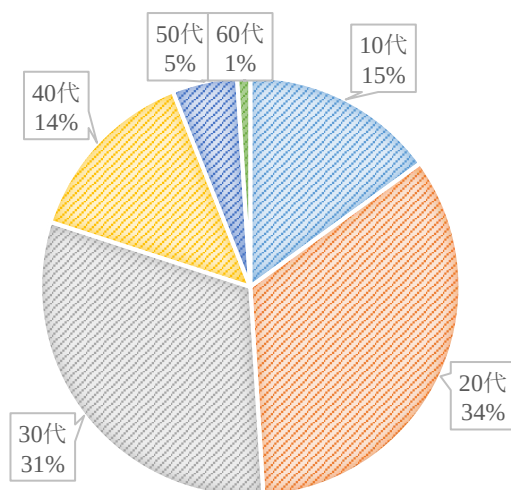
25 「楽天ポイント運用」とは、上述した「楽天ポイント投資」とは異なり、楽天スーパーポイントを利用して、現金の出納なしに投資の運用を体験することができる新しいサービスである。こちらは、実際にお金を運用するわけではないため、証券口座の開設は不要で投資体験のハードルを下げ、今後の日本の投資市場拡大に大きく貢献する存在になることを期待したい。

第三項 ロボアドバイザー

ロボアドバイザーとは、主としてオンラインを通じて、①プロファイリングの実施、②それに基づく運用方針に沿った、ETF・投信等による投資一任等による資産運用を提供するサービスであり²²、ポートフォリオの提示を行うアドバイス型とポートフォリオの提示から資産運用まで自動で行う投資一任型に大別される。投資一任型の場合、投資家は自身の年齢や年収、保有金融資産、投資目的やリスク許容度等に関する簡単な質問に答えるだけで推奨ポートフォリオの提示、銘柄選択や取引の執行、運用期間中のリバランシングやリアロケーション、損益通算による税金の最適化等の運用プロセス全体が自動化された「お任せ型」のサービスを享受することができる。この手軽さによって、運用開始までのハードルが引き下がり、資産運用に関する知識が少なく投資に踏み出せなかった人でも気軽に運用を開始することができるようになっている。

ロボアドバイザーの大手四社のうちの一社である THEO の公式サイトによると、利用者の中心は、20 歳代～40 歳代の若年層を含む資産形成層であり、投資未経験者・初心者が多い²³。（【図表 10】【図表 11】参照）

【図表 10】年代別ロボアドバイザー利用率

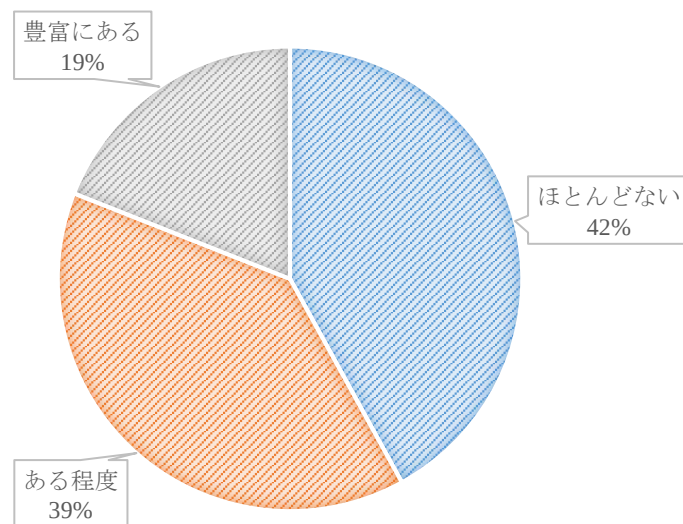


²² 「証券業界とフィンテックに関する研究会サーベイグループ」報告書 2017 年 1 月 26 日 P16 より引用

²³ 証券業界とフィンテックに関する研究会「フィンテック時代の証券業」2018 年 6 月 P18 参照

(出典) お金のデザイン(2018)『THEO 2nd ANNIVERSARY 数字で見るロボアドバイザー』

【図表 11】ロボアドバイザー利用前の投資経験



5 (出典) お金のデザイン(2018)『THEO 2nd ANNIVERSARY 数字で見るロボアドバイザー』

ここまで、ロボアドバイザーを利用することによる利点を論じたが、もちろん欠点も存在する。投資一任型を選択すると、自身でポートフォリオを組むことも、銘柄を選択することもなくなってしまう為、投資経験を積むことが難しくなってしまう。こうした問題を抱える中で、米国では「ハイブリッド型」のロボアドバイザーが登場している。ハイブリッド型とは、ロボアドバイザーを利用しながら、利用者のライフプランニングに合わせてアドバイザーが資産運用のアドバイスをするといったものである。ハイブリッド型があることで、投資一任型を選択していた投資家が投資知識をつけることも可能となるのではないだろうか。

楽天証券株式会社が提供する「楽ラップ」では、投資信託特化型投資一任サービスを提供している。同社では、大手証券会社としての業界初となるインターネット完結型の投資一任運用サービスを提供している。さらに、投資家が支

払う手数料は固定報酬型と成功報酬併用型の二つのコースから選択することができ、最低投資金額も 10 万円からと、投資初心者でも始めやすい環境が整っていると言えるであろう。こうしたフィンテック技術を活用したサービスにより、これまで投資に対する意識が低かった若年層により、身近に感じてもらうきっかけとなることを期待したい。

第四章 提言

本章では、第三章で述べた運用面、制度面、販売面、FinTech 面でのそれぞれの現状と問題点に基づいて、第一節に FinTech に関する提言を、そして第二節に NISA 制度の見直しについて、第三節においては販売会社の手数料面における提言を行う。

第一節 フィンテックに関する提言

日本におけるフィンテックの歴史は浅く、まだまだ広く知れ渡っていないことが現状である。しかし、フィンテックを活用した資産形成手段は投資未経験者の裾野を広げることになっていることは第三章三節で論じた通りである。したがって本節では、20 代から 50 代の資産形成層に対するリテラシーの言及と、証券会社で株取引を行う際に必要な口座を開設する際の複雑な手続きと口座開設日数を要することに対する提言を行う。

資産形成層にフィンテックを活用した投資方法があることを知ってもらうために有効な手段はソーシャルネットワークサービス（以下 SNS）を利用することである。若年層におけるスマートフォンの保有率は 20 代で 94・5%、30 代で 91.7% と非常に高い割合である²⁴。この高いスマートフォンの保有率のなかで、特に若年層が利用しているのは「Twitter」や「LINE」「YouTube」といったいわゆる SNS である。20 代から 50 代のすべての年代において最も利用率が高いのは LINE であり、20 代に限定すると 96.3% もの人が利用している。次いで利用率が高い SNS は YouTube である。こちらも 20 代の利用率が高く 92.2% もの人々が利用している²⁵。そのため、資産形成層にフィンテックを活用した資産

²⁴ 総務省「人口減少時代の ICT による持続的成長」参照

²⁵ 総務省「データ主導経済と社会変革」参照

形成手段を知ってもらうには、こうした SNS で情報を発信していくことが良いと考える。

実際に、野村証券株式会社では、YouTube で「マネーの亀」と称したチャンネルを開設し、その中で投資に関する情報を発信している。同チャンネルでは
5 投資経験のない登録者数の多い有名 YouTuber を招き、投資初心者でもわかりやすく投資知識をつけるコンテンツを提供している。YouTube 上には、多くの企業が運営しているチャンネルが存在するが、その登録者や再生回数は少ないことが多い。そうした中で、再生回数を上げる手段としてインフルエンサーを活用することは非常に良い手段であり、これからこうした投資情報を発信する
10 際の良い例として今後さらなる投資情報発信のコンテンツを広げていくことを期待したい。

続いて証券口座開設の簡素化について提言する。一般に、証券口座開設の際に必要な書類等は「マイナンバー（個人番号）確認書類」「本人確認書類（運転免許証、各種健康保険証、各種年金手帳、パスポート等）」「印鑑」「金融機関口座」である²⁶。そして、口座開設の流れとしては、店舗もしくはインターネット
15 や電話で口座開設申込書を請求し、申込書に必要な事項を添えて提出する。（インターネットや電話で請求した場合は、書類を返送する）その後、審査を経て口座開設が完了となる。また、NISA 口座を開設する場合には取引口座の開設が前提となっており、その流れとしては、まず必要書類を提出し、書類の確認をする
20 （証券会社・金融機関（銀行等）から税務署に NISA 口座の開設を申請）。税務署の審査完了後、NISA 口座開設完了となる。このように、様々な開設書類や複雑な開設までの流れは、マネーロンダリング（資金洗浄）などを防止するため法令で銀行などが利用者に転送不要郵便を送付して本人確認をするために必要な工程である。しかし、すべての手続きがネット上で完結しないため、すぐ
25 に取引を始めることができず、「手続きをする人の 7 割が途中で止めている」²⁷という。郵送費用も事業者にとって負担となっているのである。

英国では、新たな口座の最初の入金を既存の預金口座から行うことで、本人

²⁶ 日本証券業協会「口座開設の時に必要な書類は？」参照

²⁷ 産経ニュース「ネット口座開設の効率化へ研究会発足 金融庁、フィンテック時代をにらむ」2017 年 6 月 21 日

確認とする方式が認められており、こうした事例を参考にして本人確認のルールを見直すべきである。本人確認がインターネット上ですべて完結することができるようになれば、口座を即日で開設することができるようになり若年層の「投資」へのハードルが大きく下がり、投資信託の普及に大きく貢献することとなるであろう。

第二節 NISA 制度（NISA, つみたて NISA, ジュニア NISA）の見直し

第三章で論じたように、NISA 制度の基盤となった英国の ISA では、2008 年に恒久化したことによって翌年以降の資産残高は年々伸びている。その一方で、NISA の投資可能期間は 2023 年までである。そこで本節では、さらなる税制優遇制度の改善を図り、NISA 制度の恒久化を提案する。

家計が安定的に資産形成をするために必要なことは、金融資産を長期的に保有すること、リスクを分散させることである。資産を長期的に保有することで複利効果の増大により投資リターンの安定化を可能とする。リスク分散は投資銘柄の分散だけではなく、投資信託のような大資金プールでは、その他に地域別、国別、証券別の分散の他、オープンエンド型の投資信託では、時間による分散投資も可能である。こうした、長期保有かつリスク分散を行うことができ、投資から得られる収益に対する税金を非課税にすることができる制度が NISA 制度である。しかし、前述した通り長期投資を促進するには現行の投資可能期間では不十分である。

NISA が倣った英国 ISA では、1999 年の設立当初は 10 年間の時限措置として導入されたことは第三章にて論述した通りであるが、英国内で若年層への普及等の成果が評価され、恒久化措置が行われた経緯がある。2008 年に ISA 制度が恒久化されて以降、資産残高は年々逡増してきている²⁸。さらに、現在では英国成人人口の約半数が ISA 制度を利用していることなどから NISA 制度でも恒久化させ、広く日本国内で普及することを期待したい。

第三節 販売会社報酬について販売手数料（コミッション）中心から残高報酬

²⁸ 日本証券業協会（2016）『『英国における個人の中長期的・自助努力における資産形成のための投資優遇税制等の実態調査』報告書』

(フィー) 中心への変換

第3章で述べたように、手数料収入を目的とした回転売買が現在問題となっており、金融機関によって顧客本位という体制がとられているとは言い難い。

この手数料問題は投資信託問題の中でも広く知られている問題であり、この問題が解決しない限り、投資信託が家計の資産形成手段として勧めることは難しい。この問題の解決策として、現在とられているのはFDの徹底を求めているが、個々の金融機関にプリンシプルを最終的に任せるという形態をとっているため最適の手数料の実現には遠いものになってしまう。しかし、販売手数料中心から残高中心へと変換することによって「顧客の資産が増えれば販売者の収入が増える」が成り立ち、「投資家と販売者がウィンウィン」という関係ができる。これにより、回転売買は減少し、それにより投資信託の長期保有により販売者の収入が確保されることが可能になる。ただ、残高報酬への転換は投資販売ビジネスの根幹に関わる事柄であり、一挙に転換することは難しい。

実際に、米国でも手数料体制はとられているが、残高フィーの体制はすでにとられている。米国では残高フィーの移行は1980年代から始まって30年近くにもなっている。加えて、第1章で述べたように証券市場が好調であったため、残高の拡大が可能になった。そのおかげで残高フィーの変換を可能にしている。また、米国において「販売コミッションに加えて、ファンドから残高フィーを受け取る方式」から「顧客から別途アドバイスフィーを受け取るという方式」に変わってきた。背景として、米国ではプロのアドバイスに対しての投資家のニーズがあり、IFA（独立フィナンシャル・アドバイザー）を含め、FA（フィナンシャル・アドバイザー）が提供しているフィナンシャルプランニングの内容が充実したことにより、顧客から別途アドバイスフィーを受け取れる状況になったからである。日本では残高フィーの変換のように投資信託環境が整っているという状況ではないため当面の目標としては現実的ではないと考えられる。どちらにせよ、販売手数料および残高報酬について、公正な競争のもとで投資家にとっても業界にとっても持続可能で適切な水準を含めることを含め包括的な検討が必要であるため、販売者報酬が顧客資産の時価評価残高に対するフィーになることは望ましいと考える。フィー型への移行により、回転売買の減少、多数の純資産の少ないファンドの乱立に加えて、平均保有の長期化が見込める

であろう。一方で手数料体制から報酬体制をとることで運用がうまくいき、結果的に投資家が払わなければならないフィーが手数料を上回る金額になってしまふ恐れがある。確かに、販売者の販売意欲を保ち続けるためには成功に応じて取り続けることに問題はないかもしれないが、顧客本位を考えれば、投資家から多くのフィーをもらうのは問題があると考ええる。この問題を踏まえたうえで、金融機関に対してのフィーの価格設定での競争により投資信託業界の発展とともに各々の金融機関の顧客本位の姿勢が試されることになるであろう。

終わりに

10 本論では、人生百年時代を迎える日本において今後重要な役割を担うことになる資産形成について、投資信託が家計面における資産形成手段となり得るにはどうすべきなのか、これまで論じてきた。我々が考える資産形成手段としての投資信託は、長期的な視点で複利効果が期待でき、販売会社における手数料も少ない投資信託である。これを実現するためには、インターネット証券等の
15 手数料の安い販売会社を選択することが必要となることを論じてきた。しかし、家計における金融リテラシーは低く、税制優遇を受けられる制度や、ロボアドバイザーなど IT を活用した、投資初心者や十分な資金を持っていない家計でも資産を増やすことができる制度があることを知らずに投資に対するハードルを引き上げていることが現状である。そこで、まず第 1 章において今後の生活
20 における資産形成の必要性を述べたうえで、投資信託による資産形成が家計のリスクを考えれば最適であると説いた。第 2 章は投資信託の発足から軌跡における発展と停滞をみていくことで現在までの目まぐるしい変化を挙げてきた。また、1999 年に実施された株式委託手数料の完全自由化によってインターネットを活用した証券会社が現れ、低い手数料を実現した背景を論じた。そして、第 3 章は運用面、制度面、販売面の 3 つの面から現在の投資信託の問題点を述べた。まず運用面では、アクティブファンドの高い手数料と、その振るわない運用成績が投資家に不利益をもたらす点になっている点を問題として挙げた。また、金融リテラシーが欠如している投資初心者が毎月分配型の問題点を知らずに、目先の分配金を求めて投資していることを論じ、金融販売会社による投資家への詳しい説明を求めた。次に制度面では、NISA 制度を英国の ISA
30

と比較して現状と問題点を述べた。確定拠出年金制度では、制度の概要を述べたうえで、その利点・欠点についても論じた。そして、近年発展してきている FinTech 部門をネット証券会社とスマート投資・ポイント投資、さらにはロボアドバイザーなどの IT を活用した投資方法を論じた。最後に販売面では金融機関による販売手数料収入を目的とした回転販売による保有期間が短期間になり、小規模ファンドの乱立を招くこと要因となっていることを確認した。また、顧客本位を目的とした FD の重要性を説いた。第 4 章では 3 章であげた問題点を踏まえたうえで 3 つの提言をおこなった。1 つ目は、フィンテック面における金融リテラシーについての提言と投資の初心者が証券口座を開設する際に、複雑な手続きと、その口座開設まで要する日数を短くするために、インターネット上で本人確認をし、すべてネット上で完結させられるように提言をおこなった。2 つ目は、三章二節で論じた NISA 制度の問題点を踏まえて、その制度の恒久化を提言した。3 つ目は販売会社報酬について販売手数料（コミッション）中心から残高報酬（フィー）中心への変換を行うことで「投資家と販売者がウィンウィン」という関係をつくることで顧客本位の体制をとることができることに對する提言をおこなった。

上記 3 つの提言により投資信託の制度を投資家に受け入れやすいものにする
ことで家計の資産形成においての有用性を示し、新たな顧客を獲得することを
可能になることで今後の日本経済の発展を期待することで、本論文の結びとす
る。

参考文献

- ・ 田村 威（2018）『十五訂 投資信託 基礎と実務』経済法令研究所
- ・ 池尾 和人（2006）『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- ・ 杉田 浩治（2018）『投資信託の世界』きんざい
- 5 ・ 前田昌孝『伸び悩む投資信託市場の課題 2018』月刊資本市場
- ・ 勝盛 政治 「既存の販売ルートに変化をもたらす IFA、ネット証券における対面販売営業との融合」三菱アセット・ブレインズ株式会社
- ・ 金融庁「説明資料」平成 29 年度 3 月
〈<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf>〉
- 10 2019 年 9 月 6 日最終アクセス
- ・ 日本経済新聞 2019 年 3 月 19 日電子版『投信 縮まぬ日米格差 日本は「テーマ型」に偏重
〈<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO42622470Y9A310C1EA1000/>〉
2019 年 9 月 6 日最終アクセス
- 15 ・ 投資信託協会『用語集 アクティブ運用』
〈<https://www.toushin.or.jp/words/keyword/268/>〉
2019 年 9 月 6 日最終アクセス
- ・ 投資信託協会『投信総合検索ライブラリー』
〈<http://tskl.toushin.or.jp/FdsWeb/view/FDST000000.seam>〉
- 20 2019 年 9 月 6 日最終アクセス
- ・ 金融庁「金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第 3 回）議事要旨
〈https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/gijiyoushi/20120413.html〉
- 25 2019 年 9 月 6 日最終アクセス
- ・ 金融庁『NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査』（2019 年 3 月末時点）
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20190702/01.pdf>
2019 年 9 月 6 日最終アクセス
- ・ 厚生労働省『確定拠出年金制度の概要』
- 30 〈<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/gaiyou>

[.html](#)>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 楽天証券『投資信託ポイント投資サービス』

<<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/service/point/investment/>>

5 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 楽天ポイントクラブ『ポイント運用スタートガイド』

<<https://point.rakuten.co.jp/invest/introduction/>>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 株式会社 FOLIO『500 円から始めるワンコイン投資』

10 <https://line.folio-sec.com/onecoin?_ga=2.229682841.440004024.1566403701-1119751185.1566403701>

2019 年 8 月 22 日最終アクセス

・ 金融庁『変革期における金融サービス向上にむけて』平成 30 年 9 月

15 <https://www.fsa.go.jp/policy/Summary_of_For_Providing_Better_Financial_Services.pdf>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 三菱 UFJ 信託銀行『英国版 ISA との比較から考察する日本版 ISA の特徴
～ISA(アイサ)れる NISA(ニーサ)に向けて～』2013 年 9 月

<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201309_1.pdf>

20 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 日本証券協会『英国における個人の中長期的・自助努力による資産形成のための投資優遇税制等の実態調査』平成 28 年 6 月

<<http://shougakuren.jp/mwbhwp/wpcontent/uploads/208b45b263f0369384815a445a400a792.pdf>>

25 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 投資信託協会『投資信託の全体像』2019 年 6 月分

<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/backno_I011BG/>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・ 投資信託協会『投資信託の主要統計等ファクトブック(2019 年 7 月末)』

30 <<https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/>>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・日本経済新聞 2018 年 7 月 30 日『保有コスト「信託報酬」に注目（投信観測所）』<<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO33425520W8A720C1000000/>>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- 5 ・金融庁『平成 29 事務年度 金融行政方針』
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・金融庁『販売会社における比較可能な共通 KPI の傾向分析』平成 31 年 1 月 29 日<<https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/bunseki2.pdf>>

- 10 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・投資信託協会『投資信託に関するアンケート調査報告書（2019 年 3 月）』
<<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research/>>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- 15 ・金融庁 事務局説明資料『安定的な資産形成に向けた取組み（金融税制・金融リテラシー関連）』平成 30 年 11 月 16 日
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20181116/01.pdf>

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- 20 ・EY 総合研究所株式会社 平成 28 年 12 月 15 日
『諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組みに関する調査報告書』
<<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>>

2019 年 8 月 17 日最終アクセス

- 25 ・金融庁『NISA とは』
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/overview/index.html>

2019 年 8 月 17 日最終アクセス

・金融庁『NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況』（2019 年 3 月末時点）
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20190702/01.pdf>>

2019 年 8 月 17 日最終アクセス

- 30 ・金融庁『用語集 NISA 関連用語「スイッチングは非課税投資枠を使用する」

〈<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/knowledge/glossary/index.html#tab12-7>〉

2019 年 8 月 17 日最終アクセス

・金融庁『つみたて NISA に関する注意点』

〈<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/overview/index.html>〉

5 2019 年 8 月 17 日最終アクセス

・厚生労働省『iDeCo+の創設』

〈<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000192886.html#002>〉

2019 年 8 月 17 日最終アクセス

・日本証券業界『個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書』

10 〈http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/kojn_isiki/20190131ishikichousa.pdf〉

2019 年 8 月 22 日最終アクセス

・日本証券業協会『口座開設の時に必要な書類は?』

〈<http://www.jsda.or.jp/jikan/qa/021.html>〉

15 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・産経ニュース 2017 年 6 月 21 日『ネット口座開設の効率化へ研究会発足 金融庁、フィンテック時代をにらむ』

〈<https://www.sankei.com/economy/news/170621/ecn1706210006-n1.html>〉

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

20 ・日本銀行調査統計局 (2019)「資金循環の日米比較」

〈<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>〉

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・日本経済新聞「投資手数料、一段と低下 個人長期資産形成に追い風」

〈<http://www.nikkei.com/article/DGXMZ04571520V00C19A6EA2000/>〉

25 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・日本経済新聞「新型インデックスファンドが続々」

〈<http://www.nikkei.com/article/DGXMZ037359410V01C18A1000000/>〉

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

・NTT コムオンライン「フィデュシャリー・デューティー宣言とは?押さえて

30 おくべき基礎情報と改善ツール」

〈<http://www.nttcoms.com/service/nps/column/20180220/>〉

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- ・資産形成ハンドブック「資産形成とは？」

〈<https://shisankeisei.jp/introduction-life-money/>〉

5 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- ・金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則の定着に向けた取り組み」

〈<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/03.pdf>〉

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- ・金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則を採択し、取組方針・自主的な KPI・

10 共通 KPI を公表した金融事業者のリストの公表について」

〈https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/fd_kouhyou.html〉

2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- ・三菱 UFJ 国際投信株式会社「日本版 ISA への道その 224 投信手数料日米比較」〈https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180604.pdf〉

15 2019 年 9 月 6 日最終アクセス

- ・証券業界とフィンテックに関する研究会「フィンテック時代の証券業」

〈<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/files/fintech20180619.pdf>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・証券業界とフィンテックに関する研究会「証券業界とフィンテックに関する

20 研究会サーベイグループ報告者」2017 年 1 月 26 日

〈http://www.jsri.or.jp/society/pdf/so14_20170126.pdf〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・お金のデザイン(2018)『THEO 2nd ANNIVERSARY 数字で見るロボアドバイザー』〈<https://theo.blue/infographics/2018-02-16/>〉

25 2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・山崎宗人・遠藤正之 2018 年 10 月 21 日「ロボアドバイザーの日米比較と今後の成長に関する考察」

〈https://www.jstage.jst.go.jp/article/jasmin/2018t10/0/2018t10_156/_pdf/-char/ja〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

30 ・島村尚弥・遠藤正之 2017 年 3 月 10 日「ロボアドバイザーサービスによる投

資意識の変化に対する考察」

〈https://www.jstage.jst.go.jp/article/jasmin/2017s/0/2017s_13/_pdf/-char/ja〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・日経スタイル 2018 年 3 月 23 日「トレンドは「ロボアド＋専門家」先進国の
5 米国でも」〈<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO28300630Z10C18A3000000/>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・総務省「人口減少時代の ICT による持続的成長」

〈<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h30/html/nd142110.html>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- 10 ・総務省「データ主導経済と社会変革」

〈<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h29/html/nc111130.html>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・日本証券業協会「平成 18 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」

〈<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h18/report/05.pdf>〉

- 15 2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・日本証券業協会「平成 21 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」

〈<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h21/report/05.pdf>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・日本証券業協会「平成 24 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」

- 20 〈http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h24/houkokusyo/04_toushishinntakuhentoushijittai_20130329.pdf〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・日本証券業協会「平成 27 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」

〈<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h27/H27houkokusyo6.pdf>〉

- 25 2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- ・日本証券業協会「平成 30 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」

〈<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h30/H30houkokusho6.pdf>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス

- 30 産経新聞「個人投資家“誕生”から 10 月 1 日で 20 年（つみたて NISA）で資産形成後押し」

〈<http://www.sankeibiz.jp/smp/business/news/190928/bse1909282205002-s1.htm>〉

2019 年 10 月 13 日最終アクセス