

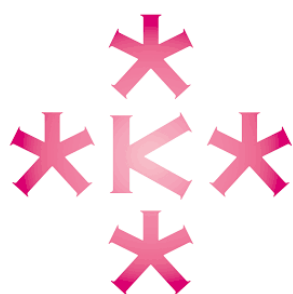
令和元年度証券ゼミナール大会

第3テーマ

『今後の家計の資産形成手段としての投資信託』

5

10



つながる力。
大阪経済大学
OSAKA UNIVERSITY OF ECONOMICS



15

20

大阪経済大学 証券研究部 大泉班

目次

	はじめに-----	p3
	第 1 章 投資信託の現状と問題点-----	p4
5	第 1 節 投資信託の定義-----	p4
	第 2 節 積立 NISA と iDeCo-----	p4
	第 3 節 金融リテラシー-----	p5
	第 4 節 投資信託の手数料体系-----	p7
10	第 2 章 諸外国との比較-----	p13
	第 1 節 金融教育における比較-----	p13
	第 2 節 投資信託における比較-----	p15
	第 3 章 投資信託に求められる金融リテラシー-----	p20
15	第 1 節 フィデューシャリー・デューティー-----	p20
	第 2 節 求められる金融リテラシー -----	p21
	第 4 章 提案-----	p26
	第 1 節 積立 NISA・NISA 恒久化への提言-----	p26
20	第 2 節 ジュニア NISA の商品に対する提言-----	p26
	第 3 節 積立 NISA の普及に対する総合的な提言--	p27
	第 4 節 金融リテラシーに対する提言-----	p28
	おわりに-----	p30
	<参考文献>-----	p31
25		

はじめに

『人生 100 年時代』と呼ばれる時代が到来したことは喜ばしいことなのだろうと思う。長寿は人間であれば誰もが羨むことである。しかし 100 年時代にはさまざまな問題が起こることは間違いない。少子高齢化社会といった社会的な
5 問題。介護制度などといった制度的な問題。そして資産、経済力という問題点である。

バブル経済が崩壊してから、今年で 26 年となる。『失われた 10 年』という言葉は更新され続け『失われた 25 年』という時代にまで突入してしまった。資本主義の現代において、経済成長は人々の豊かな暮らしと社会保障制度の存
10 続にはなくてはならない存在であるが、日本はもう 26 年間もの間成長が止まっているのである。そして実際にそれは少子高齢化や社会保障制度の限界が近付くといった問題を引き起こし、これからの日本は避けては通ることのできない状況になってしまった。

では実際に我々はどうするべきなのか。我々が豊かな生活を過ごし、人生を
15 豊かなまま終えていくためには従来のままでは不可能になりつつある。国がどれだけ対策を施そうにも、社会保障制度の悪化は不可避の状況になったならば、自分たちで対策を講じるしかないことは明白である。つまり『家計における資産形成』である。しかしそれにもさまざまな問題が付き纏う。金融リテラシーや、制度上の問題などである。本稿では家計が資産形成を行う上において
20 必要な知識と制度、そしてもっとも有力とされる投資信託についての論証を行う。

投資信託の現状と問題点

第1節 投資信託の定義

投資信託とは、多数の投資家から資金を集め、集めた資金をファンドマネージャーと呼ばれるプロが運用する金融商品の一つである。そのメリットは様々であり、まずはプロが運用することで、投資家自身が運用するよりも高いリターンを期待できること。多数の投資家から資金を集めることで個人が用意できる金額よりも圧倒的に多い資金を運用することが可能である。資金力は分散投資などを行う上において重要な要素の一つであり、それが得られることは大きなメリットとなり得る。

デメリットとしては、やはり手数料がかかることと、値下がりのリスクがあること。さらに外国に投資する商品の場合は為替リスクなどもはらむことになる。そのほかにも信用リスクなど、株式投資を行う時と同じリスクがかかる。

第2節

本稿の冒頭において、投資信託は資産形成の中でも有力視されている金融商品であると記述したが、それは投資信託を普及させるための税制優遇制度が整いつつあるからである。現在は NISA、積立 NISA、iDeCo の 3 つの税制優遇制度がある。

NISA は 5 年間の間、年間 140 万円までの投資枠が設けられ、その投資枠内での投資が非課税となる制度である。

次に積立 NISA であるが、こちらは 20 年間の間、年間で 40 万円までの投資枠が設けられ、その投資枠内での投資が非課税となる制度であり、さらに NISA と違う点は購入できる商品が投資信託などに制限される。

最後に個人型確定拠出年金、通称 iDeCo であるが、こちらは前述した NISA とは違い、投資信託などに投資した分だけ住民税や所得税が控除される仕組みである。原則として 60 歳まで引き下ろすことは出来ないことに注意が必要である。

第3節 金融リテラシー

金融リテラシーの定義について、日本証券業協会によると「金融に関する知識や情報を正しく理解し、自らが主体的に判断することのできる能力のこと。」と記されている。また、「社会人として経済的に自立し、より良い暮らしを送っていく上で欠かせない生活スキルのこと。」とも記されている。

日本は米国やユーロ圏諸国と比較すると、金融リテラシーが低い。そのため、日本の家計は諸外国と比較して、知識がたいして必要でない現金での資産保有を好む傾向がある。図表1は日本銀行調査統計局が2019年に作成したものである。この図は日本、アメリカ、ユーロ圏諸国の家計における金融資産の構成を示したものである。

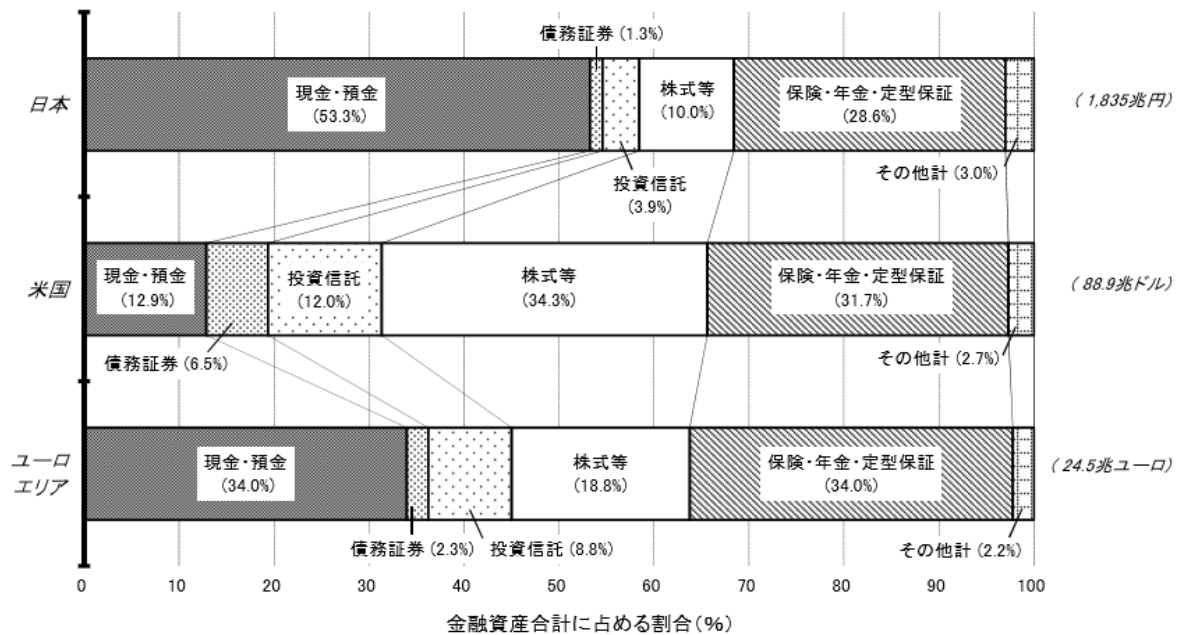
図によると、日本の現金・預金保有率が53.3%、米国の現金・預金保有率が12.9%、ユーロ圏諸国の現金・保有率が34%となっている。米国と比較すると40.4%、ユーロ圏諸国と比較すると19.3%、日本での現金・預金保有率が高い。また、投資信託においても、日本は3.9%、米国は12%、ユーロ圏諸国は8.8%とやはり、日本が一番低い。

しかし、家計での資産形成手段として、現金や預金での保有は機能していないのが日本の現状である。現在の日本は超低金利時代であるため、預金で資産を増やすことは不可能に近い。資産を増やそうと考えるなら、預金から投資への流れは大切である。その場合に備えての最低限の金融リテラシーとして、資産形成が必要だと感じた時に自分に必要な金融商品を選択できる知識は必要である。

また、投資経験のない方にとって、投資信託は魅力的である。少ない掛け金から投資ができる上、分散投資もでき、専門家が運用するのでリスクが低い。そのため家計の資産形成手段として適した金融商品だが、普及度は低い。これもまた、金融リテラシーの低さにより認知されていないのが理由の1つである。

(図表1) 家計における日米欧の金融資産構成

図表2 家計の金融資産構成



出典：日本銀行調査統計局（2019/8/29） 「資金循環の日米欧比較」より引用

- 5 また、特に問題なのが若年層の金融リテラシーの低さである。図表2は投資信託協会が主体となって行っている調査結果の一部である。日本全国の20歳から79歳の男女個人、総計20,000人に対して投資信託に関する質問を、インターネットを通じて行った。

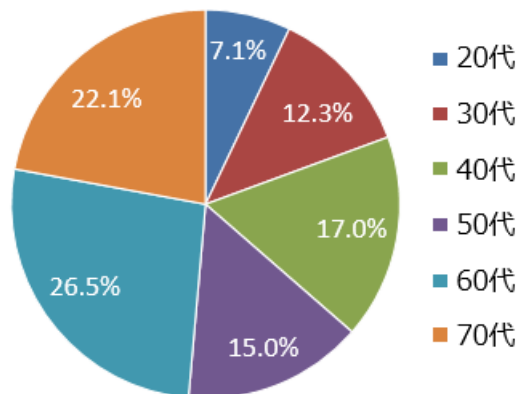
図表2は投資信託を現在保有している人を対象に、年令別に分類した円グラフである。20代から50代で51.4%と約過半数を保有しているのに対し、残りの48.6%を60代、70代が占めている。現在、投資信託を保有している割合は60代以上が約半数となっており、高齢者層が中心の金融商品となっているのが現状である。

しかし、少子高齢化からくる年金額減額の問題や100年人生と表現されるように長寿化が進む日本では、資産形成の点において若年層こそ投資信託をすべきであろう。上記の同調査で投資信託の非購入理由の上位3位はこうである。そもそも興味がない、投資の知識がない、損をしそうで怖い。しかし、若年層ほど金融や投資方法を勉強して理解出来たらという意見も多い。そこで、若年

層に向けた大学など教育機関での、最低限の金融リテラシー教育が求められる。

(図表 2) 投資信託現在保有層の年代構成

＜投資信託現在保有層の年代構成＞【ベース：現在保有層(n=2936)】(P.18)



5

出典：投資信託協会 (2018)「投資信託に関するアンケート調査報告書-2018 年 (平成 30 年)」より引用

10 第 4 節 投資信託の手数料体系

投資信託の手数料を、投資信託の販売に関する業務を行う販売会社の側面から見ていく。手数料には 2 種類存在する。販売会社が商品を投資家に販売すると得られる販売手数料と、投資家の資産を運営している間、受け取ることのできる信託報酬である。販売手数料は全て、販売会社の収入になる。その一方で、
15 信託報酬は販売会社、投資家の代わりに資産運用を行う運用会社、投資家から集めた資金を管理する信託銀行の 3 者で配分される。まとめると下図のようになる。

(図表 3) 投資信託の手数料体系

20

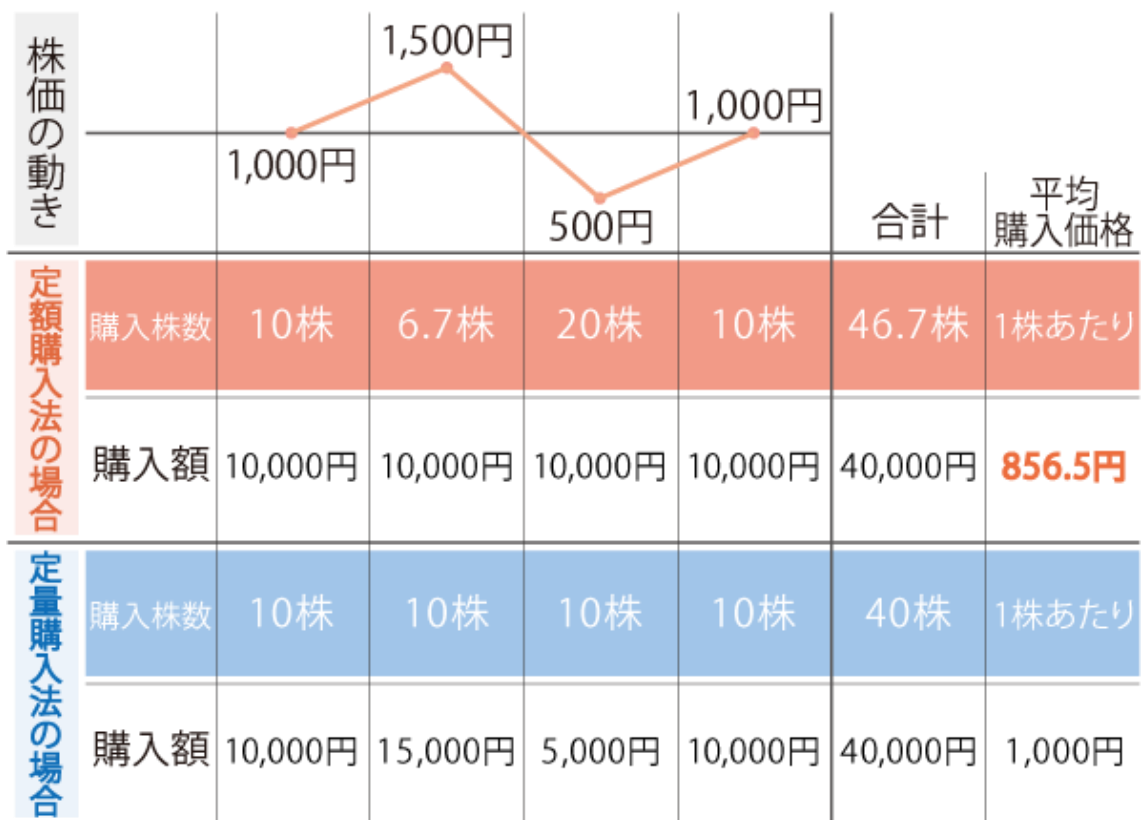
	販売会社	運用会社	信託銀行
販売手数料	あり（全額）		
信託報酬	あり	あり	あり

出典：投資信託協会 「投資信託のコスト」 より筆者作成

したがって、販売会社はすべて自分の会社の収入になる販売手数料を信託報酬より重視する傾向がある。そのため、販売手数料欲しさに販売会社が短期的に投資信託を売買させる回転売買がしばしば起こる。本来ならば、投資信託は長期的に保有することが良いとされている。なぜなら、ドル・コスト平均法の恩恵を受ける可能性が高いからだ。

ドル・コスト平均法は低額購入法とも呼ばれ、定期的に同じ金額で買い付ける方法のことである。この方法の利点は、購入時期を分散させることにより、価格変動リスクを軽減させることである。株価が安いときは多く、株価が高いときは少ない株数を購入するので、結果として1株当たりの購入価格が平均される。

15 (図表 4) ドル・コスト平均法の仕組み



出典：金融証券業協会 「金融・証券用語集」より引用

- 5 しかし、投資信託における現在の手数料体系では、証券会社などの販売会社にとって投資家に長期保有してもらう利点は少ないと言える。したがって、販売会社に対しても長期保有してもらう利点が必要である。

- 10 また投資信託の運用方法には、2種類存在する。インデックス運用とアクティブ運用である。インデックス運用とは、あらかじめ定めた指数の動きに連動した運用成果の実現を目指す運用方法である。インデックスファンドとはこの運用方法で、日経平均株価やTOPIXのような平均株価指数とそのファンドの基準価格が同じ値動きをすることを目指すファンドのことである。そして、あらかじめ定めた指数を上回る運用成果を目指す運用方法のことをアクティブ運用
- 15 と言う。アクティブファンドとはこの運用方法で、投資信託の運用に関わる専門家であるファンドマネージャーが積極的、戦略的に投資対象、売買のタイミングなどの投資判断を行うファンドのことである。

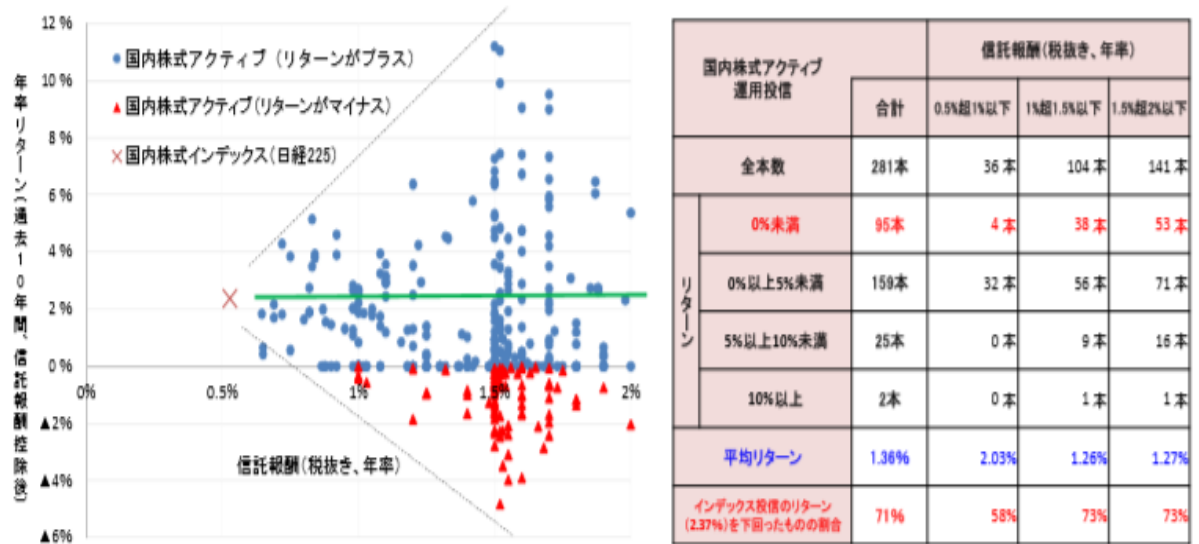
一般的にアクティブファンドは銘柄選択に必要な調査、分析の費用が必要となるため、インデックスファンドよりも信託報酬が高くなる傾向にある。ここで問題となるのが、アクティブファンドにおいて、高い手数料を上回るリターンを投資家が得ることができているのかである。

- 5 平成 28 年度の金融庁が作成した金融レポートにはこのように書かれている。
- 『10 年以上存続している我が国の株式アクティブ運用投資信託 281 本の信託報酬控除後のリターンについて見ると、過去 10 年間の平均リターンは年率 1.36%であり、全体の約 3 分の 1 の商品のリターンがマイナスとなっている。また、インデックス運用投資信託と比較しても、株式アクティブ運用投資信託
- 10 281 本の 71%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（年率 2.37%（信託報酬 控除後））を下回っている』（金融庁 平成 28 年度 金融レポート）（図表 5 参照）

- このレポートからアクティブファンドの高い手数料を上回るリターンを得る確率は、低いことがわかる。そして家計の資産形成手段においては、アクティ
- 15 ブファンドよりもリスクの低いインデックスファンドを選ぶほうが適していると言える。

（図表 5）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

図表Ⅱ-1-(2)-9 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



(注1)10年以上存続している国内株式へ投資するアクティブ運用投資信託(DC専用を除く281本)について調査。

(注2)信託報酬には、ファンドオブファンズの場合、投資先ファンドの信託報酬を含む。

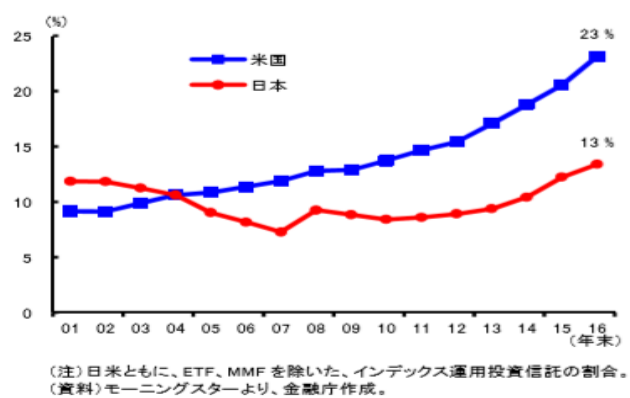
(注3)緑線は、国内株式インデックス(日経225)の年率リターンを示す。

(資料)QUICK、Bloomberg(2016年11月末時点)より、金融庁作成。

出典：金融庁（2017）「金融レポート」より引用

- 5 日本でも家計の長期的な資産形成に適したインデックス運用投資信託は年々増加している。しかし、米国の増加度と比較するとそれは緩やかな上昇である（図表6参照）。家計の資産形成手段として、インデックス運用投資信託が中核的な商品となることが望まれる。
- 10 （図表6）投資信託の純資産残高におけるインデックス運用投資信託の割合の推移（日米比較）

図表Ⅱ-1-(2)-10
投資信託の純資産残高におけるインデックス運用投資
信託の割合の推移(日米比較)



出典：金融庁（2017）「金融レポート」より引用

第2章 諸外国との比較

本章では、金融リテラシー、投資信託の現状と制度、内容について諸外国と比較をしていく。

5

第1節 金融教育における比較

現在、投資信託の購入検討のきっかけとして「金融や投資を勉強して理解できたから」（主旨文より）がある。このことから、金融リテラシーをみにつけた人が増えると、投資信託に触れるきっかけを増えると考えられる。

- 10 金融リテラシーとはなにか、どのレベルから身についているといえるかを考える。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、主体的に判断することができる能力を指す。そして金融庁は「最低限身に付けるべき金融リテラシー」として、①家計管理、②生活設計、③金融知識及び金融経済事情についての理解と適切な金融商品の利用選択、④外部の知見の適切な活用、
- 15 という4つの分野に分け、適切な収支管理やライフプランの利用など15項目を挙げている。

これらを基に日本の金融リテラシーの現状を日本より金融業の進んでいる諸外国比較をしていく。

まずは、アメリカとの金融リテラシーを比較していく。

20 （図表7）

（図表42）米国との比較		（％）	
	日本	米国	
正誤問題6問平均	47	53	
①複利（5年後）＜Q19＞	44	75	借り過ぎと感じている人の割合＜Q1-8＞
②インフレ＜Q20＞	55	59	年収250万円未満
③住宅ローン＜Q21-2＞	70	75	年収250～750万円
④分散効果＜Q21-4＞	47	46	年収750万円以上
⑤債券価格＜Q22＞	24	28	緊急時の金銭的備えがある人の割合＜Q11＞
⑥72の法則＜Q31＞	42	33	年収250万円未満
金融教育を受けた人の正答率	62	60	年収250～750万円
男性	55	58	年収750万円以上
女性	39	48	18～34歳
18～34歳	34	43	35～54歳
35～54歳	44	53	55～79歳
55～79歳	57	60	
年収250万円未満	40	42	
年収250～750万円	50	52	
年収750万円以上	60	63	
金融知識に自信がある人の割合＜Q17＞	12	76	
金融教育を学校で受けた人の割合＜Q39＞	7	21	

（注）米国の年収の欄には、25千ドル未満、25～75千ドル、75千ドル以上の3区分の正答率を記載。

出典（調査結果 金融リテラシー調査（2019 年） | 知るぽると）

上図は OECD による金融リテラシー教育に関する正誤問題を行った結果の図である。図より、日本は複利、分散投資、インフレの定義に関する正答率が諸外国と比べて低いことがわかる。これら三つは投資をするうえで必要最低限の知識であり。特に複利に関しては投資の魅力でもあるため、複利の理解度が日本人の投資の低さの原因の一つであるといえるだろう。

理解度の低さとして、金融教育を学校で受けた人の割合が著しく低いことにあると考える。また、アメリカでは金融知識に自信がある人の割合が金融教育を受けた人の割合と比べかなり高いことから、金融に関する興味関心の違いがあることがわかる。これは、身近に金融教育を受けた人がいること、実際に投資をしている人がいることが影響していると考えられる。次節で触れる家計の金融資産の割合からもその影響をうかがえる。

では、実際にどのような教育を行っているのか、マスターカード社が公表している金融リテラシーの指標（MasterCard Worldwide Index of Financial Literacy）において例年上位であり、世界的に見ても金融リテラシーが高い国であるシンガポールを例に見ていく。

シンガポールでは日本以上のスピードで急速に進展する少子高齢化を背景に家計自ら資産を運用し、資産が収益を生むことで資産を増やしていくというかたちでの資産形成に取り組むことが必要になっている。これ 1 つの要因に金融経済教育を求められた。

2003 年にシンガポール金融管理局（Monetary Authority of Singapore: MAS）主導により、教育省等の関係省庁が参画する金融教育運営委員会（Financial Education Steering Committee: FESC）が設置された。FESC は金融教育の戦略的方向性や監督等について検討する役割を担い、2003 年に国家金融経済教育プログラム Money SENSE」が開始された。

MoneySENSE においては、主要な金融リテラシーを 3 つに階層化しており、「基礎的なお金のマネジメント」（tierⅠ）を基底として、次に「フィナンシャル・プランニング」（tierⅡ）、そして頂点に「投資のノウハウ」（tierⅢ）を位置付けており、資産形成に重きが置かれたプログラムとなっている。

また、MoneySENSE では金融に関心を持たない層に対して教育を提供するアイ

デアとして高等教育機関の1つであるシンガポール・ポリテクニクと共同で運営している「金融リテラシー研究所」(Institute for Financial Literacy: IFL)では、こうした層が金融経済教育にアクセスしやすいよう、職場や図書館においてフリートークや無料のワークショップを開催している。

- 5 さらに IFL では、こうした金融経済教育について、教授法や教材等の効率性のほか、参加者が実際の行動に移すか否か、参加者の金融行動に対する長期的な影響等について、評価研究を継続している。

このようにシンガポールでは、金融経済教育の重要性を背景に政府を主軸に積極的に政策や行政上の対応し、高い金融リテラシーを維持していることがわかる。

これらより、日本の金融リテラシーにおいて必要なことは、政府を主体に教育現場などで最低限必要な金融リテラシーを若年層に提供することが真っ先に必要であると考えられる。また、少子高齢化により個人の資産形成の重要性が高まることから、金融に関心を持たない層へのアプローチを施していくべきだと考える。

第2節 投資信託における海外比較

- 20 本節では投資信託の普及率や制度などについて、投資信託による資産形成が進んでいるアメリカとの比較を交えながら、日本の投資信託の現状を述べていく。

まず、投資信託の普及率を見ていくために家計の金融資産の割合を諸外国と比較していく。

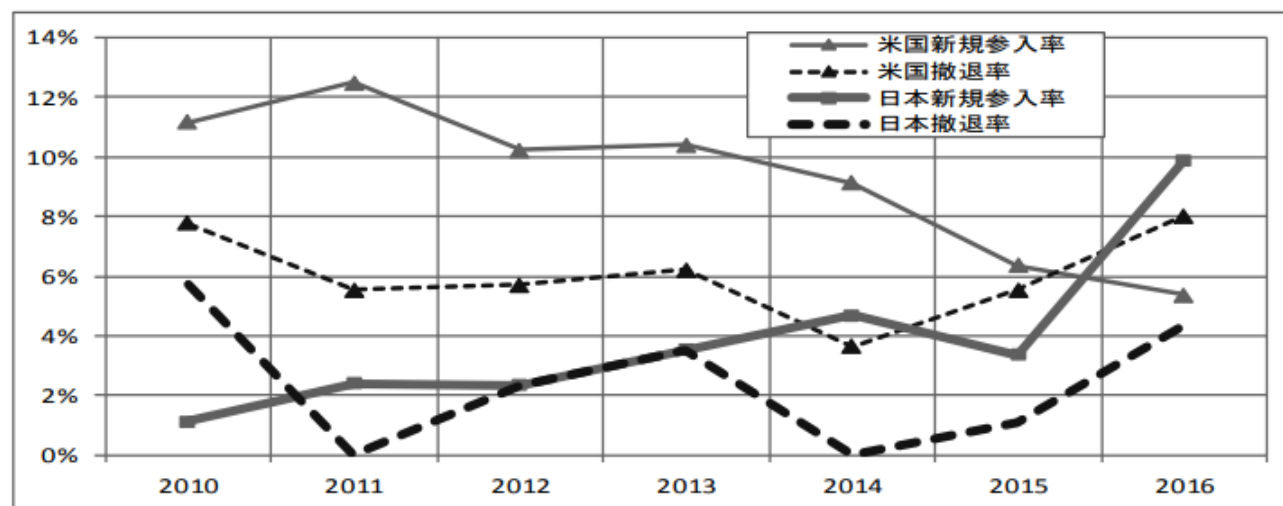
25

P5の図より日本の現金・預金の比率が諸外国と比較して20%以上の違いがあり投資への積極性が低いことがわかる。投資信託においては、日本が3.9%、アメリカが12.9%、欧州が8.8%であることから、投資信託先進国とは現状まだ大きな差があり、資産形成の手段として投資信託はあまり見られていないといえる。実際に日本とアメリカの投資信託の成熟度は、以下の図の新規の投資信

30

託の参入率と、撤退率からみることができる。

(図表 8)



[注]いずれも前年末会社数に対する割合。

[出所] 日本は投資信託協会の各年末会員数・各年の新規加入数・退会数(いずれも証券投資信託委託会社のみを対象に集計)より作成。米国はICI "Investment Company Fact Book 2017" 掲載図表より計算。

5 出典 (資金循環の日米欧比較 - 日本銀行 -)

図より、アメリカは2016年になるにつれ新規参入率が低くなり、撤退率が高くなっていることから競争の中ニーズを満たしていない投資信託が淘汰され成熟していったといえる。日本はそれとは逆に新規参入率、撤退率ともに上昇傾向にあることから競争の中にあり成長段階といえる。

- 10 これらより、日本の投資信託が成長段階にあり、それを助長するためにもより家計の資産形成に投資信託を利用するように促す商品設計が必要であるといえる。

次に、家計の資産形成を担う商品設計が必要であると指摘したが、商品設計

- 15 において注目される手数料体系の違いについて比較する。

(図表 8)



出典（投資信託の制度・実態の国際比較 - 日本証券経済研究所）

上図はアメリカの長期投信の販売手数料徴収方式別の残高の変化を表したものである。この図よりノーロード・ファンド（販売手数料が無料の投資信託）が増えてきていることが分かる。ノーロード・ファンドが増えた理由は、証券会社および FA が、従来のビジネスモデルであった販売コミッションベースから対残高フィーベースに転換してきているからである。対残高フィーベースとは、ファンド販売により手数料を収受するのではなく、顧客から別途預かり資産に対するフィーを収受する形のことである。フィーベースにより、販売会社は販売手数料の高い商品を押し付けるのではなく、顧客の資産を増やすことを第一に考えるといった、投資信託におけるフィデューシャリー・デューティーを果たすことに専念できるといえる。

しかし、投資信託側の目線ではフィーベースのみではコミッションベース以上の手数料を賄うことは難しいことから、それに適した対策を考える必要がある。これに関しては別の章でふれる。

これらより、日本は手数料体系をコミッションベースから対残高フィーベースに転換し、顧客本位の商品を提供していくことが必要であると考えられる。

次に投資信託の制度面について、日本の NISA とイギリスの ISA を比較していく。

NISA（少額投資非課税制度）は、毎年一定金額の範囲内で購入したこれらの金融商品から得られる利益が非課税になる制度である。これはイギリスの ISA

(個人貯蓄口座) に倣った制度である。

(図表 9)

 日本のNISA(少額投資非課税制度)の概要 2019年4月現在			
項目	一般NISA	つみたてNISA	ジュニアNISA
制度を利用可能な者	20歳以上の居住者等 *一般NISAとつみたてNISAの併用は不可なので、つみたてNISAを持っていない者。	20歳以上の居住者等 *一般NISAとつみたてNISAの併用は不可なので、一般NISAを持っていない者。	20歳未満の日本居住者など(名義者) *1月1日において20歳未満およびその年に出生した者。 *祖父母や両親等(親権者等)が孫や子どもの代理で運用。
非課税対象	上場株式等・公募株式投信の配当金・分配金・譲渡益	長期・積立・分散投資に適した一定の要件を満たす公募等株式投資信託の分配金・譲渡益	上場株式・公募株式投信等の配当金・分配金・譲渡益
非課税枠	年120万円 (買付代金。2015年分まで年100万円) ロールオーバーも可能 *累積非課税投資額600万円(2015年まで500万円) *非課税期間終了時点で利益が出て翌年の非課税枠に移す場合は金額移管可、損失の場合は値下がりの額での移管となり非課税枠が拡大(2019年より)	年40万円 *定期・定額買付け(積立投資)に限定 *累積非課税投資額800万円	年80万円 *累積非課税投資額上限400万円。
投資可能期間	10年間(2014年～2023年)	20年間(2018年～2037年)	*口座開設申込は2016年1月1日からで、投資は同年4月1日から(2017年以降はいずれも1月1日から)。
非課税期間	投資した年から最長5年間	投資した年から最長20年間	投資した年から最長5年間 *子どもの年齢により、非課税管理勘定または継続管理勘定に移管して長期も可(1月1日において20歳である年の前年12月31日まで)。 *20歳でむかえた1月1日以後は成人NISAへ移管可。
途中売却	自由 *口座からの引き出しで再利用不可、口座内売却で再利用不可、未使用分は翌年以降に繰り越すことが不可、分配金再投資は新規投資と見なされる、ファンドのスイッチング不可。	自由 *口座からの引き出しで再利用不可、口座内売却で再利用不可、未使用分は翌年以降に繰り越すことが不可、分配金再投資は新規投資と見なされる、ファンドのスイッチング不可。	原則、18歳になるまで引き出し不可 *3月31日において18歳である年の前年12月31日まで。 *途中で引き出す場合は過去の利益に対して課税。
口座開設数	一人一口座、つみたてNISAとの選択制 年単位で金融機関の変更可(2015年1月から)	一人一口座、一般NISAとの選択制 年単位で金融機関の変更可	一人一口座、金融機関の変更不可
導入時期	2013年10月1日からの申込で2014年1月1日から	2017年10月1日からの申込で2018年1月1日から	2016年1月1日からの申込で同年4月1日から

(出所: 日本の金融庁等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

出典 (NISA のモデルとなったイギリスの ISA は今? - 三菱 UFJ 国際投信)

- 5 NISA の現状の制度は上図のようになる。これを参考に ISA との違いを 2 点比較していく。

1 つ目は、非課税枠である。一般 NISA における非課税枠は年 120 万円 (※つみたて NISA の非課税枠は年 40 万円ありますが、両者の併用はできないので比較からは除外します。) である。これに対し、英国 ISA は、株式型 ISA、預金型

- 10 ISA、イノベティブ ISA、ライフタイム ISA を合計して年 2 万ポンド (約 280

万円)である。日本の NISA と比べ、年間 2.5 倍弱の非課税枠の違いがあり NISA の恩恵を受けられる人が絞られてしまう問題がある。

- 2 つ目は、最も大きな違いともいえる非課税機関である。一般 NISA では 5 年間、つみたて NISA では 20 年間とあるが、ISA では恒久化されており、永久に非課税で投資することが可能である。一般 NISA の場合ロールオーバーしたとしても、最大 10 年間である。しかも、5 年間の非課税枠終了後ロールオーバーが 1 回しかできない。またその場合、新しい年度の非課税枠を使ってしまうという問題がある。しかし、ISA では恒久化されていることで、ロールオーバーという手続き自体が不要であり、新しい年度の非課税枠を新しい商品に使えるというメリットがある。この違いは NISA の普及率や投資期間に関わってくると考えられる。今年の 10 月に恒久化の見送りが決定したが一刻も早く恒久化することが必要であると考ええる。

第3章 これから求められる金融リテラシー

第1節 フィデューシャリー・デューティーについて

フィデューシャリー・デューティーとは、信任を受けた者が負う責任のこと
で、日本語では受託者(Fiduciary)責任(Duty)と訳される。このときの受託者と
5 は金融商品の開発、販売、助言、運用、資産管理に携わる金融機関が対象となる。

フィデューシャリー・デューティーは平成29年度3月30日に「金融庁が顧客
本位の業務運営に関する原則」を発表したので、これを参照するのが最も良
いと考えられる。これはこれまで投資家保護のための法令改正が行われてきた
10 が、いずれもミニマムスタンダードであったために金融事業者が画一的な対応
になってしまいうのを助長してきたという問題点が指摘されている。本来であ
れば事業者は顧客本位の金融商品の提案を行い、より良い商品で金融事業者が顧
客から選ばれていく状況が望ましく、そのためには従来の対応ではなく、顧客
本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受け入れを呼び掛け、金
15 融事業者が原則を踏まえて顧客のためになる商品を提供し競い合う状況になる
ようなアプローチが重要であると考えた。それを踏まえてこの報告書では7つ
の原則が策定されている。

まず一つ目は「顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等」である。
これは、金融事業者は顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定
20 し、当該方針の取り組み状況を定期的に公表するべきであると記述されている。
二つ目は「顧客の最善の利益の追求」である。これは、金融事業者は高度の専
門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実業務を行い、顧客の利益が最善と
なるよう図るべきである。という旨が記されている。三つ目は「利益相反の適
切な管理」であり、金融事業者は取引における顧客との利益相反の可能性を正
25 確に把握し、その可能性がある場合は当該利益相反を適切に管理すべきである。
という内容である。四つ目は、「手数料の明確化」であり、名目を問わずにすべ
ての手数を顧客に公表する必要があるのである。五つ目は「重要な情報のわ
かりやすい提供」である。金融事業者は顧客との情報の非対称性があるのを踏
まえたうえで、金融商品の重要な情報を顧客が理解できるように説明して提供
30 するべきである。といった内容である。六つ目は「顧客にふさわしいサービス

の提供」であり、金融事業者は顧客の様々な情報を把握したうえで、当該顧客にふさわしい対応を行うべきであるという内容である。最後の七つ目は「従業員に対する適切な動機づけの枠組み等」である。事業者はこれまで述べてきたような原則を促進するように従業員の報酬や業績評価体系、従業員研修など、

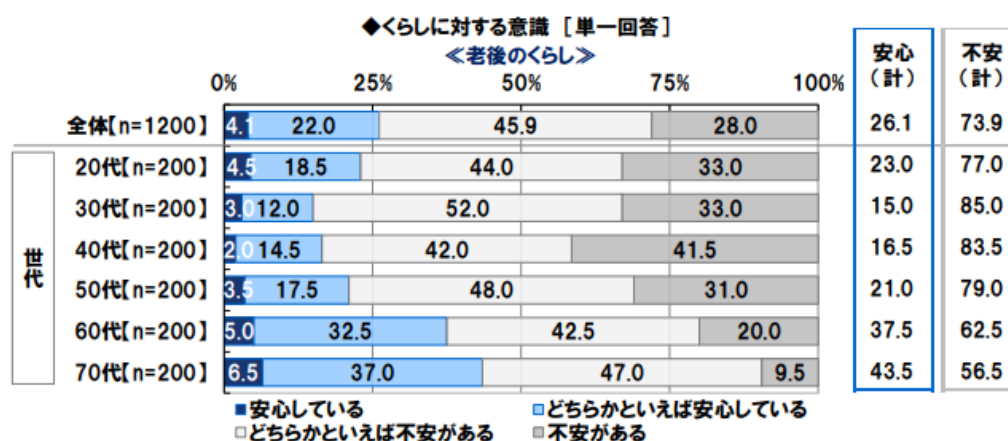
5 適切な動機づけを行うガバナンス体系を整備すべきである。という内容である。

これらの七つの原則が、金融庁が考えるフィデューシャリー・デューティーである。

10 第2節 求められる金融リテラシー

金融リテラシーとは様々な定義があるが、ここでは将来の資産形成に向けて必要な知識と定義する。資産の重要性や、今自分が置かれている状況を正しく認識し、資産運用の重要性や、それに必要な金融商品の選択などが行える能力のことを指す。

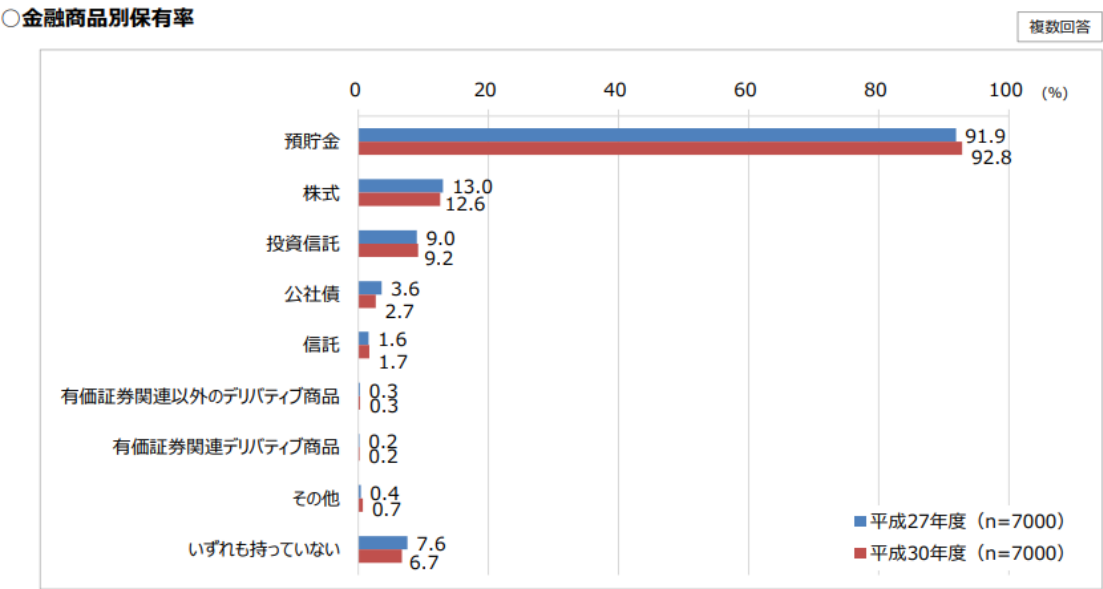
15 少子高齢化と長く続く不景気の影響で、年金の問題や貯蓄の重要性が指摘されているが、今の日本でこの状況に対応できる人は多くはない。以下のものは日本FP協会が行った老後の暮らしに対して不安を感じているか。という質問でアンケートを取ったものである。(図表10)



20 (出典：世代別比較 くらしとお金に関する調査 2018 - 日本FP協会)

この結果を見ると安心していると回答したのは全体で4.1%、中年世代になるにつれて低くなり、高齢世代でも高くない数字であり、ほとんどの世代が何

かしらの不安を抱えていることが分かる。では日本の金融資産の割合をどのようになっているのか。以下は日本証券業協会が金融商品の保有実態について調査したものである。（図表 11）



5 出典：証券投資に関する全国調査－日本証券業協会

複数回答可の問題であるため、割合が 100%にならないが、平成 30 年の現金預金以外の金融商品の保有はすべて合計しても 27.4%と、全体の 3 割にも満たないのが現状である。では次に、なぜこれほど保有率が低いのかという疑問についてだが、ここでは日本投資信託協会のアンケートを参照させてもら

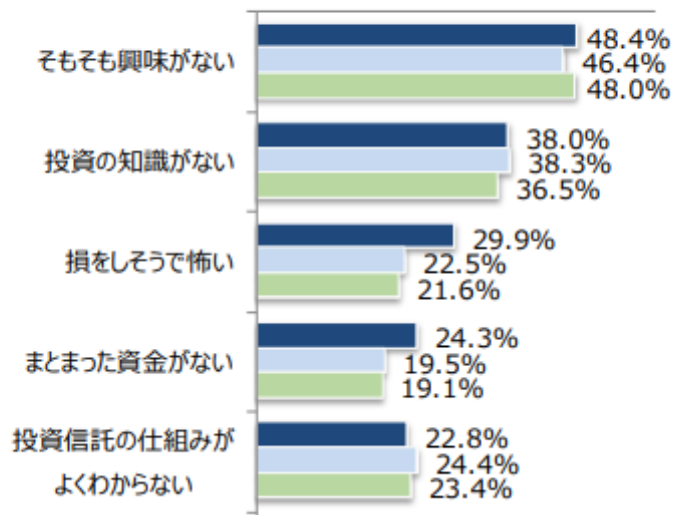
10 う。青が 2018 年、水色が 2017 年、緑が 2016 年である。

(図表 11)

<投資信託の非購入理由>【ベース:保有未経験層】

(P.64) ※ 2018年で降順にソート

※選択肢「投資信託を買うよりも自分で株などを運用した方がいい」は2018年より聴取



出典：投資信託に関するアンケート調査－投資信託協会

これは投資信託の非購入理由を調査したものの結果上位5つを抜粋した。「興味がない」「投資の知識がない」「投資信託の仕組みがよく分からない」の3つは金融リテラシーに係るものであるが、これらが大きな比重を占めている。

これらの結果を参照すれば、今の日本では将来の資金についての不安を抱えており、資産運用の重要性は理解しているが、様々な理由で金融商品の購入は行わず、結果的に現金預金が圧倒的で金融商品を保有している人は限られているという結果になる。その理由の中でも大きなものとして金融リテラシーが挙げられるのである。

では金融リテラシーの向上が行われれば日本でも金融商品の購入者数は増え、資産運用を行う人は増加するのかなと言われれば、その因果関係は完全ではないが、全くないわけではない。資産形成は他人に勧められて始めるものではない。

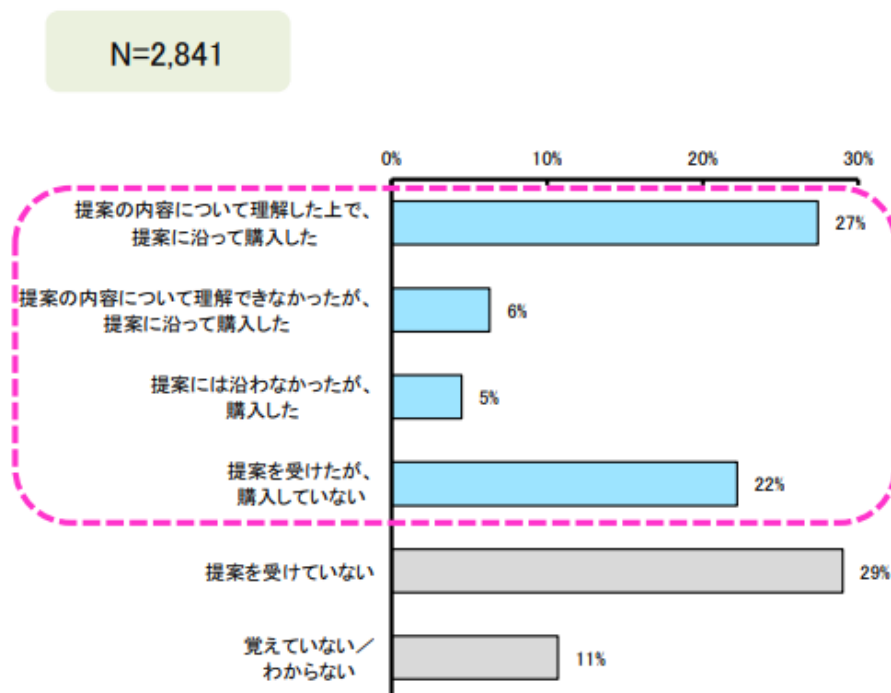
収入が多く、それだけで将来に十分な貯蓄を残すことができる人は必ずしも資産形成を行わなければならないわけではないと私は考えている。

しかし、それ以前に現状と将来のプランを考え、それに向けた貯蓄を考えることそのものに金融リテラシーが必要なのである。その上で金融商品を購入しないという結果に行き着いたのであれば、それは選択肢の一つとして何ら問題

はない。しかし長く続く不景気や少子高齢化が進む中で、その選択を取ることができる人は減少していくと考えられる。つまり将来の資産を考えた時に金融商品を購入する必要性がある人が今後増えていくと考えられているが、そのために必要なリテラシーを持っている人があまりにも少ない。それが金融リテラシーの問題点なのである。

今回の議題は投資信託であるが、業界や政府が資産形成に向けた投資信託の環境を整えたとしても、それを購入する顧客にその気がなければ無駄になってしまうからだ。先ほどの調査でも「損をしそうで怖い」という意見が3割近くあったが、現金リスクや、ドル・コスト平均法を知っていればその意見が間違っていることはわかるだろう。リスク性資産であるためリスクを0にすることはできないが、大きな損を出さずに将来的な資産を形成することは不可能ではないことを周知する必要もある。

また正しい金融商品の選択や保有期間のことの判断にもリテラシーは不可欠である。金融庁がリスク性金融商品販売について顧客に意識調査したところ、全体の半分以上の人は資産形成の提案を受けており、購入している割合も多い。(図表 12)



出典：リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について - 金融庁

顧客が金融機関から提案を受けること自体には問題はないが、金融機関も営利企業である以上は回転売買などの危険性が存在することを忘れてはならない。実際に金融庁レポートでは金融商品の保有期間の短さを指摘し、今でも回転売買が行われていることが問題視している。

5 フィデューシャリー・デューティーが重要視されるようになった現代においても回転売買が行われている現状が大きな問題であり、金融機関は是正する必要があることは間違いないが、顧客もそのことを知った上で金融機関と提案を受けることが必要になってくると考えられる。証券会社や運用会社が民間企業である限り利益を追求し、金融庁がいくら是正しようと策を講じたとしても、
10 いたちごっことなるだけである。顧客自身が金融リテラシーを身に着け、そのうえで本当に販売員が自分にとって正しい提案をしているのかを判断する能力が求められる。

 これまで金融リテラシーの重要性を述べてきたが、具体的にどのようなリテ
15 ラシーを身に着けることが必要なのか。我々は、その人が今の自分の状況と将来を正しく把握し、その時々に応じた商品を選択することができる能力を身に着けることが重要であると考えている。少しあいまいな定義ではあるが、人の人生は千差万別であり、自営業の人もいればクリエイターや正社員、非正規で生計を立てている人もいる。またライフイベントも人によって大きく異なるため、例えば正社員の人が行うような資産形成手段だけを勉強したとしても全く
20 意味がないからである。だからこそ定義は少し曖昧にした。

 次のその時々に応じた商品選択であるが、これは難しいことと考えている。金融商品は債権、株式、信託商品など様々あるが、ここからその時の制度や景気などを考慮したときに正しい選択をすることは簡単ではない。特に各種商品
25 の特徴や仕組みを理解すること自体が簡単ではないと考えられる。学校段階で教育を行ったとしても、それが身につくかという話になれば疑問が残る。第4章では金融リテラシー教育についても踏まえた提案を行う。

第4章 提言

これまでの、日本特有の問題や投資信託の現状や問題点を述べた。本章では、
1. NISA 積立 NISA を恒久化、2. ジュニア NISA の商品に対する提言、3. 手数料体系に対する提言、4. 金融リテラシーに対する提言を行う。

5

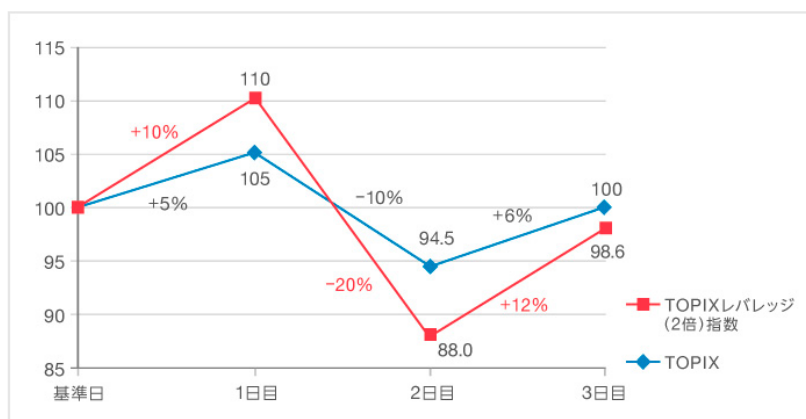
第1節 積立 NISA・NISA 恒久化への提言

NISA・積立 NISA が先述した通り、利用者も多くが投資家あり、普及が遅れていることを与党でも問題視され、年内の与党税制調整会において検討となることが発表されている。ⁱ

- 10 しかしながら、家計の市場への進出を考えるのであれば、NISA・積立 NISA は欠かせないものである。NISA においても生活防衛資金を確保したうえで、余裕資金がある投資未経験者が投資を始めるのに必要だろう。¹

第2節 ジュニア NISA の商品に対する提言

- 15 現在、ジュニア NISA の商品がインバース型やレバレッジ型の ETF が売買ランキングの上位にある。



出典) 日本取引所グループ レバレッジ型指標の特性より

(<https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-outline/04-04.html>) (最終

- 20 アクセス 2019/10/12)

i) ¹NHK 政治マガジン <https://www.nhk.or.jp/politics/articles/lastweek/11572.html>

ii) 生活に行うに要する資金



出典) 日本取引所グループ インバース型指標の特性より

(<https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-outline/04-05.html>) (最終アクセス 2019/10/12)

5 上図のレバレッジ・インバース型の指標特性をみてもわかるとおり、原指標が上昇下降を繰り返した場合、両方とも減価することがわかる。

よってジュニア NISA を通じて普及を狙う上で、ジュニア NISA という将来の子供の為のイベントに備えた中長期的資金運用を見据えた制度に、減価する商品を取り扱うのは望ましくない。更にジュニア NISA では 18 歳まで出金が出来ない。以上を踏まえると、ジュニア NISA を利用する投資未経験者の投資への負のイメージを取り払っていく上で障害となる。

10

そのため、レバレッジ・インバース型の ETF、ETN、投資信託の売買・期間制限や、最悪の場合廃止することが必要だ。

15

第 3 節 手数料体系に対する提言

第 1 章 4 節において、日本国内の販売会社は多くがコミッション型の手数料体系であり、回転販売などが促進され、顧客本位の業務が行われていないことを述べた。このことについて販売会社の手数料体系を残高フィー型への移行を提言する。販売会社は投資家から販売手数料や運用会社から信託報酬のキックバックを得ている。残高フィー型に移行することにより、投資家の資産残高を参照した報酬体系になるため、投資家の資産増大を目指し顧客本位の業務を行うことが可能である。

20

現状、米国でも残高フイー型が主流となっており、結果と評価を得ている。
残高フイー型への移行を行うための投資顧問業もしくは投資援助業の登録要件
の規制緩和が必要である。

5

第4節 金融リテラシーに対する提言

第3章2節の問題点でもわかるように、投資未経験者や無関心者は投資に対して、負のイメージを持っており、そのイメージを改善する必要があることを述べた。更には、年金制度や終身雇用制度の崩壊により、家計ごとの資産運用
10 が必須になっていることから、家計ごとの資産運用に必要な知識や考え方を学ぶ必要がある。

そこで、イメージを改善するうえでは、小学校低学年・高学年、中学校3年間、高校3年間を通して授業に取り入れていくのが望ましい。更には、この授業取り組みとジュニア NISA を関連付けて小学校低学年・高学年、中学校の保護者を対象にしたジュニア NISA での運用に関する説明会と精神的負担を和ら
15 げる相談や意見交換会も学校単位で設けることが望ましい。小学校や中学校で行われている授業参観や家庭訪問時に親子参加で行えとなお良いだろう。助言型ロボットアドバイザーを活用して、定期的に各家庭に比較的あった投資配分を確認する機会を与えることで、投資信託を始めることを考えるきっかけにもつながる。
20

ジュニア N I S A を学校側のサポート受けているといった精神的負担の緩和も望める。その上で、子供が18歳になる頃にジュニア NISA の運用経験を得て、子供へと繋いで行くことができ、蓄積を重ねて金融リテラシーの底上げを狙うことができる。高校では、ジュニア NISA の運用や商品についての授業を取り
25 入れるのが良いだろう。そうすることで親と子がジュニア NISA を通して、金融教育を受け継ぐサイクルを作れる。

これらを達成するには金融リテラシーを持った教員もしくは専門家も必要になってくる。また教員に対しても講義などを行い、学校全体の金融リテラシーを高めていくこと必要不可欠だ。金融について日常から考える環境をつくること
30 で、各家庭や保護者間でジュニア N I S A 等の会話が日常的にでることによ

って群衆行動²が働き、金融知識を積極的に取り入れようと意識し、蓄積した知識を子どもへと受け継ぐことができる。

- 金融教育の内容においては、小学校では、予算制約の考え方や将来のイベントにかかる費用に対して積立を行うといった考え方をかんたんに身につける教育を行うことが望ましい。中学校の段階で生涯のおおまかな収支計算を行うことや、将来の考えうるリスクを学ぶ授業、現金と後払いが条件によってどちらが得かなどといった授業を組み入れるのが良い。また子供のみには教育を行うのではなく各家庭に生涯収支やイベントやリスクごとの費用を簡易的に行う用紙を配ったりして、親の意識改革を子供とともに行うことが重要だろう。以上のような同様の授業・講義を地域の図書館で、定期的無料で行うことが望ましい。各地域住民が無料で学べる図書館で、無料で定期的に行えば、知識格差なども緩和される。

- しかし提言を行ってきた一方で、金融教育にも限界がある。それは、家計ごとに資産状況や収入、精神的負担、目指す結果等が異なるためである。このように目指す結果が違うことから、資産運用においてどのような商品やアセットアロケーション、ポートフォリオが望ましいとは決して言えない。しかし土台となる金融教育やジュニア NISA を通じた運用経験を積むことで、日本全体の金融リテラシーを底上げすることで、今後家計が各々の資産運用を考えていく上で必要なことである。

20

² 行動経済学における行動バイアスの一種

人間は、物事が適切か否かの判断を行うよりも多くの人々と同じ行動をとることに安心感が得られ、他人の行動に追従したり同調したりする意識が強くなる傾向がある

おわりに

これまで、現在の日本を取り巻く経済的状況、金融教育に関する現状、そしてそれを踏まえた上で家計の資産形成における投資信託というテーマで論証を行ってきた。

- 5 現在の日本が立たされている状況は決して楽観視できるものでもなく、日本人の金融リテラシーの低さ、そして証券業界の現状は芳しいとは言えない状況にあることは間違いない。『金融』という資本が資金を生むシステムを、世界第3位の経済大国である日本という国の国民の大半が理解していない。これは悪い意味でレアなケースだと言えるだろう。たしかに日本は工業国として世界と
- 10 伍してきた時代はあったかもしれない。しかし目まぐるしく変化を続ける世界において、その考えはもはや通用しない。ITにおいて世界に大きく出遅れた日本という国の国民がこれからも豊かな生活を贈り続けるためには資本主義の根幹である金融についての知識を身に付けることは必要不可欠であり、証券業界もそれに合わせて変わっていく必要がある。そして国の制度づくりも重要な役割を担うことになる。政府、企業、家計のうちどれが最も重要ということではなく、全てが重要となるのだ。本稿を以って、日本人の今後の生活がより豊かなものになる未来への寄与となれば幸いである。
- 15

〈参考文献〉

・ 日本銀行調査統計局（2019） 「資金循環の日米欧比較」

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>（最終アクセス 2019/10/15）

5 ・ 金融証券業協会 「金融・証券用語集」

<http://www.jsda.or.jp/jikan/word/index.html>（最終アクセス 2019/10/15）

・ 投資信託協会（2018） 「投資信託に関するアンケート調査報告書-2018年（平成30年）」

10 <https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2018/>（最終アクセス 2019/10/15）

・ 投資信託協会 「投資信託のコスト」

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/costtax/cost/>（最終アクセス

15 2019/10/15）

・ 金融庁（2017）「金融レポート」

<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>（最終アクセス 2019/10/15）

20 ・ 資金循環の日米欧比較 - 日本銀行 -

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

・ 調査結果 金融リテラシー調査（2019年） | 知るぽると

https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/

25 [pdf/19literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/pdf/19literacy.pdf) 〈最終アクセス 2019/10/20〉

・ 高齢化社会における持続可能な福祉を考える-シンガポールの年金制度（CPF）-

https://www.dbj.jp/reportshift/area/singapore/pdf_all/s38-2japanese.pdf

30 （最終アクセス 2019/10/19）

- ・投資信託の制度・実態の国際比較・日本証券経済研究所
<http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g26/g26.pdf>（最終アクセス
2019/10/21）
- 5 ・NISA のモデルとなったイギリスの ISA は今?・三菱 UFJ 国際投信
https://www.am.mufig.jp/text/oshirase_190813.pdf（最終アクセス
2019/10/20）
- ・顧客本位の業務運営に関する原則 金融庁
<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>（最終アクセス
2019/10/15）
- 10 ・「人生 100 年時代の資産運用に関する調査」の結果について 野村アセット
マネジメント株式会社
[https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/etc/20181203/nam20181203.p
df](https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/etc/20181203/nam20181203.pdf)（最終アクセス 2019/10/18）
- 15 ・投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果につ
いて 金融庁
<https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/01.pdf>（最終アクセス
2019/10/12）
- ・世代別比較 くらしとお金に関する調査 2018 日本 FP 協会
20 [https://www.jafp.or.jp/about_jafp/katsudou/news/news_2018/files/newsrelea
se20181105.pdf](https://www.jafp.or.jp/about_jafp/katsudou/news/news_2018/files/newsrelease20181105.pdf)（最終アクセス 2019/10/22）
- ・投資信託に関するアンケート調査報告書-2017 年(平成 29 年)投資信託全般
投資信託業界（最終アクセス 2019/10/21）
<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2017/>
- 25 ・リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について（インターネット調査
結果分析の中間報告）
<https://www.fsa.go.jp/news/30/20190409fd/01.pdf>（最終アクセス
2019/10/10）
- 2018 年株式分布状況調査結果 東京証券取引所
30 <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>（最

終アクセス 2019/10/15)

2018 証券投資に関する全国調査 日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h30/H30gaiyou20181219.pdf> (最終アクセス 2019/10/16)

5

2)ETF 概要 JPX <https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-outline/04-04.html> (最終アクセス 2019/10/15)

3) ETF リスク JPX<https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/risk/05.html>
(最終アクセス 2019/10/15)

10
