平成 30 年度　証券ゼミナール大会

第 2 テーマ

家計の資産形成の手段としての投資信託

立教大学　亀川ゼミナール　佐藤班

目次

序章 3
第一章　投資信託について 4
第一節　資産形成の重要性 4
第二節　投資信託の必要性 8
第三節　今後望ましい投資信託のあり方 12
第二章　投資信託の歴史と制度 12
第一節　投資信託の歴史 13
第二節　NISA 15
第三節　確定拠出年金 17
第四節　フィンテック 20
第三章　問題点 23
第一節　投資信託の現状 23
第二節　金融リテラシー 24
第三節　信託事業におけるフィデューシャリーデューティー 27
一項　投資家の利益優先の販売 27
二項　情報公開 31
第三節　運用会社の能力不足 34
第四章　提案 37
第一節　金融リテラシー改善提案 37
第二節　投資家の利益を最優先した販売 40
第三節　情報公開改善案 42
第一項　KPI 改善案 42
第二項　運用会社情報公開 44
第四節　運用能力の向上提案 45
第五節　確定拠出年金・NISA におけるロボットアドバイザー導入提案 48
終章 50

序章

「人生 90 年」、この言葉がいよいよ現実味を帯びてきた。90 歳まで生存する割合は男性が 24.2%、女性は 48.3%となっている。[1]このことは日本にとって実に喜ばしく、一方で大きな課題でもある。不安定な経済動向、少子高齢化、マイナス金利といった要因が、長期にわたって預貯金中心の資産形成を行ってきた日本に重くのしかかっている。私たちは今後長い人生を歩む上で、自助努力による資産形成によって資産を増やしていかなければならないのだ。

これに対し政府は様々な工夫を凝らしてきた。1951 年に証券投資信託法の成立、2000 年代前半には「貯蓄から投資へ」を訴え、現在ではより親しみやすい「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを打ち出している。[2]さらに、NISA や確定拠出年金といった非課税制度の充実など、日本の金融資産はリスクマネーにシフトしていくと思われた。しかしながら、いまだに私たちの家計の金融資産の中の現金・預金比率は 5 割を超えている。[3]少額投資・プロへの運用委託・分散投資という家計の資産形成に適しているはずの投資信託も日本で成り立っているとは言えないだろう。

我々は、今後望ましい投資信託のあり方を「信託事業者の投資家利益を最優先にした体制、かつ十分な透明性が保たれることによって、家計の自助努力による長期・安定的な資産形成手段として最適である状態」と定義し、これを達成し投資信託利用率が上昇することを目指す。そのために、本論文では日本の投資信託における問題点を考察し、それに対する提案を行う。

まず第一章で資産形成、また投資信託の必要性を説き、家計の資産形成にとって望ましい運用について触れる。第二章で投資信託が現在に至った経緯、また投資信託普及に大きく寄与するであろう NISA・確定拠出年金、そして現在非常に関心を持たれているフィンテックについて記す。第三章で日本の投資信託の現状・問題点について論じ、第四章ではそれら問題点に対する解決策を論じていく。

第一章　投資信託について

本章では、家計における資産形成の重要性を述べた後、投資信託の特徴や好ましい運用について考察し、最後に今後望ましい投資信託のあり方について論じていく。

第一節　資産形成の重要性

本論文において、資産形成とは「自らの将来の生活資金のために能動的、長期的に安定して資産を積み立てること」と定義する。

現代の日本において、家計の資産形成の重要性が高まっている。その背景として、「公的年金の限界」「家計の金融資産形成構成と経済動向との食い違い」「様々なライフイベントの存在」の三点が挙げられる。以下に詳細を記す。

⑴ 少子高齢化による既存の公的年金の限界

私たちは常に自分や家族の加齢、障害、死亡などの資金面で生活が困難になるリスクを抱えている。このリスクは予測不可能であり、個人だけで備えるのは難しい。そこでこれらのリスクに備えるために公的年金制度＜図 1-1＞が作られた。この制度は現役世代が払った保険料を高齢者に給付するという形で、世代を超えて支え合うことによって、その時々の経済や状況に応じた給付を実現することができる仕組みである。[4]

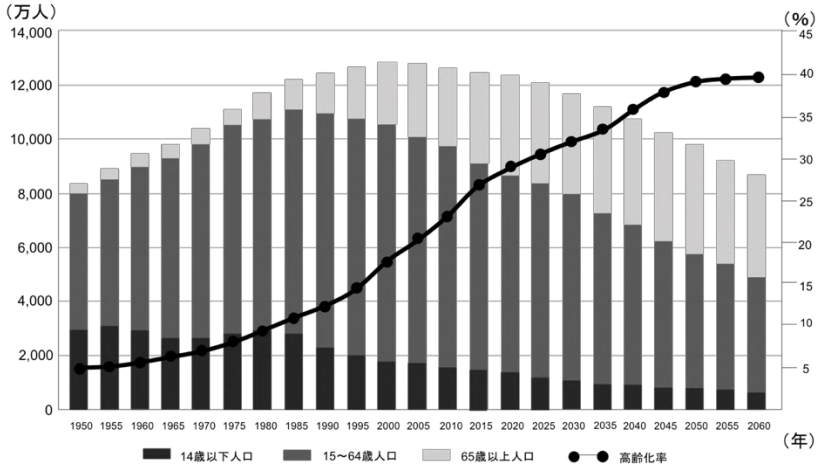
＜図 1-1＞日本の公的年金制度

出典：厚生労働省「いっしょに検証！公的年金 年金制度の体系図」より筆者作成

<https://www.mhlw.go.jp/nenkinkenshou/structure/structure03.html>

しかし現在、少子高齢化の進行＜図 1-2＞によりこの仕組みの限界が近づいている。現役世代が高齢者を支えきれなくなってきているのである。2025 年には、20 歳から 64 歳の労働者 1.8 人で 65 歳以上の高齢者 1 人を支えるという形になると言われている。[5] 一人ひとりの所得を上げ、経済を円滑に循環させない限り、国民の負担はさらに増えてしまう。また、このような流れの中で、保険料や年金給付年齢の引き上げも徐々に行われている。[6]これからも少子高齢化の進行が予想されており、現役世代も将来確実に年金がもらえるという保証はない。そこで、自分の身は自分で守る必要が出てきた。つまり、将来を見据えて長期的な資産形成をしなくてはならないのである。

＜図 1-2＞日本の人口の推移

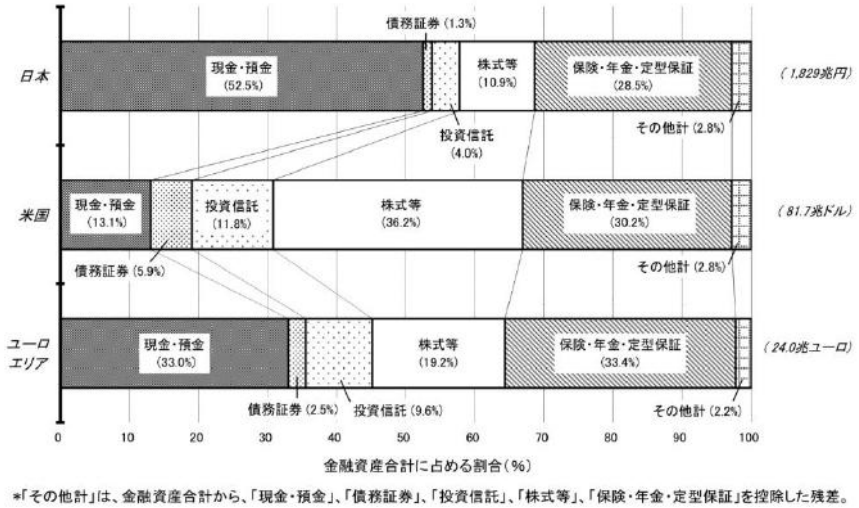


出典：情報通信白書（2016）「我が国の人口の推移」より、筆者作成
<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h28/html/nc111110.html>

⑵ 家計の金融資産構成と経済の動向

現在の日本の家計金融資産構成＜図 1-3＞を見ると、欧米諸国に比べて現金・預金の割合が多く、全体の 52.5%を占めている。このことから、自助努力による資産を形成しているとは言い難い。

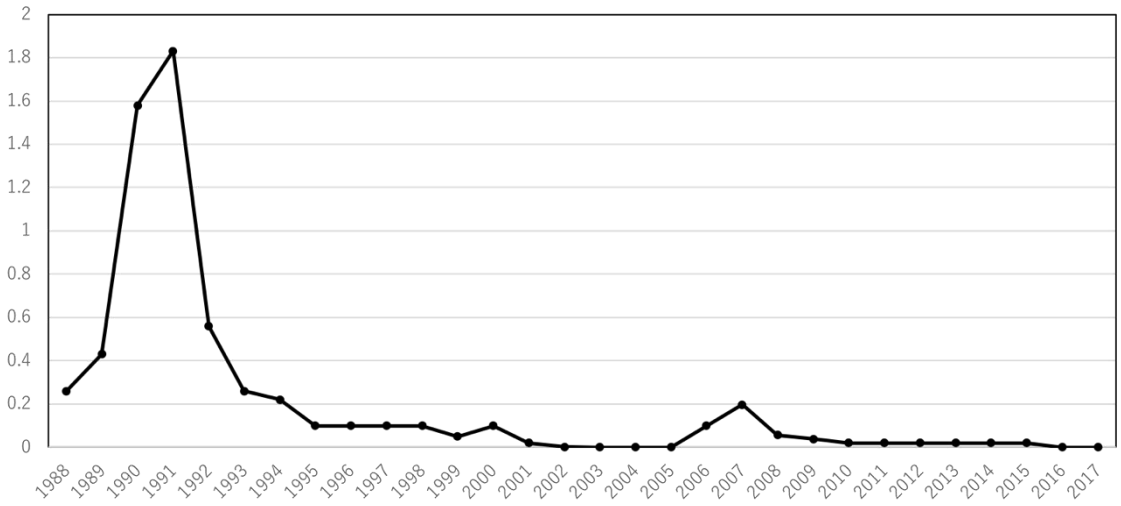
＜図 1-3＞家計の金融資産構成



出典：日本銀行調査当局(2018)「資金循環の日米欧比較」より筆者作成
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

日本人の現金・預金の割合が高い理由としては、高度経済成長期に私たちが預金で資産を形成していたという背景があると考えられる。能動的に資産を運用しなくとも、高い金利によって銀行や郵便局に預けるだけで資産が増えたのだ。[7] しかしながら、日本が低金利時代＜図 1-4＞である今日、預金だけでは十分な資産を形成することは難しい。将来の生活資金のために自助努力による資産形成を行うことが重要になるのである。

＜図 1-4＞日本の金利推移



出典：日本銀行「金融経済統計月報　公表データ」より筆者作成
<http://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/index.htm/>

デフレーション状況下の現在において、資産を運用し始めるのはリスクがあり、賢明ではないと考える人もいるだろう。しかし、より効果的な資産形成を行うには、早いうちから着実に資産を積み立てることが重要になる。なぜなら、長期的に資産を形成することで、リスクを分散できるだけでなく、複利効果を得られる運用方法もあり、より安定した資産形成が可能になるからである。[8]

また、デフレーションから抜け出せない状況を改善するために 2012 年 12 月に安倍晋三内閣の経済政策としてアベノミクスが誕生した。財政出動、金融緩和、成長戦略の三本の矢で長期デフレーションを脱却し、名目経済成長率 3%を目指す取り組みである。[9]この政策により長期にわたる低迷を脱却することが望ましいが、経済の行方は予測できない。さらに、超高齢化社会である日本はこれからも少子高齢化が進行していくと考えられ、経済の安定は程遠いと言われている。[10]

このような状況下で私たちは今後長い時間生計を立てなければならない。運用を始める時期を待ち、現金・預金で資産を眠らせておくのでは、十分な資産形成は不可能である。

⑶ ライフイベントと資産形成の重要性

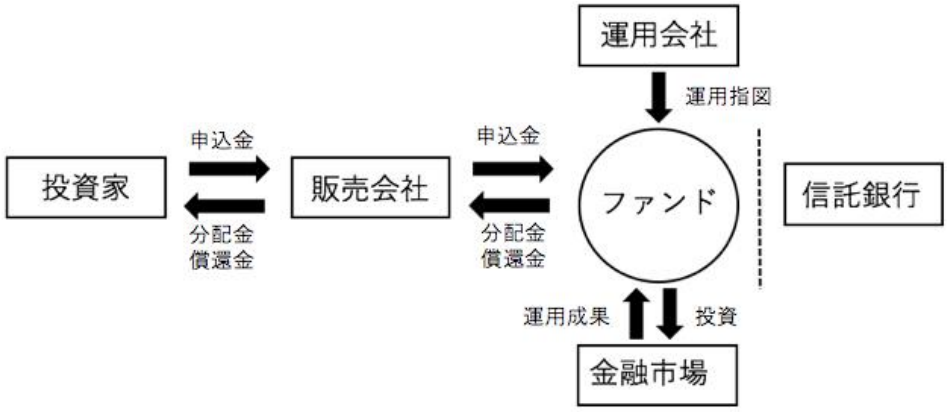
私たちの生活には結婚の他に子育てや病気など様々なライフイベントが存在する。これまで述べた経済動向を踏まえると、多額の資金を使うライフイベントに備えるため、私たちは自助努力により早くから無理なく資産を形成する必要があるだろう。また、今ある資産を運用し持続的な経済成長に向けて活動する企業に投資していくことで、経済の好循環を促すことができ、その恩恵は家計の資産形成に寄与してくる。[11]どのような動きをするかわからない今日の日本経済だからこそ、目先の状況にとらわれずに将来を見据えて能動的に資産を運用し、長期的に安定した資産形成を行うことが重要であると言える。

第二節　投資信託の必要性

⑴ 投資信託とは

投資信託とは販売会社、運用会社、信託銀行が投資家と市場をつないで株の売買を行う投資形態である。投資家は販売会社で商品を購入し、複数の投資家から得た資金を販売会社は信託銀行に預ける。運用会社は投資家から集められた資金をどのように運用するかを信託銀行に伝え、信託銀行はその指示に従い運用を進める。それらのファンドを通じて信託銀行は市場での取引を行う。[12]

＜図 1-5＞投資信託の仕組み



出典：投資信託協会「投資信託の仕組み」より筆者作成
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>

⑵ 投資信託の特徴

前項から見えてくる投資信託の特徴は大きく三つある。少額投資、プロへの運用委託、そして分散投資である。[13]「少額投資」について、投資信託は通常 1 万円程度からの投資が可能であり、他の投資商品と比較してもその最低額の低さは圧倒的である。これによって資産を多く持たない若者や主婦、多額の資金を投資することに不安を覚える投資家にとって、手を出しやすいというメリットがあげられる。次に「プロへの運用委託」である。投資信託では上記でも説明したとおり､運用会社という組織が投資家と市場を繋げる大きな役割を担う。投資のプロである運用会社のファンドマネージャーが投資の行方を担うという仕組みは、知識量が少ない、自己運用に不安を抱える投資家にとっては望まし

い特徴といえる。最後に「分散投資」である。通常の株で分散投資を行おうとした場合、その投資にかかる額は莫大なものになる。しかし投資信託では数千円という単位で幅広い分野の商品に分散して投資することが可能である。これらの点を鑑みると、投資信託は投資において経験が少ない者に対して最も手を出しやすい投資の形であると言える。

⑶ 資産形成における投資信託

我々は家計の資産形成において最も理想的な形とは、「自らの将来の生活資金のために能動的、長期的に安定して資産を積み立てること」と定義した。投資信託は上記の特徴を考慮すると、家計の資産形成に最も適した投資形態であるということがわかる。分散投資によって、安全性を高めることが可能であり、短期運用をしてしまうと利回りが低く利益が出にくいという傾向が挙げられる。すなわち、投資信託の特徴を活かすには長期的運用を行い、分散投資によって安全性を向上させる事が理想的である。また、専門家への運用委託という特徴も大きなメリットである。能動的に資産を形成したくても知識不足で出来ないという家計における問題を、委託という形で手助けすることができるのだ。そして、家計の資産形成の理想の形と、投資信託の特徴を合わせて考慮すると投資信託は家計の資産形成において最も優良な手段と言える。

⑷ 保有期間とアセットアロケーション

次に、家計が資産形成の手段として投資信託を利用する場合について、保有期間とアセットアロケーションという二つの視点から論述する。

【保有期間】

本項では、保有期間を長期と短期の二つに簡易的に分けて考察してゆく。これまでに述べたように、家計の資産形成の観点からみた投資信託の特性上、保有期間としては長期が望ましい。そのメリットは三つある。一つ目は、純資産残高の減少抑制によって、ファンドマネージャーがより柔軟にファンドの運用をすることが可能になり、運用パフォーマンスが向上することである。二つ目は、ドルコスト平均法によって大きな損失を回避できることである。[14]三つ目

は、運用利益を再投資することで複利効果を得ることができることである。

一方で、短期投資をしてしまうと投資信託の特徴上商品を購入する毎に手数料が発生するため、売買を繰り返すことによってコストアップに繋がる。

以上の理由から、我々は長期投資がより好ましい手法であると考える。

【アセットアロケーション】

本項では、家計が長期積立、安定的に資産形成を行うにあたって、より好ましいアセットアロケーション[1]について考察してゆく。アセットアロケーションを考える上で、リスクの分散とライフサイクルに応じたリスク受容の二点が重要である。以下にそれぞれ詳細を述べる。

第一に、リスクの分散である。なぜなら、安定的な資産形成を行うためには大幅な資産の減少は避けるべきであるからだ。具体的には、国内株式、国内債権、海外株式、海外債権などの値動きの異なる複数の商品をバランスよく組み込む事によって、大幅な資産価値の減少のリスクを減らすことができる。

しかし、リスク分散のデメリットとして「リバランスの手間」が挙げられる。これは、市場の環境や動向の変化によって一つの資産価値が上昇することによって、あらかじめ設定した構成割合が崩れてしまうことがある。これを防ぐために、家計自身が資産の売買を通じて資産構成を元に戻さなければならない。

そのような手間を省くことができる手法として「バランス型ファンド」やロボットアドバイザーも活用が有効である。バランス型はそれ単体で複数の値動きの異なる資産が組み込んであるためリスク分散が可能となり、加えてファンドマネージャーがリバランスを行なってくれる。また、一任型のロボットアドバイザーもリバランスの手間を省くことができる。詳しくは、二章三節にてのべる。

加えて、近年新たなリスク分散の手法として、オルタナティブ投資というもの が注目を浴びている。オルタナティブ投資とは、「上場株式や債券といった伝統的資産と呼ばれるもの以外の新しい投資対象や投資手法」である。[15]ここ

[1] 投資資金を複数の異なった資産（asset）に配分（allocation）する投資戦略のこと。［入門］投資信託の仕組みより

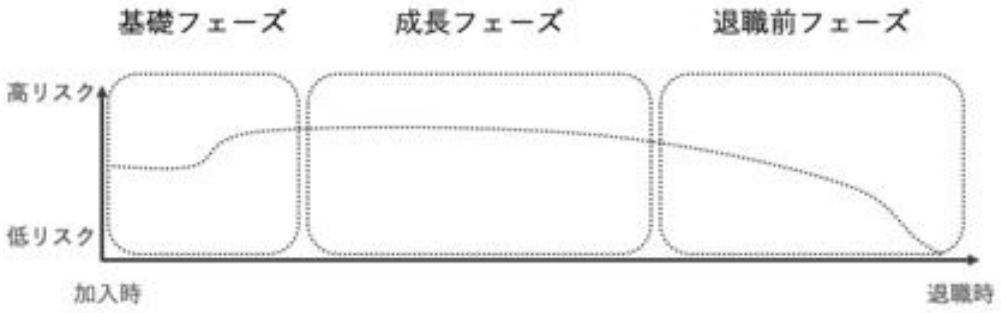
での伝統的資産とは主に、国内株式、国内債券、海外株式、海外債券の四つである。オルタナティブ投資の具体的な投資先は農産物・鉱物、不動産などの商品、未公開株や金融技術が駆使された先物、オプション、スワップなどが挙げられる。[16]これらは株とは相関性のない値動きをするのでポートフォリオ全体のリスクを低減することができるのだ。オルタナティブ投資は高いリスクを取り高い利益率を狙う投資であるというイメージを持たれているが、投資目的は多様であり、特に金融危機以降においては「投資対象の分散」へと変化してきている。

しかし、オルタナティブ投資にはまだまだリスクが多く存在している。投資最小額が高額、換金したいタイミングでできない、また仕組みが複雑であるためどのように運用しているか分かりにくい、価格の変動要因が分からないなど、そのリスクも大きく顧慮しなければならない。

第二に、ライフサイクルに応じてリスクの取り方を調整することである。家計を構成する人間のライフサイクルは様々であり、各家計によって最適なリスクの取り方は異なる。例えば、若年層は今後給料などの収入源が豊富であり、リスク許容度が高いので積極的な運用が好ましい。一方で、高齢者の場合はこの先の収入が多く見込めないため、より保守的な運用を行い、資産を減らさない事が望ましい。

具体的なリスクの取り方の例として、イギリスのターゲットイヤー型 DC ファンド「NEST」の例を挙げる。以下の＜図 1-6＞は、ライフサイクル毎に取るべきリスクをグラフにしたものである。

＜図 1-6＞ライフサイクル型ファンド「NEST」の事例



出典：厚生労働省（2016）「確定拠出年金における現状と課題について」p47より筆者作成
〈https://www.pfa.or.jp/kanyu/seminar/dcseminar/2016/files/dcseminar_2016_01.pdf 〉

このように年齢に応じて「基礎フェーズ」「成長フェーズ」「退職前フェーズ」と各段階に分けたリスクの取り方をするファンドも存在する。[17]厳密に述べると、我々は「NEST」に見受けられるような、大まかなリスク許容度の分類では不十分であると考えている。とはいえ、各家計のライフサイクルに応じてリスクの取り方を決定、変動させアセットアロケーションを設定すること自体は極めて重要である。

第三節　今後望ましい投資信託のあり方

第一節で述べたように、現在の日本の家計にとって自助努力による資産形成は必要不可欠である。また、投資信託はその特徴から家計の資産形成手段として適しているといえる。しかし、＜図 1-3＞を見ると現状として普及しておらず、その投資方法によって家計の資産形成手段として向いていない場合もある。

そこで、我々は今後望ましい投資信託のあり方を「家計の長期的・安定的資産形成手段として最も適している状態」と定義し、これを達成することによる投資信託保有率の増加を目指す。以下、二章三章ではそれぞれ現在の投資信託の制度・問題点について言及し、四章でこの定義を見据えた提案を行う。

第二章　投資信託の歴史と制度

本章では、投資信託の始まりとその背景について、以降で法の改正や制度の追加についてその目的や効果に焦点を当てて述べ、二節からは近年普及しつつある確定拠出年金やNISA、今後さらなる発展が期待されるフィンテックについて説明をする。

第一節　投資信託の歴史

［戦後における投資信託の始まりと高度経済成長期］

1941 年 11 月に野村証券を受託者・委託者としたものが日本における投資信託の始まりであると言われている。[18]投資信託がこのような時期に設定されたのは戦争が発生したときに備えて、公社債を消化しやすい環境を整えておくためである。[19]その直後に太平洋戦争が始まったことでこの措置は一時的なものにとどまった。

その後終戦を迎えた日本経済は、大量の失業者による生産性の低下や爆発的なインフレーションによる深刻な被害を受けた。この状況を改善するために日本経済には様々な民主化政策が行われた。当時の日本証券市場は、民主化政策の一つである財閥解体によって株式が供給過多の状態にあり、これが原因で株価が下がり、企業の増資がままならない状況にあった。[20]これを改善するために注目されたのが設定されて間もない投資信託である。供給過多の株式の受け皿として期待された投資信託は、1951 年に証券投資信託法の施行によって本格的なスタートを切ることとなる。[21]

証券投資信託法が施行された当時の商品はほとんどが「単位型」と呼ばれるもので、信託期間も 2 年程度の比較的短いものが中心であった。国による企業への増資を目的としたため、本来「無制限」で「長期的」に投資することが好ましい投資信託の役割は果たせていなかった。

この時期の日本は高度経済成長期にあり、投資信託の残高は 1961 年に 1 兆円を突破し、当時は「銀行よさようなら、証券よこんにちは」というフレーズが流行るほどの勢いであった。[22]

しかし、1964 年に東京オリンピックが終わり、金融引き締めが始まるとその影響は証券市場にも及んだ。また、国際収支の影響やアメリカ経済の効果の影響を受けて株価は大幅に下落したことで 40 年不況に陥る。これによって償還を延期する投資信託が増えた。[23]この影響で投資信託は成績不振になり 1967 年には「改正証券取引法」が施行された。この改正では投資信託委託会社の「投資家への忠実義務」、「ファンド内容のディスクロージャー義務」などの規則が盛り込まれ、これらは「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。[24]

［バブル経済期］

ここまで述べたように様々な出来事とともに浮き沈みを見せていた日本経済だったが、1985 年の「プラザ合意」を境にして急激な円高が始めるとともに約15 年間に渡る長期的好景気、バブル景気が始まった。この当時、投資信託は、前述したように信託期間が短く、単位型投資信託のものがほとんどであった。日本の株式が急成長しており、高いリターンが見込まれたため、多くのファンドが日本株を組み入れて運用していた。また、2 年のクローズド期間[2]を設けており運用の安定性を高めるものとなっていた。

しかし、バブルが崩壊するとリターンが見込まれた日本株が急降下し、それに伴い投資信託も成績を落とすこととなり、多くの商品が元本割れする事態となった。償還日になっても元本を破ったままの商品に対して「償還延長措置」が取られることになる。しかし、この措置を取っても多くのファンドは元本割れを回復することができず､既存の投資信託に対する不満は募る一方であった。

伝統的な投資信託が信用を失う一方で、解約が自由にでき、追加購入も可能である追加型投資信託への注目が高まり、現在のように多くの投資信託が追加型の形式をとるようになった。[25]

［金融ビックバン］

バブル崩壊によって大打撃を受けた日本経済は復興・再生を目指さなければならず、1996 年から「金融ビックバン」と言われる大規模な金融改革制度が始まった。主な目的は日本の金融市場をニューヨークやロンドンと並ぶ国際金融市場まで成長させ、日本経済を活性化させることである。この改革の柱としてフリー・フェア・グローバルが掲げられた。[26]

この改革の中で、1998 年に行われた証券投資信託法の改正が投資信託に大き

---

[2] クローズド期間:クローズド期間とは、投資信託の運用を安定化させるためなどの理由で、ファンドの新規設定後の一定期間は原則として解約を禁止するといった場合の解約禁止期間のこと　SMBC 日興証券 HP より引用
https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ku/J0241.html

な影響を及ぼした。この改正では私募投資信託が導入され、投信業が免許制から認可制になるなどの改正が行われた。また、投資信託会社による「直接販売」が開始され、証券会社以外の販売の解禁により、投資信託が多くの人に開かれるようになった。[27]

このように投資信託は順調に利用者数を伸ばしたが、金融ビックバンによって海外からも注目を受けた証券市場には外資系金融機関が新規参入を進めたことで、日本の投資信託の力が弱まり、撤退を余儀なくされるものも増えていった。[28]

［近代］

2000年代に入ると投資信託は「貯蓄から投資へ」の流れをより強くするために様々な整備を導入し、より多くの人が投資信託を利用できるよう環境を整備した。NISA（少額非課税投資制度）や確定拠出年金などがその例である。これらの制度は運用にかかる税を免除するものであり、より一層の投資信託利用者を増やすことを目的としていた。

このように様々な政策をとることで投資信託は順調に利用者を伸ばしてきた。[29]そして、多くの人に利用されることで次に問題となったのは商品の透明性や運用状況などに関する情報の非対称性である。

これを解消するために政府は 2014 年に投資信託法及び金融商品取引法の改正を行なった。ここでは「運用報告書の 2 段階化」や「トータルリターン把握のための説明」「リスク等についての説明の充実」など様々な改正が行われ[30]、ディスクロージャの充実が図られたが、その内容は十分とは言えず、さらなる改正が求められる。

このように様々な改正を経て投資信託は現在の形になった。以下ではその過程で加えられた様々な制度について述べる。

第二節　NISA

NISA とは、イギリスの ISA をモデルとした少額投資非課税制度であり、日本政府の「貯蓄から投資へ」というスローガンのもと 2014 年に始まった。その内容は、NISA 口座にある株式や投資信託などの金融商品から得られる「売却益」

と「配当金」が年間一定額非課税になるというものである。

そして現在、通常の NISA に加えて、ジュニア NISA、つみたて NISA の三つの種類の制度が存在する。ジュニア NISA とは、通常の NISA よりも対象年齢を引き下げ、未成年を対象とした制度のことであり、2016 年に開始された。つみたて NISA とは非課税対象になる商品を投資信託に限定することによって、「少額からの長期・積立・分散投資を税制面から促進する」[31]ために確立された制度であり、2018 年に始まった。それぞれの制度の詳細は以下の通りである。

＜図 2-1＞NISA・ジュニア NISA・つみたて NISA の特徴まとめ

	NISA	ジュニア NISA	つみたて NISA
対象者（日本在住）	20 歳以上	0～19 歳	20 歳以上
非課税対象	株式・投資信託等	株式・投資信託等	一定の投資信託
非課税投資枠（年間）	120 万	80 万	40 万
非課税期間	最長 5 年間	最長 5 年間	最長 20 年間
投資可能期間	2023 年まで	2023 年まで	2037 年まで

出典：金融庁 HP「NISA とは？」より筆者作成
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html>

このように、家計が NISA を利用することは税制面で多大なメリットがあるが、その中でも資産形成手段として最も適しているのはつみたて NISA であると我々は考える。なぜなら、前述したように、つみたて NISA 設立のそもそもの目的が家計の投資を促進することであり、通常の NISA に比べて利用しやすい仕組みが設けられているからである。具体的には、非課税対象商品の限定や、非課税期間の延長である。

つみたて NISA の非課税対象商品は、販売手数料がゼロであるものなどに限定されており、長期の積立、分散投資に適した投資信託のみになっている。[32]

そして、非課税期間も 20 年間と通常の NISA の 4 倍となっており家計の投資信託の長期保有をサポートしている。その代わりに、非課税投資枠が 40 万と少

なめに設定されているが、一章で述べたように家計の資産形成は「少額」であるため十分にメリットを享受することができる。

しかし、つみたてNISAの歴史はまだ浅く、家計における認知度や利用率は十分であるとは言い難い。三菱UFJ国際投信の男女1万人を対象にした調査によると、2017年12月（制度施行以前）時点で「つみたてNISAがどのような制度か知っている人」の割合は27.4%となっている。[33]

とはいえ、実際の利用者のデータを見てみると、2018年1月から3月にかけてのつみたてNISAの口座開設数は約51万口座であり、その内約34%が通常のNISAからの切り替え、残りの66%が新たに口座を開設していることが分かっている。また、年齢層に関しては、40代以下の割合が67%となっており、通常のNISAに比べて37%も高い割合になっている。[34]

このように、認知度が低くはあるが、資産形成の必要性が高い年齢層で今までNISAを利用していない人にアプローチすることができている。そのため、今後も「職場つみたてNISA」などの取り組みによって認知度を向上させることによって、利用者の拡大が見込まれる

第三節　確定拠出年金

確定拠出年金とは、加入者自身が資産の運用を行い、掛け金と運用成績ごとに年金給付額が決定される私的年金制度であり、2001年確定拠出年金法の下に成立した。この制度には企業型と個人型[35]があり、企業型は掛け金を会社側が負担し、運用商品は企業が用意しているものの中から加入者が選択する。一方で、個人型の掛け金は自己負担であり、運用商品は自身が契約している金融機関で用意されている物から選ぶ仕組みである。また、2016年には個人型の愛称が「iDeCo（イデコ）」と定められ、対象者が公務員、主婦、企業年金制度のある企業に勤める会社員まで広まり、国民の多くが加入できるようになった。[36]

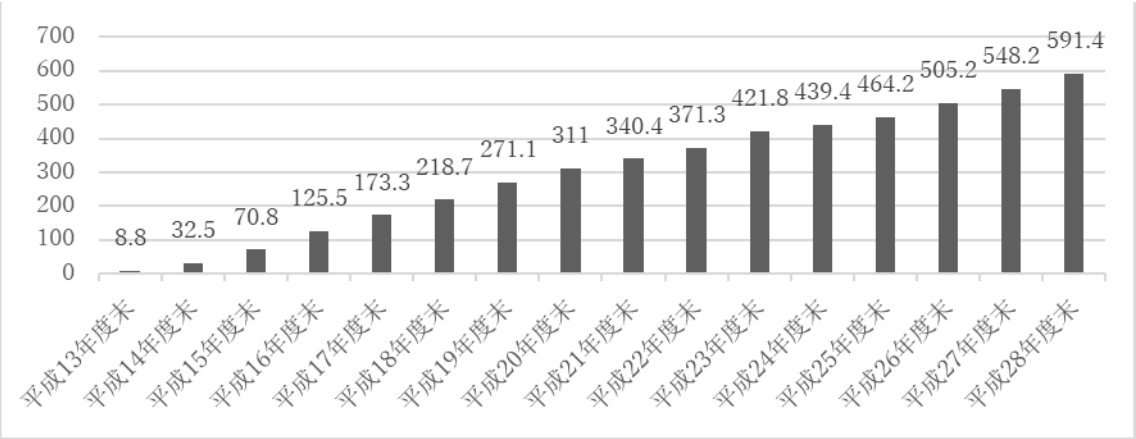
確定拠出年金の最大のメリットは税制優遇[37]を享受することができる点ある。この税制優遇について、拠出時・運用時・給付時の三つの場面に分けて説明していく。まず、拠出時には掛け金が全額所得控除の対象になる。所得によって個人差は出るが、住民税・所得税の目減りする。また、企業側も掛け金を全額損金計上できるために法人税を節税することが可能である。続いて、運用時に

は利子や配当等の運用益に対する源泉分離課税等がない。一方、一般的な運用商品には毎年 20.315%源泉分離課税されている。最後に運用時には、雑所得として公的年金等控除が適用される。また、一時金として受け取る場合にも、退職所得として退職所得控除が適用される等の優遇措置がある。

この制度は国・企業・国民それぞれにメリットがあると考えられるが、実際の利用動向を以下でみていく。

次に、確定拠出年金の現状をみていく。まず、＜図 2-2＞企業型確定拠出年金の加入者数推移をみてみると、導入された 2001 年から順調に伸びてきていることがわかる。

＜図 2-2＞企業型確定拠出年金加入者の推移

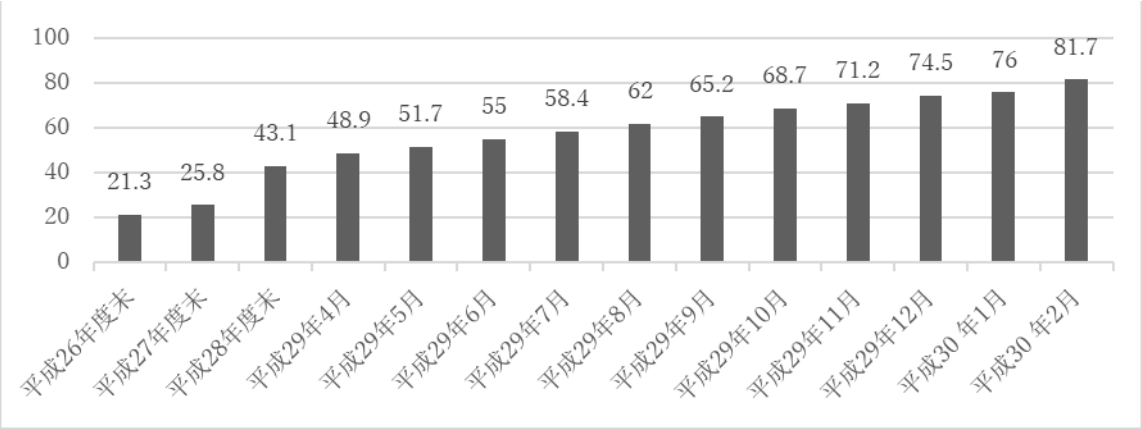


出典：社会保障審議会企業年金部会「企業年金制度の現状等について」p 12 より筆者作成

<https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000210502.pdf>

同様に、＜図 2-3＞をのように 2016 年に始まったイデコも iDeCo 広報実行委員や国民年金基金連合会の広報活動の甲斐もあり、加入者数は増加し続け、2018 年 8 月末には 100 万人を突破している。

＜図 2-3＞イデコ加入者の推移



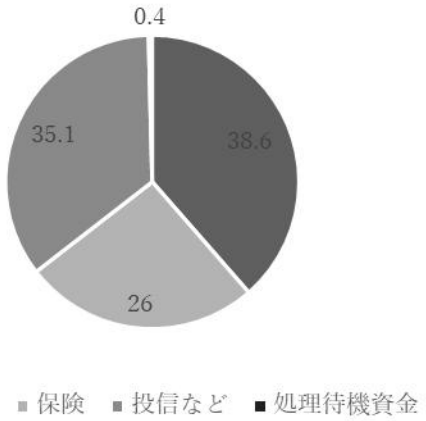
出典：社会保障審議会企業年金部会「企業年金制度の現状等について」p 13 より筆者作成
<https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000210502.pdf>

このように滞りなく進んでいるようにみられる確定拠出年金だが、それでもイデコの総資産はアメリカには及ばない。また、アメリカのコンサルティング会社マーサーがまとめた 2017 年度の公的・私的年金制度の国際ランキングで日本は 30 か国中 29 位となっている。

この要因の一つに、所得代替率[3]が低いことが挙げられる。実際、イデコのポートフォリオを見てみると元本確保型が 6 割を超えている。

[3]所得代替率：受け取り始めるときの年金額が、その時点の現役世代の所得に対してどの程度の割合かを示すもの

＜図 2-4＞イデコの資産比率



＊2017 年 3 月末時点。四捨五入の関係の関係で 100%にならない。

出典：日本経済新聞電子版（2018)「官民で脱貯金に動く　成長資金の担い手期待」より筆者作成

〈https://www.nikkei.com/article/DGKKZO34809210Q8A830C1EE8000/〉

イデコの定期預金の金利は高く見積もっても 0.05%であり、このままでは老後に不安が残ってしまうだろう。[38]これに対し、2018 年 5 月に施行された改正確定拠出年金法ではイデコの初期設定商品に投資信託を据えるように促している。こうした中で、野村証券は初期設定にターゲットイヤーファンドを置くなど改善の動きは進んでいるのが伺える。[39]しかし、これでは真に投資家それぞれのライフイベントを考慮した運用とは言えない。リスクの取り方は投資家個々人で様々であり、主体的に商品を選択することが重要である。そのため、確定拠出年金においても投資家が自身に合ったアセットアロケーションを考える必要があるだろう。

第四節　フィンテック

近年、様々な金融サービスを補助する役割としてフィンテックが目覚ましい進化を遂げており、その影響は投資信託まで広がっている。フィンテックとはファイナンスとテクノロジーの二つを併せた造語であり、ICT を駆使した革新的あるいは破壊的な金融商品・サービスの潮流である。[40]

このように古くから存在するフィンテックだが現在まで様々な用途に合わせ種類を増やしてきた。その用途はスマートフォンからの送金などの日常的なものから仮想通貨などを取り扱う専門性の高いものまで様々である。ここでは投資信託を補助するものとしてロボットアドバイザーを取り扱う。ロボットアドバイザーとはインターネットやアプリを使って自動で資産運用を行うサービスであり、年齢やライフスタイルなど、いくつかの質問に答えることで、最適なプランの組み立てから、運用、リバランスまで行ってくれるものである。[41]

ロボットアドバイザーには一任型とアドバイス型の二種類がある。一任型は商品の買い付けからリバランスまで、運用のほとんどすべてを自動で行うものである。具体的な例としてはウェルスナビ株式会社が提供しているWealthNaviがある。WealthNaviは866億円の資産残高があり、日本の一任型の中で最もシェア率が高い。[42]運用成績に関しても好成績を出している。

アドバイス型は質問に答えることで商品の選択をロボットアドバイザーが代行するが、その後の運用は自身で行う。前者には手数料を取るものが多い一方、後者は利用料無料のものが多い。

ロボットアドバイザーを利用するメリットは大きく分けて四つある。一つ目はAIやアルゴリズムなど最新のテクノロジーの恩恵を受けることができる点である。人間より正確な予想や分析をすることが可能になる。一任型の場合ロボットアドバイザーが運用まで行うため、商品の売買方法がわからない投資初心者にとって最適であると言える。また、これらのテクノロジーは多くの人間が関わる業務を一手に受けることができる。運用会社は通常、株化の変動に合わせてポートフォリオを変えるなどの運用を行わなければならないが、ロボットアドバイザーを採用することで全て自動化することができる。

二つ目はコストの削減である。上記したようにロボットアドバイザーを採用することで多くの人間が関わる工程を自動化することができる。これによって販売会社・運用会社は多くの人件費を削減することができ、必要以上の手数料を投資家から取ることはなくなる。つまり投資家・証券会社の両方にとってコスト削減のメリットがあると言える。

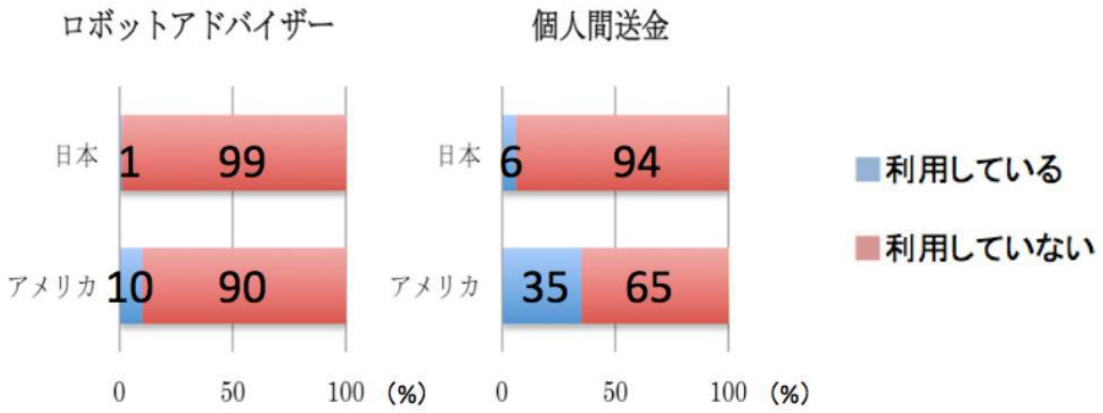
三つ目は情報が即時に手元に来ることである。通常、運用会社は投資家に対して運用報告書を決算期に渡すことが定められている。つまり、投資を任せる

投資信託という形態のため、投資家が自身の商品に関する情報を手に入れることは容易ではない。しかし、ロボットアドバイザーを使用することでインターネットを通じて、いつでも運用状況などを確認することができる。

四つ目に投資家それぞれにあったアセットアロケーションを組むことができる。通常、自らのリスク許容度に合わせて投資資金を異なった資産に分配することは投資初心者にとって困難である。ロボットアドバイザーはこれらの行程を代理で、より正確に行う。

しかし、サービスの普及率という点において、アメリカに後れを取っていることは明らかである。＜資料１−１＞はアメリカと日本のフィンテックサービスを利用したことのある人のアンケートの結果である。ここから投資信託業務に深く関わるロボアドバイザーの普及率が低いことがわかる。米国や英国では非課税口座に一任型のロボットアドバイザーを使うことができるのに比べ、日本ではそのような環境は整っていないなど、改善の余地があると言える。[43]

＜図 2-5＞日米のフィンテックサービス普及率の比較



出典：富士通総研「日本と米国の消費者動向調査から見た Fintech サービスのこれから」より筆者作成
<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/2017/2017-8-4.html>

第三章　問題点

本章では我が国の投資信託の現状、そしてそれを取り囲む現状「金融リテラシー」「信託事業におけるフィデューシャリーデュティー」「運用会社の運用能力」の観点から考察し、我々が目指す投資信託の理想的なあり方との間に介在する問題点や、解決に向かう近年の動向を述べていく。

第一節　投資信託の現状

第一章で述べたように、家計において資産形成をする必要性は高まっており、投資信託が家計の資産形成に最適な金融商品であることは言うまでもない。本節では、投資信託の現状を踏まえ、実際に家計の資産形成手段として成立してきたのかを論じてゆく。

三菱 UFJ 国際投信株式会社の調査によると、日本における投資信託の認知度は、38.4%とまだまだ改善の余地がある。[44]また、保有率は極めて低く、家計の資産形成の役割を果たしているとは言えない。一章でも紹介したように、2018 年 Q1 の家計の金融資産の構成比を見てみると、投資信託の利用率は僅か 4.0%となっている。

また、年齢層によって投資信託保有率の偏りも存在する。投信協会の調査によると、投資信託を保有している人のうち 64.3%が 50 代以上となっており、30 代以下は 28.8%に留まっている。[45]現代日本の年功序列の賃金制度によって収入の大小はあるが、若年層へ浸透していない。

保有期間に関しても、資産形成に十分なほど長期的に利用されているとは言い難い。平成 29 年度 3 月末時点で、約 5400 本の公募株式投資信託の内、半数以上は過去 5 年以内に新設されたものとなっており、約款上の信託期間も 10 年以内のものが半数を占めている。また、2012 年に新設された 403 本の公募株式投資信託の内、ピーク時の純資産残高が 100 億円以上のもの 136 本の内、8 割は残高が半減してしまっている。その結果、純資産残高の規模に関しても、7 割超が純資産 50 億円未満、5 割超が 20 億円未満となってしまっている。このように、投資信託の商品間で短期的な乗り換えが行われており、保有期間は決して長期的ではない。[46]

さらに、具体的な商品内容に関しても、安定的な積立投資として投資信託が

機能していない。2017 年 3 月末時点で、日本の純資産残高上位 10 商品(ETF、確定拠出年金専用商品は除く)の全てがアクティブ運用であり、テーマ型が多く入れ替えが激しい現状が見られる。米国と比較してみると、米国の上位 10 商品のうちインデックス運用とアクティブ運用の割合が約 50%ずつとなっている。以上のことから、日本における投資信託はインデックス運用のような安定的に資産を形成できる商品が広まっていない。[47]

また、「積立投資をしているか」というアンケートに対して、わずか 30.9%の人が「利用している」と回答し、「毎月分配型商品を保有しているか」という質問に対して 55%の人が「保有している」と回答している。上記の記述から分かるように、日本における投資信託のうち普及しているのは、リスクが高く積立ではない商品なのである。[48][49]

このように、現在の日本における投資信託は、認知度、保有率、保有期間、商品内容の観点から見て、我々が定義した家計の資産形成手段としての役割を果たしているとは言い難い。

では、なぜ本来家計の資産形成に最適であるはずの投資信託が適切に利用されていないのだろうか。その背景として、我々は、「金融リテラシー」「信託事業におけるフィデューシャリーデューティー」「運用会社の運用能力」の三つの観点から考察していく。

第二節　金融リテラシー

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、自らが主体的に判断することのできる能力であり、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」である。[50]人生にはライフステージに合わせて様々な金額に関わる商品や出来事が多く登場する。金融リテラシーを身につけることはこれらに関する知識やスキルを高めることであり、人生を豊かにするためには必要不可欠である。[51]

第一章でも述べたように、低金利が続き、経済が不安定である日本において預貯金だけでの資産形成が難しくなっている中で、長期投資や分散投資のメリットにいち早く気づき、より良い成果を出すためにも金融リテラシーを身につけることは投資信託を活用するために重要である。

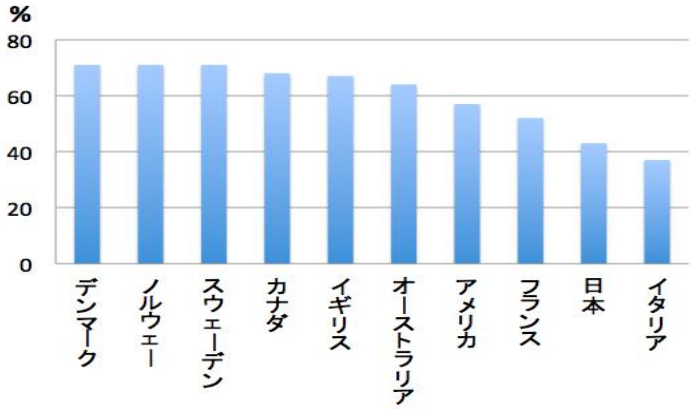
私たちは投資信託における金融リテラシーを以下の三つに分け、論じる。

① 資産形成の必要性に気づく
② 資産形成の手段として投資信託を選択する
③ 投資信託を運用する

現在日本は金融リテラシーの欠如が問題とされている。投資信託業界では金融リテラシーがないため適切な商品選択ができず、必要以上の手数料を払っている投資家が多く存在する。

＜図 3-1＞は金融リテラシーの国際比較の図である。先進７カ国のなかでイタリアの次に低いことがわかる。

＜図 3-1＞金融リテラシーの国際比較

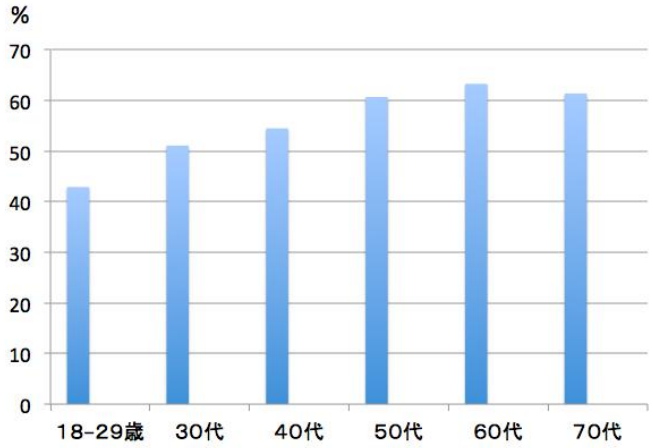


出典:Financial Literacy Around the World “INSIGHTS FROM THE STANDARD & POOR’S RATINGS SERVICES GLOBAL FINANCIAL LITERACY SURVEY”より筆者作成
<http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf>

＜図 3-2＞は年代別の金融の知識問題の正答率である。ここからは特に 18 歳から 29 歳の若者の正答率が低いことがわかる。この結果は多諸国と比べても低い割合である。そもそも長期投資が好ましいとされている投資信託を活用する際に、若い頃から金融リテラシーを身につけおくことは重要であるため、こ

の現状は問題である。[52]

＜図 3-2＞国内の年代別金融リテラシー問題の正答率



出典：金融広報中央委員会　「金融リテラシー調査」より筆者作成
<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf>

このように日本の金融リテラシーが他国に比べて欠如している理由の一つは、金融教育の取り組みが遅れていることである。現在、中学校では「公民」、高校では「政治経済」などの科目で金融を取り扱った授業をしている。しかし、年間で行っている時間数はほとんどの学年で 1～5 時間という回答が多く見受けられる。その内容も経済の基本的な仕組みにとどまるものが多く、資産形成の重要性や投資家に必要な知識などを得られているとは言えない。

しかし、金融広報中央委員会の行った教員へのアンケートによると全体を通じて、「必要である」（37.0%）及び「ある程度必要である」（58.0%）の合計は 9 割 5 分に達し、中学校・高等学校の教科の違いに関わらず、ほとんどの教員が金融経済教育の必要性を感じている。

このように金融教育が欠如している原因の一つとして、教育現場の環境が整っていないことが挙げられる。＜図 3-3＞は教員が回答した金融教育の事業実施の際に難しいと感じる点のアンケートの結果である。現行の教育計画に余裕がないことや教員側の知識不足などが主な回答として挙げられている。[53]

＜図 3-3＞授業実施の際に難しいと感じる点

		調査数	生徒にとって理解が難しい	教える側の専門知識が不足している	授業時間数が足りない	現実経済の変動が複雑すぎる	適当な教材がない	教員研修などの機会が少ない
全体		4462	48.9	48.4	44.9	37.8	26.6	14.0
学校別	中学校	3085	49.9	49.4	44.4	38.9	28.3	13.6
	高等学校	1487	46.3	45.9	46.2	35.0	23.2	14.9
担当教科別	中学校社会科	1732	56.2	42.1	45.2	48.0	23.0	10.7
	中学校技術・家庭科	1371	41.8	58.4	43.5	27.5	35.0	17.2
	高等学校公民科	612	52.9	36.3	47.9	40.4	22.1	11.8
	高等学校家庭科	738	40.1	54.7	48.5	30.4	24.3	16.4
	高等学校商業科	140	50.0	40.7	27.1	36.4	22.1	20.7

出典：金融経済教育を推進する研究会(事務局 日本証券業協会)
「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」より筆者作成
<http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf>

我々はこのような教育現場の現状を問題として取り上げ、段階的な金融リテラシーの向上のための金融教育を推進することが必要であると考える。

第三節　信託事業におけるフィデューシャリーデューティー

フィデュ―シャリーデューティーとは「投資信託や保険など金融商品の開発、販売、運用、管理について、真に顧客のために行動する金融機関の役割や責任全般」とされている[4]。本節では、「投資家の利益優先の販売」と「情報公開」の二点に関して考察していく。

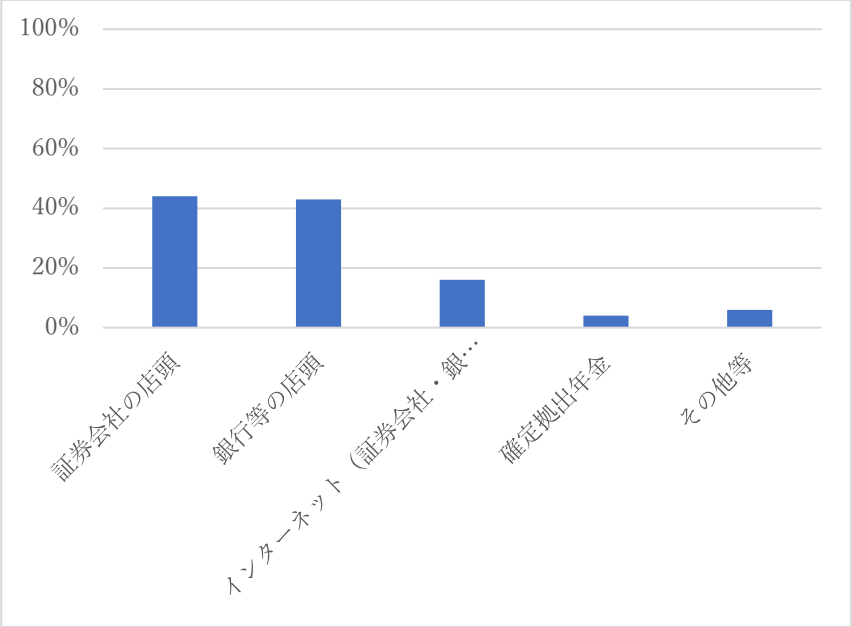
一項 投資家の利益優先の販売

我が国の投資信託業界において販売会社は大きな役割を果たしている。それは、投資家と市場とをつなぐ仲立ちをし、投資信託の普及に多大なる貢献を

[4] https://www.nikkei.com/article/DGKKZO04542130W6A700C1EE8000/

している点である。ネット証券など新たな販売チャネルの台頭も見られるが、＜図 3-4＞を見てみるとわかるように、依然として販売会社経由で投資信託を購入する投資家は多い。しかし、販売会社は様々な問題を孕んでおり、その影響力は良くも悪くも多大なのである。

＜図 3-4＞日本における投資信託販売チャンネル利用状況（重複解答）



出典：金融庁「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリーデューティー②）」p11 より筆者作成
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf>

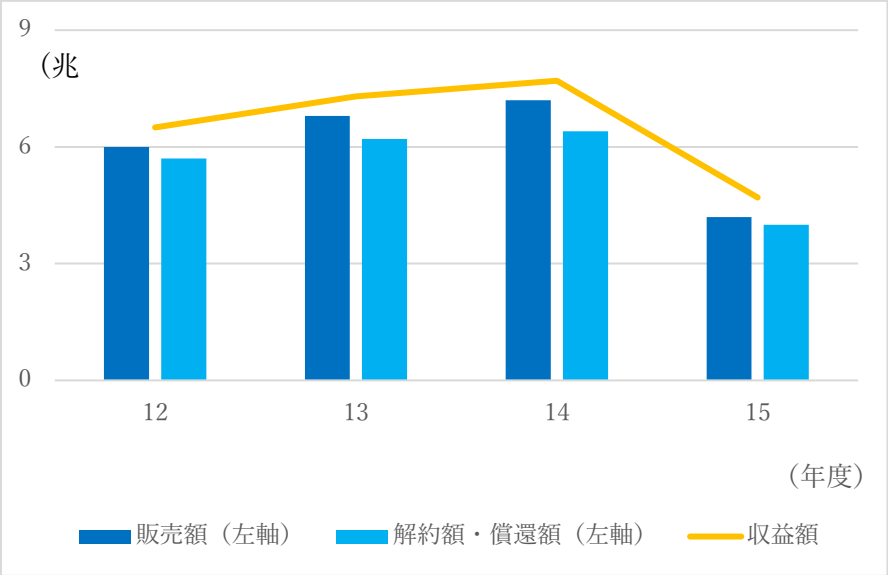
原則的に販売会社には投資家本位であることが求められるが、現状そのような体制が整備されているとは言い難い。その背景として、主に問題が二点存在する。第一に、手数料目的の回転売買[5]をしている点である。第二に、顧客のニーズに合った商品を紹介していない点が挙げられる。

＜図 3-6＞を見てみると、銀行における投資信託の販売額・収益額は減少傾

[5] 販売会社が販売手数料・解約手数料などを目的に、投資家に商品を頻繁に乗り換えさせる商売方法［入門］投資信託の仕組みより

向にある一方で、販売額とほとんど同じ額の解約・償還が発生していることがわかる。また、第三章第一節で述べたように、投資信託の純資産残高の流出も顕著である。このような現状を踏まえると、回転売買が行われていることが推察される。このような、販売会社による自社本位の回転売買によって頻繁な買い替えを推奨される投資家は、長期的に投資することができず、資産形成をしているとは言えない。

＜図 3-5＞投資信託の販売額・解約額・収益額の推移



出典：出典：金融庁「投資信託説明資料」p9 より筆者作成
<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf>

さらに、投資家ニーズに合った商品を推奨できていない点が挙げられる。具体的には、アクティブ型、毎月分配型など世代によっては資産形成に適していない商品を推奨してしまっている現状である。

第三章一節で述べたように、日本における純資産残高上位 10 ファンド全てをアクティブファンドが占めている。アクティブファンドはリスクが非常に高く、若者には推奨できる商品であるが、高齢者向きであるとは言えないであろう。この背景には、販売手数料や信託報酬が高い商品を販売しようとしている意図が読み取れる。＜図 3-7＞を見てわかる通り、販売手数料は全て 3%以上、信託報酬は 10 個中 9 個が 1.5%を超えている。[54]

＜図 3-7＞日本の純資産残高上位 10 ファンドまとめ

順位	2016 年 3 月末時点	分類	分配頻度	販売手数料	信託報酬	黄金流出入基準	積立NISA対象
1	国内外株式①	アクティブ型	×	3.78%	1.66%	×	×
2	海外株式①（アジア）	アクティブ型	×	3.24%	1.60%	○	×
3	国内外株式②	アクティブ型	×	3.78%	1.76%	×	×
4	海外株式②（新興国）	アクティブ型	×	3.24%	1.84%	○	×
5	国内外株式③	アクティブ型	×	3.24%	0.95%	×	×
6	国内株式①	アクティブ型	○	3.24%	1.53%	×	×
7	国内外株式④（テーマ型）	アクティブ型	○	3.24%	2.20%	×	×
8	国内外株式⑤（テーマ型）	アクティブ型	○	3.78%	1.76%	○	×
9	国内外株式⑥（高配当）	アクティブ型	×	4.32%	1.90%	○	×
10	国内株式②	アクティブ型	×	3.24%	1.65%	×	×

出典：金融庁「投資信託説明資料」p15 より筆者作成

<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf>

加えて、毎月分配型の保有率は 55%となっており、投資信託を保有する投資家のうち半数以上が毎月分配型を保有している。しかしながら、当該商品を保有する目的として、「自分の小遣いのため」「生活費のため」に次いで第 3 位に「特に使わない」となっている。[55] このことから、積立投資には向いていない毎月分配型投資信託を、意味もなく保有している投資家がいることが伺える。

このように、金融リテラシーの低い投資家に対して販売会社が適切な商品推奨を行うことができていないことは明らかである。

しかしながら近年、回転売買の脱却へ向けた動きが見られる。具体的には、主流であった販売本数ベースの手数料から残高フィーへの移行や、大手金融機関による販売手法の見直しである。

アメリカでは、証券ビジネスのモデルがコミッションからフィーへと移行している。同様に、日本においてもラップアカウントの拡大や、一部の FP 会社に見られるように残高フィーで手数料を受け取る方向への変化が見て取れる。[56]また、三菱 UFJ 銀行を筆頭に、りそなグループ、三井住友銀行、みずほ銀行などの大手銀行が販売手法を見直していることも特筆すべきである。これらの金融機関は販売目標を撤廃し、運用残高や新規の顧客数で業務評価を行う体制に移行しつつある。[57] このように、残高フィーの拡散や大手銀行による販売手法の見直しによって、証券会社の利益の中心が販売手数料であった現状が改善され、手数料目的による回転売買脱却が見込まれる。

その一方で、顧客ニーズに合った商品を推奨できていない問題に関しては未だ効果的な対策が存在しておらず、解決に向けた動きが活性化することが必要である。

二項 情報公開

現状わが国においては、投資信託業における情報公開のレベルの低さが問題とされている。ここでは投資信託業として販売会社と運用会社を取り扱う。この二つの情報公開がなされていないために以下の二つの問題が起きている。第一に、金融リテラシーを身につけた投資家が自分に合った商品・販売会社を選択できる場を提供できていないことである。第二に、運用を行うファンドマネージャーを認識しづらく、投資を行う際の判断基準としてファンドマネージャーの存在が機能していないことである。[58]以下で詳しく述べていく。

⑴販売会社の情報公開不足

投資信託とはそもそも他の金融商品とは違い、投資家が他者に運用を委託する形をとっているため、直接関わりを持つ機会が少ない。そのため「商品を選ぶ」という段階が大切である。[59]しかし、日本の投資信託業界では十分な情報公開がなされていないため､販売会社の比較や選択がしづらい状態になっている。＜図 3-8＞は米モーニングスターが調査した各国の投資信託における情報公開のレベルの比較である。ここからわかるように日本は他の国に比べて著しく劣っていることがわかる。また、前回調査よりも低下していることから早急な解

決が求められる。

＜図 3-8＞情報公開レベルの国際比較

A	↑台湾	=米国			
A-	↑カナダ				
B+	↑スウェーデン				
B	=デンマーク	★フィンランド			
B-	=ノルウェイ	=タイ			
C+	↓中国	↓ドイツ	↓インド	↓オランダ	↑ニュージーランド
C	↓ベルギー	↑香港	↓イタリア	↓日本	
C-	↓フランス	↓シンガポール			
D+	=オーストラリア	↑南アフリカ			

出典：米モーニングスター(2015)“Global Fund Investor Experience Study”より筆者作成
<https://corporate.morningstar.com/us/documents/2015%20Global%20Fund%20Investor%20Experience.pdf>

これに対して、金融庁は 2018 年 6 月に家庭の安定的な資産形成を実現するために「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について」を策定・公表し、その中で販売会社が取組方針と併せて顧客本位の業務運営を客観的に評価できるようにするための成果指標（KPI）を公表した。これまでも自主的に KPI を公表していた販売会社は存在していたが、内容は区々であり、顧客が KPI を用いて販売会社を選ぶことは必ずしも容易ではない。金融庁は長期的にリスクや手数料に見合ったリターンがどの程度生じているのかを「見える化」するために、共通可能な KPI 以下の三つ定めた。

- 運用損益別顧客比率
- 投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン
- 投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン

このように金融庁から情報公開に対する対策は取られている。[60]しかしこの

KPI は公表を全ての販売会社に義務付けるものではないという問題がある。そのため情報公開のレベルは上がらず、各販売会社に差が生まれている状態は変わらない。

今年になって一斉に様々な販売会社が情報公開に踏み切り、投資家には多くの情報が公開されたかのように思えた。しかし、ここでも様々な問題が発生している。

一つ目に、情報の取得難易度が高いことである。各社の KPI はホームページで確認できるが、掲載場所は統一されていないため、投資家は一目で比較することができない。

二つ目に、成績算出の時期による差が生まれていることである。1999 年の楽天証券、04 年の大和証券、13 年の野村證券とこれらは当時の経済状況は大きく異なる。算出期間を明示していないものも少なくないため、正確な比較は困難である。[61]

三つ目に、基準日までに売却・償還された銘柄が KPI に算出されていないことである。KPI は基準日時点で顧客が保有している投資信託を計算するため、基準日前に売却・償還された投資信託は算出の対象とはならない。これでは、正確な成績を算出することができない。金融庁の改善案にも記載されているが、基準日時点で保有している投資信託だけでなく、基準日までに売却・償還された銘柄を含め、特定期間内に扱われた銘柄を対象に KPI を算出する必要がある。[62]

このように金融庁の働きかけもあり、多くの金融事業主が情報公開を進めているが、いまだ環境が十分に整っているとは言えない。投資家のためにも一早い情報公開の整備が必要である。

⑵ 運用会社の情報公開不足

前述したように、投資信託の他人に運用を任せるという特性上、運用会社は投資家にとって自分の資産を預ける相手であり、双方の間には信頼があることが望ましい状態である。しかし、日本の運用会社のファンドマネージャーはほとんどが匿名性でありその実態は投資家には明かされていない。これでは投資家は自分の資産を運用しているファンドマネージャーがどのようにコミットメ

ントしているか分からない。[63]

ファンドマネージャー交代の際にも問題は起こる。現在の匿名性の場合はファンドマネージャーの交代があった際、そのファンドにどのような変化が起きたのかを判断することは難しい。

ファンドマネージャーに関する情報公開を始める運用会社も出てきたが、ほとんどの運用会社はファンドマネージャーの名前はおろか過去の実績すら公開していない状態である。投資家が商品を選ぶ一つの要因としてファンドマネージャーの存在が有効に働くためにもさらなる情報公開が求められる。

第三節　運用会社の能力不足

本節では、運用会社の能力不足について述べる。ここでの運用能力とは投資信託の商品設計・運用を行う運用会社が要する能力のことである。現状我が国では運用能力が低いことが問題視されている。そして、運用能力が低いためにアクティブファンドの設計・運用成績が良くないという問題が起きている。

アクティブファンドとはインデックスファンドに比べてファンドマネージャーの力量が直接、運用結果に反映されることが多いという特徴がある。これはインデックスファンドが日経平均株価や NY ダウなどのベンチマークと連動させて同じような値動きをするように作られたものであるのに対して、アクティブファンドがベンチマーク以上の運用成績を目指すものであることが理由である。[64]そのためにファンドマネージャーが商品の中身や割合を決定するため、必然的にファンドマネージャーの運用能力が重要となる。[65]しかし、我が国ではファンドマネージャーの運用能力が低いためアクティブファンドの成績が良くないと考えられる。

＜図 3-9＞は日本の純資産総額上位 5 商品の運用状況である。ここから日本ではアクティブファンドが上位を占めているが、その成績は過去 10 年でプラスになっておらず、悪い状況である。

＜図 3-9＞純資産総額上位 5 位の運用成績

順位		主な投資対象	投信のタイプ	決済頻度	純資産総額平均（兆円）	設定以来期間平均	販売手数料	信託報酬（年率）	収益率（年率）
							平均（税抜き）		過去 10 年平均
日本	1	米国リート	アクティブ	毎月	1.1	13 年	3.20 %	1.53%	▲0.11%
	2	海外リート	アクティブ	毎月					
	3	米国リート	アクティブ	毎月					
	4	海外株式	アクティブ	毎月					
	5	米国格付け債券	アクティブ	毎月					

出典：金融庁(2018)事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー②）より
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf>

ここまでは運用能力が低いことで起こる問題について述べた。我々は運用能力が低い原因が運用会社の運用体制にあると考え、以下でその中身について述べる。

現在多くのファンドはファンドマネージャー制と委員会制のどちらかを採用している。

米国では、ユニークな投資哲学を持ったファンドマネージャーが、戦略から計画・実行までほとんど一人でやってしまうファンドもあるが、我が国ではそのようなケースは多くは見当たらない。我が国で多く採用されている委員会制は投資戦略の決定やファンドごとの運用計画の策定を委員会方式で決め、実際の運用をファンドマネージャーが行うというものである。[66]それぞれの長所と短所は以下のようになっている。

＜図 3-10＞ファンドマネージャー制、委員会制の長所・短所

	ファンドマネージャー制	委員会制
長所	1. 大胆に特色ある方針が取れる 2. ファンドマネージャーの個性が発揮できる 3. 責任の所在がはっきりする 4. 機動性に富む 5. ファンドマネージャーとしてのインセンティブが大きい 6. スター・ファンドマネージャーを生み出せる	1. 極端な方針が避けられる 2. 意思決定の内容・プロセスが分かり易い 3. 内部の監査がやり易い 4. メンバーの選択によっては投資対象の範囲が広がる 5. 組織全体としての雇用嬢の調和が取りやすい 6. ファンドごとのパフォーマンスのバラツキが少ない
短所	1. 極端に過激な運用が行われる可能性がある 2. 1個人に委せられるので、意思決定の内容・プロセスが判り難い 3. 内部監査がむつかしい 4. 個人の得意・不得意で投資対象が限られる 5. 組織全体としての調和・協調が取りにくい 6. ファンドごとのパフォーマンスにバラツキが出る	1. 中庸な結論、最大公約数的で責任があいまい 2. 方針の手直し、機動性に遅れがち 3. アートとしての個性に乏しく類似的なものに陥り易い 4. 失敗の原因が第三者に判り難い 5. ファンドマネージャーのインセンティブに欠ける 6. 突出した良パフォーマンスは期待うす

出典：田村威（2017）「投資信託　基礎と実務」より筆者作成

日本が多く採用している委員会制では投資対象の範囲が広がるなどのアクティブファンドにとっては良い点もある一方で、機動性に欠けるという積極的に成績を上げる運用を行う上での欠点も挙げられる。また、失敗の責任が曖昧で第三者に判り難い点も日本のディスクロージャーのレベルを下げている原因の一つとも考えられる。

このような現状から脱却し、ファンドマネージャーの運用能力を上げるために運用体制の変更が必要だと考える。

第四章　提案

本章では、ここまで論述してきた「金融リテラシー」「信託事業におけるフィデューシャリーデューティー」「運用会社の運用能力」「確定拠出年金」における諸問題を解決することができる提案を示す。また、これらを実施することにより、我々の投資信託のあり方である「信託事業者の投資家利益を最優先にした体制、かつ十分な透明性が保たれることによって、家計の自助努力による長期・安定的な資産形成手段として最適である状態」を実現することができると確信している。以下にそれぞれ詳細を述べる。

第一節　金融リテラシー改善提案

概要：教育段階のカリキュラム変更・テスト実施
主体：教育機関、金融庁、金融広報中央委員会
効果対象：国民
目的：若年層が資産形成の重要性を認知すること
資産形成のための投資信託利用者の増加

【提案背景】

第三章で述べたように、日本の金融リテラシーは他国に比べて劣っている。その中でも若者の金融リテラシー欠如の割合が高いことは確認した通りである。その理由として、幼い頃から金融教育を受けていなかったことが挙げられる。そのため、発達段階に合わせて長期的に金融について学び、自分で生計を立てる際に、自助努力により将来を考えた資産形成を行える金融リテラシーを身につける必要があると考えられる。

【提案詳細】

我々は「小学校・中学校・高等学校における金融教育の義務化」を提案する。そのために、この提案で具体的に以下の二つの取り組みを行う。

⑴小学校・中学校、高等学校で金融について教育を行う

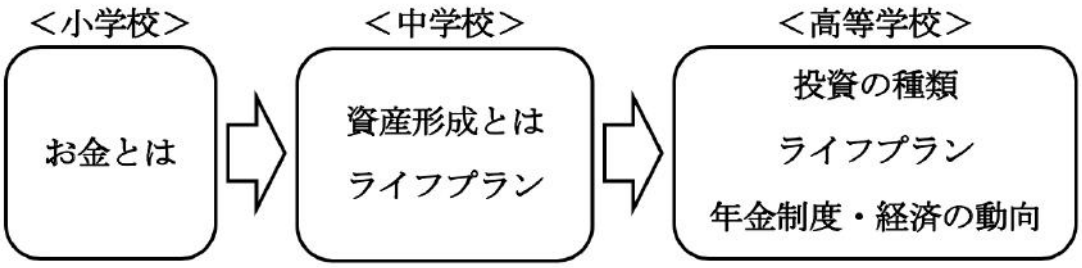
⑵高等学校卒業時に金融に関するテスト・アンケートを実施する

次に、この二つの取り組みの詳細について説明する。

⑴ 小学校・中学校、高等学校で金融について教育を行う

この取り組みでは、国民が共通に身につけるべき公教育の基礎的部分を学ぶ義務教育の小中学校に加えて、心身の発達および進路に応じて高度な教育を施す高等学校でも金融について学ぶ。[6][7][8]各教育機関で学ぶ金融教育の内容は＜図4-1＞の通りである。

＜図 4-1＞発達段階に合わせた金融教育



筆者作成

上記のカリキュラムでそれぞれの発達段階に合わせた金融教育を行うことで、より多くの学生の金融への意識を向上させ、長期的に金融について学ぶことにより、着実に金融リテラシーを身につけられる。

⑵ 高等学校卒業時に金融に関するテスト・アンケートを実施する

この取り組みは、高等学校卒業時に教育機関で学んだ金融について確認をし、今後の金融への意識付けを行うものである。テスト・アンケートは最低限身につけるべき金融リテラシーを定めている金融庁が金融広報中央委員会[6]と協力して作成する。テストの内容は教育機関での学びを確認できるものにし、ライフプランについての質問も設ける。テスト・アンケート実施後には点数開示を始めとし、全国平均や不足している金融リテラシーについて個人分析を行った

[6] 様々な機関と協力し、中立・公正な立場から、暮らしに短な金融に関する幅広い広報活動を行う機関（金融広報中央位委員会 HP より）

データを配布し、今後に役立つものにする。アンケートの内容は、金融教育体制に対する評価を含め、より良い金融教育に役立てる。

上記の提案を行う上で、金融教育を行う教材と授業時間の確保が懸念される。

1. 教材の確保について

各教育機関での金融教育は、金融広報中央委員会が作成している教材を用いる。金融広報中央委員会が作成している教材は学校教育で使用することが認められており、教えるべき要点を押さえた指導書も利用することができる。三章二節で述べたとおり、現在教育機関で働く多くの教員が金融教育を行う上で「教える側の知識が不足している」と答えている。

しかし、上記のように金融の専門機関が作成する教材・指導書を利用することにより、特別な知識がなくても教えることが可能になる。さらに、近年では教材のタブレット化が進んできているため、教材の導入が容易になると考えられる。[69]さらに、金融庁は学生に向けて金融の仕組みや金融商品の基礎知識を教えるために全国に講師派遣を行っている。金融庁から派遣された講師が定期的に学校で講義を行うことによって、教員の負担の軽減が可能になる。また、学生もより深い内容まで理解を深めることが繋がる。

2. 授業時間の確保について

授業時間は各教育機関の総合の時間を利用する。文部科学省によると、総合的な学習の時間は、変化の激しい社会に対応して、自ら課題を見付け、自ら学び、自ら考え、主体的に判断し、よりよく問題を解決する資質や能力を育てることをねらいとしている。[70]また、現在義務教育課程においても時代にあった教育が求められており、今までになかった教育内容が取り入れられている。例えば、2020 年にはプログラミング的思考の教育が必修化される。[71]これは、今日の情報社会は情報技術について支えられていることに気づき、それを活用することでより良い社会を築くという態度を育むことを目的としている。時代の流れによって必要な総合的知識は変容してきているのである。そのため、日々刻々と変化する現在の日本において、生きていく中で切り離せない金融についても、教育機関で金融について学ぶ必要がある。

上記の提案を実行し、より良い運用を行うためのリテラシーを発達段階に合わせて長期的かつ平等に身につける機会を設けることで、より多くの人が資産形成について早くから考え、その方法として投資信託を利用する人が増えると考えられる。

第二節　投資家の利益を最優先した販売

概要：販売窓口におけるロボアド導入提案
主体：金融庁、販売会社
効果対象：投資家
目的：顧客のニーズに合った商品推奨の実現

【提案背景】

第三章で述べたように、回転売買脱却の流れは見て取れるものの、真に顧客のニーズに沿った商品を推奨できる確証はない。そこで、販売会社が顧客一人一人のニーズに合った商品を紹介することが今後の大きな課題である。

【提案詳細】

我々は、販売会社が顧客の利益を最優先した販売を行うために、販売窓口へのロボットアドバイザーの導入を提案する。具体的には、金融庁が主体となってロボットアドバイザーを開発、または外部委託、協働することで、銀行や証券会社の販売窓口に導入する。窓口の販売員はタブレットを用いて投資家に情報を入力させる。この際、投資家が簡単な質問に回答する形で入力する。そして、この情報を元にロボアドが商品を限定し、販売員が商品を選択、推奨するというものである。

本提案の特徴として、ロボアドが提案した商品以外の商品を販売員が推奨することは基本的に不可能であるという点が挙げられる。これによって、すでに第三章で述べたような、手数料が高い商品やアクティブ型、毎月分配型などの商品が不適切な投資家の下に渡る危険を回避する。しかし、顧客から対象外の商品を求める申し出があった場合には、情報を再入力する機会を設ける。これ

は、販売員との対話で投資家ニーズが変更された場合の対策である。

また、ロボアドの質問事項は選択肢から回答する形式で、リテラシーが低い投資家でも容易に理解できる言い回しであることを要件とする。加えて、「質問」と「推奨」を駆使する仕組みを設ける。例えば、「今回貴方が投資信託を購入する目的はどれですか？」という質問に対して、「教育資金のための資産形成」という選択肢を選択する。そして、次の「許容できる手数料は何％ですか」という質問に回答する際に、「教育資金形成にオススメは〇～〇％です」という推奨がなされる。これにより、不明瞭な回答を避け、個々の投資家の本質的ニーズを洗い出す事を可能にする。

本提案によるメリットは大きく分けて二点存在する。一つは、投資家の享受するメリット。もう一つは、販売会社の享受するメリットである。以下にそれぞれ説明する。

第一に、投資家は自分にとって真に最適な商品を購入することができる点である。本提案のロボアドにより、投資家のニーズにそぐわない商品を推奨できなくすることで、個々の投資家の背景を考慮した上で「投資目的」に準じた商品を紹介できるようになるのである。これによって、投資家は満足度の高いリターンを得ることができる可能性が向上する。

第二に、販売会社のメリットである。こちらは二点あり、販売員毎の成績の安定化、投資家の満足度向上である。ロボアドの導入によって販売員の知識や能力依存であった部分が代替され、効率の良い販売が可能になる。また、顧客利益を最優先した商品を推奨した結果として、今まで以上の顧客満足度が得られるのではないかと推察する。

第三節　情報公開改善案

第一項　KPI 改善案

概要：KPI 改善案
主体：金融庁、販売会社
効果対象：投資家
目的：投資家の判断基準の増加

【提案背景】

第三章第三節第二項で述べているように、日本の投資信託における情報公開のレベルは国際的に比べても低くなっている。また、金融庁が KPI を公表したがその中にも販売会社ごとの基準の違いなど、様々な問題があり、改善の余地が多く残っている。さらに現状でも述べているように、自分の資産を運用するファンドマネージャーの実態がわからないことは投資家にとっては良い状態とは言えない。

【提案詳細】

我々は情報公開の観点から、二つに分けて提案していく。

⑴KPI の内容の改善

⑵KPI のプラットフォーム設立

⑴KPI 内容改善について、具体的に三つの取り組みを行う。

1. 上位 20 銘柄のアクティブ・インデックスの表示
2. 基準日までに売却・償還された銘柄も全て含む
3. 時期を統一する

1. 上位 20 銘柄のアクティブ・インデックスの表示

既存の三つの指標にある投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターンと投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターンのファンドがアクティブかインデックスをわかりやすく明記するというものである。これにより、各販

売会社の販売形態が明らかになるため、顧客が自分の投資計画にあった商品を扱う販売会社を選びやすくなるという効果が見込まれる。

2.基準日までに売却・償還された銘柄も全て含む

現在、基準日よりも以前に売却されていれば報告の対象とはならない。そのため、含み損のある客に損切りを進めたり、含み益のある客の利益確定を遅らせたりという行為が出てきている。これでは、KPI 本来の目的を果たせているとは言えない。金融庁でもさらに優れた指標にするための改善策として取り上げているが、まだまだ実現できているとはいえない。これを改善するために、基準日までに売却・償還された銘柄を含んだ KPI の算出を行う。[72]これにより、KPI がより実質的なものになり、顧客が商品選びに役立つことが見込まれる。

3.時期を統一する

KPI を算出する際に対象とする時期を統一するというものである。現在、KPI の作成時期が各販売会社によって異なり、各社の実態がわかりにくい状況にある。今の状況では、顧客が自分の運用に合った販売会社を容易に判断できない。そこで、KPI を算出する際に対象とする時期を統一する。具体的には、運用損益別顧客比率の最新 10 年の運用データで算出する。設立が 10 年以下の場合は、設立時から算出する。これにより、顧客が商品購入時に比較しやすく、選びやすい状況になることが見込まれる。

⑵KPI のプラットフォームの設立

上記の KPI 内容改善を行い、投資家が販売会社やそのファンドを比べることのできる指標が公開されても、その掲載 KPI の掲載場所は統一されていない。トップページからすぐに KPI のページに飛べる会社は少ない。これでは投資家が比較するにも手間がかかってしまうだろう。そこで我々が提案するのは KPI のプラットフォームである。

プラットフォームは KPI を推奨する金融庁が作成・掲載を行う。金融庁は、各販売会社が金融庁に提供する販売情報をもとに、表記を統一させて作成する。作成したプラットフォームは金融庁のホームページに掲載する。また、金融庁

が作成するプラットフォームへのURLを各販売会社のホームページに載せる。これにより、顧客が自分に合った方法で投資信託を活用できるという効果が見込まれる。さらに、より比較されやすい環境が整うため、販売会社はより顧客本位の販売を行う可能性が高まる。

第二項　運用会社情報公開

概要：運用会社情報公開
主体：運用会社
効果対象：投資家
目的：運用を行うファンドマネージャーの認識、投資家の判断基準の増加

【提案背景】

第三章第二節第二項にもあるように、運用会社は投資家にとって自分の資産を預ける相手であるため、双方の間には信頼があることが望ましい状態であるが、日本の運用会社のファンドマネージャーの実態は投資家には明かされていない。これでは投資家は自分の資産を運用しているファンドマネージャーがどのように機能しているか分からない。

投資家が商品を選ぶ一つの要因としてファンドマネージャーの存在が有効に働くためにもさらなる情報公開が求められる。

【提案詳細】

具体的には以下の二つの情報を掲示することを義務化する。

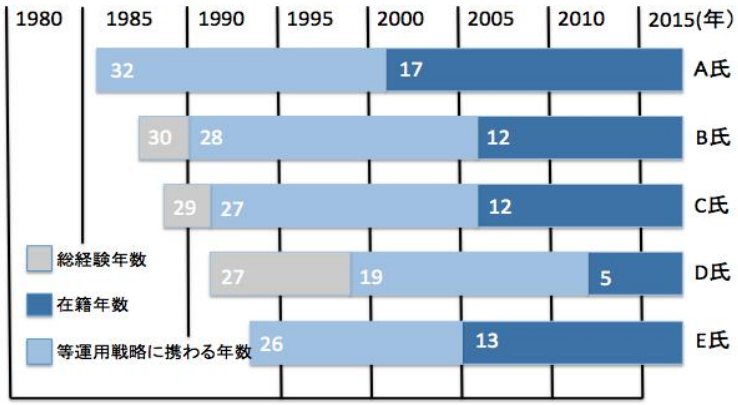
・ファンドマネージャーの実名

・生涯、当該担当ファンド運用年数

投資信託を購入する際に投資家は交付目論見書に目を通すことが多く、これは投資家にとってはファンドの状態を知れる数少ない機会である。この交付目論見書にはファンドの特色や実績、手数料などが掲載されるが、ファンドマネージャーに関する情報の掲載義務はない。我々はこの交付目論見書にファンドマネージャーの情報を掲載することを義務づける。また、ファンドマネージャー交代の際には運用報告書にて実名での交代の報告を行う。

具体的には＜図 4-2＞のような資料を交付目論見書に挿入する。このように一目で現在ファンドを運用しているファンドマネージャーの経歴が一目でわかるようになる。

＜図 4-2＞ 情報公開例



筆者作成

ファンドマネージャーの実名を公表することで投資家はファンドに対する安心感を得ることができ、交代時の報告を得ることでファンドの最新の情報を知ることができる。また、生涯のファンド運用年数や当該ファンドの運用年数からファンドマネージャーの経験やそのファンドへのコミットを知ることで投資する際の判断基準が一つ増えることになる。

第四節　運用能力の向上提案

提案概要：チーム制の導入
主体：運用会社
効果対象：投資家
目的：チーム制導入による運用効率化、成績向上

【提案背景】

第三章で述べたように、運用会社の運用能力は低く、アクティブファンドの運用を行う上で大きな問題となっている。同章で提示した資料を見ると、現在

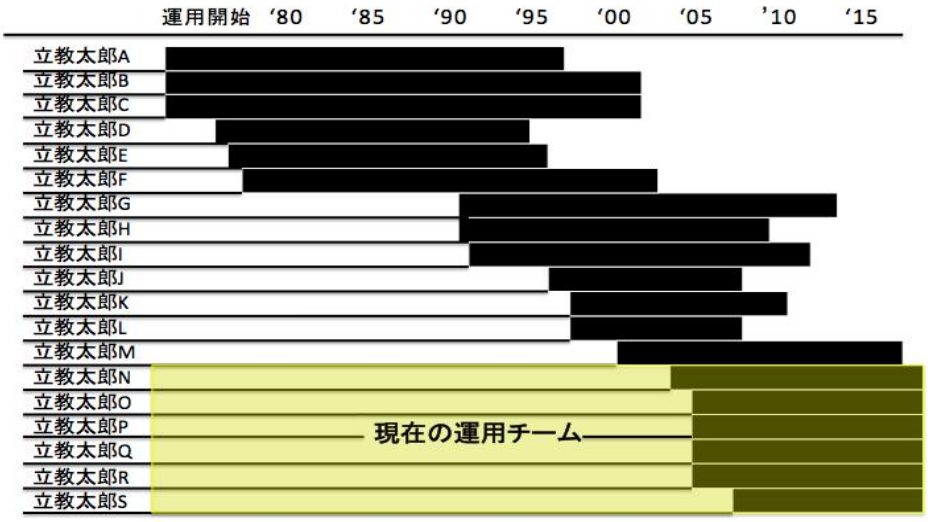
日本で純資産残高の高いファンドはアクティブファンドが多く、その運用成績は 0.11%のマイナスになっていることがわかる。現在多くの投資家が投資しているファンドの運用成績が悪いことは投資信託業界全体にとって悪い印象を与えることにつながる。その結果、投資信託の信用を落としてしまい、家計の資産形成としての役割を担うことは困難になる。

我々はこの原因が運用会社の運用体制にあると考えた。現在日本の多くの運用会社が採用している委員会制はファンドごとの運用計画の策定を委員会方式で決め、実際の運用をファンドマネージャーが行うというものである。これには方針の手直しが遅れる、機動性に欠けるなどアクティブファンドを運用する上で欠点がある。[73]本提案はこの委員会制による運用体制の改善を行い、運用会社の能力向上、成績向上を目的とする。

【提案詳細】

上記の問題解決のために我々はチーム制の導入を提案する。チーム制とは一人のファンドマネージャーが全てを決定するファンドマネージャー制と戦略や運用計画を委員会が決める委員会制の中間に位置する運用体制であり、一つのファンドを複数のファンドマネージャーが運用するものである。具体的には〈資料 1-1〉のような体制である。長い運用期間の中で起こる世代交代のリスクを大きく軽減で飽きることが特徴になっている。

＜図 4-3＞チーム制の例



筆者作成

このチーム制を取り入れることで伝統的な二つの運用体制のメリットを同時に得ることができる。主に得られるメリットは⑴幅広い分散投資⑵運用の再現性⑶責任の明確化の三つである。

⑴ 幅広い分散投資

ベンチマークよりも良い成績を残すことを目標とするアクティブ運用において選択する商品の幅が広いことは重要な要素であると言える。ファンドマネージャー制ではこの効果を得ることはできない。しかし、チーム制では複数人のファンドマネージャーで運用を行うため商品の選択肢は広いままである。

⑵ 運用の再現性

ファンドマネージャー制を採用している際、ファンドマネージャーの交代があった場合に交代によるリスクが発生する。チーム運用では、複数のファンドマネージャーで運用するので、必然的に運用プロセスの統一が行われ、透明性が高まることになり、担当者が交代した場合も再現性の高い運用ができることになる。これは長期投資を行う際、ファンドマネージャーの交代があった場合でも投資家はファンドの運用方法に関して安心して任せることができる。

⑶責任の明確化

委員会制を採用している場合、多くの人間が商品の策定・運用方法に関わるため損失があった時、その責任は誰にあるのか明確化されない。反対に成果が上がった場合も誰の力が働いたのかは明確化されない。これでは投資家は結果によって誰を信頼するべきなのかわからず、ファンドマネージャーは成果が上がった場合でも自分の力とは言えず、良い状態とは言えない。チーム制では委員会制より少ない人数で責任の所在がはっきりしているため、投資家とファンドマネージャーの双方にとって良い状態を作り出すことができる。

上記の提案によりアクティブ運用でのさらなる成績向上が見込めると確信している。

第五節　確定拠出年金・NISAにおけるロボットアドバイザー導入提案

提案概要：確定拠出年金・NISAにおいて一任型ロボットアドバイザーの利用可能化 主体：ロボットアドバイザー制作会社・販売会社 効果対象：投資家 目的：確定拠出年金・NISAにおける、投資家一人ひとりのライフサイクルに合わせた運用と投資信託購入額増加

【提案背景】

第二章第四節で述べたように、フィンテックは驚異的なスピードで成長しており、その中でも一任型ロボットアドバイザーは着実に成果を出しつつあるが、残高はアメリカに比べると大きく劣っている。その原因は主に二つある。第一に、顧客層が資産の少ない20代から40代が中心になっているため、月々の積立額が少なくなっていることが挙げられる。第二に、確定拠出年金・NISAにおいて一任型ロボットが普及していない。現在、MYDCというイデコ専用の一任型ロボットアドバイザーが存在するものの、投資信託の運用商品は三つのみでありNISAでの利用が出来ない。[74]確定拠出年金の運用資産が10兆円強またNISAの運用資産が14兆5000億円であることから、一任型ロボットアドバイザーを導入することができれば、日本のロボットアドバイザーの市場規模を拡大することが可能となる。[75][76]

また、ターゲットイヤーファンドなどによって、確定拠出年金における元本確保型商品は減ってきているものの、より自分のリスク許容度に合った商品選びが必要だと考えられる。

【提案詳細】

そこで我々が提案するのが確定拠出年金・NISAでの一任型ロボットアドバイザー導入である。導入方法として、ロボットアドバイザーを組み込んだ商品の製作を既存のロボットアドバイザー制作会社に依頼する。この導入のポイントは三つある。一つ目に、ファンドオブファンズのように一商品として販売する

ことである。投資家がこの商品を自ら選ぶことにより金融機関の個別商品推奨には含まれない。また実際にファンドオブファンズの商品は販売されており、可能であると考える。[77]二つ目に、最低拠出額を通常のロボットアドバイザーより下げることである。確定拠出年金・NISA は上限額が決まっているため、少額から利用可能にする必要がある。三つ目に、リバランスの際の購入金額を上限に含めないということだ。このことはバランス型ファンドやターゲットイヤー型ファンドなど、リバランスを行うファンドが既に確定拠出年金商品や積立 NISA 商品として存在するために実現可能性は高いと考えられる。 さらに、アメリカでは 401k において blooom という一任型ロボットアドバイザーが使用されており、多額の資産流入が続いているため、日本で普及することによる資産流入も期待できる。[78]

本提案を実行することのメリットは三つある。一つ目に投資信託への資金流入が挙げられる。ロボットアドバイザーの導入により、確定拠出年金における元本確保型の割合が減ることが予想される。二つ目に、個人に合った商品選びが可能になる。現在、バランス型やターゲットイヤーファンドも非常に注目されているが、投資家のリスク許容度に完璧な型はなく、一人ひとり違うであろう。ロボットアドバイザーであれば、その時々質問に答えるだけで投資家の求めるアセットアロケーションを算出することができる。三つ目に初心者向きである点。たとえ、アドバイス型で商品を選ぶことができたにしても、実際に購入・リバランスするのは手間になってしまう。長期的に運用するのであればできるだけ手間を省くことも大切であろう。

確定拠出年金におけるロボットアドバイザー導入が多くの金融機関で採用され、広まれば上記のメリットを享受するだけでなく、スケールメリットによる手数料引き下げや、技術の発展を期待できるだろう。

終章

現在の日本の経済状況や少子高齢化、年金問題を踏まえると、「自らの将来の生活資金のために能動的、長期的に安定して資産を積み立てること」が重要である。そして我々は家計にとって投資信託を利用して自助努力による資産形成をすることが望ましいと述べてきた。一方で、これまで投資信託は家計における資産形成主手段として成り立っていなかったことを明らかにし、その原因や解決方法を議論してきた。

第一章では、貯蓄・現金の保有ではなくリスクマネーをとることによる資産形成の重要性を述べ、その特徴から家計にとって投資信託が最もふさわしい資産形成手段であると述べた。また、一人ひとりのライフスタイルに合った投資を重要視し、具体的なアセットアロケーションの方法にも言及した。

第二章では投資信託が現在の形になった経緯をそれに対する評価を交えながら説明し、投資信託推進の為に導入された確定拠出年金・NISA の現状、課題を述べた後、近年注目されているフィンテックについて論じた。

第三章では投資信託の現状を述べたうえで、その問題点を金融リテラシー、信託事業におけるフィデュ―シャリーデューティー、運用会社の運用能力にわけて考察した。金融リテラシーでは教育段階での金融リテラシー不足についてを主に問題視した。また、信託事業のフィデュ―シャリーデューティーでは販売会社と情報公開に分け、販売会社ではいまだ完全に投資家の利益を優先した販売を行えておらず、特に投資家のニーズに合った商品選びができていないことに着目した。情報公開では、国際的に情報公開のレベルが低いことを明らかにし、金融庁によって公表された指標に課題が残っていると述べた。最後に運用会社の能力不足では組織構造と運用結果の関係性を説いた。

第四章では、これらの問題に対する提案を行った。第一節では、金融教育の導入によるリテラシー向上を促す提案を行い、資産形成の重要性を理解した上で投資信託を選択してもらうことを目指す。第二節での販売窓口におけるロボットアドバイザーの導入と、第三節での KPI 改善の提案によって、信託事業の顧客本位の体制を強化し、投資家が最適な商品を選択できる環境を整備する。第四節では、ファンドマネージャーのチーム制を提案する事で、運用の効率化による成績向上を目的とする。第五節では、確定拠出年金・NISA における一

任型ロボットアドバイザーの導入を提案することで、投資信託への資産流入と一人ひとりの投資家に適した資産形成を可能にする。

これらの提案は、投資信託が我々の理想とする「信託事業者の投資家利益を最優先にした体制、かつ十分な透明性が保たれることによって、家計の自助努力による長期・安定的な資産形成手段として最適である状態」を実現させる。そして今後、日本の家計における資産形成の基盤となる事を確信し、本論文の結びとする。

---

[1]「日本経済新聞電子版」[2016/8/26]を参照。
[2] 中野（2015）p.14 を参照。
[3] 日本銀行調査統計局[2018/9/20]p.4 を参照。
[4]厚生労働省 HP を参照。
[5]厚生労働省 HP を参照。
[6]厚生労働省 HP を参照。
[7]投資信託協会 HP を参照。
[8]みずほ証券 HP を参照。
[9]内閣府 HP を参照。
[10]内閣府 HP を参照。
[11]日本証券業協会 HP を参照。
[12] 投資信託協会 HP 参照。
[13] みずほ銀行 HP 参照。
[14] 中野[2016]p210 を参照
[15] 中野［2015］p95 を参照。
[16] SMBC 日興証券 HP を参照。
[17] 厚生労働省「確定拠出年金における現状と課題について」p47 参照。
[18] 中野［2015］p13 を参照。
[19] 田村［2017］p35 を参照。
[20]中野［2015］p13 を参照。
[21]中野［2015］p13 を参照。
[22] 日本経済新聞電子版［2014/11/17］を参照。
[23]田村［2017］p37 を参照。
[24] 日本証券研究所［2011］p4 を参照。
[25]中野［2015］p19-21 を参照。
[26] 金融広報中央委員会 HP を参照。
[27]田村［2017］p74-79 を参照。
[28]中野［2015］p24 を参照。
[29] 金融庁資料を参照。
[30]田村［2017］p98-101 を参照。
[31] 金融庁「つみたて NISA の概要」より引用。
[32] 投資信託協会「投資信託の全体像（純資産総額、ファンド本数）直近のバックナンバー（2018 8 月分)」参照。
[33] 三菱 UFJ 国際投信株式会社「『つみたて NISA』1 万人認知度調査の結果について」p2 参照。
[34] 金融庁「NISA（一般・つみたて）の現状」p1,3 参照。
[35] 確定拠出年金教育委員会 HP を参照。

[36] 回社会保障審議会企業年金部会 PDF 参照。
[37] 三井住友銀行 HP 参照。
[38] 日本経済新聞電子版[2018/9/6]参照。
[39] 日本経済新聞電子版[2018/9/6]参照。
[40] 富士通総研 HP を参照
[41] 住信 SBI ネット銀行 HP を参照
[42] 日本経済新聞電子版[2018/9/12]参照。
[43] 日本経済新聞電子版[2018/9/12]参照。
[44] 三菱 UFJ 国際投信株式会社「『つみたて NISA』1 万人認知度調査の結果について」p2 参照。
[45] 投資信託協会「2017 年投資信託に関するアンケート調査　調査結果サマリー」p5 参照。
[46] 金融庁「説明資料」p5 参照。
[47] 金融庁「説明資料」p7 参照。
[48] 投資信託協会「2017 年投資信託に関するアンケート調査　調査結果サマリー」p20,21 参照。
[49] 金融庁「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリーデューティー②)」p23 参照。
[50] 日本証券業界 HP より引用。
[51] 政府広報オンライン HP を参照。
[52] 三菱 UFJ 信託銀行 HP を参照。
[53]金融経済教育を推進する研究会　中学校・高等学校における 金融経済教育の実態調査を参照。
[54] 金融庁「説明資料」p15 参照。
[55] 金融庁「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリーデューティー②)」p23 参照。
[56] 杉田浩治「世界の投資信託の動向と日本の課題」p44 参照。
[57] 日本経済新聞電子版[2018/10/16]参照。
[58] 金融審査議会　竹川［2012］を参照。
[59] 李［2008］p72 を参照。
[60] 金融庁 HP を参照。
[61] 日本経済新聞[2018/10/5]を参照。
[62] 金融庁 HP を参照。
[63]金融審査議会　竹川［2012］を参照。
[64] 中野［2016］p202 を参照。
[65] 中野［2015］p128 を参照。
[66] 田村［2017］p263 を参照。
[67]文部科学省 HP を引用。
[68]文部科学省 HP を引用。
[69]文部科学省 HP を参照。
[70]文部科学省 HP を引用。
[71]総務省 HP を参照。
[72]金融庁 HP を参照。
[73] 田村［2017］p264 を参照。
[74] MYDC HP を参照。
[75] 日本経済新聞電子版［2018/7/19］を参照。
[76] 金融庁「NISA 口座の利用状況調査」を参照。
[77] SBI 証券 HP を参照。
[78] Blooom　HP を参照。

＜参考文献＞

・田村威(2017)『十四訂　投資信託　基礎と実務』(株)経済法令研究会
・中野晴啓(2015)『入門投資信託のしくみ』日本実業出版社
・中野晴啓(2016)『お金持ち入門』学研プラス

・安倍内閣の経済財政政策　内閣府
<http://www5.cao.go.jp/keizai1/abenomics/abenomics.html>2018 年 10 月 24 日アクセス
・SMBC 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集」
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/o/J0125.html>2018 年 10 月 23 日アクセス
・SBI 証券「iDeCo　確定拠出年金　運用商品一覧」
<https://site0.sbisec.co.jp/marble/insurance/dc401k/search/dc401ksearch.do>2018 年 10 月 25 日アクセス
・MYDC HP <https://mydc.life/>2018 年 10 月 25 日アクセス
・確定拠出年金教育委員会「確定拠出年金とは？企業型と個人型の違い」
<https://www.dcnenkin.jp/401k/>2018 年 10 月 25 日アクセス
・金融経済教育を推進する研究会(2014)「中学校・高等学校における
金融経済教育の実態調査報告書」
<http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/jittai_rep.pdf>2018 年 10 月 25 日
・金融広報中央委員会　「金融リテラシー調査」
<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
・金融庁「NISA とは？」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html>2018 年 10 月 24 日アクセス
・金融庁「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリーデューティー②）」
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf>2018 年 10 月 23 日アクセス
・金融庁「投資信託説明資料」
<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf >2018 年 10 月 22 日アクセス
・金融庁「つみたて NISA 対象商品の内訳」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-2/28.pdf>2018 年 10 月 23 日アクセス
・金融庁「つみたて NISA の概要」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/overview/index.html>2018 年 10 月 22 日アクセス
・金融庁　「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について」
<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20180629-3/01.pdf>2018 年 10 月 23 日アクセス
・金融庁(2018)「NISA 口座の利用状況調査」
< https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20181012-1/01.pdf >2018 年 10 月 25 日アクセス
・金融庁「NISA（一般・つみたて）の現状」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-1/01.pdf>2018 年 10 月 22 日アクセス
アクセス
・経理プラス HP「経理・会計業務にフィンテック（FinTech）がもたらすメリット・デメリットなどの影響」
<https://keiriplus.jp/tips/what_fintech/>2018 年 10 月 24 日アクセス
・厚生労働省「いっしょに検証！公的年金 年金制度の体系図」
<https://www.mhlw.go.jp/nenkinkenshou/structure/structure03.html>2018 年 10 月 24 日アクセス
・厚生労働省「確定拠出年金における現状と課題について」
<https://www.pfa.or.jp/kanyu/seminar/dcseminar/2016/files/dcseminar_2016_01.pdf>2018 年 10 月 22 日アクセス
・公的年金制度はどのような仕組みなの？　厚生労働省
<https://www.mhlw.go.jp/topics/nenkin/zaisei/01/01-02.html>2018 年 10 月 23 日アクセス
・高年齢労働者の活躍促進のための安全衛生対策　厚生労働省
<https://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-11300000Roudoukijunkyokuanzeneiseibu/0000156038.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス

・社会保障審議会企業年金部会（2018）「企業年金制度の現状等について」
<https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000210502.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス
・情報通信白書（2016)「我が国の人口の推移」
<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h28/html/nc111110.html>2018 年 10 月 24 日アクセス
・人口・経済・地域社会をめぐる現状と課題　内閣府
<http://www5.cao.go.jp/keizaishimon/kaigi/special/future/sentaku/s3_2_11.html>2018 年 10 月 25 日アクセス
・杉田浩治「世界の投資信託の動向と日本の課題」
<http://www.camri.or.jp/files/libs/1069/20180404093357490.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
・住信 SBI ネット銀行 HP「ロボットアドバイザー」
<https://www.netbk.co.jp/wpl/NBGate/i900500CT/PD/roboadvisor>2018 年 10 月 23 日アクセス
・政府広報オンライン HP「暮らしに役立つ情報」
<https://www.gov-online.go.jp/useful/index.html>2018 年 10 月 22 日アクセス
・全国銀行協会　「教えて！くらしと銀行」
<https://www.zenginkyo.or.jp/article/tag-b/5152/>2018 年 10 月 26 日アクセス
・文部科学省　「教育の情報化の推進」
<http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/zyouhou/detail/1375607.htm> 2018 年 10 月 23 日アクセス
・竹川美奈子(2012)「投資家目線でみた投資信託の現状と課題」
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/20120406/03.pdf>2018 年 10 月 22 日アクセス
・投資信託協会　「資産運用の必要性」
<https://www.toushin.or.jp/start/why/>2018 年 10 月 24 日アクセス
・投資信託協会「投資信託の全体像（純資産総額、ファンド本数）直近のバックナンバー（2018 8 月分)」
<https://www.toushin.or.jp/index.php?id=6350>2018 年 10 月 25 日アクセス
・投資信託協会「2017 年投資信託に関するアンケート調査　調査結果サマリー」
<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2017/>2018 年 10 月 23 日アクセス
・投資信託協会「目論見書」
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/information/prospectus/>2018 年 10 月 24 日アクセス
・投資信託の仕組み　「投資信託協会」
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>2018 年 10 月 25 日アクセス
・投資信託の仕組みと特徴　みずほ銀行
<https://www.mizuhobank.co.jp/retail/learn/fund/structure/index.html>2018 年 10 月 23 日アクセス
・日本銀行　「金融経済統計月報」
<http://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/index.htm/>2018 年 10 月 26 日アクセス
・日本銀行調査統計局（2018)「2018 年第 2 四半期資金循環（速報)」
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>2018 年 10 月 23 日アクセス
・日本銀行調査当局(2018)「資金循環の日米欧比較」
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
・日本経済新聞電子版(2016)「『人生 90 年』時代の課題」
<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO06510920V20C16A8EN2000/>2018 年 10 月 22 日アクセス
・日本経済新聞電子版（2017)「『ロボアド投資』誕生 1 年　運用成績、おおむね良好」
<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO21420310S7A920C1PPE000?channel=DF280120166591&page=2>2018 年 10 月 24 日アクセス

・日本経済新聞電子版（2018）「官民で脱貯蓄に動く　成長資金の担い手期待」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO34948940U8A900C1EE8000/>2018 年 10 月 25 日アクセス
・日本経済新聞電子版（2018)「壊せるか『高値づかみ心理』の壁、『比較』に課題」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO36129310U8A001C1EE9000/>2018 年 10 月 22 日アクセス
・日本経済新聞電子版（2018）「投資販売、大手銀も『脱手数料』三菱 UFJ 銀など
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO36507730V11C18A0EE9000/>2018 年 10 月 23 日アクセス
・日本経済新聞電子版（2018)「増えるファンドラップ　高コストでも顧客ひき付ける」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO35227750R10C18A9000000/>2018 年 10 月 25 日アクセス
・日本経済新聞電子版（2018)「ロボアド成長の壁　20～40 代、余裕資金乏しく」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO33130440Y8A710C1EA1000/>2018 年 10 月 24 日アクセス
・日本証券業協会　「資産運用って何をすること？」
<http://www.jsda.or.jp/manabu/comic/syoken/files/02startbookkiso02.pdf>2018 年 10 月 23 日アクセス
・日本証券業協会「土曜学習・土曜授業」
<http://www.jsda.or.jp/manabu/jugyousien/index.html>2018 年 10 月 25 日アクセス
・富士通総研「日本と米国の消費者動向調査から見た Fintech サービスのこれから」
<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/2017/2017-8-4.html>2018 年 10 月 24 日アクセス
・富士通総研「フィンテックとは」
<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/businesstopics/fintech/definition/>2018 年 10 月 24 日アクセス
・みずほ証券　長期投資のススメ
<https://www.mizuho-sc.com/beginner/story2/riskcontrol/long.html>2018 年 10 月 23 日アクセス
・三井住友アセットマネジメント「なるほど！ザ・ファンド」
<https://www.smamjp.com/documents/www/market/naruhodo/naruhodo_vol09.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス
・三井住友銀行「確定拠出年金」
<http://www.smbc.co.jp/kojin/401k/>2018 年 10 月 24 日アクセス
・三菱 UFJ 国際投信株式会社「『つみたて NISA』1 万人認知度調査の結果について」
<https://www.am.mufg.jp/text/release_180104.pdf>2018 年 10 月 23 日アクセス
・三菱 UFJ 信託銀行「お金の、育て方」
<https://www.tr.mufg.jp/life-shisan/iroha/13.html>2018 年 10 月 24 日アクセス
・文部科学省　「義務教育の目的・目標」
<http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chukyo/chukyo0/toushin/05082301/003.htm>2018 年 10 月 25 日アクセス
・文部科学省　「高等学校の目的・目標」
<http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chukyo/chukyo3/siryo/attach/1325908.htm>2018 年 10 月 22 日アクセス
・文部科学省　「総合的な学習の時間」
<http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/sougou/main14_a2.htm>2018 年 10 月 24 日アクセス
・李冬生(2008)「投資信託のリスクの土台となる情報開示」
<https://www.nomurafoundation.or.jp/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/CCMR-2-1_SPR2008_09.pdf#search=%27>2018 年 10 月 25 日アクセス
・blooom HP
<https://www.blooom.com/>2018 年 10 月 25 日アクセス
・Leora Klapper, Annamaria Lusardi, Peter van Oudheusden, “*Financial Literacy Around the WorldINSIGHTS FROM THE STANDARD & POOR’S RATINGS SERVICES GLOBAL*

FINANCIAL LITERACY SURVEY”
<http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス