

2019 年度

証券ゼミナール大会

5

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」



10

駒澤大学 深見ゼミナール 宮本班

15

目次

	はじめに	3
	第 1 章 資産形成の必要性とその手段	4
	第 1 節 資産形成の必要性	4
5	第 2 節 資産形成の現状	7
	第 2 章 投資信託とは	9
	第 1 節 投資信託のしくみ	9
	第 2 節 投資信託の種類	10
	第 3 節 投資信託の特徴	12
10	第 4 節 投資信託の最適な活用方法	14
	第 3 章 投資信託の歴史	17
	第 1 節 欧米の投資信託の歴史	17
	第 2 節 日本の歴史	19
	第 3 節 日米の投資信託市場の規模と推移	21
15	第 4 章 金融機関の課題	26
	第 1 節 販売会社の諸問題	27
	第 2 節 フィデューシャリー・デューティーの確立	31
	第 3 節 インデックス運用とアクティブ運用	33
	第 5 章 投資家側の課題	36
20	第 1 節 投資家の金融リテラシー不足	36
	第 2 節 確定拠出年金制度の課題	38
	第 6 章 課題に対する提案	40
	第 1 節 新手数料体系による残高フィー型への移行	41
	第 2 節 パフォーマンス手数料の導入	44
25	第 3 節 企業型 DC の制度改革	47
	おわりに	49
	参考文献	50

はじめに

日本では、小泉政権下以来、「貯蓄から投資へ」というスローガンを掲げ、その後、金融庁がそれを「貯蓄から資産形成へ」と変更したものの、一貫して投資による資産形成を国民に促している。しかし、日本銀行調査統計局の「2019
5 年資金循環の日米欧比較」によると、現在でも日本の家計金融資産は、現預金が53.3%であるのに対し、リスク性資産（株式、債券、投資信託）は15.2%に過ぎず、未だそれは現預金に偏重し¹、投資信託が家計の資産形成手段として十分に機能しているとは言い難い。

家計金融資産が現預金に偏重している要因は、戦時期以来の貯蓄奨励運動に
10 ある。戦時期は戦費調達のため、戦後は経済復興、経済発展に目的を変え、それは続けられた。また、高度経済成長期、バブル経済期は、預貯金の金利が高く、リスク性資産を保有せずとも、預貯金のみで資産形成が十分可能であった。

しかし、バブル崩壊後は超低金利時代が続き、現在の普通預金金利は
15 0.001%となり²、普通預金で元本を2倍にするには72,000年を必要とし、預貯金での資産形成は困難な状況になった。また、①医療技術の進展による長生きリスク、②少子高齢化による年金不安、③物価の継続的な上昇による金融資産の実質的価値の低減（インフレリスク）に私たちは直面している。これらの懸念から、自助努力での老後資産形成の必要性が高まっている。本稿が取り上げる投資信託は、本来投資初心者向けの金融商品であるが、家計金融資産に占め
20 るその比率は小さく、それには投資信託が家計の資産形成手段として利用されない何らかの理由があると我々は考えている。

そこで、以下、第1章では資産形成の必要性とともに、日本の家計金融資産の現状を述べ、第2章では投資信託の仕組み・種類・特徴を述べる。第3章では欧米と日本での投資信託誕生の背景を述べ、日米の投資信託市場の規模を比較
25 したい。第4章では、日本の投資信託が持つ構造的な問題と、それが生み出す日本の投資信託特有の課題を明らかにしたい。他方で、投資家自身にも課題

¹ 日本銀行調査統計局(2019)「資金循環の日米欧比較」、p. 2

² 日本銀行金融機構局(2019)「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について」

はある。この点を第5章で述べ、第6章では、第4章、第5章で述べた課題に対する改善案を提案したい。

第1章 資産形成の必要性とその手段

- 5 金融庁が「貯蓄から投資へ」のスローガンを掲げてから、もうすぐ20年の年月が経とうとしている。最近では「人生100年時代」、「老後2,000万円問題」なども言われ、ますます資産形成の必要性が訴えられている。しかし、はじめにでも述べたように、家計金融資産に占めるリスク性資産の比率は15.2%（株式：10%、投資信託：3.9%、債務証券：1.3%）にとどまり、アメリカの52.8%
- 10 （株式：34.3%、投資信託：12.0%、債務証券：6.5%）やユーロエリアの29.9%（株式：18.8%、投資信託：8.8%、債務証券：2.3%）に比べて、圧倒的に低い³。

そこで、本章では、そもそもなぜ資産形成の必要性が高まっているのかを考察すると同時に、家計にとって最適な資産形成商品は何かを考察したい。

15

第1節 資産形成の必要性

- 日本人が資産形成を必要とする理由として、超低金利政策の長期化、少子高齢化の進行、さらには医療技術の進歩による長寿化の三つが言われている。はじめに、なぜこれら三つの要因によって、資産形成が必要となるのかを見てい
- 20 こう。

(1) 低金利

- 戦後の日本では、1946年から1985年までの預貯金金利は、郵便局の通常貯金が2.5%~4.3%で、定期貯金は5.5%~8%で推移していた⁴。これは現在の
- 25 通常貯金金利の2,500~4,300倍、定期貯金金利の550~800倍であった。したがって、家計は複利で運用される定期貯金に預けておけば、約9~13年で元金を倍にすることができ、元本が保証されない証券投資をする必要性は低かった。

³ 前掲「資金循環の日米欧比較」、p.2

⁴ 総務省統計局（2019）「日本の長期統計系列」

しかし、通常貯金金利はバブルが崩壊した 1995 年以降、定期貯金も 1996 年以降 1%を割り込んだ。これほど金利を引き下げたのは、バブル崩壊に伴う不良債権処理が目的であったが、それが達成した後も、リーマンショックによる景気の落ち込みや、デフレ脱却など目的を変えながら、20 年以上に亘って超低金利政策は続けられている。その結果、現在のそれは定期貯金が 0.01%、通常貯金は 0.001%まで引き下げられ、元本を倍にするには定期貯金でも約 7,200 年、通常貯金では約 72,000 年を必要とする。そのため、戦後からバブル期にかけてのように、預貯金では資産を増やすことは難しく、それに代替する手段、すなわちリスク性資産への投資が必要となっている。

10

(2) 少子高齢化の進行と長寿化

次に、少子高齢化と長寿化である。少子高齢化を背景に、日本の人口構成は大きく変化している。我が国の 65 歳以上の人口の割合は戦後まもない 1950 年には、全人口の 5%にも満たなかった。しかし、2018 年には 28.1%と超高齢化社会になっている。また、15~64 歳の生産年齢人口の割合は、ピークであった 1995 年には 69.4%であったが、2017 年には 60%まで落ち込んでいる⁵。

また、1975 年の平均寿命は男性が 71.73 歳、女性が 76.89 歳であったが、2017 年の平均寿命は男性が 81.09 歳、女性が 87.26 歳と男性も女性もともに約 10 年伸びている⁶。また、現在 60 歳の人約 4 分の 1 が 95 歳まで生きるという試算もあり、今後も医療技術の進化により、さらなる長寿化が見込まれている⁷。(図表 1 参照)

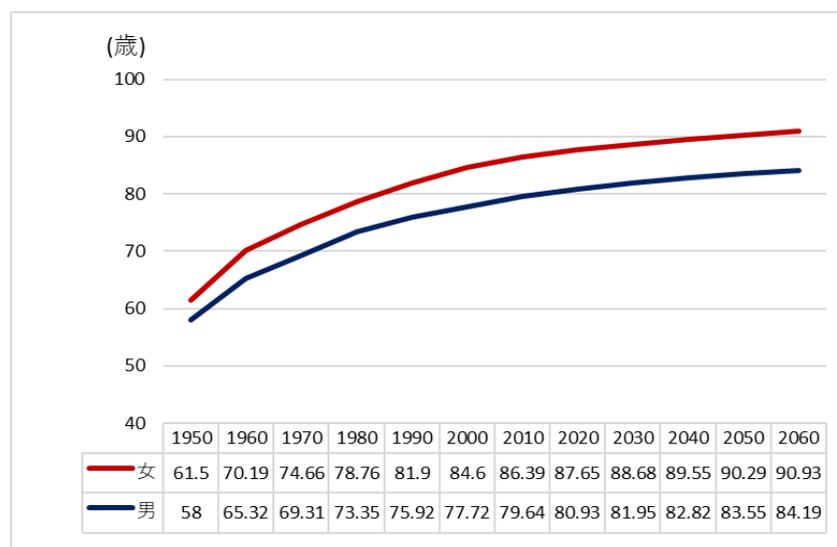
25

⁵ 内閣府 (2019) 「令和元年版高齢化社会白書」、p. 2

⁶ 厚生労働省 (2017) 「主な年齢の平均余命」、p. 2

⁷ 金融庁 (2019) 「高齢社会における資産形成・管理」、p. 3

(図表 1) 平均寿命の推移



5 (出典) 厚生労働省「簡易生命表」、厚生労働省「完全生命表」、国立社会保
障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成24年1月推計)」より筆者作
成

さて、国民の老後資金を賄う主たる手段である年金制度は、現役世代から集
10 めた保険料を、受給世代に渡す修正賦課方式を採っている。そのため、少子化
の進展の一方で長寿化が進むことにより、現役世代の年金受給額の減額や受給
開始年齢引き下げの懸念が起きている。

このことを背景に、自助努力で年金を補完する老後資産の準備が叫ばれ出し
た。しかし、預貯金金利は先に述べたように長期に亘って超低金利が続き、国
15 債発行残高を鑑みると、今後も低金利政策は継続されると見込まれる。こうい
う金利環境下では、預貯金での資産形成は難しい。つまり、現在の若年層がリ
タイアする頃には、現在と同水準の年金受給は不確実であり、その一方で預貯
金での資産形成も困難となるため、これまで日本人が行ってきた預貯金、年金
20 による老後資産の形成では、十分なそれを準備できないと予想されるのであ
る。

こうした超低金利の長期化、少子高齢化の進展、長寿化を背景に、投資によ

る資産形成が叫ばれるようになった。そこで、金融庁も 2015 年頃から「貯蓄から資産形成」というスローガンを標榜して、若年層に資産形成を促し、これと軌を一にして証券税制改革を行い、つみたて NISA や iDeCo といった投資優遇措置を始めたのである⁸⁹。

5 次節では、なぜ日本人が投資をしないのか。そして、そうした人々にはどのような金融商品での資産形成が親和的なのかを述べていきたい。

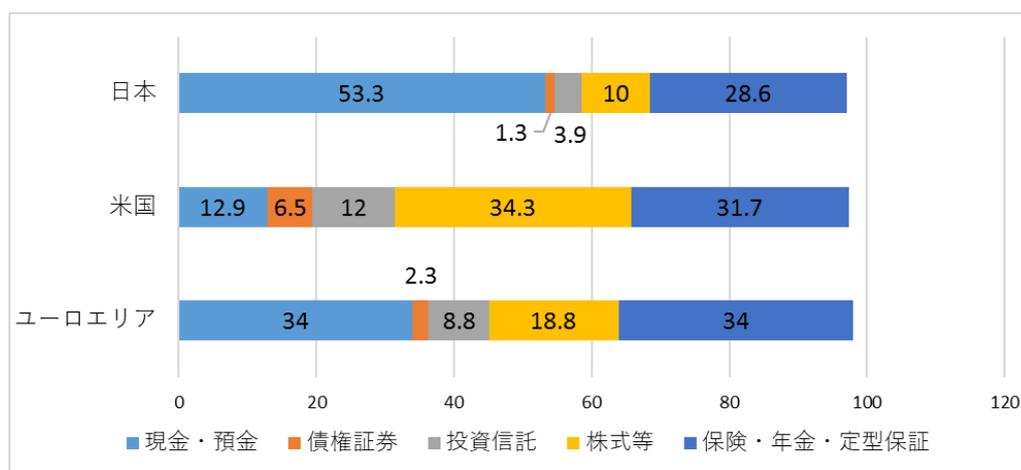
第 2 節 資産形成の現状

10 まず、現在の家計の金融資産構成を見ておこう。そこで、図表 2 に日米欧の家計金融資産の構成比をまとめた。

図表 2 から分かるように、我が国の家計金融資産は約 50%が預貯金で運用されているのに対し、アメリカでは有価証券投資が家計金融資産の約 50%を占めている。このことから、日本人が投資に対して非常に消極的であることが分かる。では、なぜ日本では家計金融資産が投資されないのだろうか。

15

(図表 2) 家計の金融資産構成比



20

(出典) 前掲「資金循環の日米欧比較」、p. 2 より引用

⁸ つみたて NISA の一層の普及に向けて、金融庁は企業が支給する奨励金の一部を非課税化するよう、財務省に要求することが伝えられている。

金融庁のアンケート調査によると、投資未経験者のうち、約 8 割が「有価証券への投資は、資産形成のためには必要ない」と回答している。そして、その理由としては「そもそも投資に興味がない」が約 6 割、「投資はリスクがあり怖い」、「投資の知識がない」がそれぞれ 3 割であった¹⁰。つまり、多くの人が投資に対して関心が高く、その上に投資に対してマイナスの印象を抱いているのである。

また、「有価証券投資は資産形成のために必要」と認識していながら、実際に投資をしたことがない理由として、「まとまった資金がない」（7 割）、「投資の知識がない」（約 5 割）、「投資はリスクがある」（約 4 割）という回答を挙げている¹¹。以上から我が国の家計は、投資をするためのまとまった資金がないことに加えて、投資に対する知識がないことなどを理由に、投資を行っていないことが分かる。

この理由を踏まえれば、少額から投資ができ、投資の知識を必要とせず、さらにはリスクが低い金融商品があれば、日本の家計も投資を始められるだろう。こうしたニーズに適合的な商品が投資信託なのである。それは各投資家の投資金額は少額ずつであっても、多数の人から集めた資金を結合させて、まとまった資金にしてファンドを形成し、その資金を世界中の株式、債券などに分散投資するため、個別株式や債券を購入するよりリスクを低減できる。さらに、資産運用のプロが運用してくれるため、投資家には投資に関する詳細な知識は不要である。また、最近、投資信託は 100 円から購入できる商品も開発され、まとまった資金を保有していなくても投資が可能になっている。

このように、投資信託は本来、投資初心者にとってプラスの側面が色濃い商品であるにもかかわらず、日本人は家計金融資産の運用にそれをあまり使っていない。それには日本の投資信託が、海外のそれには見られない何らかの日本固有の課題を持つからであろう。まず、課題を指摘する前に、投資信託の仕組

¹⁰ 金融庁（2016）「平成 27 年事務年度金融レポート」、p. 54-55

¹¹ 前掲「平成 27 年事務年度金融レポート」、p. 54-55

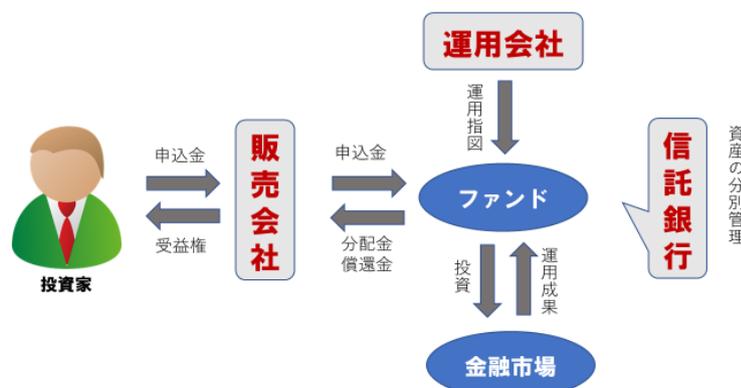
みを述べておこう。

第2章 投資信託とは

第1節 投資信託のしくみ

- 5 投資信託は、複数の投資家から資金を集めて、大きな基金（ファンド）を作り、投資の専門家が株式や債券などさまざまな資産で運用し、その収益を投資額に応じて投資家に分配する仕組みの金融商品である。我が国で広く採用されている委託者指示型の投資信託の仕組みは、図表3のようになる。

10 (図表3) 委託者指示型の投資信託の仕組み



(出典) 投資信託協会ホームページ「投資信託の仕組み」より筆者作成

15

まず、投資家は証券会社、銀行、郵便局といった販売会社から投資信託を購入する。販売会社は、投資信託を販売するだけでなく、投資家への情報提供や、分配金、償還金の管理、運用報告書の交付も行っている。

次に、ファンドの運用と投資銘柄の調査、分析を行うのが運用会社である。

20

ファンドマネージャーと呼ばれる資産運用の専門家たちが投資信託を運用し、それに伴うさまざまなリサーチを行っている。なお、投資家の資産を預かっているのは信託銀行であるため、ある証券の購入や売却を行う際は、ファンドマ

ネージャーが信託銀行に対して運用指図を行って、信託銀行がその指示に基づいて、実際の売買を行っている。

また、信託銀行は、投資信託を購入した投資家から拋出された信託財産の管理も行っている。信託財産を販売会社や運用会社ではなく、信託銀行が分別管理していることで、万が一販売会社や運用会社が倒産しても、投資家が購入したファンドの信託財産は保護される仕組みとなっている。

第2節 投資信託の種類

投資信託には①販売対象の相違、②設立形態の相違、③ファンドの買い取りや解約が可能か、④追加購入が可能か、⑤運用手法の相違、⑥分配金の有無で六つに分類できる。以下で少し詳しく、これら六つの分類に基づいて、投資信託の種類についてみていこう。

(1) 公募型と私募型

まず、投資信託は販売対象の違いから、公募投資信託と私募投資信託に区別される。公募投資信託とは、50名以上の不特定多数の投資家を対象に販売される商品である。つまり、誰でも購入することが可能である。一方、私募投資信託とは、一般の投資家に幅広く販売するのではなく、機関投資家や特定の投資家といった専門的な知識を持つ者など、限られた範囲で販売が行われるものである。

(2) 契約型と会社型

次に、ファンドの設立形態として、契約型と会社型がある。契約型投資信託とは、委託者である運用会社と受託者である信託銀行が信託契約を結び、委託者の運用指図に従って、受託者が実際の運用や資産の管理を行う。その結果、得た収益を受益者である投資家に分配する仕組みである。日本で販売されている多くの投資信託は、契約型投資信託である。

一方で会社型投資信託とは、投資信託及び投資法人に関する法律に基づいて設立された投資法人が発行した投資口を、投資家は購入する。この投資口とは株式会社の株式のようなものであり、その保有者を投資主という。株式会社

では株主総会が行われるが、投資法人でも投資主集会が行われ、投資主には保有投資口に応じて議決権が与えられる。日本の会社型投資信託では J-REIT が代表的な商品である。

(3) クローズド・エンド型とオープン・エンド型

- 5 また、投資家が保有しているファンドを発行者側が買い取るか否かで、クローズド・エンド型とオープン・エンド型に分けられる。クローズド・エンド型の投資信託は、ファンド組成後、投資期間の満期を迎えるまで買い戻しや解約が認められないため、証券の発行数量は、発行時点から満期まで一定である。それに対して、オープン・エンド型の投資信託は、ファンド組成後、発行者が
- 10 いつでも自由にファンドの買い戻しや解約に応じるため、資金が集まるファンドと、資金が集まらないファンドがあることが特徴として挙げられる。

(4) 単位型と追加型

- そして、ファンドの設定後に投資家が追加で受益証券を購入できるか否かで、
- 15 単位型と追加型に分けられる。単位型投資信託は、設定当初の募集期間しかファンドの購入ができないのに対し、追加型投資信託はいつでもファンドを購入することができる点が相違点として挙げられる。

(5) アクティブ運用とインデックス運用

- 20 さらに、運用手法の違いでアクティブ運用商品とインデックス運用商品に分けられる。アクティブ運用とは、日本株の場合、日経平均株価や TOPIX などの指標をベンチマークとし、こうしたベンチマークを上回るパフォーマンスを目指して運用が行われる。

- 例えば、日経平均株価や TOPIX といったベンチマークのパフォーマンスが
- 25 マイナス 3% のとき、アクティブ運用のファンドは、パフォーマンスがマイナス 3% を下回らなければよいとされる。また、ベンチマークのパフォーマンスがプラス 2% のとき、アクティブ運用のそれは 2% 以上のリターンを挙げなければならない。一方のインデックス運用は、ベンチマークに連動した運用成績を目指して運用が行われる。かつての日本では、アクティブ運用の商品が人気だ
- 30 ったが、最近では、金融庁がアクティブ運用商品の課題を指摘していることや、

信託報酬の安さからインデックス運用の商品も人気を集めている。

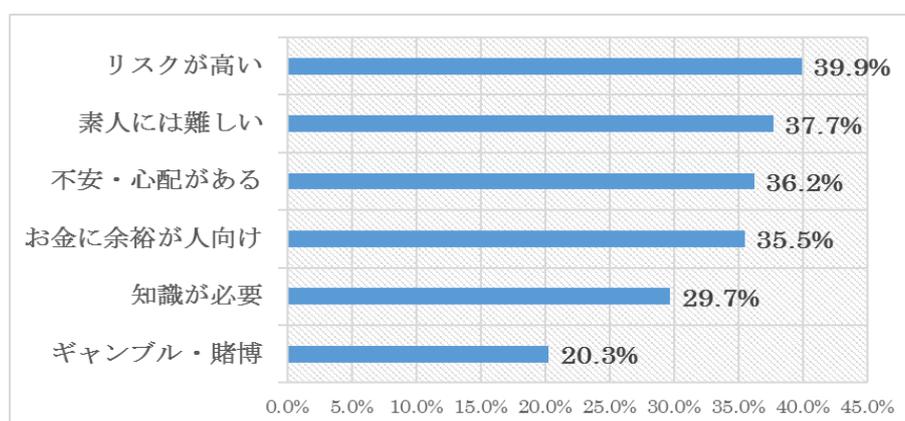
(6) 分配型と無分配型

5 最後に、分配金を払うか否かの違いで分配型と無分配型に分けられる。分配型は、ファンドの運用益から定期的に分配金を支払うものである。高齢者が年金の上乗せとして分配金を得たいというニーズがあり、日本では人気を得ている。それに対して、無分配型は、分配金は支払わず投資収益は再投資される。そのため、複利効果が期待でき、長期で資産運用したい世代に向いている商品
10 であるといえる。

第3節 投資信託の特徴

第1章で述べたように、日本では少子高齢化が進み、年金制度の持続可能性が問われている。こうした状況の下で、若年世代は自助努力による老後資産形成が求められている。しかし、図表2で挙げたように、家計金融資産は預貯金
15 に偏重している。そこで、2015年に野村総合研究所が投資無関心層に対して行った証券投資に対するイメージ調査の結果を図表4にまとめた。これによれば、投資無関心層は証券投資に対して、「リスクが高い」、「素人には難しい」、「知識が必要」、「お金に余裕がある人向け」といったイメージを持っていることが分
20 かる。

(図表4) 投資無関心層の投資に対するイメージ



(出典) 野村総合研究所 (2015) 「若年層を中心とした個人による投資の現状

と NISA の利用促進に向けた課題に関する調査」、p. 26

しかし、投資信託は本来、投資に対して図表 4 で挙げたイメージを持つ人ほど、利用に適した商品である。その理由は先にも触れたが、重要な点であるため、少し詳しく見ておこう。

5 まず、第一に、少額から投資が可能である。株式に投資する場合、ある程度まとまった資金が必要になるが、投資信託は複数の投資家から資金を集めて資金プールを作り、そこに集めた資金を株式や債券で運用する。このように多数の投資家の資金をまとめて大きな資金にするため、個々の投資家は少額の資金で投資が可能である。

10 一例を挙げれば、楽天証券では楽天スーパーポイント100ポイントから投資信託を購入することができ、SBI証券やカブドットコム証券、マネックス証券でも100円から投資信託を買うことができる。そのため、資金に余裕のない若年層でも購入しやすい商品といえる。

15 第二に、個々の投資家が拠出する資金は少額であっても、複数の投資家が拠出した資金を結合して、まとまった資金プールを作って運用するため、分散投資が可能である。例えば、為替変動リスクをヘッジするため、円安の恩恵を受けるトヨタ自動車株と円高の恩恵を受ける ANA ホールディングスに投資するならば、トヨタ自動車株を買うには約70万円、ANAホールディングスには約40万円が必要であり、合計すれば2銘柄だけで約110万円必要となる。他にも
20 リスク要因はあり、個別企業のもつリスクを低減させるにはさらに投資先を分散させる必要があるため、必要資金額はさらに膨らむ。このように、個別銘柄への投資では少額資金での分散投資は難しいが、投資信託は複数の投資家から集めた資金をまとめて運用するため、分散投資が容易となる。分散投資を行うこと
25 によって、個社の株式や債券に投資するよりもリスクを低減させることができる。

30 第三に、資産運用のプロが運用してくれる点である。資産運用の専門家であるファンドマネージャーが、内外の経済情勢や投資先企業の財務分析などを踏まえて投資先を決定するため、投資家は運用をプロに一任することができる。こうした①少額から投資が可能、②分散投資が可能、③プロに運用を委託できるとい
30 う特徴を持つため、投資信託は投資知識や投資経験のない投資初心者向

けの商品であると言われている。

第4節 投資信託の最適な活用方法

次に、本節では、これまで述べてきた投資信託を、具体的にどのように活用することが家計の資産形成に適しているかを述べていく。

5

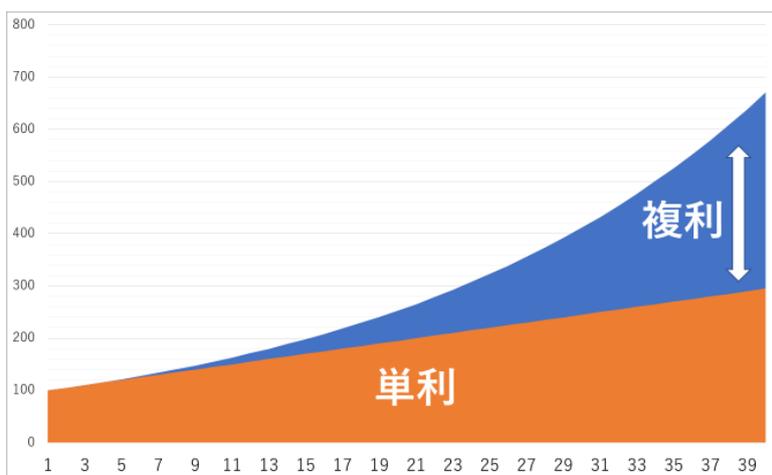
(1) 長期投資

家計の資産形成手段として投資信託を活用する場合、長期投資が有効である。その理由として2点挙げられる。第一に、複利効果を享受できる点である。複利効果とは、運用で得た収益を再投資することで、収益が収益を生む効果のことである¹²。単利では利息は元本にしか付利されないのに対し、複利の場合は、

10 利息は元本と過去に得た利息を含めた合計額に対して付利される。図表5は100万円を年率5%で、複利運用した場合と、単利運用した場合のシミュレーションである。最初の数年は、数万円しか差は無いものの、時間の経過とともに大きな差が生まれている。

15

(図表5) 複利効果のイメージ



20

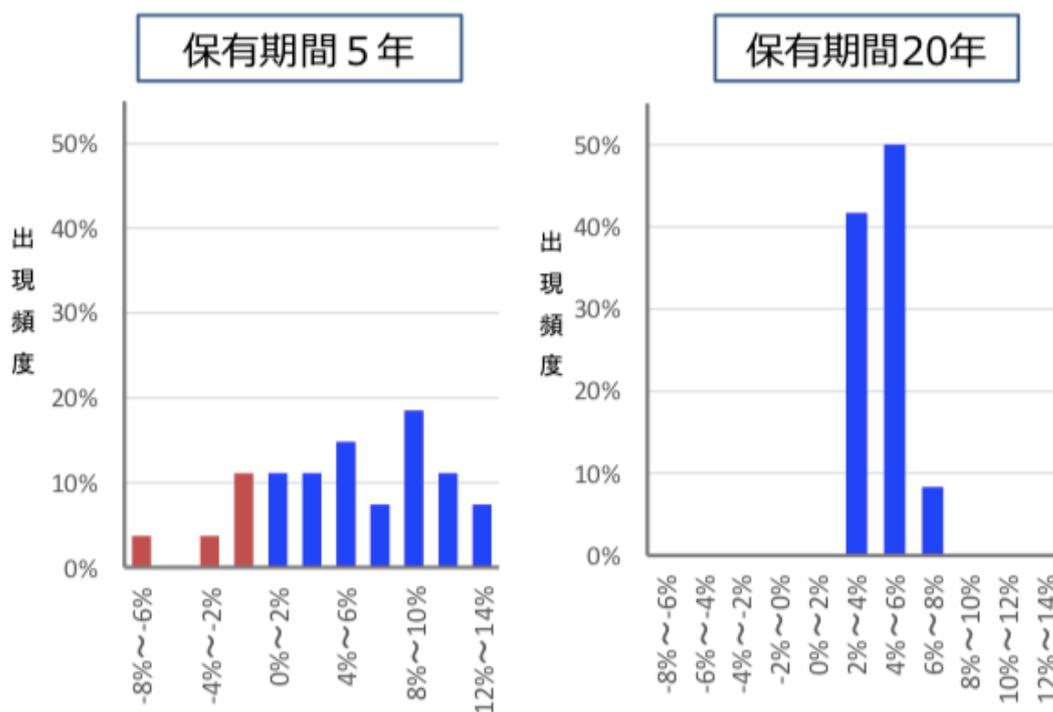
(出典) 筆者作成

¹² マネックス証券ホームページ「複利効果ってなに？」

第二に、運用収益を安定させることができる点である。図表 6 は、長期投資の効果を示す図である。これによると、保有期間が 5 年の場合の収益率は、-8%~14%とバラツキが大きく、リターンがマイナスになることもある。それに対して、保有期間が 20 年になると収益率は、2~8%とバラツキは小さくなり、安定的に利益を出せていることがわかる。このデータは前述した投資信託の分散投資の効果と後述する積立の効果を加味したデータではあるものの、長期保有することで安定的な資産形成をできることがわかる。

10

(図表 6) 長期投資の効果



15 (出典) 金融庁 (2019) 「高齢社会における資産形成・管理」、p. 22 より引用

(2) 積立投資

投資信託を運用する上で、もう一つの有効な手段が積立投資によるドル・コスト平均法の活用が挙げられる。ドル・コスト平均法とは、同じ商品に定期的に、定額ずつ投資を行うことで、時期による値動きに応じて、価格が高い時期には少なく、価格が低い時期には多く投資を行うこととされる。そもそも、投資信託の購入方法には、「スポット買い」と「積立」の二つの方法がある¹³。

スポット買いの場合は、購入するタイミングを自分で判断しなければならないことに加え、値下がり時には損をするリスクが高い。それに対して、積立投資は毎月一定額ずつ同じ商品を購入するため、ドル・コスト平均法を活用でき、損失を出すリスクを低下させることができる。そこで、図表7は、毎月一定額を積立投資した場合と、毎月決まった口数をスポットで買った場合で平均購入金額を比較した。これによれば、決まった口数を毎月スポットで買うより、毎月一定額ずつ積立投資した方が、平均購入金額が低いことが分かる。これが積立投資の利点である。

15

(図表7) ドル・コスト平均法によるシミュレーション

	基準価格	積立投資		スポット投資	
		投資金額	購入口数	投資金額	購入口数
1ヶ月目	10,000円	30,000円	3	30,000円	3
2ヶ月目	8,000円	30,000円	3.75	24,000円	3
3ヶ月目	9,000円	30,000円	3.33	27,000円	3
4ヶ月目	11,000円	30,000円	2.73	33,000円	3
5ヶ月目	9,500円	30,000円	3.16	28,500円	3
合計投資金額		150,000円	15.97	142,500円	15
平均購入金額		9,393円		9,500円	

20

(出典) 筆者作成

以上、本節では投資信託による長期投資、積立投資の利点を述べた。このように投資信託を利用すれば、家計は比較的安定的な資産形成を行うことが可能

¹³ 竹川美奈子 (2013) 『はじめての投資信託入門』、p.146

となると考える。しかし、日本の家計では投資信託の保有は少ない。その原因を明らかにするため、投資信託誕生の背景とその歴史について、イギリスやアメリカのそれと比較しながら述べていきたい。

5 第3章 投資信託の歴史

本章では、なぜ投資信託が誕生したのか、その背景を述べた後、アメリカでは金融資産形成のために、家計が一般的に利用している投資信託が、なぜ日本では普及していないのか。それには経路依存性があると考えられるため、イギリスやアメリカの投資信託の歴史を振り返りながら、発展に差が生じた理由を
10 検討したい。

第1節 欧米の投資信託の歴史

世界で最初の投資信託は、1868年にイギリスで設定された「フォーリン・ア
ンド・コロニアル・ガバメント・トラスト」と言われている¹⁴。このファンドは
15 現在も運用されており、151年もの歴史を誇る。

イギリスで投資信託が誕生した背景は、当時、欧米では産業革命やインフラ整備のための資本が必要であったことに由来する。イギリスの投資家にとって国内への投資より、海外投資の方が高い投資利回りが期待できたが、当時、アメリカなどへの海外投資はリスクが高く、資産に余裕のある大資本家しかそれを
20 をできなかった。そのため調査能力が乏しく、資産に余裕もない中流投資家にとって、大資本家に劣らない資金プールを作って、経済的な才覚のある人に運用を委託し、海外投資のリスクを低減させることが考え出された。それが投資信託である。

1879年以降、イギリスの投資信託は会社法に従った株式会社になり、会社型
25 投資信託として組成されるようになる。会社型にしたため、投資証券の発行だけでなく、社債や借り入れによる資金調達も可能となり、投資証券の販売以外の資金調達もできるようになった。また、当時はイギリス経済が好調であったことや、低金利政策によって投資家の重要な投資対象であったコンソル債の利

¹⁴ 田村威(2017)『十四訂 投資信託基礎と実務』経済法令研究会、p. 34

回りが低下していたため、投資信託への資金流入が起こった。当時、証券投資は約10%のリターンを得られていたことに加え、投資信託会社は低金利政策を背景に低利資金を調達できたため、容易に利益を獲得することができた。

5 投資信託が誕生した当時、イギリスを初めとするヨーロッパ諸国が資本余剰国であったのに対し、アメリカは第一次世界大戦後まで債務国であった。そのため産業発展やインフラ整備の資金は、イギリスなどのヨーロッパ諸国に依存しており、それらの資金供給に投資信託が利用されたのである。

10 ヨーロッパ諸国からの資金提供を受けたアメリカは、生産能力を向上させた。加えて、第一次世界大戦の戦場にならなかったため資本輸出に転じ、アメリカ国内でも株式所有の民主化が進んだ。そして、1921年にはイギリスの投資信託を模倣して、対外投資を行おうとする機運が高まり、投資信託の組成が始まった。こうしてアメリカでも投資信託が利用されるようになったのである。このように、イギリスやアメリカでは、合同運用に対するニーズが高まったことを受けて、自生的に投資信託が誕生したのである。

15 イギリスで誕生した投資信託は、アメリカでもその仕組みを取り入れて利用されるようになったわけだが、誕生当時はクローズド・エンド型が主流であり、借り入れなどによるレバレッジを利用して、収益拡大を目指す運用が行われていた¹⁵。しかし、1929年の世界恐慌では、投資信託も大打撃を受けたため、投資家保護の必要性が高まった。そこで、1940年に投資会社法が制定されて、投資家保護が図られた。そして、それまで主流だったクローズド・エンド型に代わって、いつでも自由に追加資金の受け入れ、保有者からの買い戻し、解約に応じるオープン・エンド型が主流になった¹⁶。

25 第二次世界大戦後は経済成長に伴い、株式ファンドを中心に組成されたが、1970年代には株価が低迷し、株式ファンドが伸び悩んだ。その一方で、1971年にMMFが開発された。MMFは証券総合口座に組み込まれることで、預金以上の利便性をもたらし、日々の生活資金の運用手段となり、投資初心者をも証券市場に呼び込むきっかけとなった¹⁷。

¹⁵ 日本証券経済研究所(2019)『図説・アメリカの証券市場』、p.282

¹⁶ 前掲『図説・アメリカの証券市場』、p.282

¹⁷ 野村資本市場(2008)『総解説 アメリカの投資信託』日本経済新聞出版

当時、アメリカでは「双子の赤字対策」として、歳出削減、規制緩和、通貨供給量の抑制などを柱とするレーガノミクスが行われていた。ところが、一方では軍事費の拡大によって歳出が拡大し、他方では通貨供給量が抑制されたため、金利が高騰した。ただ、預金にはレギュレーション Q によって金利に上限が設定されていたのに対し、短期国債や CP など運用されていた MMF にはそのような制限がなかった。そのため、MMF の利回りが預金金利を上回り、預金から MMF への資金流入が起こった¹⁸。

さらに、1970 年代後半にはラップ口座も始まり、投資信託への資金流入に寄与したと言われている¹⁹。ラップ口座とは、金融機関が顧客と投資一任契約を結び、投資アドバイスや資産の運用、管理を一括して行うものである。そして、1980 年代以降には、401 (k) プランと呼ばれる確定拠出型年金や、IRA (個人年金制度) といった制度が発足し、投資信託がそれらの投資対象として活用された。その結果、投資信託の市場規模は拡大していった。

15 第 2 節 日本の歴史

欧米では自生的に合同運用に対するニーズが生まれ、投資信託が始まった。一方、日本の投資信託の歴史はそうではなかった。日本での投資信託の嚆矢は、1937 年に藤本ビルブローカーが設立した証券投資組合に求められる。この組合は 10,000 人を超える投資家を集め、127 の組合を作り、1,270 万円を動員した²⁰。

当時は日中戦争が勃発し、国債消化資金や軍需企業への資金供給が必要であるため、国民貯蓄奨励運動が行われており、その一環として藤本有価証券投資組合でも国債やこれらの株式に投資していた。しかし、信託会社からこの仕組みが信託類似行為に該当するとの批判に遭い、大蔵省の指示で 1940 年に解散した。つまり、戦争中に大量発行された国債や軍事関連企業株の消化がその目

社、p. 24

¹⁸ アナト・アドマティ、マルティン・ヘルビツヒ著、土方奈美訳 (2014) 『銀行は裸の王様である』東洋経済新報社、p. 58

¹⁹ シドニー・ルブラン著、日興コーディアル・アドバイザー訳 (2005) 『SMA-アメリカ発資産運用の新潮流』社団法人金融財政事情研究会、p. 63

²⁰ 大和証券 (1963) 『大和証券 60 年史』、p. 142

的であった。

その後、日本では終戦後一旦募集が打ち切られていたが、1951年に証券投資信託法の施行により再開した。この時も投資家のニーズによって自生的に投資信託が再開されたわけではなかった。当時の日本は、戦後の財閥解体により株式が供給過多であったことに加え、戦後復興のための資金需要も激しく、企業の相次ぐ増資によってさらに株式が供給されていくのであった。つまり、戦後復興を急ぐ政府は、企業の資金需要に応じる必要と、過剰に供給された株式を消化するため、投資信託を再開したのである。

10 このように日本の投資信託は、戦前も戦後も国策的に開始された点が欧米とは異なる。特に、戦後の投資信託は過剰供給された株式を吸収するため、広く大衆から資金を集める必要があり、投資信託に預金と似た貯蓄性を持たせることが考案された。その結果、短い運用期間で償還する単位型が採用され、さらに元本割れが起きた際には、償還延長措置も採られたのである²¹。

15 さらに、投資信託業務は証券会社が兼業した。証券会社は他にもディーリング業務やアンダーライティング業務などを行っており、これらと投資信託の運用が混然となることは、投資家との利益相反の可能性も存在した²²。一例を挙げれば、本来、投資信託で集めた資金は、運用パフォーマンスを高める投資先に投資すべきであるが、アンダーライティング業務での案件獲得のために、投資信託で集めた資金を使って価格形成力を増強することや、売れ残った株式を
20 引き取ることも可能である。こうした利益相反が考えられるため、GHQは投資信託業務の証券会社による兼業には反対していたとされる²³。

こうした証券会社による投資信託業務兼業は、再開当時から問題視されていたが、一定の信託財産がなければ、採算が取れないことを理由に認められたのである²⁴。戦後の投資信託の再開は、こうした利益相反問題を内抱していたため、信託財産が一定規模を超えた1960年以降、投資信託業務は証券会社から分離され始める。しかし、再開当時、投資信託業務を証券会社に兼業させたこと

²¹ 田村威(2011)『八訂投資信託 基礎と実務』経済法令研究会、p. 40

²² 瀬川美能留(1986)『私の証券昭和史』東洋経済新報社、p. 88-91

²³ 前掲『私の証券昭和史』、p. 88-89

²⁴ 前掲『私の証券昭和史』、p. 89

が、第4章で述べる日本の投資信託が抱える構造的な問題の起源となるのである。

第3節 日米の投資信託市場の規模と推移

5 イギリスやアメリカと日本では、投資信託の誕生に大きな違いが見られた。それは、前者では自生的な誕生を見たのに対し、後者は国策として誕生したのであった。では、その後、アメリカと日本の投資信託市場の成長は、どのような軌跡を遂げたのであろう。次に、アメリカ、日本の投資信託市場の規模とその推移を見ていこう。

10

(1) アメリカの投資信託市場

1480 年投資会社法が制定されてから、アメリカの投資信託残高は大きく成長し、2019年3月末の純資産残高は約23兆ドルである²⁵。アメリカは投信大国とされるが、これほどの成長を見た要因を、杉田浩司は①株価の長期的上昇、②商品ラインナップ・販売チャネルの多様化、③確定拠出年金の普及で説明している²⁶。以下では、杉田説にしたがって、アメリカで投資信託が普及していった要因を見ておこう。

1) 株価の長期的上昇

20 アメリカのダウ平均株価は1940年の131ドルから、2019年8月末には26,403ドルとなり、この80年間で約202倍の株価成長を見た。また、1945年の家計金融資産残高は6,080億ドルであったが、2018年3月末には81.7兆ドルとなり、これも約134倍の増加を見た。このことを踏まえた上で、家計金融資産に占める投資信託の割合を調べると、1945年には0.2%であったが、2019年8月
25 末には12.9%へと約60倍拡大した²⁷。では、その要因はどこにあったのであろうか。

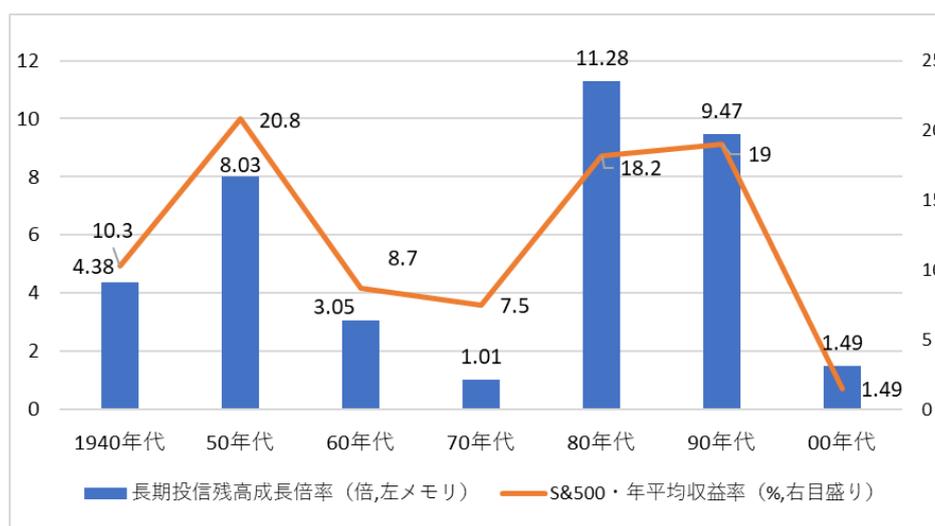
²⁵ 投資信託協会（2019）「投資信託の世界統計 2019年第1四半期（1月～3月）」

²⁶ 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」、p. 17

²⁷ 日本銀行調査統計局（2019）「資金循環の日米欧比較」、p. 2

株式投資の収益率と投資信託の残高を比較した図表 8 によれば、前者の上昇に比例してそれも増加している。また、株価が長期低迷した 1970 年代や、IT バブル崩壊やリーマンショックが起きた 2000 年代は、投資信託残高も下落している。このことから、アメリカの投資信託の成長は、株式収益率と密接な関係があったと言える。

(図表 8) 「長期投信残高成長倍率と S&P 500・年平均収益率」



10

(出典) 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」、p. 3 より筆者作成

2) 商品ラインナップ・販売チャネルの多様化

15

次に、商品の多様化を見ていこう。アメリカの投資信託は、1960 年代まではアクティブ運用の株式ファンドと債券ファンドに限られていた²⁸。1971 年には MMF が開発され、1990 年代初頭から資金量を増加させた²⁹。また、1976 年には地方債ファンドも誕生した³⁰。特に、地方債ファンドは家計に支持され、地方債は家計がファンドや直接的な買い付けを通じて、その 7 割を保有していたとき

²⁸ 前掲「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」、p. 8

²⁹ 前掲『総解説 米国の投資信託』、p. 95

³⁰ 前掲「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」、p. 8

れる³¹。さらに、1976年には個人向けのインデックスファンドが設定され、1993年にはETF（上場投資信託）が誕生した。

さらに 2000年代に入ると、国内株式ファンドから国際株式ファンドへ資金流入先が移っていった。国際株式ファンドに人気が集まった背景は、海外株式の運用パフォーマンスが米国株のそれに比べて高かったため³²だと言われている。このように、投資信託の商品ラインナップは1970年代から多様化を始め、投資家の多様なニーズに応えられる商品の広がりを見せた。

次に、販売チャネルが多様化した背景を見ていく。1970年以前、アメリカの投資信託は、証券会社によって販売されていたが、以後、投資信託の運用会社による直接販売が増加していった。さらに1980年代には、銀行も投資信託の販売を開始した。そして、1990年代になると、証券会社のビジネスモデルが「コミッション型からフィー型」への転換を始め³³、販売手数料ではなく信託報酬で主として収益を得るようになり、投資信託の販売方法は大きく変化する。また、一部の証券外務員が独立してIFA³⁴というチャネルも誕生し、1970年代以降、商品ラインナップの多様化とともに、販売チャネルも多様化していったのである。

3) 確定拠出年金の普及

さて、こうした株価上昇や商品、販売チャネルの多様化も重要だが、もう一つ忘れてはならないものがある。それが確定拠出年金である。アメリカでは確定拠出年金制度（以下、DC）が、投資信託の普及に大きく貢献したとされる。DCは1974年のエリサ法³⁵制定とともに発足したIRA（個人退職口座）から始ま

³¹ 前掲『総解説 米国の投資信託』、p. 60

³² 前掲『総解説 米国の投資信託』、p. 56

³³ 前掲「米国投信 4分の3世紀の歴史から何を学ぶか」、p. 11

³⁴ IFAとはIndependent Financial Adviserの略で、どの金融機関にも属さず「独立した中立の立場でお客様に対して投資のアドバイスや金融商品、保険商品を販売している金融のスペシャリストのことを言う。

³⁵ アメリカにおいて1974年に制定された企業年金制度や福利厚生制度の設計や運営を統一的に規定する連邦法。Employee Retirement Income Security Act（従業員退職所得保障法）の頭文字をとってERISA（エリサ）と呼ばれている。

った。IRA は個人で加入し、拠出額や運用対象を決める仕組みになっている³⁶。IRA の導入に関しては二つの目的があったとされている。第一に、企業年金制度のない会社の従業員に対する退職資産形成手段の提供であり、第二に、従業員が離転職する際、職場の年金で積み立てた資産を IRA に移すことを可能にするためであったとされる。

5

そして、1981 年には 401(k) プランが発足した。それ以前は確定給付型年金（以下、DB）が中心だったが、DB の制度改正によって、企業の負担が増したことから、DC に移行する企業が増えたのである。401 (k) プランへの加入は従業員自らが決定でき、マッチング拠出³⁷を行う加入者も多い。その掛金は給料天引きで各加入者の個人口座に入れられ、企業が選んだリスク、リターンの特徴が異なる商品から、加入者が自分のリスク選好度に応じた商品を選択して運用する³⁸。

10

その後、2006 年には年金保護法が制定され、従業員が加入しないという意思を示さない限り、401 (k) プランに自動加入させている。そして、加入者が運用商品を選択しなかった場合は、企業が「ターゲットイヤーファンド」、「バランスファンド」、「SMA³⁹」の三つの中からデフォルトファンドを選び、その商品で運用されることとなった。

15

この結果、DC を通じた投資信託への資金流入が増加し、2014 年 6 月末には IRA の純資産額は 7 兆 1,710 億ドル、401 (k) などの DC のそれも 6 兆 5,860 億ドルとなり、合計では 13 兆 7,570 億ドルに達し、これは全投資信託の純資産の 44%、株式投資信託の 61% を占める規模である⁴⁰。

20

これら三つの要因により、アメリカでは投資信託への資金流入が拡大し、世界の投資信託残高の約半分を有する投信大国になったのである。では、日本はどうだろう。次に、日本の投資信託市場を見ていこう。

25

³⁶ 前掲『総解説 米国の投資信託』、p. 32

³⁷ 企業型確定年金（企業型 DC）の加入者が、自身の給与から掛金を上乘せしめて拠出できる制度。

³⁸ 前掲『総解説 米国の投資信託』、p. 30

³⁹ 1970 年にアメリカで始まったラップ口座サービスの一つ。

⁴⁰ 前掲「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」、p. 12-13

(2) 日本の投資信託市場

日本の公募投資信託の残高は、1960年代には1兆円前後の規模だったが、2018年には105.2兆円となり大幅な増加をみた。しかし、1990年以降、日本の投資信託の資産規模が伸び悩んだのは、バブル崩壊後の株価下落、デフレの長期化による株価の低迷が挙げられる。バブル期までは経済成長を背景に、日本株の株価が上昇しており、日本株を組み入れた単位型商品が数多く組成された。

ところが、このことが災禍を招いた。すなわち、バブル期までに販売された単位型商品は信託期間が5年に設定され、その上に資金流出の抑制と運用の安定性を高めることを目的に、クローズド期間を2年設けていた。しかし、クローズド期間が明けた途端に中途解約させて、別のファンドへの乗り換えが頻繁に行われていた。それでも運用成績がよかったのは、運用担当者の手腕ではなく、単に日本経済が成長していたからに過ぎなかった。

そのため、バブルが崩壊すると、バブル期に大量設定された単位型商品のほとんどが、元本割れを起こしたのであった。そして、先に述べたように、当時の単位型商品の多くはクローズド期間が設けられ、中途解約しようにもクローズド期間中は解約できず、基準価額の下落によって損失が膨らんだ人も現れた。この結果、投資信託に対する信用は失墜し、投資信託へのマイナスイメージが植え付けられた。

また、その後のデフレ下では名目金利がプラスであれば実質的な購買力は増すため、元本が保証された預貯金での運用の方が賢明な投資行動であった。こうして家計金融資産は預貯金へと回帰し、家計金融資産に占めるリスク性資産の比率が低下したのである。こうした株価低迷に加えて、日本の投資信託の利回りを低下させたのが、毎月分配型に代表される分配政策のあり方である。

2010年以降の分配金による流出額は39.1兆円に上る。投資信託の利点には、複利効果によるパフォーマンスの向上が挙げられるが、分配を繰り返すと複利効果が減殺され、パフォーマンスを低下させる。こうした分配型商品の多さも日本の投資信託のパフォーマンスを押し下げる一因となったのである。

では、アメリカで投資信託市場拡大の牽引役となったDCは、なぜ日本では牽引役とならなかったのだろうか。日本でもDCが2001年から開始された

が、2019年7月末時点での加入者は721万人であり、これは就業者数の約11%に過ぎない。

また、個人型確定拠出年金（iDeCo）も2017年1月からスタートしたが、2019年7月末時点での加入者は120万人に過ぎない。そして、アメリカの投資信託の純資産残高の55%は、確定拠出年金口座などの税制優遇制口座で保有されているのに対し、日本はDCでの保有分はそれの約5%、税制優遇制口座を含めても11%に過ぎず⁴¹、アメリカと比べてDCの寄与度は大きくない。

日本でDCの寄与度が低い要因としては、①DC制度が導入されてからの期間がアメリカと比較して短いこと、②拠出限度額が小さいこと、③DCにおける元本確保商品での運用比率（約60%）が高いことが挙げられる。その理由として、アメリカの401（k）では、運用商品に預金はないが、日本では預金が運用商品に含まれ、それをデフォルト商品にしている企業が多いからである。

2013年時点では、預金をデフォルト商品とする企業は約70%、保険商品は26%に達し、合計すると96%が元本確保商品をデフォルト商品にしている。最近は少し変化も見られるが、2018年度末で投資信託をデフォルト商品に設定している企業は約10%に過ぎない⁴²。このことがアメリカとは異なり、DCが投資信託市場の規模拡大に寄与しなかった要因と考えられる。

本章では投資信託がアメリカで普及した背景と日本で普及しなかった要因を考察し、そこにはバブル崩壊によるマイナスイメージの定着と株価低迷、さらにDCなどが大きく関わっていることが分かった。しかし、日本で投資信託が普及しないのは、それだけが原因ではなく、他の要因もあると考える。そこで、次章では投資信託を扱っている金融機関の構造的な課題について述べたい。

第4章 金融機関の課題

第3章では、アメリカで投資信託市場拡大の牽引役となったDCが、日本では牽引役とならず、投資信託市場の規模拡大に寄与しなかったことなどを述べた。しかし、日本の投資信託に資金が流入しない要因は、上記のみに留まらず、

⁴¹ 杉田浩治（2019）『投資信託の世界』きんざい、p.236

⁴² 「日本経済新聞」2019年8月18日 朝刊

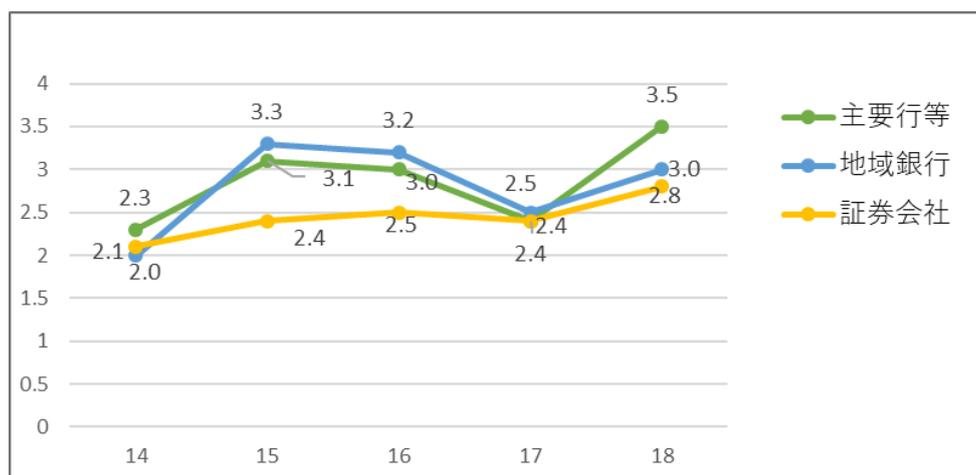
もう一つの大きな要因として、投資信託に関わる金融機関に存在する構造的な問題があると考えます。そこで、以下ではそれについて述べたい。

第1節 販売会社の諸問題

5 先にも述べたように、バブル崩壊後、日本銀行の「ゼロ金利政策」により、超低金利が長らく続く一方で、平均寿命の延びと少子高齢化の一層の進展に伴い、今後、年金支給額の減額や支給開始年齢の引き上げも予想されている。また、老後資産が2,000万円不足するとした金融審議会のワーキンググループ報告もあって、公的年金を補完する自助努力での資産形成の必要性は認識され始

10 めている。しかし、日本の家計の金融資産に占める投資信託の割合は3.9%に過ぎない⁴³。また、図表9によれば、日本の投資信託の平均保有期間は3.1年であり、アメリカの4.6年、イギリスの4.5年と比べると短く、日本では短期保有志向に陥っていることが分かる。

15 (図表9) 金融機関別平均保有期間の推移



(出典) 金融庁 (2019) 「顧客本位の業務運営の取組状況」 p. 9 より筆者作成

20

⁴³ 前掲「資金循環の日米欧比較」、p. 2

この原因は、販売会社による乗換販売、つまり、回転売買が行われているためであると考えられる。回転売買が行われている要因として、第一に手数料問題が挙げられる。顧客が支払う投資信託の手数料は、販売手数料と信託報酬の二つがある。販売手数料は、投資家が投資信託を購入する際、販売会社に対して支払う手数料である。これに対して、信託報酬は顧客が投資信託を保有している間、投資信託の管理、運用のための経費として信託財産の中から毎日徴収される手数料である⁴⁴。

信託報酬は図表 10 に示したとおり、販売会社と運用会社、信託銀行の三者で折半されるのに対し、販売手数料は全額、販売会社の収入となるため、必然的に販売会社は販売手数料の獲得に重きを置く構造になっている。販売手数料を主要行等、地域銀行、証券会社で比較すると、主要行等は 2.07%（図表 11 参照）、地域銀行は 2.09%（図表 12 参照）で低下傾向にあるものの、証券会社においては 2.96%（図表 13 参照）と高水準で推移している⁴⁵。

15 (図表 10) 投資信託の手数料の内訳

主益源	概要	販売会社	運用会社	受託銀行
販売手数料	ノーロード0% 債券ファンド1% 株式ファンド 2~3%	全額収入	なし	なし
信託報酬	0.7~2.5%	①受託会社分を差し引いたもの50% ②純資産増加に応じて、運用会社とのより分変更	①受託会社分を差し引いたもの50% ②純資産増加に応じて、運用会社との取り分変更	0.1%程度

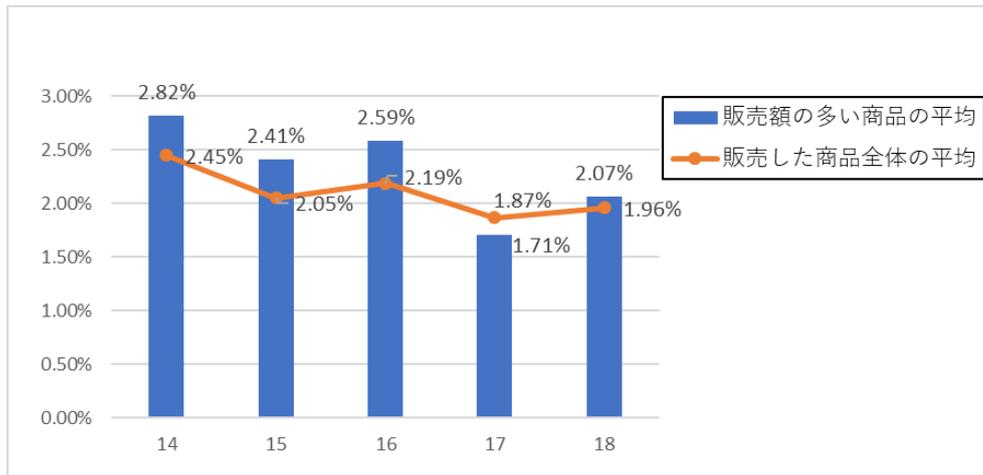
(出典) 前掲『アセットマネジメントの世界』、p. 69 図表 3-3 より筆者作成

20

⁴⁴ 宇野淳(2010)『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社、p. 69

⁴⁵ 金融庁(2019)「顧客本位の業務運営の取組状況」、p. 15

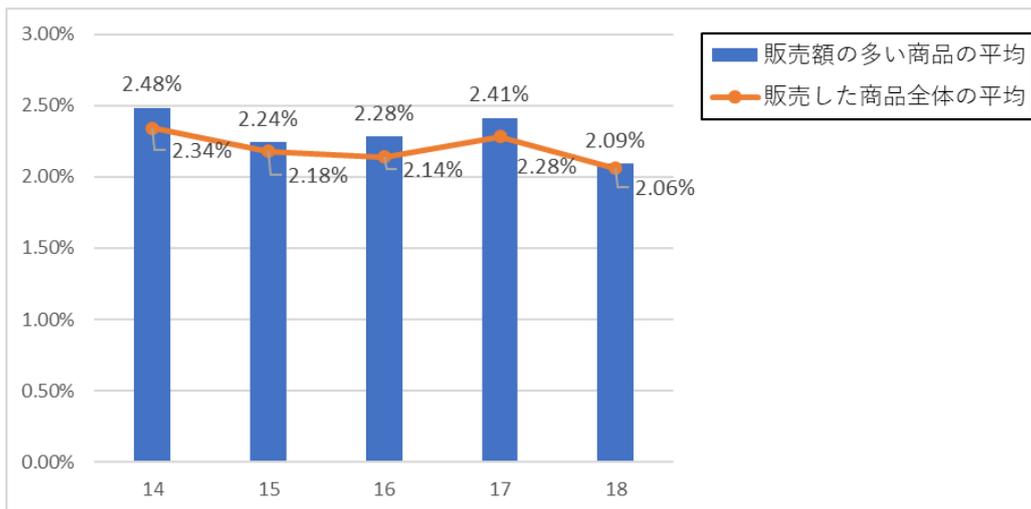
(図表 11) 主要行等の販売手数料率



(出典) 前掲「顧客本位の業務運営の取組状況」、p. 15 より筆者作成

5

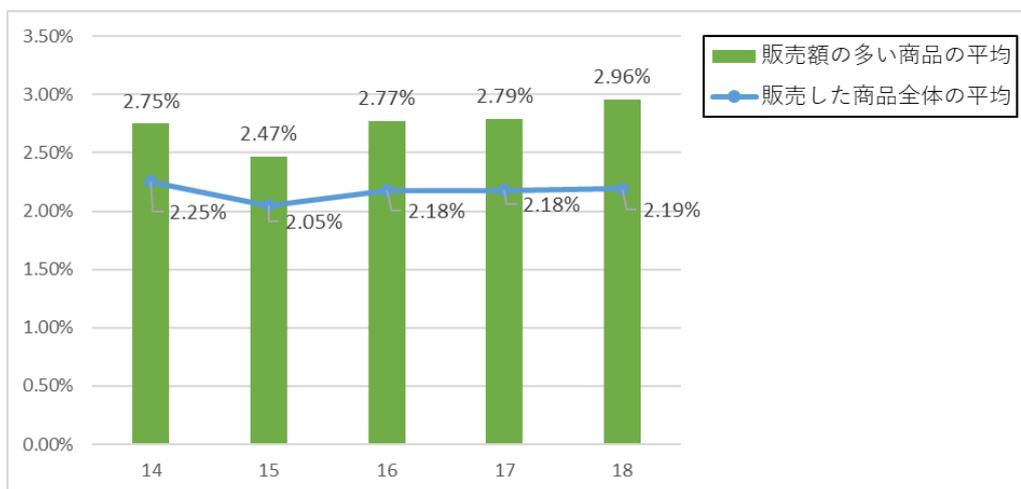
(図表 12) 地域銀行の販売手数料率



10

(出典) 前掲「顧客本位の業務運営の取組状況」、p. 15 より筆者作成

(図表 13) 証券会社の販売手数料率



(出典) 前掲「顧客本位の業務運営の取組状況」、p. 15 より筆者作成

5

第二に、回転売買が行われる理由として、日本ではテーマ型の投資信託が次々に組成されることが挙げられる。そして、この原因として、日本の証券会社と運用会社の間にある構造的な問題が挙げられる。戦後、日本で投資信託が再開される際、その認可は業者の運用の巧拙ではなく、業者の規模が重視された⁴⁶結果、大手証券が投資信託業務を兼業した。このため、今も見られる証券会社を親会社とし、運用会社を子会社とする系列問題を生むことになった。

10

そのため、親会社である証券会社は自身が販売しやすいテーマ性商品を運用会社に組成させ、それを投資家へ次々に販売し、その都度、販売手数料を獲得する営業が行われていったのである。その結果、日本では投資信託の商品数が他国と比べて非常に多くなった。

15

他方、アメリカの証券会社のビジネスモデルは、ラップ口座などを使って、顧客の預かり資産に応じて一定の手数料を毎年徴収する⁴⁷「フィーベース」のビジネスモデルに移行しているため、むしろ運用パフォーマンスのよい商品を顧客に保有させ、預かり資産を増やすことにインセンティブがある。これに対

⁴⁶ 深見泰孝、二上季代司(2019)『地方証券史ーオーラルヒストリーで学ぶ地方証券のビジネスモデル』金融財政事情研究会、p. 762~763

⁴⁷ 杉田浩治(2018)「世界の投資信託の動向と日本の課題」、p. 44

し、日本の場合、いまだ「コミッション型」が主流であるため、預かり資産の増加より、回転売買による販売手数料獲得にインセンティブが与えられているのである。

このため、コミッション型ではフィーベースと異なり、販売会社は販売手数料の5 高い商品を売ろうとするため、顧客との利益相反が起きやすく、販売手数料を高く設定できる複雑な商品が組成されやすい。1999年に証券会社の主たる収入源であった株式委託売買手数料が自由化され、以後、収益性が悪化する株式委託売買業務からの脱却、フィー型への移行が目指された。

ところが、「コミッション型」から「フィーベース」に移行するには、一定期間10 預かり資産に応じて得られるフィーの拡大より、販売手数料の減少が上回り、営業収益が減少する期間が生じる。したがって、「コミッション型」から「フィー型」に移行するには、減収を耐え得る資本力とそれでもビジネスモデルを転換させるといった経営者の意思が問われ⁴⁸、フィー型へ移行した会社は少なく、その実態は従来の株式の回転売買から、手数料率の高い投資信託へと商品を変えて15 行われている。このことも投資信託の短期保有につながっていると考えられる。

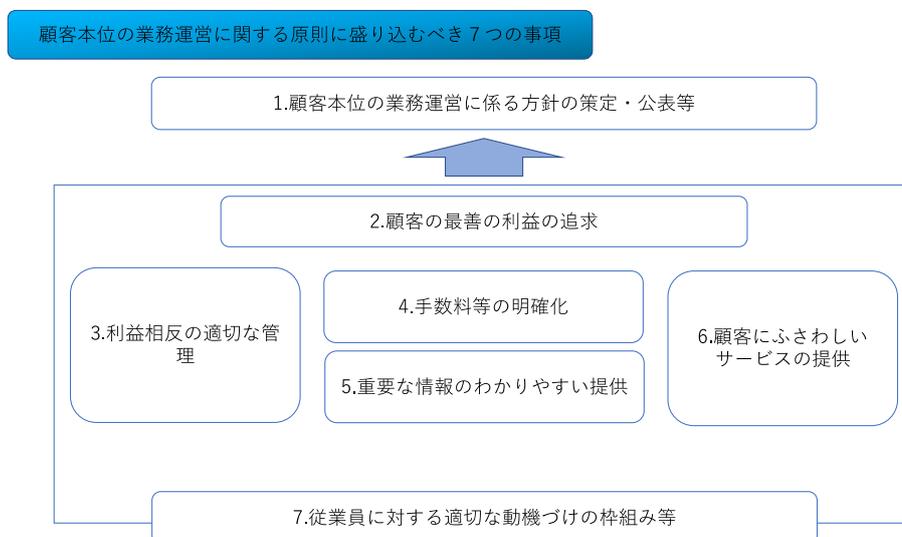
第2節 フィデューシャリー・デューティーの確立

こうした金融機関の営業姿勢を問題視した金融庁は、フィデューシャリー・20 デューティーを導入した。これは2014年9月の金融行政方針の中で、新しい概念として導入され、2017年3月30日には「顧客本位の業務運営に関する原則」という名称に変わったが、顧客の利益追及の徹底だけでなく、従業員に対する動機付けなども記載されている。(図表14参照)

25

⁴⁸ 深見泰孝、二上季代司「特色あるブランド・ブティックハウスを目指して—武樋政司氏証券史談(2016)—」『証券レビュー』第56巻、第6、7号、公益財団法人日本証券経済研究所、p. 122~126

(図表 14) 「顧客本位の業務運営に関する原則に盛り込むべき 7つの事項」



5

(出典) 大和総研「顧客本位の業務運営に関する原則の公表」、p. 11 より
筆者作成

10 フィデューシャリー・デューティーが導入された目的は、専門家として顧客の信頼にこたえる業務運営をさせることにある。ところが、金融機関の営業姿勢は、顧客との情報の非対称性を利用した顧客のニーズを無視したものであり、運用会社の中には親会社が販売しやすいテーマ性商品を組成しているが、こうした商品は運用パフォーマンスが悪いという課題がある。

15 そこで、金融機関の営業姿勢を改善する手段として「見える化」が行われた。具体的には、顧客が金融機関の業務運営を比較できるようにするための成果指標 (KPI) が公表された。これにより、金融機関が取り扱っている商品や運用パフォーマンスを比較することが可能になり、金融機関は顧客に選ばれるための取り組みを行う動機付けがされた。こうして政府は、金融機関に顧客本位の営業へと転換するよう迫っている。

20 他方、運用会社にはフィデューシャリー・デューティーのみならず、コーポレートガバナンスコードや、スチュワードシップコードを通じて、顧客の利益

を優先した組織運営や中長期的なパフォーマンス向上、顧客ニーズに対応した商品の開発を迫り、顧客本位の業務運営が目指されている。

- ここで度々出てきた「顧客本位」とは、顧客それぞれの利益を最優先に考えたサービスの提供である。最近、毎月分配型商品は一括して顧客本位ではないと言われる風潮があるが、本当にそうなのだろうか。例えば、高齢者は資産形成のニーズは少なく、むしろ年金の上乗せとして毎月一定額の分配金をもらえる方がいいと考える人もいる。そういう顧客に毎月分配型商品を販売することは問題ない。しかし、複利効果を活用した長期運用で資産形成をする必要のある現役世代に毎月分配型商品を販売することは、顧客本位とは言えない。
- 10 現在の金融機関の課題は、どのような背景をもつ顧客にも業者が利益を得やすい商品を販売している点にあり、顧客の利益を最優先に考え、顧客の利益にそぐわない商品は、顧客が希望してきても販売しないということが顧客本位であり、これを果たすことこそが顧客本位の営業姿勢だと考えているが、顧客本位の業務運営をしている会社は、残念ながら多数を占めているとは言えないの
- 15 ではないだろうか⁴⁹。

第3節 インデックス運用とアクティブ運用

- また、運用会社には先に挙げたもの以外にも課題はある。まず、前述したように投資信託の運用方法にはインデックス運用とアクティブ運用の2種類ある。
- 20 一般的にアクティブ運用はベンチマークを上回ることを目指すため、組入銘柄の調査などにコストがかかり、手数料は高くなる傾向にある。

- もちろん、手数料が高くても、それ以上のリターンを出せれば、問題はない。しかし、ベンチマークを下回るにも関わらず、手数料が高い場合、顧客本位に立った運用を行っていると言えるのだろうか。図表15に10年以上の運用期間
- 25 が経過した、日本株に投資するアクティブ運用の株式投資信託の信託報酬控除後の運用リターンを表した。

インデックス運用の平均運用リターンが年率2.37%であるのに対して、アクティブ運用のそれは平均1.36%と、インデックス運用より1%も下回っている。

⁴⁹「日本経済新聞」2018年7月5日 朝刊

また、アクティブ運用の株式投資信託の71%が、日経225をベンチマークとするインデックス運用の投資信託（純資産総額上位5本）の過去10年のリターンを下回っているのである。さらに信託報酬別にリターンを見てみると、信託報酬が高くなるにつれリターンが0%未満のファンドは増加している。

5

(図表15) 国内アクティブとインデックス運用投信のコスト・リターンの比較

国内株式アクティブ 運用投信		信託報酬（税抜き、年率）			
		合計	0.5%超1%以下	1%超1.5%以下	1.5%超2%以下
全本数		281本	36本	104本	141本
リ タ ー ン	0%未満	95本	4本	38本	53本
	0%以上5%未満	159本	32本	56本	71本
	5%以上10%未満	25本	0本	9本	16本
	10%以上	2本	0本	1本	1本
平均リターン		1.36%	2.03%	1.26%	1.27%
インデックス投信のリターン (2.37%)を下回ったものの割合		71%	58%	73%	73%

(出典) 金融庁「平成28事務年度金融レポート」p.60、図表II-1-(2)-9より筆者作成

10

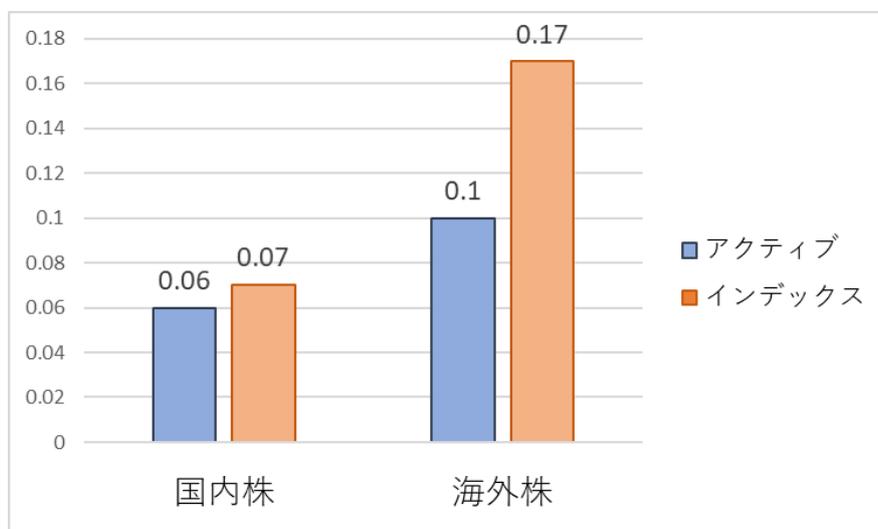
次に運用効率の観点から両者を比較してみる。ここではシャープレシオ⁵⁰を用いて比較したい。そこで、公募株式投資信託のシャープレシオを示した図表16を見ると、国内株や海外株に投資するアクティブ運用商品は、インデックス運用商品のそれを下回っている。

⁵⁰ シャープレシオとは、単純なリターンの大小ではなく、リターンを得るためにリスクを取るわけだが、リスクを取った結果、安全資産に対するどれだけ上回るリターンを得たのかを測定する指標で、リスクとの見合いでの運用成績を評価するために使われる。

このことから、アクティブ運用する株式投資信託の多くは、ベンチマークを下回っており、かつ信託報酬が高いものほど、リターンがマイナスとなっているファンドが多いことが分かる。つまり、顧客から高い手数料を取っているものほど、運用パフォーマンスがベンチマークを下回っているのである。では、

5 資産形成にはインデックス運用だけで十分かと言えば、そうとも言えない。日本の株式投資信託は、リターンや手数料の面でインデックス運用に歩があるが、それにも①株式市場の資本配分機能を脅かす恐れがあり、②共通株主の問題という大きく二つの課題がある。

10 (図表 16) 公募投資信託のシャープレシオ (国内株、海外株)



(出典) 金融庁「平成 28 事務年度金融レポート」p.70 より筆者作成

15 前者は企業業績に関係なく、インデックスに含まれる銘柄に投資するため、本来株式市場がもつ高収益企業に資金が集まり、低収益企業は淘汰されるという資本配分機能が発揮されにくくなる。後者の問題は、インデックスに含まれていれば、ライバル企業も含めた企業の株式に投資される。したがって、同一業種に属する企業の株式を保有すれば、企業間競争を促すよりも、むしろ競争

20 を回避させ、高い収益性を確保した方がよいという誤ったインセンティブを与えてしまう。その結果、消費者にマイナスの影響を与える恐れがあるとともに、

インデックス運用の増加により、企業の中長期的な価値創造に基づく価格形成を阻害し、市場に歪みをもたらしかねないとの指摘もある⁵¹。

したがって、本来はインデックス運用とアクティブ運用がうまく機能し、両方のファンドに資金が流入するのが望ましい。しかし、日本ではアクティブ運用する株式投資信託の多くは、インデックス運用のそれよりパフォーマンスが低いことから、それに対する批判が高まっている。これも日本の投資信託市場特有の問題であり、その原因は先に述べた系列関係を背景とするテーマ型投資信託を次々に組成することに由来している。

それに加えて、日本の投資信託市場を巡る課題には、投資信託の買い手である投資家の金融リテラシーが低いという課題もある。次に、この点について述べていこう。

第5章 投資家側の課題

これまで家計の資産形成手段として投資信託が普及しない要因として、金融機関の課題を述べてきた。しかし、我々は家計の金融資産が預貯金に偏重しているのは投資家にも課題があると考ええる。本章ではその点について述べたい。

第1節 投資家の金融リテラシー不足

① 金融リテラシーの有無

我々は日本人の金融リテラシーの低さが、家計金融資産の預貯金偏重を生んでいると考える。しかし、本来的には投資信託を保有する際に高度な知識は必要ないはずである。金融経済教育研究会報告書では、「最低限身に着けるべき金融リテラシー」として4分野15項目が挙げられており、家計管理、生活設計、金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択、外部の知見の適切な活用について述べられている⁵²。これらを踏まえ、我々は投資信託を保有する際に必要な金融リテラシーは、金融・経済に関する基礎知識、適切

⁵¹ 金融庁（2016）「平成27年度事務年度金融レポート」、p.60

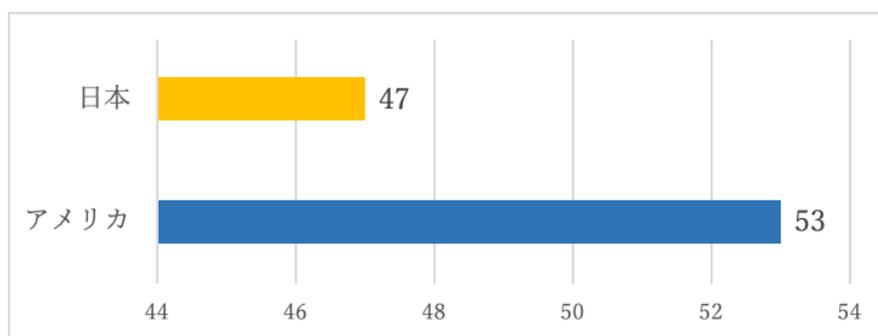
⁵² 金融経済教育研究会（2013）「金融経済教育研究会報告書」、p.9

な収支管理、自らのライフプランニングを適切に行うことであると考え。その上で、日本人の金融リテラシーをアメリカ人と比較して考えいきたい。

図表 17 は、日本とアメリカで行われた金融リテラシー調査の共通問題の正答率の比較である。日本人は共通問題（6 問）の平均正答率が 47%であるのに対し、アメリカ人は 53%となっている。この共通問題には、資産形成の上で必要不可欠な知識である複利効果に関する問題もあり、これの正答率は日本人が 44%であるのに対し、アメリカ人は 75%であり、31%も差がある⁵³。このように日本人の金融リテラシーは低く、投資に対する関心が高まらない原因になっている。では、金融リテラシーが高い人は投資を行っているのだろうか。

10

（図表 17）アメリカと日本の金融リテラシー正誤問題 5 問の平均正答率



15 〔出典〕金融広報中央委員会「金融リテラシーの調査の結果」、p. 17 より
筆者作成

② 金融リテラシーと投資行動の相関性

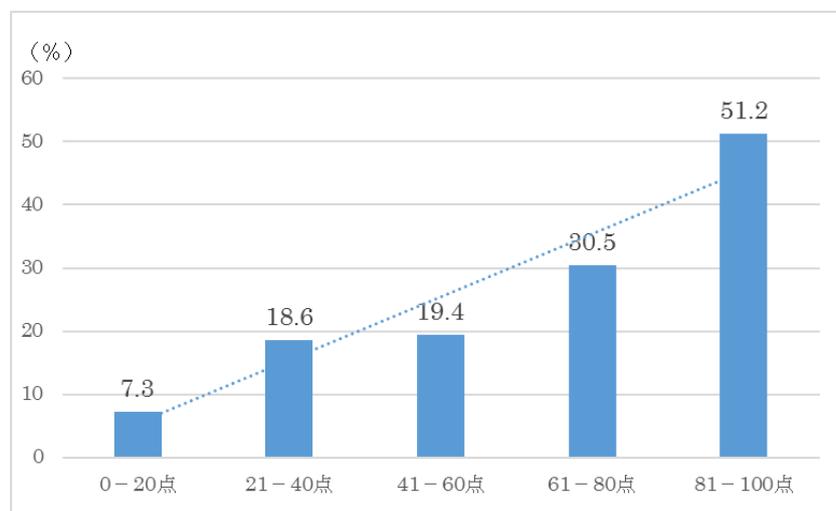
20 次に、金融リテラシーの高さと投資との相関性を見ていく。図表 18 は、金融広報中央委員会が行った金融リテラシー調査の結果である。この調査は、金融に関する知識を問う調査を行い、その結果を都道府県別に集計した上で、各都道府県別の投資信託への投資、株式への投資の相関性を示したものである。こ

⁵³金融広報中央委員会（2019）「金融リテラシーの調査の結果」、p. 17

の調査によると、金融リテラシーが高い人ほど、投資経験があるとされ、金融リテラシーと投資行動には相関性のあることが分かる。

(図表 18) 金融リテラシーと投資行動の相関性

5



(出典) 金融中央広報委員会「金融リテラシー調査 2019 年の結果」、p. 20
より筆者作成

10

第 2 節 確定拠出年金制度の課題

第 1 節では日本人の金融リテラシーが低いことと、金融リテラシーの高さと投資との相関性を見た。本節では投資未経験者を投資信託市場に呼び込むための制度を紹介する。

15

(1) 企業型確定拠出年金制度の普及率

投資未経験者に投資信託を保有させ、なおかつ、投資教育を行う場として、企業型確定拠出年金制度（以下、企業型 DC）がある。ICI RESEARCH

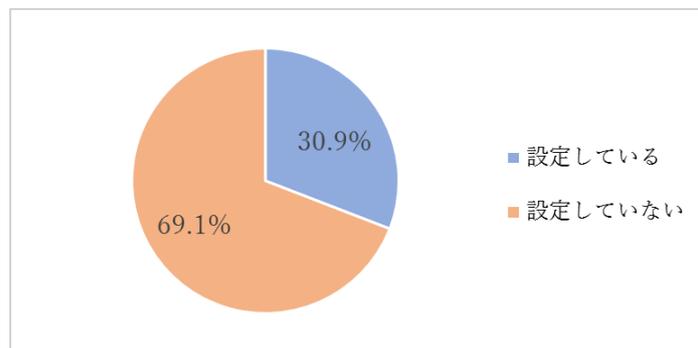
20 PERSPECTIVE によると、アメリカでは投資信託の購入経路の 77%が確定拠出年金を介しており、アメリカの家計に投資信託が普及した主たる要因が確定拠出

年金であることがわかる⁵⁴。このことから、確定拠出年金制度が投資未経験者を投資信託市場に呼び込む有効な手段と考えられる。では、日本はどうだろうか。企業型 DC の加入者は、2019 年 7 月末時点で 721 万人⁵⁵であり、これは就労者の約 11%⁵⁶にとどまり、日本では企業型 DC が未だ定着していないことがわかる。

(2) 元本確保型商品偏重からの示唆

先ほど、日本での DC の普及率が低いことを述べたが、DC 加入者は果たして確定拠出年金を適切に利用できているのだろうか。企業型 DC における資産配分を見ると、投資信託で運用した場合の運用利回りの平均値が 3.1%であるにもかかわらず、元本確保型商品で運用している割合が 53.9%を占めている⁵⁷。また、DC を導入している企業のうち、30.9%がデフォルト商品を設定しているが、そのうち 70.7%は元本確保型商品をそれに設定している⁵⁸。(図表 19、20 参照)

(図表 19) 指定運用方法の選定状況



(出典) 企業年金連合会『確定拠出年金実態調査(概要)』、p.10より筆者作成

⁵⁴ ICI “ICI RESEARCH PERSPECTIVE” VOL. 23, NO. 8, 2017, p. 12

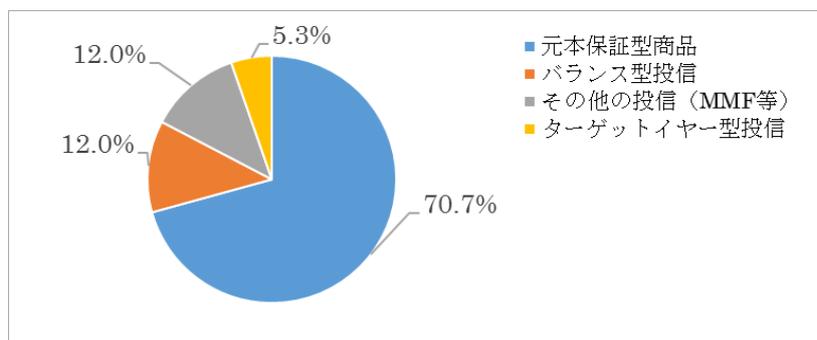
⁵⁵ 企業年金連合会(2019)「確定拠出年金の統計」

⁵⁶ 総務省統計局(2019)「労働力調査」

⁵⁷ 企業年金連合会『確定拠出年金実態調査(概要)』、p.10

⁵⁸ 前掲『確定拠出年金実態調査(概要)』、p.10

(図表 20) デフォルト商品内訳



5 (出典) 前掲『確定拠出年金実態調査 (概要)』、p.10 より筆者作成

NP0401(k)教育協会が行った DC 加入者の満足度調査報告書によれば、DC 加入者が投資信託で運用しない理由として、「損をするかもしれないから」「投信のことがよくわかっていないから」という理由が上位を占めている⁵⁹。このことから、企業型 DC における企業型 DC 制度加入時に行われる導入教育⁶⁰が十分に行われていないと考える。

これまで、①日本人の金融リテラシーが低いことと、金融リテラシーの高さと投資の相関性を述べ、これら両者に相関性が認められた。その上で、アメリカでは確定拠出年金が投資信託市場の拡大に寄与したのに対し、日本ではリテラシーの低さから確定拠出年金がその起爆剤になっていないことを述べた。第 6 章ではこれらの課題に関する提案を行っていく。

第 6 章 課題に対する提案

前章までは、販売会社、運用会社、投資家の課題を述べた。販売会社の課題では、販売手数料に依存したビジネスモデルと、販売会社と運用会社に見られる構造的な問題から引き起こされるテーマ型投資信託の乱造と、それに伴う回転売買を課題に挙げた。その結果、特にアクティブ運用型の株式投資信託の運

⁵⁹ NP0401(k)教育協会(2011)「DC 加入者の満足度調査報告書」、p.31

⁶⁰ 従業員が企業型 DC に加入する際に行われる投資教育。DC 制度の概要などについて説明。加入後には繰り返し行われる継続教育がある。

用パフォーマンスが低いことを明らかにした。また、投資家の課題では、投資家の金融リテラシーが低いこと、また、投資に無関心の人が多いことを課題に挙げた。本章ではそれを踏まえ、投資信託が家計の資産形成手段として、十分な役割を担うための提案（図表 21 参照）を述べたい。

5

（図表 21） 課題・提案・効果

<課題>	<提案>	<効果>
③ 回転売買 →手数料問題・構造的問 題	① 新手数料体系による 残高フィー型への移行	① 回転売買抑制
② アクティブファンドの コスト・リターンが釣り 合っていない	② パフォーマンス手数料の 導入	② 運用パフォーマンス の向上
③ 元本確保型に偏重する 企業型 DC の運用商品	③ デフォルト商品にターゲ ットイヤー型を設定、自動 加入させ導入教育の強化	③ リスク性資産保有促 進と金融リテラシー 向上

（出典）筆者作成

10

第 1 節 新手数料体系による残高フィー型への移行

日本の投資信託の平均保有期間が短いのは、販売会社による回転売買が要因であることを述べた。投資信託の売却、購入を繰り返せば、その都度、販売手数料を払わねばならず、投資家の資産は減ってしまう。したがって、これを改善する必要がある。

15

現在の投資信託の手数料の流れは、図表 22 のようになっている。販売会社は、販売時に徴収する販売手数料と、投資家が保有する間、徴収することができる信託報酬を手数料として得られるが、販売手数料の方が信託報酬より料率が高く（図表 10）、かつ販売手数料は全額、販売会社の収入となるので、回転

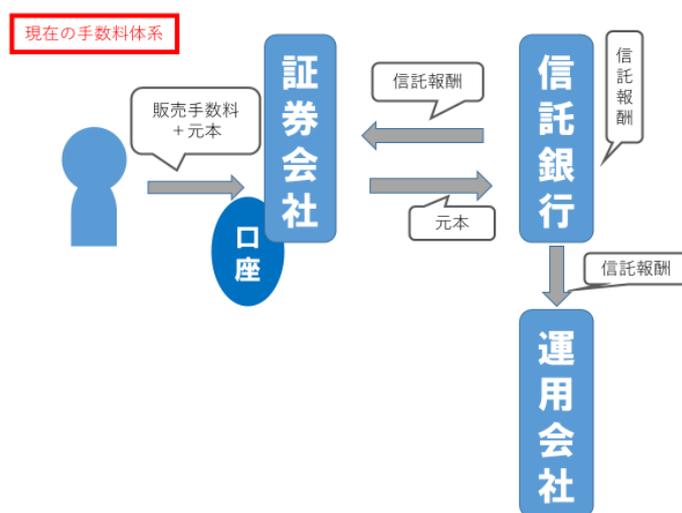
20

社に手数料の高い商品を売らせるインセンティブが与えられるため、顧客との利益相反が起きやすいことを述べた。

そこで我々は、個人向け金融商品販売制度改革（以下、RDR）後のイギリスの手数料体系を参考に、日本の投資信託販売における新たな手数料体系制度を提案する。RDR は、イギリスで 2012 年 12 月 31 日に導入されたが、その背景には、個人投資家への不適正販売、高回転売買率、非継続的ビジネスモデルにあった⁶¹。

RDR 導入以前のイギリスは現在の日本と同じ状況にあり、そこでイギリスではアドバイザーのアドバイス水準の向上と、消費者が受けるアドバイス内容とコストの透明性を高めるため、RDR を実施したのであった⁶²。ただ、イギリスでの投資信託の販売は IFA が中心⁶³であるのに対し、日本では証券会社、銀行、郵便局といった販売会社を中心である。したがって、我々はこうした相違点を踏まえて、日本の実情に合わせた RDR の実施を提案したい。

15 (図表 22) 現在の投資信託に関わる手数料体系



(出典) 筆者作成

⁶¹ 投資信託相談プラザホームページ「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～」

⁶² 大橋善晃(2015)「FCAによるRDR実施後調査について」、p.3

⁶³ 田中健太郎(2014)「英国における投信手数料を巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』春号、p.150

具体的には、今まで販売会社が受け取っていた販売手数料を廃止し、「フィー」という新たな手数料体系を導入する。フィーは、投資家がファンドを保有している期間、信託報酬に上乗せする形で支払う構造である。また、手数料率は従量制を採り、販売会社が販売している個々の商品の預かり資産残高に手数料を適用する。

イギリスのフィテリティでは残高に連動させた手数料体系を採っており、預かり資産が 25 万ポンド以下の場合の手数料率は 0.35% であるのに対し、25～100 万ポンドでは 0.20%、100 万ポンドを超える場合は 0% のプラットフォーム・チャージが課される⁶⁴。このように、日本でも各商品にフィーを設定する。

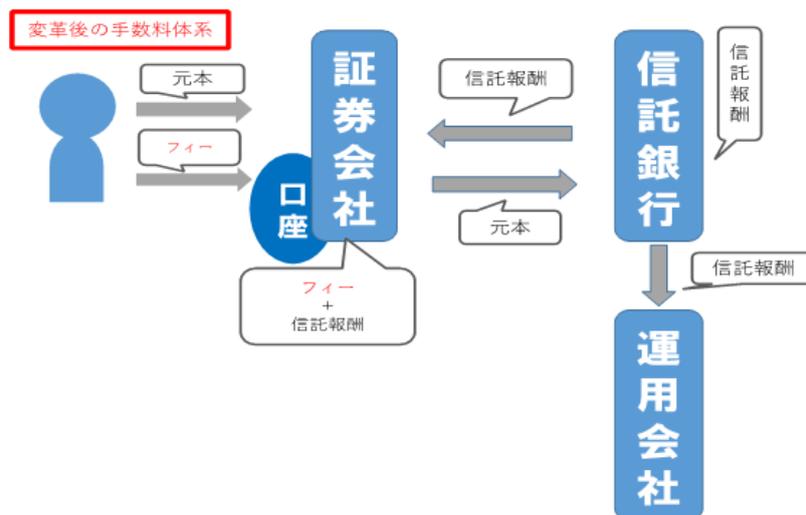
その一例として、図表 23、24 に変革後のアクティブ運用商品を販売する際のケースを作成した。例えば、預かり資産が 500 万円以下の場合 0.3% とし、501 万円～1,000 万円では 0.25%、1,001 万円～5,000 万円は 0.20%、5,001 万円～1 億円は 0.15%、1 億円以上は 0.10% のフィーが課され、1 年目は 3,000 円のフィーを信託報酬に上乗せして支払う。この手数料料率は、販売会社が商品性に依拠して独自に設定できる。ただし、既存の商品に新手数料体系を導入するのではなく、導入後、新たに蘇生された商品に適用することとする。

フィーを導入することで、販売会社は投資家の保有期間が延びれば、その間フィーの徴収も続けられ、投資家は長期保有することで安定的な収益を得ることができ、運用で得た収益を再投資することで複利効果が生まれ、収益が増大する。そして、それによりこれまで述べてきたテーマ性のアクティブ運用商品の回転抑制につながり、販売会社には収益性の高いファンドを販売し、預かり資産を増やそうとするインセンティブも働くだろう。

25

⁶⁴ 前掲「英国における投信手数料を巡る動向」、p. 157

(図表 23) 変革後の手数料体系



5

(出典) 筆者作成

(図表 24) フィーの例

預かり資産	フィー
① 500 万円以下	0.3%
② 501 万円～1000 万円以下	0.25%
③ 1001 万円～5000 万円以下	0.20%
④ 5001 万円～1 億円	0.15%
⑤ 1 億円以上	0.10%

10

(出典) 筆者作成

第 2 節 パフォーマンス手数料の導入

次に、我が国のアクティブファンドは、本来の目的であるベンチマークを上回るリターンを出せていないファンドが多く、コストとリターンが釣り合っ

いない。また、イギリスでは、「アクティブファンドがインデックスファンドより高い手数料を正当化できるほど、高いリターンを出せているのか、という規制当局・投資家の厳しい見方がある⁶⁵」とされ、世界的にアクティブ運用商品に対する見方は厳しい。

- 5 そこで、第2の提案として、アクティブ運用商品のパフォーマンスを改善するため、運用会社の信託報酬率をパフォーマンスに連動させるパフォーマンス手数料を導入する。神山（2018）によると、「パフォーマンス手数料とは、投資家がファンドを保有している期間中に、パフォーマンスに応じて、年間運用報酬に上乘せして、あるいは、年間運用報酬が増減する形で支払う手数料を指す」
- 10 とされる。現在、イギリスでもリテールの投資信託向けに導入の動きがあり、既にいくつかの運用会社では、この手数料体系が導入されている。パフォーマンス手数料は、運用会社ごとに独自の手数料体系を導入している。

- 我々が、この手数料体系の導入を提案する狙いは、運用会社と投資家の利益を一致させて、アクティブ運用商品のパフォーマンスを向上させることである。現状のアクティブファンドの手数料体系では、常に一定の信託報酬を得られるため、パフォーマンス向上のインセンティブが低い。
- 15

- 我々が提案するパフォーマンス手数料では、各運用会社に基準となる信託報酬（基準報酬率）を設定させる。例えば、あるファンドは基本となる信託報酬を0.5%とする。その上で、ベンチマークに対して2%以上のオーバーパフォーマンスを出した場合、追加報酬として0.2%を徴収できる。逆に、ベンチマークに対して、2%以上のアンダーパフォーマンスの場合は、基準となる信託報酬から0.2%を値引きした信託報酬しか徴収できない（図表25）。基準報酬率を設けるのは、本来、信託報酬は運用にかかわるリサーチ、運用、資産管理、分配金や運用報告書の送付などの費用として徴収するものであり、最低限
- 20
- 25 必要な費用は徴収する必要があると考えるためである。

この場合、それぞれ2%未満のオーバー、アンダーパフォーマンスの場合は、それに応じた比率で信託報酬の料率を上乘せ、値引きしていく。これによ

⁶⁵ 神山哲也、富永悠（2018）「英国リテール投信におけるパフォーマンス手数料を巡る動向」、『野村資本市場クォーターリー』冬号、p141より引用

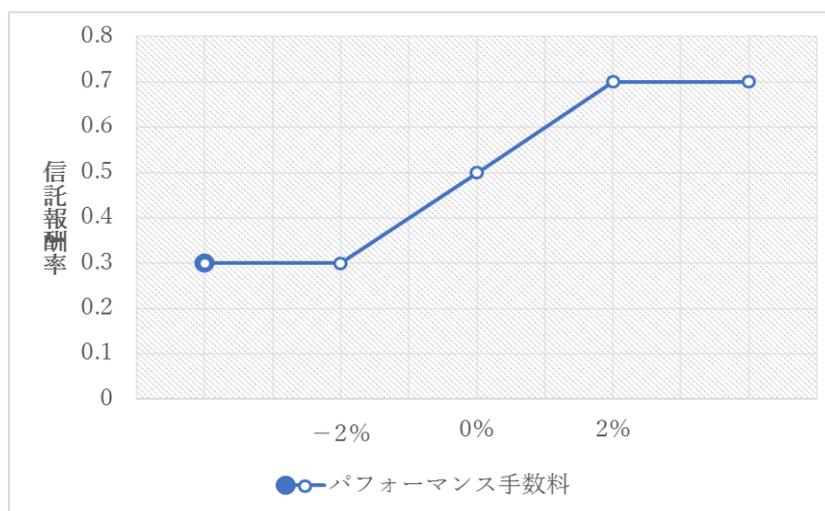
り過度なリスクテイクの抑制や、純資産額の少なくなったファンドの併合も期待できる⁶⁶。

また、この手数料体系は、まず国内株式アクティブファンドだけに適用させ、ベンチマークは日経 225 とする。このようにベンチマークを指定するのは、各運用会社が恣意的にパフォーマンスの出易いものに指定できないようにするためである。イギリスでもこの手数料体系に対して、「パフォーマンス測定基準のベンチマークが資産運用会社にとって有利なものに設定されることがある⁶⁷」といった批判もある。

こうした運用会社に対する新たな手数料体系の導入は、パフォーマンスの向上に大きく寄与すると考える。当初は、国内株式アクティブファンドに限定するが、この手数料体系の導入による効果が見られれば、他のファンドに適用していくことを考えている。こうして投資家と運用会社、販売会社の利益を一致させることで、回転売買やテーマ型投資信託の抑制、さらにファンド併合も促進させ、投資信託のパフォーマンス向上が実現できると考えている。

15

(図表 25) パフォーマンス手数料のイメージ



(出典) 筆者作成

⁶⁶ 純資産の少なくなったファンドは運用が困難なことに加え、そのファンドにファンドマネージャーを充てなければならず、そのコストもムダにならないためである。

⁶⁷ 前掲「英国リテール投信におけるパフォーマンス手数料を巡る動向」、p149より引用

第3節 企業型 DC の制度改革

最後に、5章で述べた、①日本人の金融リテラシーの低さ、②企業型 DC 制度の普及率の低さ、③アメリカとは異なり、投資信託市場拡大に確定拠出年金の寄与はあまり見られない。むしろ日本では 50%以上が元本確保商品で運用されているという三つの課題に対する提案を行う。

(1) 企業型 DC 制度を普及

第一に、企業型 DC 導入企業の加入者へのオプトアウト方式の義務化を提案する。オプトアウト方式とは、全員が一旦制度に加入し、制度に加入したくない対象者のみが脱退を選択するという方式である。オプトアウト方式を活用することで加入者を増加させる効果が期待できる。

日本の就労者の約 70%は中小企業で働いている⁶⁸。そこで、第二に確定拠出年金制度を導入していない中小企業に対して、簡易型 DC の導入を推奨する。簡易型 DC は 2018 年 5 月に施行された確定拠出年金法等の改正により創設された制度である。従業員 100 名以下の中小企業向けに創設された制度であり、企業型 DC の設立条件や必要な手続きなどを簡素化し、少ない事務負担で導入を可能にしたものである。これを活用することにより、DC 加入者の増加が期待できる。

20

(2) デフォルト商品の改革

次に、企業型 DC 導入企業へデフォルト商品の設定を義務付ける。さらに、デフォルト商品をターゲットイヤー型ファンド（以下、TYF）とし、それに自動加入することを提案する。

その理由は、ライフサイクル仮説に基づけば、若年世代の方がよりリスクをとった運用が可能であり、退職が近づくにつれて安定的な運用が望まれる。ところが、一般的な投資信託の場合、年齢とともに商品の入れ替えをしていかなければならず、その都度収益の 20%が課税される。それに対して、ターゲット

⁶⁸ 中小企業庁(2019)「中小企業白書」、p. 12

イヤーファンドの場合、運用会社が年齢に応じて運用先を見直してくれるため、加入者が商品の入れ替えをしなくても、若いときはリスクを取りつつそれなりのリターンを目指し、退職が近づくにつれて債券などの安定的な資産で運用してくれる。しかし、加入者自身で自身のライフプランに合わせて商品を選択したいというニーズもあるだろう。そこで、オプトアウト方式にすることで、そうしたニーズにも対応しようと考えている。これにより、従来、元本確保型商品で運用していた人たちの投資信託での運用が増えることになる。そこで重要となるのが投資家教育である。

10 (3) 導入教育の強化

そこで、導入教育の強化を提案する。内容として①資産形成の重要性②収支把握③企業型 DC の説明の 3 つを主に重点的に教育することとする。

資産形成の重要性については、現在の低金利によるインフレリスクの説明から、公的年金だけでは老後の十分な生活費が賄えないため、自助努力による資産形成の必要性が高まっていることを伝える。また、長期で資産形成するにあたって重要な複利効果、分散効果など投資を行うにあたって最も基礎となる部分を教育するものとする。

収支把握については、加入者自身のライフプランを考えてもらう機会を設けるものである。具体的な方法として、金融庁が行っている「ライフプランシミュレーション」⁶⁹を加入者に行ってもらおう。自分が将来どのくらい稼ぎ、いつどのくらいお金が必要となるのかを、より具体的に想像させる効果があると考えられる。

企業型 DC の説明では、投資信託の概要をはじめ、ライフサイクル仮説やリスク性商品の正しい知識を教育する。実施方法は、その企業の内定者に対して、内定後から入社するまでの期間に複数回、教育動画を送付する。さらに、入社研修時に導入教育の内容の確認テストを行うこととする。

⁶⁹ 金融庁ホームページ「ライフプランシミュレーション」より

おわりに

本稿では、家計の資産形成手段としての投資信託について述べてきた。第一章では、なぜ家計が資産形成を行う必要があるのかについて考察すると同時に、少額投資、分散投資が可能であり、プロに運用を任せられる投資信託が資産形成に最も適していることを述べた。次に、第二章では、投資信託の概要と適切な活用方法について述べた。第三章では、投資信託の歴史、誕生の背景を述べた後、なぜ、日米で投資信託の普及に大きく差が開いたのかについて、規模と推移を比較しながら考察した。第四章では、第三章で述べた確定拠出型年金が普及の要因にならなかったことだけでなく、日本の金融機関に着目し主に二つの課題を挙げた。第一に、「手数料構造」、第二に「コストとリターンの整合性」についてである。第五章では、投資家のリテラシーと日本の DC 制度について述べた。最後に第六章では、第四章、第五章で挙げた課題を解決するために3つの提案を挙げた。第一に、顧客の資産残高に連動する新たな手数料体系の導入である。販売手数料を取らないことで回転売買を抑制し、既存の販売手数料獲得に注力したビジネスモデルからのシフトチェンジも期待される。第二にパフォーマンス手数料の導入である。運用会社が徴収できる信託報酬を運用パフォーマンスに連動させることで、運用パフォーマンス向上のインセンティブが働くことが期待される。第三に、DC のデフォルト商品をターゲットイヤーファンドに設定し、それに伴い現状の導入教育の強化を行うことを提案した。これにより、DC 加入者の運用商品が元本確保型偏重から投資信託偏重に変わっていき、金融リテラシーの向上が期待される。

以上三つの提案が実現し、現状の投資信託を取り巻く課題が解決した時、家計にとって理想的な長期で安定的にリターンを出せる投資信託が増えると考えられる。これにより、家計に投資信託が普及し、資産形成手段として活用されて行くことが期待される。

参考文献

(本・論文)

- 朝倉智也(2012)『低迷市場でも負けない資産運用の新セオリー』朝日新聞出版
- 朝倉智也(2014)『新設 投資信託選びでいちばん知りたいこと』ダイヤモンド
- 5 朝倉智也(2015)『はじめての投資信託』Gakken
- アナト・アドマティ、マルティン・ヘルビツヒ(2014)『銀行は裸の王様である』東洋経済新報社
- 石弘光(2018)『現代税制改革史：終戦からバブル崩壊まで』東洋経済新報社
- 宇野淳(2010)『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社
- 10 江口行雄(1961)『投資信託発展史論』ダイヤモンド社
- 大橋善晃(2015)「FCAによるRDR実施後調査について」日本証券経済研究所
- 大村敬一、俊野雅司(2014)『証券論』有斐閣
- 神山哲也、富永悠(2018)「英国、リテール投信におけるパフォーマンス手数料を巡る動向」、『野村資本市場クォーターリー』春号
- 15 金融広報中央委員会(2015)「年金問題とは」
- 金融庁(2016)「平成27年度事務年度金融レポート」
- 金融庁(2019)「高齢社会における資産形成・管理」
- 金融庁(2019)「顧客本位の業務運営の取組状況」
- 厚生労働省(2017)「主な年齢の平均余命」
- 20 シドニー・ルブラン著、日興コーディアル・アドバイザー訳(2005)『SMA-アメリカ発資産運用の新潮流』社団法人金融財政事情研究会
- 杉田浩治(2012)「米国の確定拠出年金30年の推移から日本のDCビジネスを考える」
- 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
- 25 研究所
- 杉田浩治(2016)「世界の投資信託30年の変化と今後の課題」
- 杉田浩治(2016)「投資信託の販売をめぐる世界の動向」
- 杉田浩治(2018)「世界の投資信託の動向と日本の課題」
- 杉田浩治(2018)「投資信託の制度・実態の国際比較」
- 30 瀬川美能留(1986)『私の証券昭和史』東洋経済新報社

- 大和証券(1963)『大和証券 60 年史』
- 竹川美奈子(2013)『はじめての投資信託入門』ダイヤモンド社
- 田中健太郎(2014)「英国における投信手数料を巡る動向」、『野村資本市場クォーターリー』春号
- 5 田村威(2011)『八訂投資信託 基礎と実務』経済法令研究会
- 田村威(2017)『十四訂 投資信託基礎と実務』経済法令研究会
- 投資信託協会(2019)「投資信託の世界統計 2019 年第 1 四半期(1 月～3 月)」
- 内閣府(2019)「令和元年版高齢化社会白書」
- 中野晴啓(2014)『入門 投資信託のしくみ』日本実業出版社
- 10 日本銀行金融機構局(2019)「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について」
- 日本銀行調査統計局(2019)「資金循環の日米欧比較」
- 日本証券経済研究所(2016)『図説・アメリカの証券市場』
- 野村資本市場研究所(2008)『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社
- 15 深見泰孝、二上季代司(2016)「特色あるブランド・ブティックハウスを目指して―武樋政司氏証券史談―」『証券レビュー』第 56 巻、第 6、7 号、公益財団法人日本証券経済研究所
- 深見泰孝、二上季代司(2019)『地方証券史―オーラルヒストリーで学ぶ地方証券のビジネスモデル』金融財政事情研究会
- 20 森本紀行(2016)『フィデューシャリー・デューティー』ビジネス教育出版社
- 森本紀行、坂本忠弘、谷崎由美(2018)『フィデューシャリー・デューティー・ワークショップ』金融財政事業研究会
- NP0401(k)教育協会(2011)「DC 加入者の満足度調査報告書」
- 25 (新聞記事)
- 「日本経済新聞」2018 年 7 月 5 日 朝刊
- 「日本経済新聞」2019 年 8 月 18 日 朝刊
- (インターネット) 以下はすべて 2019 年 10 月 25 日に確認した。
- 30 金融庁ホームページ

〈https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/lifeplan_sim/index.html〉

総務省統計局「日本の長期統計系列」

〈<http://www.stat.go.jp/data/chouki/14.html>〉

投資信託協会ホームページ

5 〈https://www.toushin.or.jp/dc_contents/c_dc/〉

投資信託相談プラザホームページ

〈<https://toushin-plaza.jp/>〉

マネックス証券ホームページ

〈<https://info.monex.co.jp/help/fund/compound.html>〉

10