

2019 年度 証券ゼミナール大会

5

第 3 テーマ

10

「今後の家計の資産形成手段としての
投資信託」

15

和歌山大学 築田ゼミナール

20

宮元班

- 目次 -

	はじめに	3
5	第一章 家計の資産形成の必要性和最適な手段	4
	第一節 老後から逆算して考える家計の資産形成	4
	第二節 家計と投資信託	6
	第二章 日本と諸外国の投資信託	10
	第一節 日本の投資信託の歴史と導入経緯	10
10	第二節 NISA と ISA	13
	第一項 NISA	13
	第二項 つみたて NISA	14
	第三項 イギリスと ISA	15
	第三節 アメリカの投資信託	17
15	第四節 日米英の比較	23
	第三章 日本の投資信託の課題	26
	第一節 家計の金融リテラシー	26
	第二節 金融機関・販売会社の側面	31
	第一項 手数料と過当売買	31
20	第二項 フィデューシャリー・デューティーの遵守	35
	第四章 提言	37
	第一節 投資信託のあるべき姿	37
	第二節 NY ダウ連動ファンドの販売・購入/日経平均株価の企業銘柄の入れ 替え	38
25	おわりに	41
	参考文献	42

はじめに

近年、「人生 100 年時代」という言葉からも見受けられるように、長寿化が進展している。長寿化に付随して、老後に必要な資金は増加傾向にある。一方で、現在の公的年金制度では、現役世代が補いきれないほど高齢者が多く、年金受給額が少なくなる可能性もある。金融庁はそのような観点から、「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを掲げ、日本国民の資産形成を促している。そこで家計は、老後の暮らしを豊かにするために、金利の低い預貯金による資産形成や公的年金のみに頼るのではなく、自助努力による資産形成を今よりもさらに考えなければならない局面にある。

本稿では家計の資産形成を促すために、老後の資金不足問題、公的年金受給額の減少から、家計の資産形成の重要性を説く。それから、最も適した手段になり得るものを、投資信託と位置づけ、投資非課税制度や投資信託の現状を諸外国の投資信託と比較・整理・考察をし、我々の考える投資信託の本来の姿を実現できるよう、提言を行う。

第一章では、家計の資産形成の重要性を老後から考え、数ある資産形成手段の一つとして投資信託が最適になりうることを示す。第二章では、日本の投資信託の歴史と導入経緯を示し、そこから広がった投資非課税制度 NISA について述べ、NISA のモデルとなった ISA について述べる。またアメリカの投資信託制度について触れ、投資の制度面について示す。のちに日本、アメリカ、イギリスの投資信託の実情を比較し、日本での投資信託の課題点に触れる。第三章では、日本の投資信託の現状を、1 つ目に金融リテラシー、2 つ目に過当売買であると考察する。第四章では、これまでに論じてきた現状や問題点から、投資信託のあり方を再度認識し、問題提起をしたあとで、家計が投資信託を資産形成手段として利用しやすいよう、提言を行う。

第一章 家計の資産形成の必要性和最適な手段

「貯蓄から資産形成へ」というスローガンが掲げられているように、日本では貯蓄に代わる資産形成の必要性が重要視されている。本章では資産形成が必要な点に関して検証し、家計の資産形成に最適な手段となりうるものを考察する。

第一節 老後から逆算して考える家計の資産形成

老後は収入が低下するにもかかわらず、総務省の報告¹によれば、40歳未満の1ヶ月の消費支出は256,160円、60～69歳は290,084円、70以上は234,628円であり、1ヶ月の消費支出は大きく変わらない。このように老後の生活には公的年金だけでは、資金不足が危ぶまれる。そこで、我々は資産形成の重要なポイントを、(1)老後の資金不足、(2)年金受給額の減少と置いた。上記二項目は、現代日本でもしばしば問題視されており、資産形成の重要性を説くための基本的な観点であると考えた。

(1)老後の資金不足問題

日本の平均寿命は年々増加傾向にある。厚生労働省の発表した資料²では、2018年時の平均寿命は男性81.25歳、女性87.32歳と過去最高の数字となっている。さらに毎月の国民年金受給額も満額は、78万100円³であり、毎月の受給額に換算すれば65,008円である。このように国民年金には上限があり、平均寿命がのびることに伴って、国民年金満額受給者が増加し、高齢者の生活の大きな問題になることが考えられる。また科学や医学の進歩によりさらに長寿化になると予想される。次に図表1から、社会保障給付費はすべての分野で年々増加していることがわかる。その中でも医療と年金は社会保障給付費の約8割を占めており、現状の社会保障制度等が維持され続けると仮定するならば、この先の少子高齢化に伴って現役世代は将来、十分な社会保障額が給付されないこ

¹ 総務省(2017) 「家計報告」

² 厚生労働省(2019) 「平成30年簡易生命表の概況」

³ 日本年金機構HPより引用、データは平成31年4月時点のもの

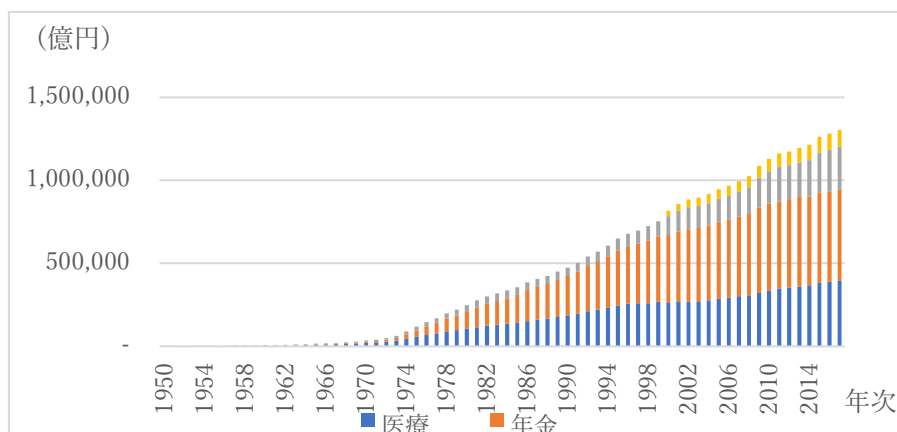
とが推測できる。さらに金融庁は、高齢社会における資産形成を促す報告書⁴において、「夫 65 歳以上、妻 60 歳以上の夫婦のみの無職の世帯では 毎月の不足額の平均は約 5 万円であり、まだ 20～30 年の人生があるとすれば、不足額の総額は単純計算で 1,300 万円～2,000 万円になる。（中略）重要なことは、

5 長寿化の進展も踏まえて、年齢別、男女別の平均余命などを参考にしたうえで、老後の生活において公的年金以外で賄わなければならない金額がどの程度になるか、考えてみることである。」という見解の通り、公的年金制度に頼った生活設計では資金不足に陥る可能性があることが分かった。また家計はそれぞれ、老後に必要な資金を算出し、それに基づき資産形成を行っていくべきであると

10 我々は考える。

図表 1 社会保障給付費の部門別の推移

図表 1



15 出典) 厚生労働省(2019)「社会保障費用統計(平成 29 年度)」より筆者作成

(2)年金受給額の減少

日本の公的年金は賦課方式⁵が一般的である。賦課方式の利点として、インフレーションや経済成長が生じている状況で、柔軟に給付水準を変更することが

20 可能である。また、積立方式に比べてインフレーション時の資産の目減りが起

⁴ 金融庁(2019) 「高齢社会における資産形成・管理」p. 21 より引用、一部略

⁵ 必要な年金原資を、同時期の現役世代の保険料で賄う方式のこと

こらないことが挙げられる。しかしさらなる少子高齢社会になるにつれて、現役世代の保険料支払いの負担が大きくなるといった懸念もなされている。平成31年3月1日現在の日本の人口⁶から現役世代の負担を計算すると、高齢者1人を支えるために現役世代は約1.9人必要であることが分かった⁷。日本で一般的な賦課方式の年金制度では、現役世代が現在の高齢者を支えているため、年金財政に最も影響を及ぼすのは、現役世代に対する高齢者の人口比率である。この先、少子化だけでなく、医療の発達によって平均寿命が伸びて高齢化が加速していくと考えられる。少子高齢化によって年金保険料の引き上げや受給額の減少の可能性がある。しかし、年金保険料を引き上げたとしても将来の経済動向は予測できないため、十分な額を受け取ることができるかは確かではない。よって、現役世代の負担が大きくなると考えられる。現役世代が安心して余裕のある生活を送るためには、年金を頼りにするのではなく、自らの将来、老後のために資産を増やしておく必要がある。

以上二点より、老後のための資産形成は必要であると考え。次節では数ある資産形成手段の中でも、投資信託が家計にとって適した手段であるかどうかを、比較、考察する。

第二節 家計と投資信託

この節では、数ある資産形成手段から、家計の最適な手段となりうるものを考察していく。ここでは、①預貯金、②債券投資、③株式投資、④不動産投資、⑤保険、⑥投資信託を主な資産形成手段とする。

⁶ 総務省(2019) 「人口推計 -2019年8月報-」

⁷ 高齢者世代を65歳以上、現役世代を20歳から64歳までと定義し、求めた

図表 2 各資産形成手段の概要及び考察

① 預貯金	元本保証はあるが、金利が低い。定期預金で 10 年預けた平均金利は 0.010% ⁸ であり、普通預金の場合は 0.001% ⁹ と、老後に十分な資産を形成できるとは言い難い。
② 債券投資	償還期限まで保有すると、額面全額で返済を受けることが可能である。固定金利では安定したリターンを得ることができるが、変動金利では不安定である。また中途換金する場合、売却価格が購入時よりも下回って損失を被ることもある。購入した債権の発行体が破綻するリスクも存在する。個人向け国債は一万円から購入可能と比較的少額であるが、固定 5 年で金利が 0.05% ならば、一万円投資で 5 年間の利子は 20 円と、長期的に資産形成すべき家計では、適切とは言い難い。
③ 株式投資	株価の上下でリターンが決まる。配当金や株主優待があり、株主総会に参加ができる。しかし、多くの銘柄で、10 万円以上の投資額が必要になり、初期投資コストがかなり高い。また自らが運用しなければいけないので、あらゆる問題に金融リテラシーのない家計は対応できない可能性もあり、家計の資産形成には適した手段とは言い難い。
④ 不動産投資	不動産を購入し、他者に賃貸することで家賃収入を得ることである。利回りは高く、インフレ時は資産価値や家賃収入も上昇されると予想できる。しかし、元本保証はなく、初期投資コストも高い。ローンを組んで不動産を購入する場合も変動金利ならば、返済額が高くなるリスクもある。空室のリスクもあり、安定した収入を得ることが難しい。上記様々なリスクがあり、資産形成としては適していないと考察する。
⑤ 保険	ここでは老後の資産形成に見合った商品として個人保険年金

⁸ 日本銀行(2019) 預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について

⁹ 8 に同じ

	を紹介する。個人保険年金は10年以上保険料を払い込んでいる場合は控除でき、節税が期待できる。保険料は口座から自動引き落としにもできるので、強制的に資産が形成できる。 しかし元本保証はなく、中途解約すれば元本割れのリスクは高くなる。大きなリターンも少ないが、長期間保険料を払い込めば返戻金も多くなり、毎月の保険料払い込み額も平均で15,000円ほどなので、家計の負担が軽い。上記に記した通り、個人保険年金は家計の資産形成に適した手段の一つであると言える。
⑥ 投資信託	運用を専門家に任せることができる。基本は分散投資なのでリスクを軽減することができる。多くの投資信託は少額で購入できる。しかし元本保証はなく、購入時の手数料や毎月の信託報酬など、家計が支払わなければならない手数料が多い。 しかし、家計は商品を熟考して購入すれば、長期的に見れば個人保険年金よりも多くのリターンが得られることがある。金融リテラシーがあまりない家計であっても、小口投資、リターン、運用をプロに委ねられる投資信託は、適した手段の一つだと考察する。またNISAでは税制優遇もなされているので、節税にも期待ができる。

出典) オフィス海(2018)「史上最強のFP3級テキスト 18-19年版」株式会社ナツメ社より筆者作成、一部加筆

上記で様々な資産形成手段を比較した結果、⑤保険、⑥投資信託が家計にとって適した手段になり得ると考察した。以下からは、投資信託の詳しい説明をするとともに、最適な手段かどうかを再度考察する。

投資信託には、主に4つの特徴¹⁰がある。1つ目は専門家が運用を行うことである。投資に必要な株式や債券の知識や手法を個人で身に付けるのは一般的には難しいが、投資信託では投資家に代わって、経済や金融に関する知識がある

¹⁰ 投資信託協会 HP

専門家であるファンドマネージャーによって運用されるため、投資の知識がないものでも資産運用をすることができる。2 つ目は少ない金額で投資が始められるということである。株式投資や不動産投資では、まとまった大きな資金が必要になるが、投資信託では 100 円から投資が可能であるため少額から始めやすい。3 つ目は株式や債券などに分散投資ができることである。小口のお金を集め、1 つの大きな資金として運用し、さまざまな資産に分散投資をすることで、リスクを軽減することが可能である。4 つ目は個人では投資しにくい国や地域の資産に投資できることである。投資商品の中には個人では購入が難しいものがある。その例として海外の債券や不動産、先進国や新興国にある企業の株式があげられる。これらは売買コストが高かったり、情報の収集が困難であったり、税金の処理が煩雑であったりするが、投資信託を通じると購入等のリスクの軽減が可能になり得る。一方で、懸念すべき問題は 2 つある。1 つ目はコスト面の問題である。投資信託における投資家はコストとして、購入時に販売会社へ支払う手数料、ファンドから毎日差し引かれる運用管理費用（信託報酬）、換金時に換金価格から差し引かれる信託財産留保額がある。後述で詳しく分析するが、このコスト面を考えることが今後の投資信託に必要な事である。2 つ目は、元本保証がない問題である。預貯金は元本が保証されているのに対して、投資信託は購入額よりも売却額が下回る可能性がある。そのため、投資信託をする上で、不安な人は比較的リスクの低い金融商品に投資している投資信託を選び、元本割れのリスクを減らすことが大切である。山口勝業¹¹によると、日本では、勤労者世帯と非勤労者世帯に共通して、金融資産総額とリスク資産の間に、明確な比例関係が観察できた。我が国の家計のリスク許容量が財政状態に依存してほぼ決まっていることが示唆されている。そのため、日本では財政状態が良いほどリスク許容度が高く、悪いほど低くなっていると考えられる。

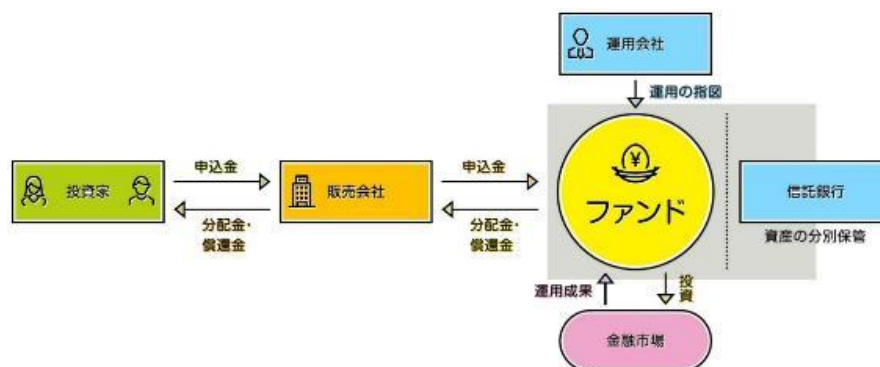
また、投資信託協会のアンケート¹²によると、投資信託の非購入理由上位 3 つは、「そもそも興味がない」（48.4%）、「投資の知識がない」（38.0%）、「損をし

¹¹ 山口勝業 「我が国家計の金融資産におけるリスク許容度」

¹² 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」から抜粋

そうで怖い」(29.9%)であり、他にも「仕組みがよくわからない」や「元本保証がない」といったマイナスイメージもまた多く見受けられた。この結果より、日本人は投資の必要性を感じていないのではなく、投資について理解をするのが困難な人々が一定数いるため、割合が低いといえる。そのため、現段階では日本人は投資信託に対して消極的な人が多いといえる。資産運用はハードルが高く、リスクが大きいというイメージがあるが、知識やノウハウの面で比較的ハードルが低い一例として、投資信託があげられる。前文でも述べたとおり、少額の資金で投資信託の購入が可能であること、専門家が運用するため投資家個人が運用する必要がないことから、投資信託は家計の資産形成において最適な手段になりうると考察する。

図表 3 投資信託のしくみ



出典) 投資信託協会 HP より引用

第二章 日本と諸外国の投資信託

投資信託は家計の資産形成手段として適切であると検証した。本章では日本と諸外国との投資信託の導入経緯や制度を比較し、日本の投資信託のより良いあり方をみていく。

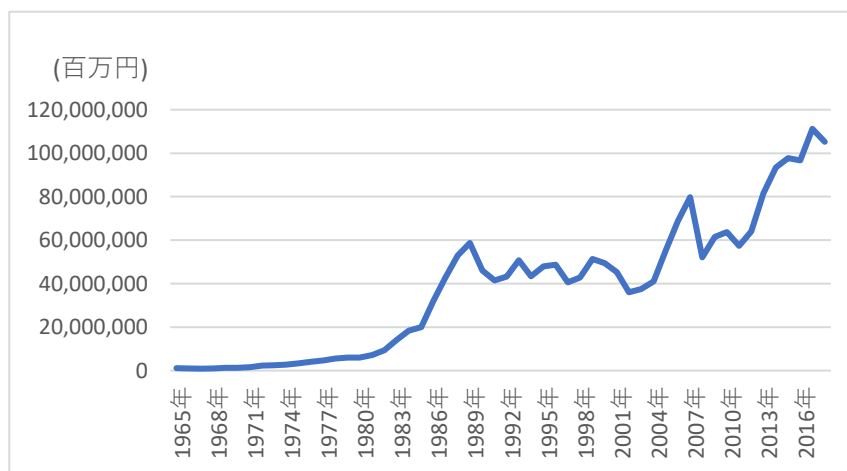
第一節 日本の投資信託の歴史と導入経緯

太平洋戦争の直前、1941 年 11 月に日本で投資信託が誕生した。これは、戦時体制を強化するために、国民の貯蓄の増強と株価の安定、重要産業の生産力

を強化するための資金の供給という国策上の観点から誕生した。この投資信託は、委託者を野村證券、受託者を野村信託としたもので、イギリスのユニット・トラストを模範としたものである。だが、本格的に日本で投資信託が始まったのは戦後のことである。

- 5 戦後の投資信託は、1951年6月にスタートした。この戦後の投資信託は、戦前の金銭信託を模範として立法化され、単位型株式投資信託として誕生した。これは、第二次世界大戦終戦後の日本において、株式が供給過多の状態にあったことにより、株式の需給調整や、資金不足時代における産業資金調達の意図をもって導入された商品であった。このように、政府が、産業復興資金の調達
- 10 を容易にするための打開策として誕生したものが、現在の日本の投資信託制度の基になるものである。この日本の現行投資信託制度は、商品面、販売面、資産運用面において、産業復興の資金調達のため国策の影響をかなり受けてきたと考えられる。

15 図表 4 日本の公募投資信託の純資産総額の推移



出典)投資信託協会 HP より筆者作成

- このようにして 1951 年から始まった投資信託は、図表 4 からわかるように、
- 20 発足から 30 年後の 1980 年代がピークだったが、1991 年からのバブル崩壊により、日本株式市場は長期的な低迷を余儀なくされたのである。この長期的な低迷から脱却することは、日本の金融にとって大きな課題であった。このような状況を踏まえて、政府は金融ビッグバンを開始した。そして、金融ビッグバン

のもとで銀行等が投資信託販売に参入したことが大きな変化をもたらした。金融ビッグバンとは、直接金融から間接金融へ、個人の資産運用の効率向上へ、というねらいがある。金融ビッグバンが我が国の投資信託にもたらした変化について具体的に述べる。最初期に、投資信託販売について銀行などの金融機関

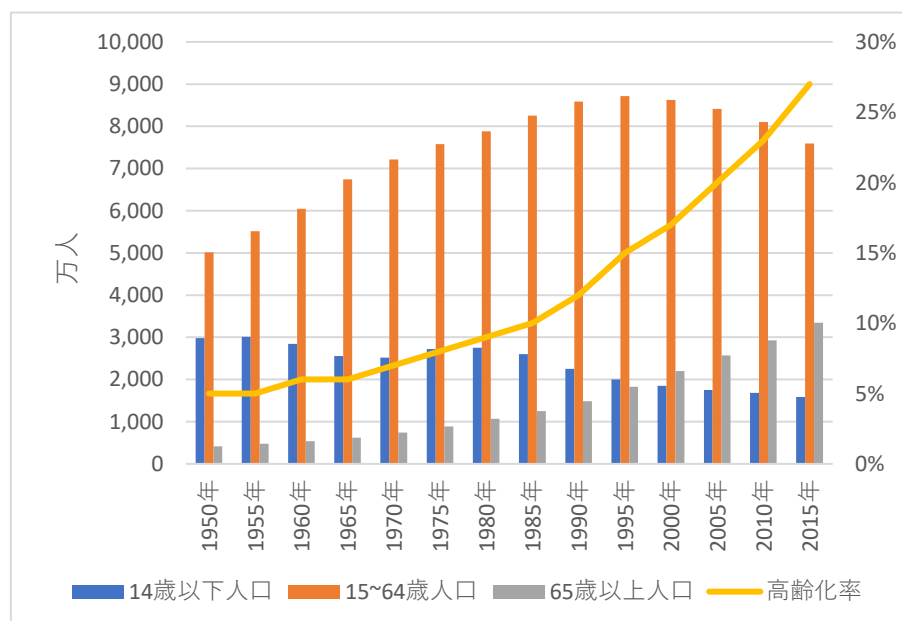
5 による販売が解禁され、投資信託の販売チャネルが大きく広がった。さらに、2005 年には郵政民営化に先駆けて郵便局での投資信託販売も始まり、販売チャネルはいっそう拡大した。単位型株式投信で始まったこと、ETF が導入されたこと、郵便局での販売が始まったことなどもあげられる。

10 以上のような経緯で日本の投資信託は発展してきた。近年では、2014 年に NISA が導入され、2018 年にはつみたて NISA が導入された。このように、投資信託を取り巻く制度の拡充が相次ぎ、需要はさらに拡大すると考える。

では、投資信託や NISA が日本に導入されることになった理由についても詳しく見ていく。これらが日本に導入された理由は、公的年金制度が成り立たなくなってきたからだと考える。日本では少子高齢化が著しく進んでおり、若者が高

15 齢者の老後の生活を支えていくことは難しいのが現状だ。

図表 5 日本の少子高齢化の推移



20 出典) 総務省「国勢調査」(年齢不詳人口を除く) より筆者作成

図表 5 より、日本の少子高齢化は著しく進んでいることがわかる。このように、少子高齢化が進んでいることにより、公的年金制度での若者の負担が大きくなってきている。そして考えられたのが、投資信託や投資信託を取り巻く
5 NISA などの税制優遇制度を使って、老後の資産を形成するという方法である。

第二節 NISA と ISA

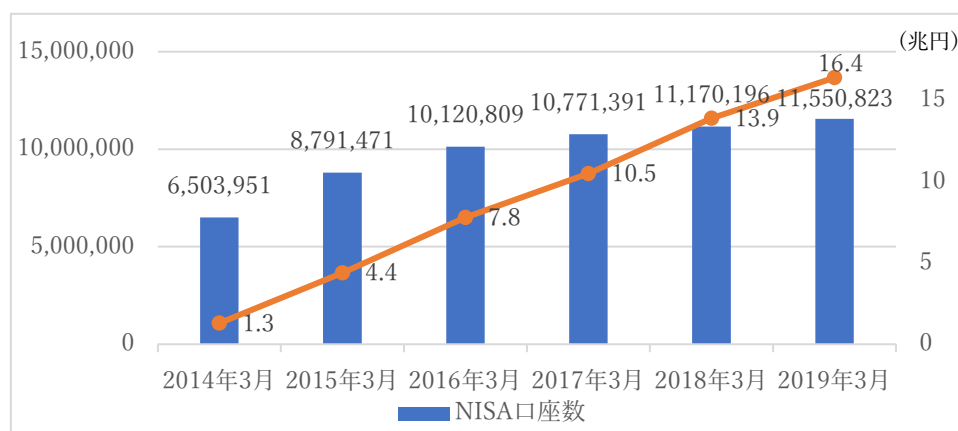
前節では、日本の投資信託の歴史と導入経緯から分かるように、資産形成を促す制度として NISA が誕生したことを述べた。本節では投資信託を取り巻く
10 NISA とそのモデルになったイギリスの ISA を述べ、日本とイギリスの投資信託を取り巻く非課税制度について述べる。

第一項 NISA

日本では、家計の資産形成のさらなる拡大を目指し、2014 年に 2023 年までの投資可能期間を設けて少額投資非課税制度、通称 NISA が策定された。イギリスの個人貯蓄口座 (ISA) をもとに、日本版として導入されている。NISA は株・投資信託などの金融商品に投資した際、配当金や分配金、譲渡益が非課税になる。非課税期間は最長 5 年であり、新規投資額で毎年 120 万円が非課税となる。NISA 口座は一人につき一口座しか持てないが、金融機関の変更は可能である。
20 また非課税期間が終了した際であっても、投資家は売却・課税口座に移行・ロールオーバー¹³するかを自由に選択できる。図表 6 より、NISA の口座数と買い付け額は年々増加しており、一定数の投資家の需要を満たしている制度であると見てとれる。

¹³ NISA 口座で保有している金融商品の非課税期間を延長させること。手続きを行いその商品を翌年の NISA 枠に移すことにより非課税期間を最大 10 年まで延長することが可能。

図表 6 NISA 口座数と買付額の推移



出典) 金融庁(2014-2019) NISA・ジュニア NISA 利用状況調査

5 第二項 つみたて NISA

NISA から派生して、つみたて NISA は、特に少額からの長期・積立・分散投資を支援するための非課税制度¹⁴である。一般 NISA との違いは、非課税期間は 20 年間で、新規投資額は毎年 40 万円が限度である。また非課税期間が終了した際のロールオーバーができない。そして対象のファンドは、販売手数料が 0 円(ノーロード)のもの、信託報酬が低い商品、頻繁に分配金が支払われない商品など、一般 NISA に比べると多くの制約がついており、164 本¹⁵しか存在しない。しかし金融庁が定めた基準を満たした金融商品に限定されているため、初心者にとって、投資の対象がある程度絞られていることは一つの利点だといえる。このような特性から、つみたて NISA の口座数は 1,274,188 口、買付額は 1,332 億 573 万円¹⁶となっている。

¹⁴ 金融庁 つみたて NISA の概要

¹⁵ 2019 年 9 月 6 日時点

¹⁶ 金融庁(2019) NISA・ジュニア NISA 利用状況調査 平成 31 年 3 月末時点

図表 7 一般 NISA とつみたて NISA の比較

	一般 NISA	つみたて NISA
利用可能者	日本在住で 20 歳以上の人	
非課税投資枠/年	120 万円	40 万円
非課税期間	最長 5 年	最長 20 年
ロールオーバー	可	不可
投資対象商品	・ 上場株式 ・ REIT ・ ETF ・ ワラント債 等	・ 長期の資産形成に適した投資信託 ・ 一部の ETF

出典)金融庁 HP より筆者作成

第三項 イギリスと ISA

- 5 前項までは NISA について論じてきたが、そのモデルとなった ISA についてここで考察する。まずイギリスの投資信託の制度から ISA を述べていく。イギリスは投資信託の起源とも言われるほど古くから投資信託が普及している。また、日本よりも金融教育が進んでいる¹⁷ため我々よりも投資に関して多くの知識、そして幅広い選択肢を持っている。さらに先ほど論じた NISA の見本となつた ISA もイギリスが発祥である。よって、日本の資産形成手段の参考として ISA
- 10 を考察することは意味のあることだと考えられる。

- ISA(Individual Saving Account)とはイギリスが 1999 年に導入した個人貯蓄口座のことである。発足当初は 2009 年までの時限措置であったが、低所得層や若年層に普及したことが評価されたため恒久化された。現在 ISA には図表
- 15 8 のように(1)株式型と(2)預金型の 2 種類がある。

¹⁷ 一概に金融教育が進んでいるとは言えないが、欧州の国民は日本人よりも投資に対して積極的でリスクを厭わないメンタリティーを持っている

図表 8 ISA の分類

	上限投資額	対象商品	非課税対象
(1) 株式型 ISA	11520 ￡ (約 190 万円)	株式、公社債、投資信託、保険など	利子、配当金、譲渡益
(2) 預金型 ISA	5760 ￡ (約 95 万円)	預金、MMF など	利子

出典)大和総研(2014)「なるほど NISA 第四回 英国の ISA との制度比較」より筆者作成

5 ISA の特徴として上限投資額の仕組みが挙げられる。ISA の年間上限投資額は 2019 年度で 15240 ポンド¹⁸(約 214 万円)である。なお、NISA では 2019 年現在で 120 万円である。二国間の上限投資額に大きな差はないように見えるが、ISA は分配金が非課税であるため、投資で得た利益を同じ口座内でそのまま次の投資に回すことができる。その利益は上限投資額に含まれないため、非課税のまま、投資を続けることができる。また、非課税期間がないことも ISA

10 の特徴である。ISA が恒久化されたため、非課税期間が無期限となった。気軽に、そして長期的に投資できるようになったのはイギリス国民にとってプラスといえるだろう。

15 以上のことから ISA には NISA が参考にするべき点があるといえる。再投資がしやすいこと、そして投資に対して長期的な姿勢で考えられることである。NISA は 2019 年現在で 5 年間の非課税期間が設けられている。投資に対して積極的な姿勢を持たない日本人¹⁹は、6 年目以降も非課税というシステムを導入するのであっても、大きな効果があるとは言い難い。付随して、2019 年 10 月 16 日政府は NISA の恒久化を見送ることを発表した。政府は、NISA の 120 万円の

20 上限投資額は富裕層を優遇するシステムだと指摘している。しかし、少額からの投資が可能な NISA を恒久化しないことは、かえって富裕層と低所得層の格差を広げてしまうのではないだろうか²⁰。低所得層、若年層に普及した ISA と

¹⁸ HM Revenue & Customs より作成

¹⁹ 第一章第二節参照

²⁰ 低所得層は一般的に富裕層に比べて投資に多くの資金を回せないため、

対照的に、NISA は低中所得層の支持を遠ざけるような方向に進もうとしている。
この状況では ISA を参考にした日本の資産形成の見直しは難しいと言える。

第三節 アメリカの投資信託

- 5 アメリカでは、2019 年 3 月末の時点で投資信託残高が 23 兆 8030 億ドルで世界 1 位である(図表 9)。この保有額は世界の投資信託残高の約半分にまで上る。またこれは、他の投資信託残高上位国²¹の金額に注目することでも、圧倒的な数字であることが分かる。このことから、資産形成手段として投資信託が活用されている成功例として、アメリカの投資信託の特徴や、歴史を再考することは意味のあることである。
- 10

図表 9 世界各国の投資信託残高(ドル)

1	アメリカ	23 兆 8030 億	6	オーストラリア	2 兆 1050 億
2	ルクセンブルク	5 兆 200 億	7	中国	1 兆 9360 億
3	アイルランド	3 兆 840 億	8	日本	1 兆 8030 億
4	ドイツ	2 兆 3900 億	9	イギリス	1 兆 7670 億
5	フランス	2 兆 1630 億	10	カナダ	1 兆 3310 億

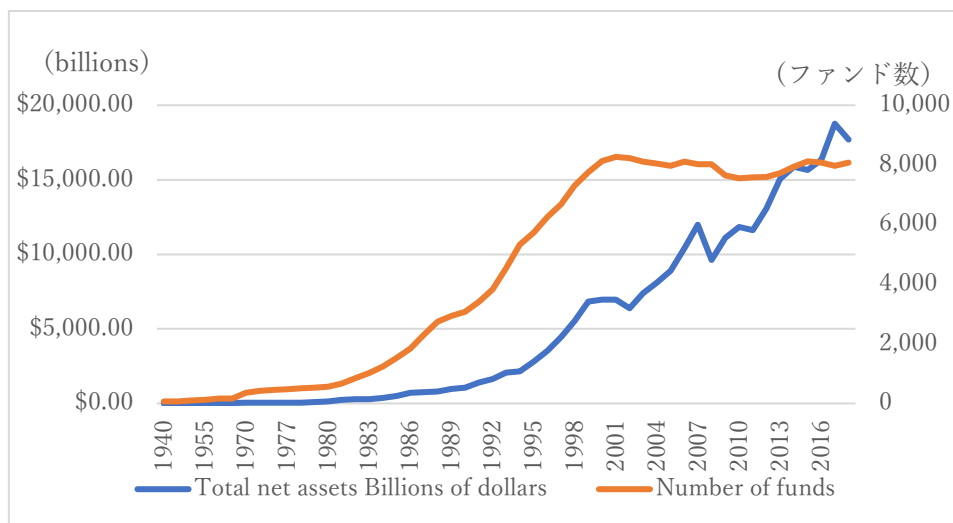
出典) 投資信託協会 HP「投資信託の世界統計」より、筆者作成

- 15 まずは、アメリカにおける投資信託保有額の推移について分析したい。図表 10 より、アメリカにおける投資信託保有額は、2000 年まで右肩上がりが続いている。この結果、家計の資産形成における投資信託の割合も 0.2% から 13.1% へと上昇することとなった。

少額からでも挑戦できる NISA は低中所得層向きと言える

²¹ ただし、2 位のルクセンブルクはタックスヘイブンとして活用されている点には留意したい。

図表 10 アメリカにおける投資信託保有額とファンド数の推移



出典) ICI HP より筆者作成

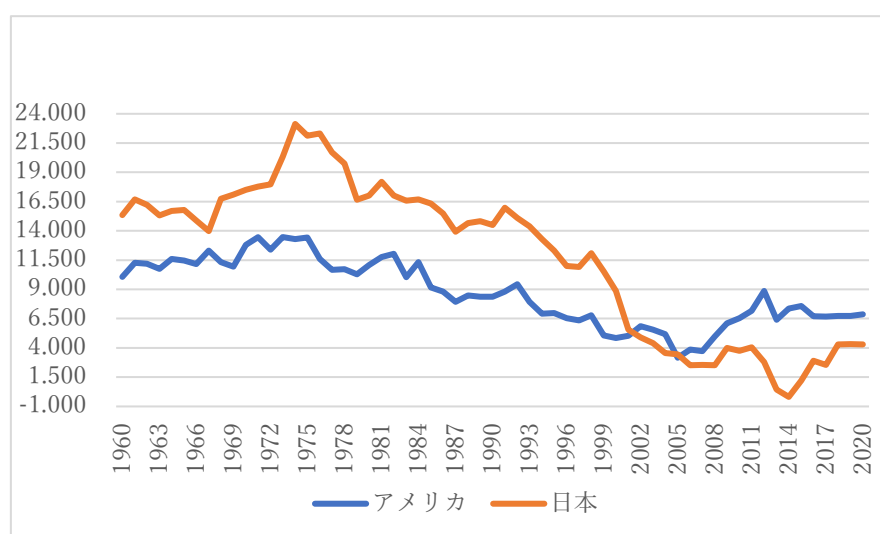
- 5 これだけの投資信託残高の急成長の要因として、期間中にダウ平均株価が100 倍以上に成長したことがあげられることは言うまでもない。その上で、投資信託が家計の資産形成として活用されてきた経緯を考察する必要がある。
- ここで注目すべきことが、確定拠出年金制度である。アメリカでは1974 年に従業員退職所得保障法の制定によって確定拠出年金制度が発足したと言える。
- 10 これはIRA と呼ばれるものである。その後1981 年に確定拠出型の401 (k) プランにより現行の確定拠出年金制度が確立された。そもそもこれら制度は、図表11 から分かる通り、貯蓄率の低いアメリカ人の消費傾向が問題視された背景があり、個人による老後に備えた資産形成のための資産運用の促進を目的とされたものである。そのため、確定拠出年金への個人拠出については税制の
- 15 優遇を受け、運用期間中の収益について課税されないのである。この制度により、家計は投資に回すことができる資産の確保をすることができるようになった。また、杉田浩治(2015)²²によると、「DC 加入者の間に「老後に備える長期の資産運用については、預金など元本安全商品でなく、短期的リスクはあっても長期的には高いリターンを期待できる株式組入れ商品を中心とすべし」とい

²² 杉田浩治(2015)「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」日本証券経済研究所

う認識が高まったことにある。」とあるように、株価の長期上昇を背景に確定拠出年金を運用したほうがいいという認識が高まったことも要因の一つであると言える。確定拠出年金制度導入時期と、アメリカにおける投資信託ファンド数が急激に上昇し、それを追いかけるように投資信託残高も上昇していく時期が

5 一致していることから、確定拠出年金制度が影響を及ぼしたということが推測できる。

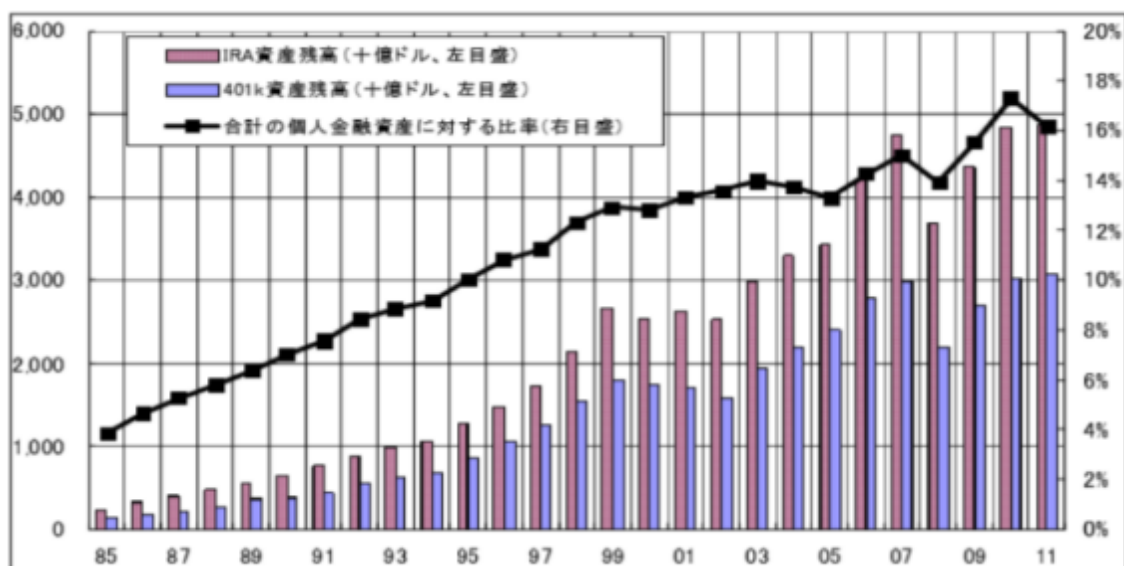
図表 11 アメリカと日本の貯蓄率の推移



10 出典) OECD²³HP より筆者作成

²³ Organization for Economic Co-operation and Development

図表 12 401(k) と IRS の資産残高の推移



出典) 杉田浩二 (2012) 「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC のビジネスを考える」 日本証券経済研究所・P7・図表 2 より引用

5

また、アメリカの投資信託商品の成長にも注目したい。アメリカの投資信託はアクティブ運用型の株式ファンド、債権ファンドの 2 種類が中心であった。この状況は 1971 年に MMF²⁴が生まれたことをきっかけに、免税地方債ファンドやインデックスファンド、ETF など消費者のニーズに合った様々な商品が生まれていく。その中でも、特に MMF の登場により次の 3 点の効果がみられる。

10

①金利上昇に強いファンドの誕生である。株式ファンドや債権ファンドには、金利の上昇時に利益が出にくい特徴があることに対して、MMF では金利の上昇に伴いファンド利回りも上昇するため、投資家は状況によって適した投資信託を選択できるようになった。

15

②株式や債権ファンドの高リスクを嫌っていた若年層を取り込めたことだ。それらのファンドに比べ元金安定性が高いにも関わらず銀行預金よりも利回りが高く、それまで証券会社のメイン顧客対象ではなかった若年層を新規顧客として取り込むことができた。実際に、Matthew Fink (2011)²⁵と杉田浩二 (2015)

²⁴ Money Management Fund

²⁵ Matthew Fink “ The Rise of Mutual Funds ” Oxford University Press, 2011 pp 87~94

によると、銀行が顧客の一角である若年層の証券会社への流出を嫌い、20 の州において MMF 排斥キャンペーンが行われたのもこの時期である。

③証券会社が株価暴落時における顧客資金の避難場所を作ることができたことだ。それまでは株価が暴落すると銀行預金へ資金が流出していたのだが、MMF、
5 つまり証券会社内での商品へ資金を逃がすことができるようになった。そのため、株価の変動に伴う顧客の減少を最低限に食い止めることができ、「顧客の受け皿」を作ることができたのである。

販売経路の多様化も、アメリカの投資信託の普及に貢献している。1980 年代になると銀行による投資信託の販売が認められ、2000 年代になるとインターネットでの売買が可能になり、販売経路はより拡充していくこととなった。また、
10 日本との最大の違いであることが、証券会社のビジネスモデルが変わったことであり、中心商品が個別株式から投資信託になったことで、独立したファイナンシャルアドバイザーの成長がある。以前のビジネスモデルは、個別株式の売買手数料で利益を出すことが主流であったことに対して、1990 年代に入ると顧客の資産残高に対して一定の利回りを徴収することにシフトしていったのである。
15 つまり、コミッションベースからフィーベースへの移行により、投資信託商品を成長させることが利益を出す方法へと変わったのである。

ファンド数の推移にも特徴が見て取れる。ファンド数は 2000 年代までは大きく増加をし続けているが、その後はほとんど増加をしていない。しかし、投資信託残高を確認するとむしろ 2000 年代に入ってから急激に増加している。
20 このことから、投資信託商品の種類を増やすのではなく、運用によって各商品を大きく育てることにシフトしていることが分かる。つまり、投資信託会社が既存商品を大切に育てることに力を注いでいるということが、ビジネスモデルのシフト以外にも、データから読み取ることができる。

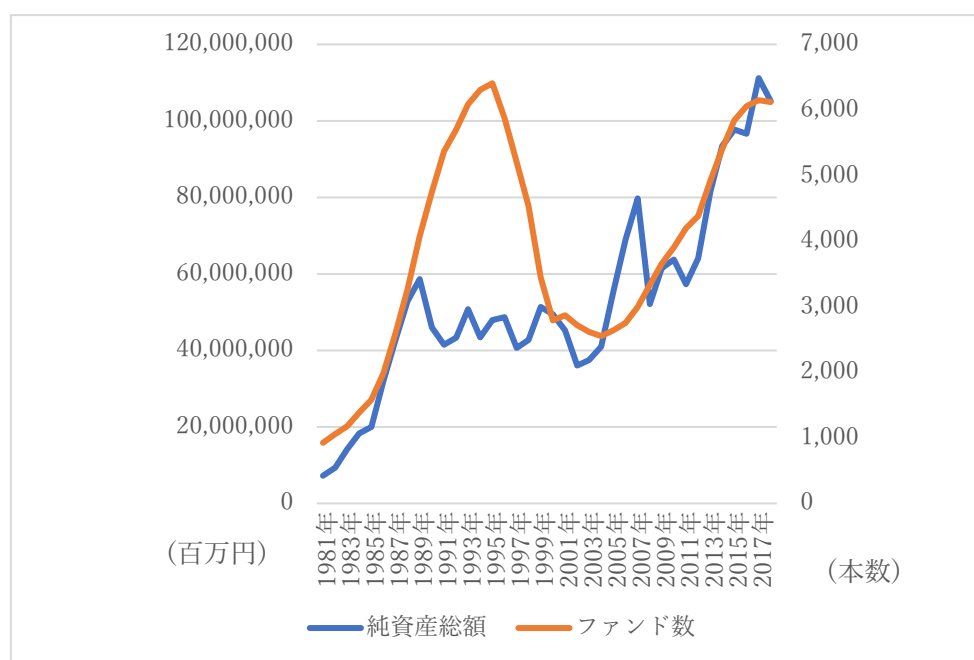
25 以上のことから、アメリカの投資信託は 70 年以上の歴史の中で、DC や販売経路の拡大、MMF などの投資信託商品の多様化により、様々なバックグラウンドを持つ人が投資信託を利用しやすい土壌を構築し、投資信託会社が投資信託商品を成長させ、投資の知識がない人のためのアドバイザーの存在により、実際に利益が出せる環境になっていったと言える。

30 このような流れから、日本の投資信託が学ぶこととして、投資信託商品の成長

とアドバイザーの存在の2点が挙げられる。日本においても、アメリカと同様に販売経路の拡大や商品の多様化などはすでに行われていることは、周知の事実であると言えることに加え、アメリカで投資信託が発展することができた最大の要因は、当然ではあるが利益を出すことができたことである。

- 5 まず、図表 13 より、アメリカの投資信託保有額とファンド数の関係を日本のものを比較すると、2018 年時点でアメリカのファンド 1 本当たりの保有額が約 2356 億円²⁶であることに對して、日本では 171 億円であり、両者には 14 倍近い差がある。投資信託にも当然、規模の利益は適用される。そのためこのデータは、アメリカのほうを経費や運転費用において、より効率的な運用をしている
- 10 という裏付けであると考えることができる。この観点から、日本においても、既存商品の成長に力を注ぎ、より効率的な運用ができるようにするべきであることが分かる。

図表 13 日本における公募投資信託保有額とファンド数の推移



出典) 日本証券業協会 HP より、筆者作成

²⁶ 2019 年 10 月 10 日時点での 1 ドル 107.5 円換算で、筆者による計算

次に必要となるものが、アドバイザーの存在である。日本でも独立したファイナンシャルプランナーから、知識の乏しい一般投資家がアドバイスを得ることができるビジネスモデルを構築する必要がある。杉田浩二（2019）²⁷より「日本では、「情報と助言はタダで得られる」と考える投資家が多く、FP の独立が難しい状況が続いている。」とあるように、日本人の気質も影響して、アドバイザーのビジネスモデルの構築ができていないことが問題である。話がそれてしまいが、株式会社 JTB が 2019 年 4 月 1 日より、「旅行相談料」を試験的に導入し、話題になったことから、日本人の気質はうかがえる。この状況下では、
5
10
アドバイザーがビジネスを行うことは困難であると考えすることは容易であり、金融教育などを通じて国民意識を変えつつ、より独立したファイナンシャルプランナーが参入しやすい土壌を整えていく必要があると言える。

第四節 日米英の比較

15
これまでに、日本・アメリカ・イギリスの投資信託の歴史やそれを取り巻く制度、特徴を述べてきたが、ここでは 3 カ国を比較し日本の資産形成における投資信託はどうあるべきかについて論じていく。特に、日本が現在抱えている投資信託の保有期間の短さ、手数料の高さ、この 2 つの課題に焦点を当てていく。

20
まずは保有期間について述べていく。図表 14、15、16 はそれぞれ日本、アメリカ、イギリスの主な投資信託保有期間を表す。見ての通り日本の投資信託保有期間はアメリカ、イギリスと比べて短い²⁸。日本の投資信託の販売口として、証券会社はもとより金融ビッグバン以降は銀行、保険会社、郵便局など様々な金融機関が挙げられる。金融機関は消費者の利益を確保するだけでなく、一企業として自らの利益も獲得しなければならない。そのため、販売手数料を稼ごうと元々保有期間が短い商品を販売する過当売買²⁹が行われることがある。長
25

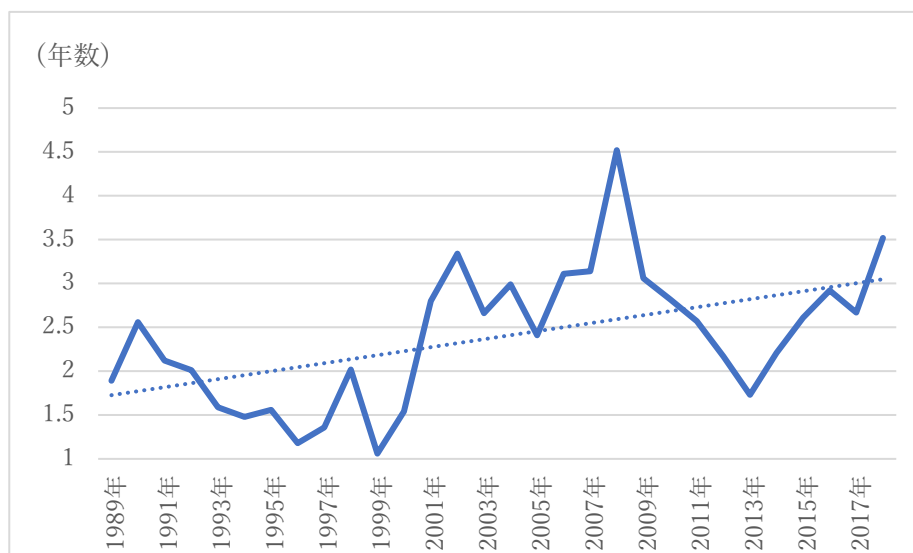
²⁷ P19

²⁸ ただし、2014 年以降保有期間が長期化しているのは NISA が導入されたためであることに留意しておきたい

²⁹ 本稿第三章第二節参照

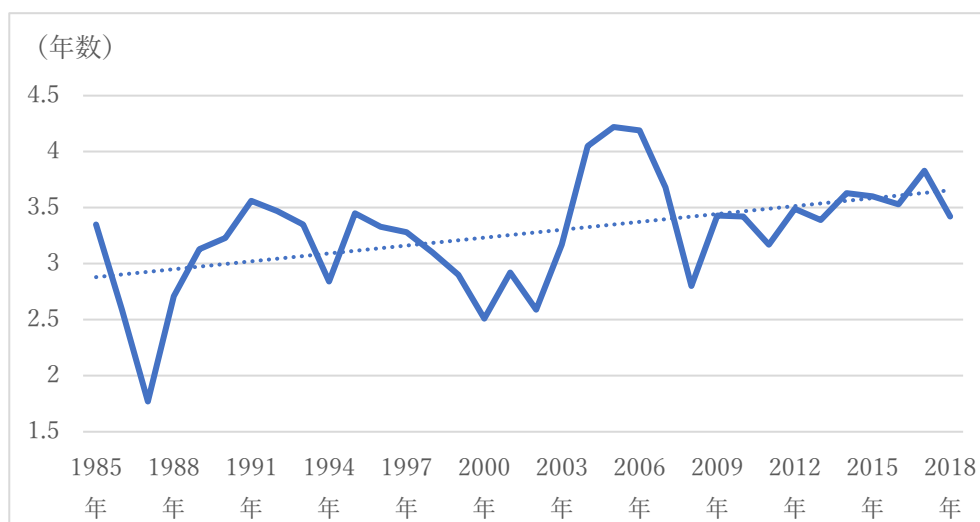
期保有の商品は消費者が購入後、次の商品を購入するまで期間が空き、販売手数料を取る回数が減ってしまうからだ。しかしこのような金融機関本位の営業をしているようでは海外との差は縮まらないだろう。

5 図表 14 日本の投資信託保有期間



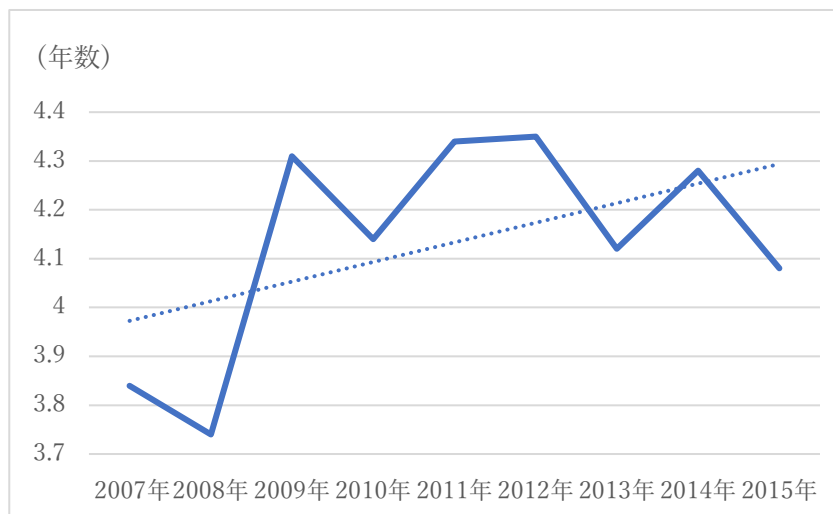
出典) 投資信託協会 HP より筆者作成

図表 15 長期投資型アメリカミューチュアルファンドの平均保有期間



出典) 杉田浩二(2018)「投資信託の制度・実態の国際比較」より筆者作成

図表 16 イギリス投資信託の平均保有期間



出典) 杉田浩二(2018)「投資信託の制度・実態の国際比較」より筆者作成

- 5 次に販売手数料について述べていく。ここでは手数料について量的な内容ではなく、制度面での比較を行う。日本の投信販売手数料は自由化されている。つまり、同一ファンドについて販売会社、販売方法によって手数料率が異なる。また手数料に上限はない。それに比べてアメリカは、各ファンドの目論見書記載の価格以外での販売手数料を設定することが禁止されている。目論見書は運用会社が作成することが多いため、販売会社は手数料を自由に決めることができない。この制度にはある背景がある。旧来アメリカは投資信託の販売を当日価格ではなく前日価格で行っていた。そうすると、株価が上がっている日に前日の安い価格で購入し、翌日高い価格で売却するという流れが発生するのだが、一般の投資家は手数料がネックになっていた。しかし、一部の業界関係者や優
- 10 遇顧客は手数料無しでこのような闇取引を行っていた。こうした不当取引を防ぐため、また資産価値の希薄化を防ぐために一律手数料の設定に踏み切ったのだ。手数料をファンドごとに一律に設定することで、消費者は販売手数料に悩まされることが減り、アメリカの投資家は合理的な選択が可能になったと考察する。また、イギリスでは「Vanguard(バンガード)」が注目されている。バン
- 15 ガードとは、アメリカ発祥の投資信託会社で、2018年時点ではバンガード社のファンド購入者は約2000万人に上る。また、販売以外にもフィナンシャルアドバイザーなども行っており、人気を集めている。このバンガードは手数料が
- 20

0.12%と安いのが特徴である。手数料が安い理由は、バンガードのファンドの投資家はファンドを通して間接的にバンガードの株主になるため、この構造により投資家以外の株主に配当金などを払う必要がなくなる。これによってバンガード社は投資家の利益のためだけにファンドを運用するため、手数料を多く取らなくても経営を充分維持できるという仕組みになっている。このようにアメリカやイギリスでは、手数料について画期的な改革や顧客本位の考えに立つことによって、投資家にとって良い環境を形成してきたと言える。以上の比較から、日本は投資信託の保有期間、手数料について制度上遅れをとっていることがわかる。

10

第三章 日本の投資信託の課題

日本では政府主導の下、「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを掲げ、投資信託を含めた家計の資産形成手段の1つとして国民に促している。しかし現状の日本の投資信託には多くの問題が存在する。本稿図表 17 から分かる通り、日本の家計の金融資産構成における投資信託の割合は約 4%であり、投資信託が家計の資産形成手段として機能していると言い切ることは難しい。そこで本章では、家計と金融機関の2つの側面から、日本の投資信託の現状や課題点を挙げていく。

15

20 第一節 家計の金融リテラシー

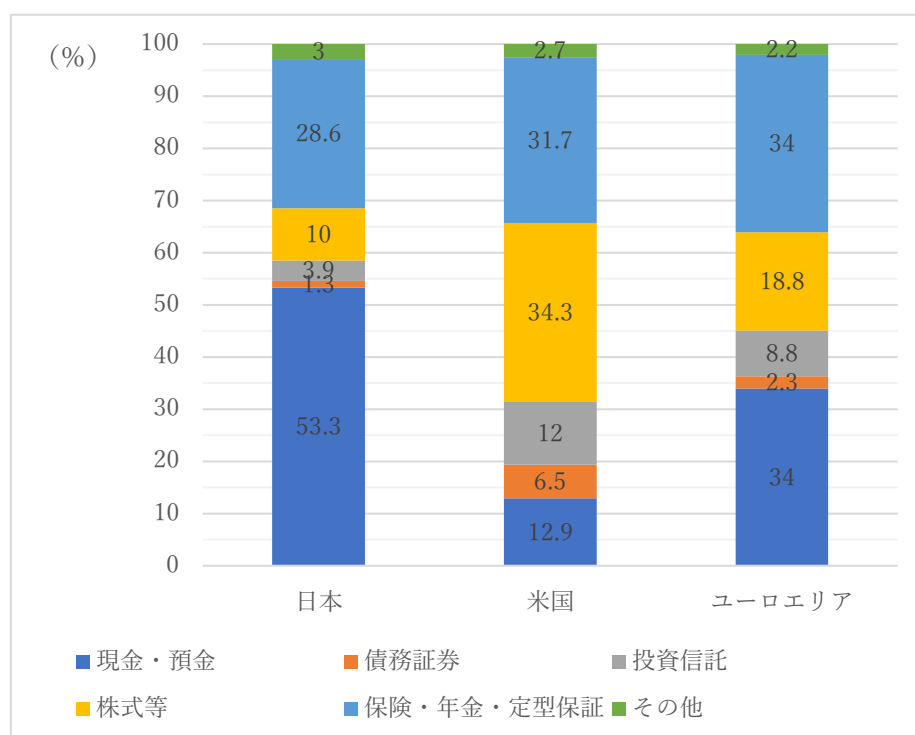
金融リテラシーとは、OECD によって「金融に関する健全な意思決定を行い、究極的には金融面での個人の暮らし（well being）を達成するために必要な、金融に関する意識、知識、技術及び行動の総体」と定義されている。また、日本証券業協会³⁰によると、「金融に関する知識や情報を正しく理解し、自らが主体的に判断することのできる能力であり、社会人として経済的に自立し、より良い暮らしを送っていく上で欠かせない生活スキル」と定義されている。つまり、金融リテラシーとは、投資行動に重大な影響を与える要素である。家計の資産形成手段として、投資信託を一般化するためには、金融リテラシーの向上

25

30 日本証券業協会ホームページ「金融・証券用語集」（金融リテラシー）

は必要不可欠な事であると考えられる。図表 17 を見てわかるように、米国やユーロ圏に比べると日本の現金・預金の項目の比率は、53.3%とずば抜けている。それに対して、債務証券・投資信託・株式等の資産運用項目の比率は、15.2%と、とても低い結果となっている。このように、米国やユーロエリアと比較すると日本の資産運用に対する意識の低さをうかがうことができ、金融リテラシーは低いと考えられる。

図表 17 日・米・欧各国の家計の金融資産の構成



10 出典) 日本銀行調査統計局(2019)より筆者作成

日本の金融リテラシーが低い理由として、金融広報中央委員会の調査では、金融に関する教育が少ないこと、投資や資産運用よりもタンス貯金などに傾く人が多いこと、投資と聞くとマイナスイメージを抱く人が多いことの3つにまとめられている。まずは、日本での金融に関する教育が少ないことを、アメリカ、イギリス、オーストラリアと比較してみていく。

15

図表 18 4カ国の金融教育における差異

	アメリカ	イギリス	オーストラリア	日本
金融教育に取り組み始めたきっかけ	・1980年代に開始された金融自由化。 ・2007年のサブプライムローン問題。	公的年金の規模縮小および、私的年金への移行奨励策によって起こった社会問題。	・スーパーアニュエーションへの強制加入。 ・2000年初頭に起こった若年層の負債。	少子高齢化が進み、今の子供たちが将来、生活できず不自由なく生活できるだけの年金がもらえなくなる可能性が高い。
金融教育の目的・特徴	情報を選択し、落とし穴を避け、どこに助けを求めにいったらよいかを知り、現状を改善し長期的な金融的 well-being を改善するための行動をとる力を付ける。	市場の信頼性、公衆の啓蒙、消費者の保護、金融犯罪の削減。 金融教育は金融サービス市場法という法律によって位置付けられている。	お金やファイナンスについて理解し、その知識を効果的な金融に関する意思決定に活用すること。 「一貫性」教育	道徳観念や金銭観念を身に付けさせる。 また、老後を楽にするために資産運用の方法を身に付ける。
金融教育を主導している機関	・ NEE ・ Jump\$tart	FSA の CFEB	ASIC	金融広報中央委員会
政府の教育担当	各州・各団体・	DfE	ACARA	文部科学省

当機関	各学校に委ねられている。			
教育基準、カリキュラム作成に関わる中央政府の権限	・州政府に教育基準作成の権限。 ・各学校に教育カリキュラム作成の権限。	教育技能省に教育基準、カリキュラム作成の権限。	教育政策全般は連邦政府によって統括されているが、小学校・中学校・高校は各州の教育行政部門が管轄。	文部科学省に教育課程の基準である学習教育指導要領作成の権限。
協力団体	150 以上のアメリカ銀行協会教育財団や全米消費者教育研究所等の法人、学術機関、NPO 団体、政府機関など	政府と民間の連携、地域ごとに pfeg という NPO 団体との連携。	政府・学校関係機関、各学校、親、監督者、若者、家族、ほかの教育や訓練提供者、企業、共同体が結集して責任を負う。	金融広報委員会、金融業界団体、消費者教育団体、などの民間団体。
金融教育で主に学ぶこと	金融ケイパビリティ	新ナショナルカリキュラム、シチズンシップ	VELS (ヴィクトリア州必須学習基準)	
金融教育の取り入れ方	スポーツという「遊び」を組み込む。	義務教育(数学)の中に位置づけた。	オーストラリアンカリキュラムに金融教育を統合し組み込む。	家庭科・社会科に組み込む。
教材の作成	VISA 社、CEE,	NPO の pfeg が		学習指導要領

	Jump \$start	多くを作成。		を基準として各学校、担当教師に委ねられている。
教員向け研修	オンライン教材の指導書をダウンロード。	NPO の pfeg が教師教育を行っている。	マネースマートティーチング	政府・日銀は教員向けセミナーや公開授業を行った。
実践的な取り組み	オンライン教材	子供信託基金	教科書で「理解のチェック」「考え話し合おう」といった問題提起がされている	なし

出典) 金融庁(2005)「金融教育に関する国際比較」より筆者作成

図表 18 より、海外の金融教育の取入れ方の例として、イギリスやオーストラリアでは、新たに金融教育の授業の時間を作るのではなく、既存の科目に組み込むことによって授業時間を確保している。このように数学などの授業時間が多く確保されている科目に組み込むことで、授業時間が確保できないという問題は解決される。アメリカでは、生徒が取り組みやすいように、金融教育をオンラインゲームにしている。また、このゲームでは教師が指導書をダウンロードできるようになっており、その指導書をもとに授業をすることができる。また、イギリスでは子供信託基金、アメリカではオンラインゲーム、オーストラリアでは「理解のチェック」「考え話し合おう」などの問題提起がされており、子供たちが実践的に取り組めるように工夫されている。しかし、日本では実践的な取り組みがされておらず、金融を身近に感じることができていない。日本が金融リテラシーの向上を図るためには義務教育段階で今まで以上に金融教育を行い、それに加えて個人が金融能力を高められる環境の構築をすることが必要であり、金融に関する知識を、若年層に分かりやすい形式で整備していくこ

とが必要であると考える。

具体的には、イギリスやアメリカのように義務教育の段階から長期にわたり、金融に触れていくことが重要であると考える。例えばイギリスのように、小学校や中学校の段階から金融に関する授業を受け、金融を身近なものと認識できるようになることが挙げられる。また、金融に関する授業の内容も、単なる知識を習得するだけではなく、将来の資産形成を自分で行うことができるようになるような実践的な内容であることが重要であると考えられる。さらに、アメリカのように、金融に関する無料オンラインゲームなども利用し、子供が金融教育に取り組みやすくなる工夫をする。また、金融に関する知識がしっかりと備わっていない教師ではなく、金融のスペシャリストである専門家や起業家を講師とするなど、金融教育にさらに力を入れることも重要であると考える。金融教育の内容、また、金融教育に取り組みやすくなるような工夫がなされていることが、日本での金融リテラシーの向上に繋がると考察する。

15 第二節 金融機関・販売会社の側面

第一項 手数料と過当売買

日本の投資信託の大きな問題として、コミッション型の手数料体系が挙げられる。ここでは、その手数料問題から発生する過当売買問題を、①アクティブファンドとインデックスファンド、②投資信託の乱立の2つの観点から述べていく。まず過当売買とは、顧客から手数料収入を得ることを目的に、投資信託を頻繁に売買させる行為のことである。金融機関は利益を上げるために、頻繁に商品を売買させることで、その分だけ利益が発生するため、販売手数料が高く設定されている場合がある。また、過当売買は金融商品取引法の中で適合性の原則に反する違法行為として、行政処分の対象となる。この点に関して、金融庁は『銀行において、投資信託販売額や収益が増加してきた一方、残高や保有顧客数が伸びていない状況を見ると、今なお、いわゆる回転売買³¹が相当程度行われていることが推測される。投資信託が短期的なリターンを狙う回転売買の商品として使われ、長期的な資産形成に資する商品としては十分活用され

³¹ 過当売買とほぼ同義

ていない』³²と問題視している。金融機関が過当売買を行うことで、投資信託の平均保有期間の長期化は難しい。本稿第二章第四節でも示した通り、アメリカやイギリスと比較して、日本の平均保有期間は短いといえるだろう。この状況から脱しなければ日本の家計で投資信託を資産形成手段として普及させることは困難であると考察する。話を戻すが、以下より過当売買問題を述べていく。

①アクティブファンドとインデックスファンド

投資信託には主にアクティブファンドとインデックスファンドがあり、アクティブファンドは、運用会社のファンドマネージャーが銘柄を分析して市場平均を上回るように運用を行うタイプである。一方インデックスファンドは株価指数や債券指数などの市場平均に連動するように運用するタイプである。一般的にアクティブファンドはインデックスファンドに比べて手数料が高いとされている。なぜなら市場平均を上回る運用成果を得るために、企業の分析や調査を専門家が詳しく行うので、運用コストが高くなる。結果的に投資家の負担コストも大きくなる仕組みだ。図表 19 は日米の売れ筋ファンド上位 5 本を示しているが、アメリカの上位すべてがインデックスファンドであるのに対して、日本のトップ 5 すべてがアクティブファンドである。日本市場では日経平均株価等がアメリカの株式市場と比較して成長が少なく、アクティブファンドが頻繁に売買されているということも見受けられるが、それが原因であるとしても、日本においても世界株式や米国株式のインデックスファンドを購入が可能であり、長期間保有すれば運用益がでるはずであるので、金融機関が顧客に促して、手数料で利益を得ようとする過当売買が少なくとも行われているであろうと再度認識できうる。

³² 金融庁(2018)「平成 27 事務年度金融レポート」より引用

図表 19 日米の売れ筋の投資信託

順位		投資先	タイプ	販売手数料平均割合	信託報酬平均割合	収益率平均割合 (過去 10 年)
日本	1 位	米国リート	アクティブ	3.20%	1.53%	▲0.11%
	2 位	海外リート	アクティブ			
	3 位	米国リート	アクティブ			
	4 位	海外株式	アクティブ			
	5 位	米国低格付け債券	アクティブ			
アメリカ	1 位	米国株式インデックス	インデックス	0.59%	0.28%	5.20%
	2 位	世界株式インデックス	インデックス			
	3 位	米国株式インデックス	インデックス			
	4 位	米国株式	インデックス			
	5 位	米国債券インデックス	インデックス			

出典)金融庁(2017) 「説明資料」より筆者作成

②投資信託の乱立

- 5 図表 20 は主要国のファンド数と一本当たりの金額を表したものである。各国と比較しても、純資産総額に対して、日本のファンド数が多いことが分かる。日本で投資信託が乱立する理由は、同章でも再度述べている過当売買の問題が大きいと考えられる。金融機関は、世の中の流行を様々な角度から分析し、投資家に注目してもらえるような投資信託を設定・販売を積極的に行うことで、

手数料収入を上げていると考察できる。このため流行一番、手数料一番というファンド創設の流れを繰り返すことで、日本のファンド数が多くなることが起こる。この問題が投資信託の重要な側面である、堅調な残高の増加が行われな
い問題を誘発すると我々は考える。

5

図表 20 主要国のファンド数と一本当たりの金額

	ファンド数	純資産(百万 ドル)	純資産(億円)	一本当たりの金額 (億円)
日本	6,060	－	966,415	159
アメリカ	9,782	18,868,105	22,096,438	2,259
イギリス	2,802	1,510,976	1,769,504	632
ドイツ	1,834	375,253	439,459	240
フランス	10,952	1,880,355	2,202,060	201
世界計	92,218	36,815,649	43,114,807	468

出典)杉田浩治(2018) 「投資信託の制度・実態の国際比較」 P15 より引用

以上2点より、過当売買問題を考察した。我々は、このような現状や手数料
10 体系を作った金融機関は、本来顧客の利益を損なわないように、注意深く相談
した上で金融商品を販売しなければならないと考察する。しかし現在は、投資
信託が金融機関の一方的な販売や手数料といったイメージが一定数あると見受
けられる。図表 19 から、日本の売れ筋ファンド上位の販売手数料と信託報酬
の平均が、手数料が残高に対応した体系が主流のフィerbベースのアメリカと比
15 べ、どちらも5倍以上の差があるのに対し、収益率はアメリカが5.20%、日本
がマイナス0.11%である。アメリカに比べて、日本では手数料を数多く払わな
ければならないことが見てとれ、一般的な収入の家計³³では、投資信託の購入
の1つの障害になっているものである、と考えられる。

投資信託を利用する投資家は、一時的な状況に惑わされず長期保有を行うべ

³³厚生労働省(2018) 「平成29年 国民生活基礎調査の概況」より、平成28年
における世帯平均所得金額は560万2千円

きであるが、金融機関も手数料等の足元の短期的な利益を優先せずに、顧客が長期保有できるような投資信託の設定と販売に尽力すべきである。真に顧客の利益を優先した投資信託の運用は、投資家を増加させるとともに相対的に、金融機関の中長期的な利益に繋がるはずである。この顧客本位の業務運営のことをフィデューシャリー・デューティーという。次項で詳しく考察する。

第二項 フィデューシャリー・デューティーの遵守

今後、我が国において投資信託を円滑に普及させるための一つとして、フィデューシャリー・デューティーという考え方がある。我が国の投資信託の持つ最大の問題は、第二章及び第三章で述べたように、投資信託商品を成長させることができなかった点である。つまり、家計の資産形成手段としては活用しにくい商品であったと考えられる。このような状況の中では、投資信託への不信感が増し³⁴、元本割れに対する許容のハードルは高くなる。結果的に元本保証のある預金に資産を回してしまいやすくなることは、想像に難しくない。

ここで、必要となってくる考え方こそ、フィデューシャリー・デューティーである。この考え方とは、金融機関が、顧客本位の業務運営をすることで、国民の安定的な資産形成を図るというものであり、日本では、平成 29 年 3 月 30 日に金融庁³⁵によって発表された。

しかし、この発表によると、「フィデューシャリー・デューティーの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信認に応えるべき一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている」³⁶とされている。つまり、フィデューシャリー・デューティーとは、あくまで「概念」であり、法律や規則のようなルール化されているモノではない。そのため、日本でも欧米などと同様に、金融事業者に対して、顧客保護に向けた自主的な取り組みを促した程度にとどまっている。金融庁によるフ

³⁴ 投資信託協会（2019）「投資信託に関するアンケート調査報告書」によると、投資信託は、「損をしそうで怖い」というイメージを持つ人の割合は、増加傾向にある。

³⁵ 金融庁（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則」

³⁶ 34p.1 より引用

フィデューシャリー・デューティーの内容とは、図表 21 の通りである。

図表 21 フィデューシャリー・デューティーの内容

①顧客本位の業務運営に関する 策定・公表	②顧客の最善の利益の追求
③利益相反の適切な管理	④手数料等の明確化
⑤重要な情報の分かりやすい提供	⑥顧客にふさわしいサービスの提供
⑦従業員に対する適切な動機付けの枠組み	

出典) 金融庁(2017)「顧客本位の業務運営に関する原則」より筆者作成

5

これらの内容において、具体的な基準や識別方法等には、特に触れられていないことから、拘束力のない、あくまで呼びかけにとどまっている発表だと分かる。つまり、今後の金融事業者は、顧客本位を追求するために、法律という最低限度のルールを守ることだけではなく、自主的な制約のもとに業務を行うことが求められていると考えられる。これは、様々なバックグラウンドを持つ顧客ごとに、ベストな対応を法律によって決めることは、不可能であり、金融事業社による自主的な行動でのみ、ベストな対応に近づくことができると考えられるからである。仮に、強制力を持って顧客に対する金融機関の一方的な最上位の対応を決めてしまうと、その対応が顧客にとって不都合な内容であったとしても、金融事業社の責任を追及することができなくなってしまう恐れがある。実際に、森本(2016)³⁷では、顧客にとってのベストとは、法律を遵守するだけでは達成されるものではないが、一方で、時代とともに移り替わる顧客にとってのベストを、一般化することは不可能であり、金融事業者が個別に事故制約を設け、対応していかなければならない、といった内容が述べられている。また、自主的な行動とは言え、各金融事業社は、実質的には強制的にフィデューシャリー・デューティーを意識せざるを得ない状況であることにも留意したい。なぜなら、金融行政上で重要視されている顧客本位のフィデューシャ

10

15

20

³⁷ 森本紀行(2016)「フィデューシャリー・デューティーとは何か」pp 19～20より、筆者により要約

リー・デューティーを金融事業社が無視をし、その概念を規範化しないことは、顧客の不信感や社会的な信頼を失うことに直結するからである。また、一度規範化され、それを金融事業社が公開すれば、金融庁による監査対象になることは、言うまでもない。

- 5 そして、必然的に現れる問題として、顧客にとっての最善の利益とはどのようなものか、ということである。フィデューシャリー・デューティーの究極は、顧客にとっての利益の最大化にあり、金融機関の利益や、業務存続に関しては一切考慮されていない。それでは、そもそも営利を目的としている企業の事業として成り立たないため、現実的な概念として、金融庁により提言されている
- 10 フィデューシャリー・デューティーとは、サービス、商品に見合った利益を獲得することを前提としている。実際に金融庁の発表³⁸の内容を確認すると、「手数料等の明確化」といった内容が組みこまれている。このことから、現状の金融商品の売買を活発化させ、手数料により利益を生み出す方法や、手数料の料金設定自体の是正を促していることが考えられる。つまり、顧客にとっての利
- 15 益の最大化を行い、それに見合った報酬を金融機関は得ることにより、顧客満足の向上を目指し、投資商品の成長によって、最終的には金融機関の利益の向上につなげていく、第二章第三節で述べた、2000年以降のアメリカのようなビジネスモデルの確立を促していると言える。これにより、金融機関の経営戦略も、金融商品の質の向上に移り変わり、手数料ビジネス³⁹から抜け出す一歩に
- 20 しようとする目論見も含んでいることが、金融庁の推奨するフィデューシャリー・デューティーだと言えるだろう。

第四章 提言

第一節 投資信託のあるべき姿

- 25 日本の投資信託の現状は、金融機関及びに家計の視点で見ると、金融庁が示している通り、顧客の利益が損なわれる事態が起きていると考えられる。これは、投資信託は資産運用のための手段であるにもかかわらず、顧客の利益を最

³⁸ 34に同じ

³⁹ 第三章第二節第一項参照

大限にする方策を備えておらず、顧客本位でないことが多いからだと考える。
このままでは、投資信託は、我々の考える本来の目的を達成する前に、投資家からの信用を失くすだろうと考える。

では、日本の投資信託は本来どのような姿であるべきなのか。本来の投資信託においては、販売、資産運用、資産の事務管理という機能は、顧客の利益を守るために必要な機能である。顧客の資金が、顧客の利益のために運用されることが一番重要なことであるからだ。だが、日本の投資信託はこの機能に不備があり、顧客の利益が損なわれるという事態が起きている。また、金融庁はフィデューシャリー・デューティーも重要であると述べている。フィデューシャリー・デューティーとは、投資信託の4つの機能のうち、信託受託者の機能に関する責任、即ち、投資家の利益を守る番人としての責任であると認識でき、他の3つの機能に関する、責任を括る最上位のものなのである。

投資信託は、いうまでもなく、資産運用のための手段である。しかし再三になるが、顧客の犠牲のもと、金融機関の利益のために使われているのが現状だ。このようなままでは投資信託の意味がないと考える。よって、顧客本位の業務運営を行うには、投資信託の残高を上げることができれば、スケールメリットが上がり、顧客のリターンも増加し、手数料体系改善することが考えられる。次節では、スケールメリットが起こるための提案として、インデックスファンド、とりわけNYダウ連動ファンド販売・購入の推奨とそれに加えて、日経平均株価の企業銘柄の入れ替えについて述べていく。

第二節 NYダウ連動ファンドの販売・購入/日経平均株価の企業銘柄の入れ替え

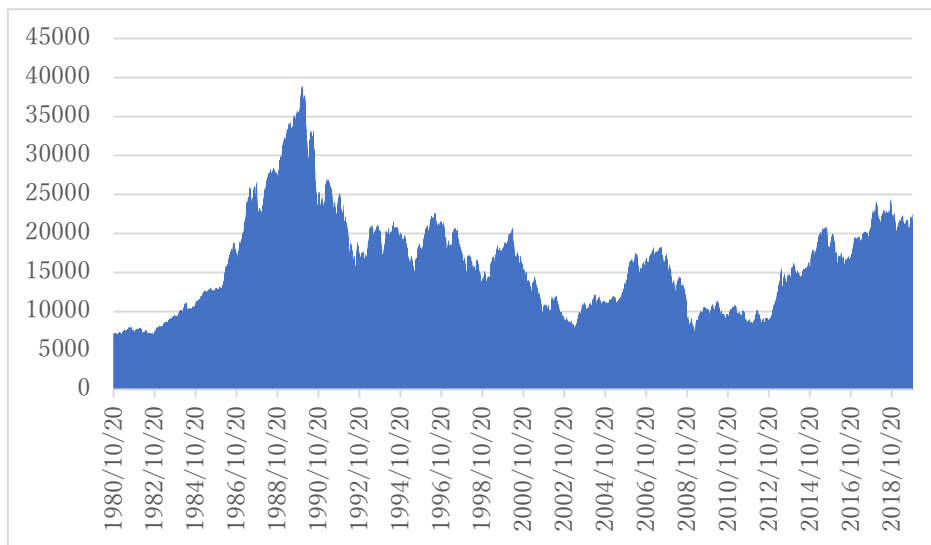
投資信託は基本的に値動きのある債権や株式に投資をするため、基準価額は株式市場等に左右されやすい。投資信託は将来必要となる資金を徐々に増やしていく手段であるため、長期間にわたって保有することになる。しかし日本では、アクティブファンドが主流⁴⁰になっている。その理由として、日経平均株価の成長が見られないために長期的な保有に繋がらないと考察する。図表22を

⁴⁰ 本稿第三章第二節参照

見ると、1990 年までは株価が上昇している。当時は株価が上昇し続けており、株を購入する人が多かったため株価が上昇していた。このことから株価と株の購入は比例すると考えられる。だが、1991 年～19993 年のバブル崩壊により、株価が大きく下落した。バブル崩壊機期間が過ぎた後も様々な資産価格が下落した影響が長引き、金融機関は多額の不良債権を抱えることになり、金融機関が相次いで破綻した。1999 年から 2000 年初頭は「IT バブル」と呼ばれた時期であり、IT 企業の株が買われ、株価が急上昇した。しかし、急速に IT バブルは崩壊した上に、2001 年に米国で起きた同時多発テロで投資家心理が悪化し、2003 年 4 月まで株価の下落基調が続いた。さらに、2008 年のリーマンショックによってバブル後の最安値である 7054 円をつけた。このように株価が不安定である上に、株価の上昇は見られなかったことにより、株式市場に対しての信用が失われた。この信用を取り戻すためには、成長している企業だけでなく、時代に合った企業を日経平均株価に採用することによって、株価指数を上げる必要がある。実際、NY ダウでは 2018 年 6 月に約 1 世紀にわたって NY ダウの構成銘柄に組み入れられていたゼネラル・エレクトリック (GE) が除外された。GE は世界的な大企業だったが、ダウ平均構成銘柄のリターンランキングで 2017 年に続き最低だった。このように NY ダウでは大企業でも株価が下がっていると判断すれば除外をし、新たに成長している企業を採用することによって株価指数を上昇させ続けている。このように時代に合った企業を採用しているため、

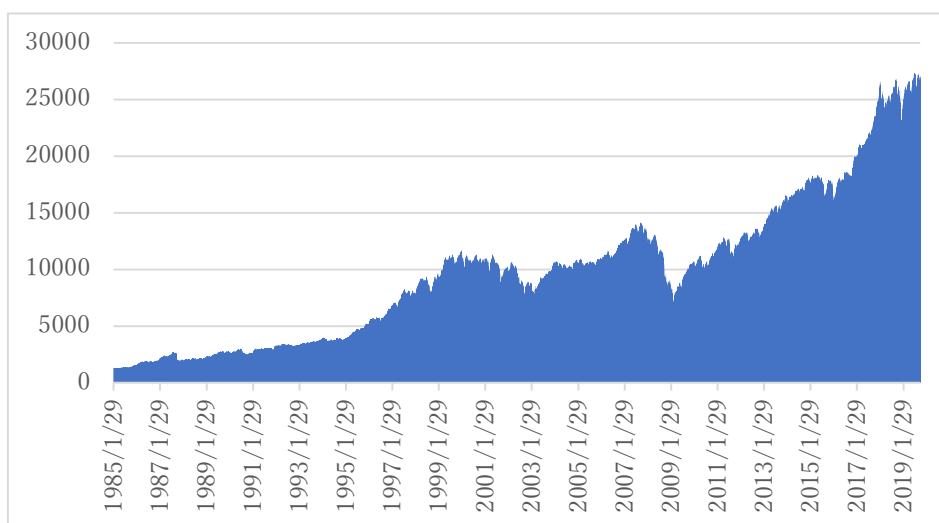
図表 23 のように株価指数は上昇し続けている。日経平均株価でも企業の入れ替えを積極的に行うことで株価の長期的な成長が期待され、リスク・手数料の高いアクティブファンドからインデックスファンドに移行し、投資信託が浸透すると考える。

図表 22 日経平均株価推移(1980 年～2018 年)



出典) Yahoo finance HP より筆者作成

5 図表 23 NY ダウ平均株価推移(1980 年～2018 年)



出典 Yahoo finance HP より筆者作成

おわりに

これまでに、家計の資産形成に適した手段である投資信託について検証、考察をした。第一章では、資産形成の必要性を、老後の暮らしから逆算をして、金融リテラシーや資金が乏しい家計において、適切な手段が投資信託であると

5 考察をした。第二章では、老後の生活は国が保証していたが、それだけでは賄いきれなくなり、新たな制度として公的年金制度が整備され、現在は現役世代が減少しているため、自助努力での資産形成を促すために NISA 制度が策定されたという日本の投資、資産形成の歴史に立ち返り、イギリスの ISA やアメリカの投資信託と比較して、日本の投資信託に取り入れるべき部分を検証した。

10 第三章では、第一節に家計の金融リテラシーが乏しい現状を紹介し、教育現場や金融機関で金融教育を進めるべきであると考察し、具体的な案を述べた。第二節では、金融機関の現状として、手数料体系による過当売買の横行が、日本のファンド数の増加と保有期間の長期化を妨げていることを考察した。これにより第三節では、金融機関のフィデューシャリー・デューティーを遵守することの重要性について言及した。第四章では、我々の考える投資信託のあり方について問題提起をし、提言をした。それは、NY ダウ連動投資信託の購入又は日経平均株価の銘柄企業

15 の入れ替えである。NY ダウ平均株価は、株価が下がらないように銘柄企業を入れ替えており堅調な増加が見込まれる。長期保有が望ましい投資信託において、非常に理にかなっているのが NY ダウである。購入が困難な場合においては日経平均株価の銘柄入れ替えを提案する。日本も NY ダウの株価上昇の手段を用いれば、投資信託の保有期間が伸び、販売手数料も手輕な金額になると考察する。

20

これから、さらなる少子高齢社会の到来により、公的年金や低金利である預貯金のみの資産形成では、「人生 100 年時代」を生きるための資金を補いきれないだろう。我々はそのような家計においての資産形成の発展、その中でも最適な手段となるであろう投資信託の発展とともに、よりよい暮らしを送ることを切に願い、本稿の結びとする。

25

参考文献

～単行本～

- ・杉田浩二(2019)『投資信託の世界』 一般社団法人 金融財政事情研究会

5 ～論文～

- ・アゴラ言論プラットフォーム 「投資信託のあるべき姿とフィデューシャリー・デューティー」

< <http://agora-web.jp/archives/2041545.html> >

2019 年 10 月 24 日アクセス

- 10 ・岡本裕介 (2016)「フィデューシャリー・デューティー：米国における動向とその我が国への示唆」

< <http://www.camri.or.jp/files/libs/272/201703251142366069.pdf> >

2019 年 10 月 24 日アクセス

- ・金融庁 (2017)「顧客本位の業務運営に関する原則」

- 15 < <https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf> >

2019 年 10 月 24 日閲覧

- ・金融庁(2019) 金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書・「高齢社会における資産形成・管理」

< https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf >

- 20 10 月 24 日閲覧

- ・杉田浩治(2016) 「投資信託の販売をめぐる世界の動向」

< http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf >

2019 年 8 月 11 日閲覧

- ・杉田浩治 (2012)「米国確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」

25

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

2019 年 10 月 24 日閲覧

- ・杉田浩治 (2015) 「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」

< http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf >

- 30 2019 年 10 月 24 日閲覧

・総務省家計報告(2017) 「世帯属性別の家計収支(二人以上の世帯)」

[<stat.go.jp>](http://stat.go.jp)

10月24日閲覧

・投資信託協会 HP 「投資信託に関するアンケート調査報告書 - 2018 年(平成
5 30 年) 投資信託全般」

[<http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2018/>](http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2018/)

2019 年 10 月 24 日閲覧

・日本銀行(2019) 「参考図表 2019 年第 2 四半期の資金循環(速報)」

[<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>](https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf)

10 2019 年 10 月 24 日閲覧

・ニッセイアセットマネジメント(2019) 「家計の金融資産減少 10 年ぶり」

[<https://www.nam.co.jp/market/column/trend/2019/190327.html>](https://www.nam.co.jp/market/column/trend/2019/190327.html)

2019 年 10 月 24 日閲覧

・三谷進(2003) 「アメリカ金融市場の発展と投資信託システムー1980 年代
15 を中心にー」

[<http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no4_2/MITANI.pdf>](http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no4_2/MITANI.pdf)

2019 年 10 月 24 日閲覧

・森本紀行(2016) 「フィデューシャリー・デューティーとは何か」

[<http://www.camri.or.jp/files/libs/189/201703241851185571.pdf>](http://www.camri.or.jp/files/libs/189/201703241851185571.pdf)

20 2019 年 10 月 24 日閲覧

・山口勝業(2016) 「我が国家計の金融資産におけるリスク許容度」

[<http://www.abef.jp/archive/event/2016/pdf_abst/E2_PR0005.pdf>](http://www.abef.jp/archive/event/2016/pdf_abst/E2_PR0005.pdf)

2019 年 10 月 24 日閲覧

25

～インターネット情報～

・アメリカ株でアーリーリタイアを目指す 「投資信託の現状：日本の
の家計に投資信託が普及していない 3 つの理由」

[<https://america-kabu.com/2018/07/27/budget/>](https://america-kabu.com/2018/07/27/budget/)

30 2019 年 10 月 24 日閲覧

・欧州視察レポート～イギリス、オランダ、イタリア、スイスの IFA・運用会社の現状～

<<https://tousin-plaza.jp/column/vol10/>>

5 2019 年 7 月 9 日閲覧

・ガベージニュース 「主要国の家計資産の構成比率をグラフ化してみる(最新)」

<<http://www.garbage-news.net/archives/2288638.html>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

10 ・ガベージニュース 「2018 年は 2.1 人で 1 人、2065 年には？ 何人の働き手が高齢者を支えるのかをグラフ化してみる(最新)」

<<http://www.garbage-news.net/archives/1999777.html>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

15 ・幻冬舎 GOLD ONLINE 「金融庁レポートに見る「日本で投資信託が普及しない」理由」

<<https://gentosha-go.com/articles/-/12903>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・幻冬舎 GOLD ONLINE 「残高が大きい＝良いファンド!?投資信託を選ぶ際の留意点」

20 <<https://gentosha-go.com/articles/-/9663>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・厚生労働省 HP 「世代間格差の正体～若者って本当に損なの？」<

https://www.mhlw.go.jp/nenkinkenshou/verification/verification_03.html>

25 2019 年 10 月 24 日閲覧

・こころどブログ 「投資信託のコストの違いを解説！アクティブファンドはやめておけ」

<<https://ot-investor.com/active-fund-highcost>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

30 ・財務省 HP 「2025 年、高齢者 1 人を現役世代何人で支える？」

<<https://www.mof.go.jp/zaisei/matome/thinkzaisei11.html>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・投資信託協会 HP 「企業型 DC ってなあに？」

<https://www.toushin.or.jp/dc_contents/c_dc/>

5 2019 年 10 月 24 日閲覧

・投資信託協会 HP 「そもそも投資信託とは」

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

2019 年 10 月 24 日閲覧

・投資信託協会 HP 「投資信託の基礎知識」

10 <<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/basic/>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・投資信託協会 HP 「投資信託の世界統計」

<<https://www.toushin.or.jp/statistics/world/>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

15 ・日本経済新聞

<r.nikkei.com>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・日本経済新聞 「投信保有が長期化 18 年は平均 3.4 年、10 年ぶりの長さ」

<<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ041384250X10C19A2MM8000/>>

20 2019 年 10 月 24 日閲覧

・マネーポスト WEB 「投資信託に潜む「手数料」の罠、日本は米国の 5 倍の高さ」

<<https://www.moneypost.jp/143295>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

25 ・マネーの達人「海外の「マネー教育」事情 金融教育の先進国といわれるイギリスとアメリカの取り組みをご紹介します」

<<https://manetatsu.com/2018/08/140005/>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

30 ・みずほ銀行 HP 「NISA とは」

<<https://www.mizuhobank.co.jp/retail/products/nisa/about/index.html>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・元たくぎんマンが伝える「お金の極意」 「投資信託営業の問題点、回転売買とは」<

5 <https://nobu0824.com/2019/01/21/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E5%96%B6%E6%A5%AD%E3%81%AE%E5%95%8F%E9%A1%8C%E7%82%B9%E3%80%81%E5%9B%9E%E8%BB%A2%E5%A3%B2%E8%B2%B7%E3%81%A8%E3%81%AF/#toc3>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・森本紀行はこう見る 投資信託のあるべき姿 「投資信託のあるべき姿」

10 <<https://www.fromhc.com/column/2015/06/post-322.html>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・1 億人の投資術 「投資信託の手数料はなぜ高い？儲からない理由と間違いないファンド選び」

<<https://oneinvest.jp/fund-cost/>>

15 2019 年 10 月 24 日閲覧

・BUSINESS INSIDER 「「本当に年金もらえるの？」不安な若者こそが訴えるべき解決策とは。30 歳エコノミストに聞いた」

<<https://www.businessinsider.jp/post-187145>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

20 ・Finte 「世界と日本の金融教育を徹底比較！日本はどうあるべき？」

<<https://www.enigma.co.jp/media/page-11251/>>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・fromHC 「こんな投資信託があれば飛ぶように売れる」

<<https://www.fromhc.com/column/2018/05/post-461.html>>

25 2019 年 10 月 24 日閲覧

・ICI HP ファクトブック

<https://www.icifactbook.org/data/19_fb_data#section4>

2019 年 10 月 24 日閲覧

・iFOREX 「証券当局が取り締まりを強める回転売買とは」

30 <

<https://www.iforex.jp/news/%E8%A8%BC%E5%88%B8%E5%BD%93%E5%B1%80%E3%81%8C%E5%8F%96%E3%82%8A%E7%B7%A0%E3%81%BE%E3%82%8A%E3%82%92%E5%BC%B7%E3%82%81%E3%82%8B%E5%9B%9E%E8%BB%A2%E5%A3%B2%E8%B2%B7%E3%81%A8%E3%81%AF-10799>>

5 2019 年 10 月 24 日 閲覧

・Newsweek 「金融庁も激怒した、日本の投資信託のイケてなさ」

<<https://www.newsweekjapan.jp/stories/carrier/2018/11/post-11267.php>>

2019 年 10 月 24 日 閲覧

10 ・yahoo finance

<<https://finance.yahoo.com/>>

2019 年 10 月 24 日 閲覧