

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

10

第 2 テーマ

15

「資産形成手段としての投資信託」

20

下関市立大学 西戸ゼミナール (益田班)

25

目次

序章

第一章 投資信託とは

- 5 一節 投資信託の仕組み
- 二節 日本の投資信託の制度
- 三節 日本の投資信託の歴史

第二章 投資信託の有効性

- 一節 少子高齢化からみる年金制度
- 10 二節 投資信託の有効性

第三章 日米比較からみた諸問題

- 一節 金融リテラシーの不足
- 二節 投資信託のコストと保有期間

第四章 提案

- 15 一節 確定拠出年金における投資教育の拡充
- 二節 つみたてNISAの活用
- 三節 ロボアドバイザーの活用

終章

20

25

30

序章

日本では、これまで「貯蓄から投資」への流れを促す政策の1つとして投資信託の普及が行われてきた。2016年度の日本の家計の金融資産（1800兆円）を見ると、現金・預金が937兆円（52.0%）、投資信託が96兆円（5.4%）、株式等が167兆円（9.3%）であり、米国（2016年9月末）の家計の金融資産（73.1兆ドル{約8000兆円}）のうち、現金・預金が13.9%、投資信託が10.7%、株式等が35.4%と比較するとリスク性資産より現金・預金を選考していることがわかり、日本の投資信託が家計にとっての長期・安定的な資産形成手段としての役割を十分に果たしてきたとは言えない。

10 ゼロ金利政策が導入され超低金利時代である現代の日本では、現金・預金ではない新たな資産形成手段が必要とされる時代に突入したといえる。しかし、資産形成手段として投資信託を普及させるためには様々な課題が存在する。

本論文では、第一章に、日本の投資信託の現状を示すために仕組み、制度、歴史を述べる。第二章に、なぜ資産形成手段として投資信託が有効であるのかを述べる。第三章に、日米の比較から金融リテラシーの不足、投資信託のコストと保有期間の短期化の問題について述べる。第四章に、資産形成手段として投資信託を普及させるための提案として、確定拠出年金における投資教育の拡充、つみたてNISAの活用、ロボアドバイザーの活用について述べていく。

20

第一章 投資信託とは

第一節 投資信託の仕組み

投資信託とは、「投資家から集めたお金をひとつの大きな資金としてまとめ、ファンドマネジャーと呼ばれる運用の専門家が株式や債券などに投資・運用する商品で、その運用成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品である。」（投資信託協会 HP より引用）また、投資信託の運用成績は市場環境などにより変動するため運用によって損益が生まれる。すなわち、投資信託は元本が保証されていない金融商品である。その点が銀行預金とは異なる。

次に、投資信託を運用する3つの機関の役割と、それを踏まえた投資信託の仕組みについて説明する。投資信託は「販売会社」「委託会社(運用会社)」「受託会社(信託銀行)」の3機関が役割を分担し運用されている。販売会社は、投資信託の販売や換金、分配金・償還金の支払いなどを行う。委託会社は、資金をもとにファンドを組成し、受託会社へ運用の指示を行う。受託会社は、委託会社の指示をもとに受託した資金を株式や債券などに投資し、資金の管理を行う。この3つの機関がそれぞれ専門の役割を果たすことで、投資信託の運用が成り立っている。

10 (図表 1-1) 契約型投資信託の仕組み



(出所) 楽天証券 HP より筆者作成

<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/>

15 図表 1-1 は、契約型投資信託の仕組みである。投資信託は委託会社(運用会社)で作られ、証券会社、銀行、郵便局などの販売会社を通じて販売され、多くの投資家からお金を集める。投資家から集められたお金はひとつにまとめられ、受託銀行(信託銀行)によって保管される。運用会社は集めたお金の運用指示を受託銀行に行う。そして、信託銀行は運用指示を受けて株や債権の売買を行う。このような運用によって生まれた収益は、販売会社を通して分配金や基準価額へ上乗せされて、投資家に還元されるという仕組みになっている。また、投資信託には、「契約型」の他に「会社型」がある。会社型投資信託は投資法人を設立し、法人が発行する投資口座を投資家が購入するものであり、REIT(不動産投資信託)などが該当する。(SMBC 日興証券 HP より引用)現在の投資信託の

20

25 多くは契約型投資信託である。

信託と公社債投資信託は収益にかかる税率などが異なっていたが、2016年に20%の一本化が決定されている。

また、ETFは証券取引場に上場している投資信託のことで、株の売買と同じように証券会社を通して取引ができる投資信託であり、上場投資信託ともいう。

5 日経平均株価や東証株価指数などの指標に連動するように運用され、証券取引所に上場されている投資信託である。

不動産投資信託はREITともいい、委託者指図型投資信託、委託者非指図型投資信託、投資法人の3形態がある。払い戻しはオープンエンド型、クローズエンド型のいずれも可能であるが、実際に日本の不動産投資信託はすべてクローズエンド型投資法人の形態をとっている。

10

(図表1-2) 投資信託の制度の分類

商品分類表				
単位型・追加型	投資対象地域	投資対象資産 (収益の源泉)	独立区分	補足分類
単位型 追加型	国内	株式 債権	MMF	インデックス 型
	海外	不動産投信	MRF	
	内外	その他資産 資産複合	ETF	特殊型

(出所) 投資信託HPより筆者作成

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/type/category/>

15

第三節 日本の投資信託の歴史

法制において、日本における投資信託は、1937年に「藤本有価証券投資組合」が設立されたことから始まる。このことは、現在の証券投資信託のように共同投資の形式で有価証券に投資する先駆けとなった。1941年には野村証券を委託者とし、野村信託が受託者を担う証券投資信託が発足する。その後、藤本、山一、小池、川島屋、共同の5証券会社も証券投資業務を開始する。

その中、1945年の財閥解体により、三井、住友、三菱などの株式が市場に溢れ出たが、買い手がない状態が続いた。この状況を打破するために株式を吸収し、企業に資金調達を行うための策として投資信託の活用が図られる。そこで、1951年6月4日に「証券投資信託法」が公布、施行された。これにより日本の投資信託制度が確立された。

当初、証券会社が投資信託委託業務を兼任していたが、1959年に証券投資信託法が改正され、投資信託委託業務が証券会社から一旦分離される。これにより、投資委託会社の独立性の確保が強く意識されるが、1990年代後半の金融ビッグバンにより、再び証券会社が投資信託委託業務を兼任することが可能となった。また、現行の金融商品取引法においては、投資運用業の登録を受けた金融商品取引業者が投資信託委託業務を行うことが可能となっている。

また、1967年に「証券投資信託法の一部改正」が公布、施行された。この改正により、委託者の受益者に対する忠実業務を規定し、自主規制機関としての投信協会法定化、ファミリー・ファンド方式が導入され、現在では当たり前となった「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。

商品においては、1951年の投資信託発足時に単位型株式投資信託ではじまり、様々な政策要請に沿った商品開発が行われ、多くのファンドが発足した。1952年に追加型ファンドが発足したが、1990年のバブル崩壊までは毎月募集の単位型ファンドの販売が中心であった。1990年代後半からは、追加型ファンドが主流となり、2011年3月末の時点では株式投資信託残高の98%は追加型が占める割合となっている。1961年に公社債投資信託が発足し、1980年には中期国債ファンドが発足した。また、2001年には低迷する株式市況を刺激する狙いも込めて、現物拋出型ETFが導入された。以上のように、日本では様々な政策意図の下、多くのファンドが発足されてきた。

販売面においては、日本の投資信託は、その受益証券が証券取引法上の有価証券であることから、証券会社のみで販売していた。これは1993年の投資信託委託会社による直接販売が始まるまで42年間続いた。しかし、1990年代後半の金融ビッグバンの中で、1998年に銀行などによる投資信託販売が始まり、2005年には郵便局でも販売が始まった。銀行などの登録金融機関での販売は、投資信託の認知度を飛躍的に向上させ、2011年3月末の公募投資信託全体の販売残高構成は、証券会社59.4%、銀行等40%、投資信託委託会社による直接販売は0.6%となった。このように、金融ビッグバンの下で銀行などが投資信託販売に参入したことが大きな変化である。

10 運用面においては、1951年の投資信託発足時の運用対象は国内株が中心であったが、1965年には国債の発行開始や、社債市場の発達に伴い、債券市場の拡大とともに債券組み入れが増加した。投資信託全体の資産構成の変化をたどってみると、1962年に債券が株式を上回って以来、1989年と1990年の2年間の株価ピーク時を除き、常に債券の保有金額が株式を上回っていた。また、15 1970年から日本の投資信託による海外投資が始まり、1972年には外国投資信託の国内販売が自由化された。しかし、国内証券のリターンが高かったため、投資信託の外貨建て資産への投資比率は、1985年まで1割以下で推移し、翌年に一時10%を超えるに至った。その後、2000年代に入り、超低金利や株価低迷の中、債券を中心に外貨建て投資が急増した。2011年3月末の時点では、20 外貨建て資産の比率は債券で63.1%、株式で41.1%、投資信託資産全体では43.1%に達している。また、1990年代後半の金融ビッグバンの一環として、運用の外部委託が可能となり、海外運用会社の活用が増加した。これはグローバル化を進展させる要因になった。以上より、投資対象の多様化とグローバル化が進展した歴史であったといえる。

25

第二章 投資信託の有効性

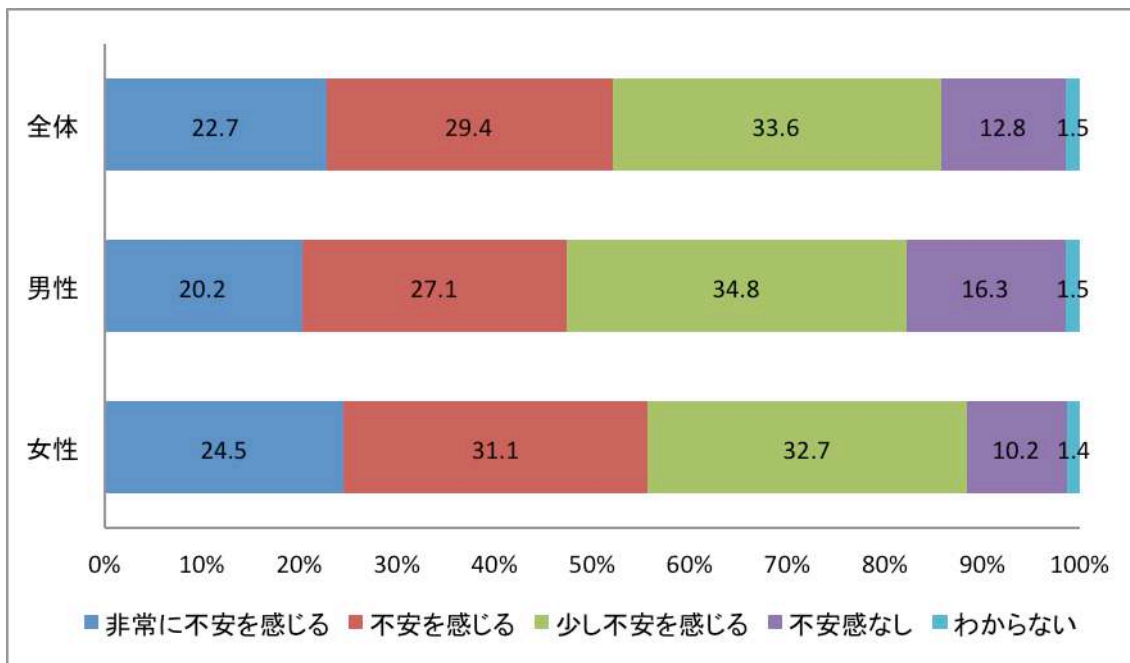
第一節 少子高齢化からみる年金制度

近年「貯蓄から投資へ」という言葉を耳にする機会が増えている。高度経済成長期を迎え、日本が先進国へと駆け上がっていた頃、金融の世界で「貯蓄」

30

と呼ばれるお金は、かつては高い金利のおかげでただ預けているだけで殖えていった。その後も日本経済は順調に成長を続け、1989 年末には日経平均株価が最高値（38,915 円 87 銭）を記録し、順風満帆な経済情勢だったといえる。しかし、1990 年代に、バブル経済が崩壊したことで、地価や住宅価格の急落などにより不良債権が拡大し、大手金融機関も相次いで破綻に追い込まれた。したがって、戦後初のマイナス成長を余儀なくされ、日本銀行はゼロ金利政策を敢行し、銀行や郵便局に「ただお金を預けているだけ」では、貯金はなかなか殖えなくなっていった。このような低金利時代を迎えた現在の日本で、老後の生活に不安感があると回答した人は全体の 85.7%であることが図表 2-1 からわかる。

(図表 2-1) 老後生活に対する不安の有無

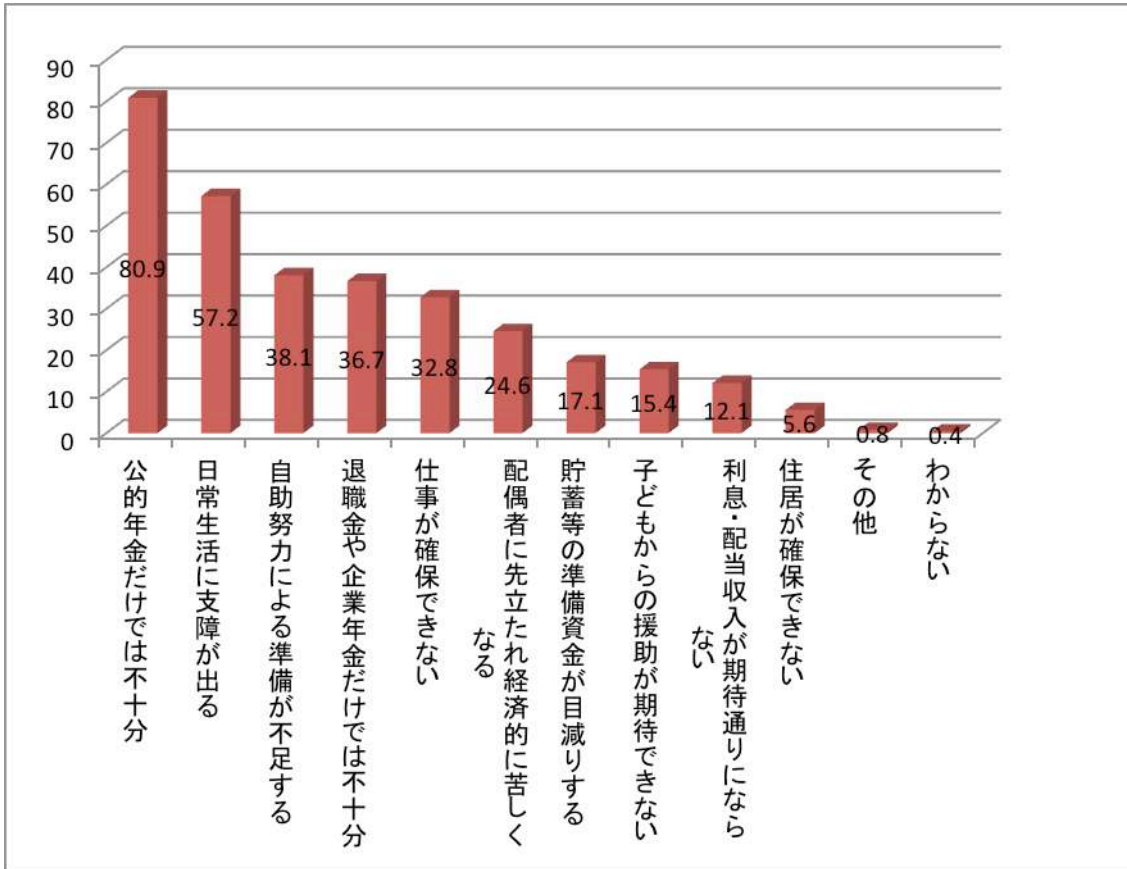


(出所) 生命保険文化センター「生活保障に関する調査」／平成 28 年度より筆者作成

また、その不安感の内容として、公的年金だけでは不十分と回答した人が全体の 80.9%であり、そのほかにも退職金や企業年金だけでは不十分と回答した人が 36.7%、貯蓄等の準備資金が目減りすると回答した人が 17.1%、利息・配

当収入が期待通りにならないと回答した人が12.1%と老後の生活資金に対する不安が多いということが図表 2-2 からわかる。

(図表 2-2) 老後生活に対する不安の内容



5

(出所) 生命保険文化センター「生活保障に関する調査」／平成 28 年度より筆者作成

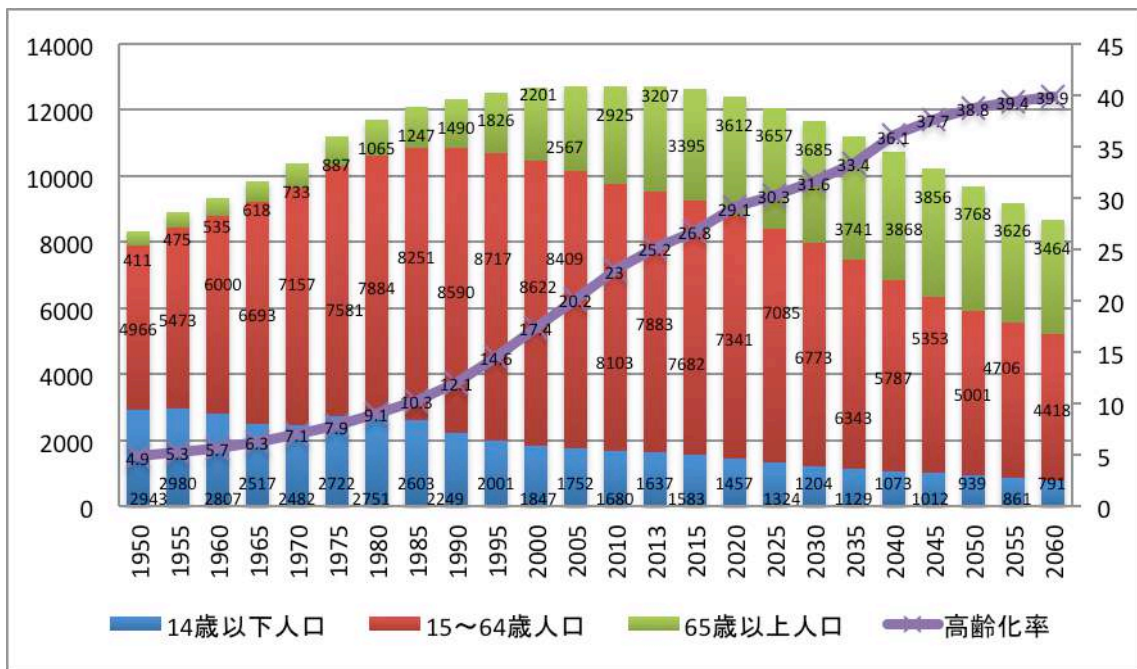
ここで、どうして公的年金だけでは老後の生活資金に不安を覚えるのかを考察していく。現在の日本は、出生率の低下、平均寿命が伸びたことによって、人口全体に占める子供の割合が低下し、高齢者の割合が高まる少子高齢化社会である。日本の年金制度は、年金支給のために必要な財源を、その時々

10 保険料収入から用意する賦課方式を取っているため、少子高齢化が進むと現役世代に負荷がかかり、年金財政も逼迫する。図表 2-3 より、日本の 65 歳以上の人口は 2010 年には 23.0%であったが、2060 年予測では 39.9%と世界のどの国

15

でもこれまで経験したことがない少子高齢化が進むことが見込まれている。15～64歳の生産年齢人口は、2013年10月時点で7,901万人と32年ぶりに8,000万人を下回ったことに加え、2013年12月時点では7,883万人まで減少しており、今後の予測では2060年には4,418万人まで大幅に減少することが見込まれている。また、図表2-4から国立社会保障・人口問題研究所の試算によると、2060年には65歳以上の人口は全人口の4割近くを占める3464万人となり、1.2人の現役世代で1人の年金受給者を支えていかなければならないことになる。

10 (図表2-3) 日本の高齢化の推移と将来推計



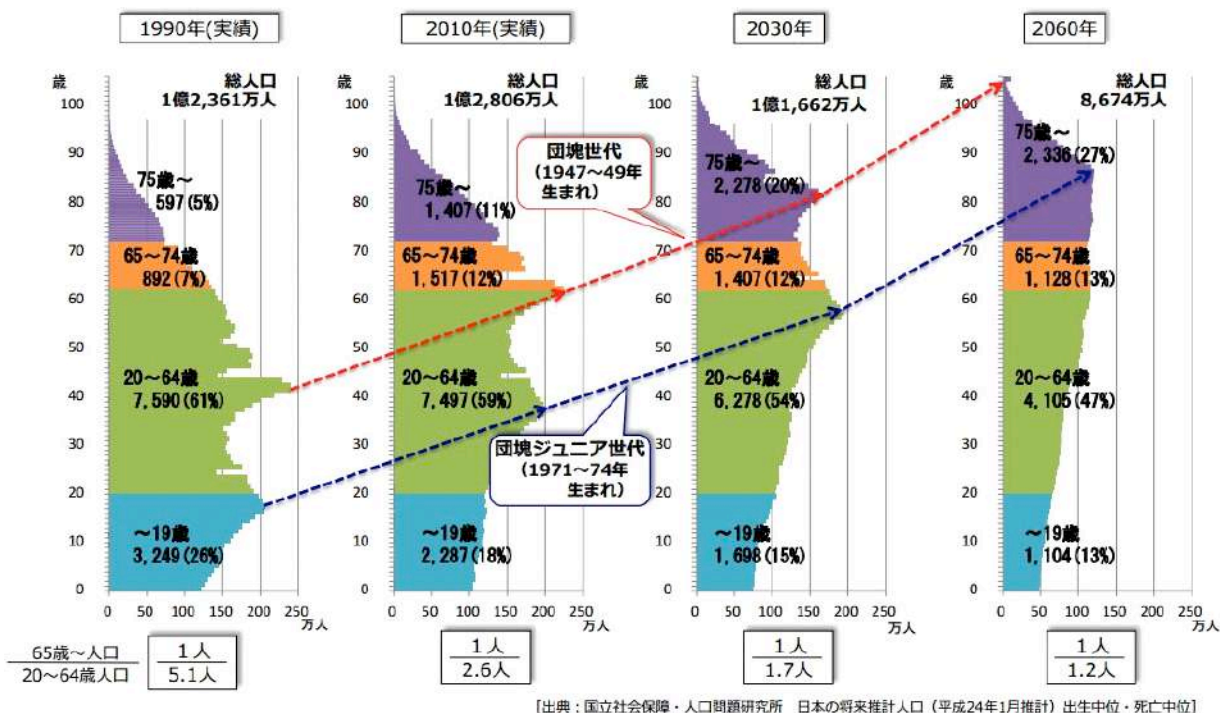
※2013年までは実績値、2015年からは推計値である

左軸の単位は万人、右軸の単位は%である

(出所)2010年までは国勢調査、2013年は人口推計12月1日確定値、2015年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成24年1月推計)」の出生中位・死亡中位仮定による推計結果より筆者作成

<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h26/html/nc141210.html>

(図表 2-4) 人口ピラミッドと高齢者 1 人に対する現役世代の人数



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所より引用

<http://www.ipss.go.jp>

5

年金保険料は将来の自分のために払っているわけではなく、現在年金の支給を受けている高齢者世代のために支払っているため、年金制度とは、現在の保険料を払っている世代が高齢者を扶養する世代間扶養であるといえる。少子高齢化社会に沿って見てみると、現役世代の負担は増加し、高齢者の年金受給額は減少、受給開始時期が遅くなるなどといった問題点が挙げられる。さらに、少子高齢化が深刻化することで年金制度そのものが破たんしてしまう恐れもある。したがって、個々人が資産形成を行っていく必要がある。

10

15 第二節 投資信託の有効性

第一節で個々人が資産形成を行うことが必要であると述べたが、なぜ資産形成手段として投資信託が有効なのかを考察していく。資産形成手段として投資信託が有効であるといえる理由は大きく分類すると4つある。

第 1 に、少ない金額から購入できることである。通常、株式投資や債券投資にはある程度まとまった資金が必要になるが、投資信託であれば 1 万円程度から手軽に始めることができるため、だれでも投資行動を行うことができる。

第 2 に、株式や債券などに分散投資することができることである。1 つの銘柄だけに投資した場合、企業倒産や株価が値下がりすると、そこでの影響をそのままに受けてしまい大きな損失を負う可能性があるため、投資において資産をいくつかの商品に分けてリスクを分散させる分散投資を行う必要がある。個人の投資家が、自分だけで分散投資しようとする、多くの資金が必要となるが、投資信託は小口のお金を集めてひとつの大きな資金として運用するので、さまざまな資産に分散投資し、リスクを軽減することが可能になる。

第 3 に、運用のプロ（ファンドマネージャー）によって運用されることである。株式や債券などの投資に必要な知識や手法を、個人で身につけるのはなかなか難しいものであるが、投資信託は、経済・金融などに関する知識を身につけた専門家が、各ファンドの運用方針に従って投資判断から取引までを投資家に代わって行う。投資家は、定期的に発行されるレポートにて運用状況が把握できる仕組みになっており、経済・金融などに関する知識がない場合でも投資行動を行うことができる。

第 4 に、個人では投資しにくい国や地域、資産に投資できる投資信託は、国内外の株価指数、株式、不動産、債券など、組み込む資産は多種多様であり、個人投資家には困難な発展途上国の株式や債券などを投資対象とした商品が多く存在する。

投資信託は、投資行動の手軽さ、分散投資によるリスクの軽減、専門家による運用、個人では投資が困難な国や地域、資産に投資することができるという株式投資や債券投資にはない利点から、金融教育をあまり受けておらず、リスクを好まない日本人にとって、有効な資産形成手段であるといえる。

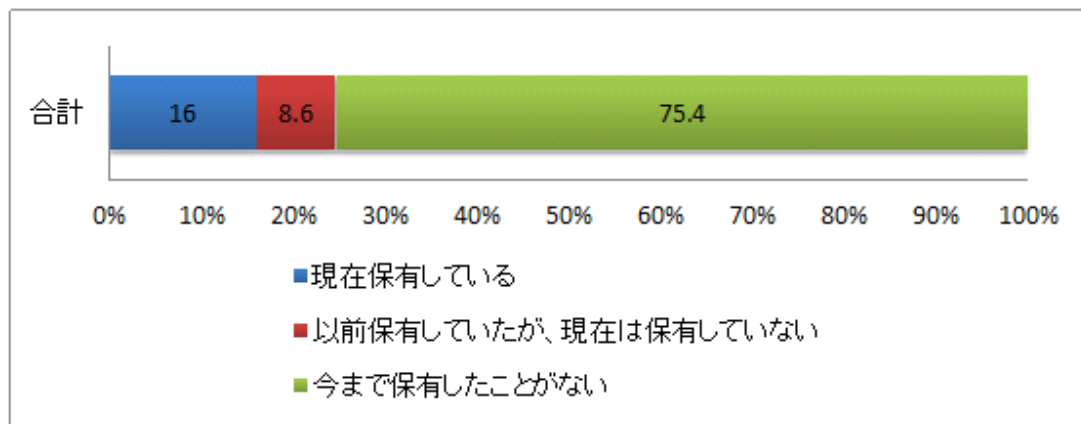
第三章 日米比較からみた諸問題

第二章では、資産形成手段として投資信託が有効であることを述べた。図表 3-1 は投資信託協会が平成 28 年に行った投資信託に関するアンケート調査の

投資信託の保有状況を表している。現在保有層は16.0%であり、保有経験層を含めると24.6%である。また、保有未経験層は75.4%であり、半数以上の人は保有経験がない。図表3-1より、年代や世帯年収が上がるにつれ、投資信託の現在保有層と保有経験層がともに増加しており、60代と70代の保有率は50.9%である。高齢者において高い数字を残している理由としては、退職金の使用や退職後の資産形成として投資信託を購入していることが考えられる。また、若年層の保有率が非常に低く、20代と30代の保有率は15.8%と全体の1割程度である。したがって、現在の日本において投資信託が普及しているとはいえない。

10

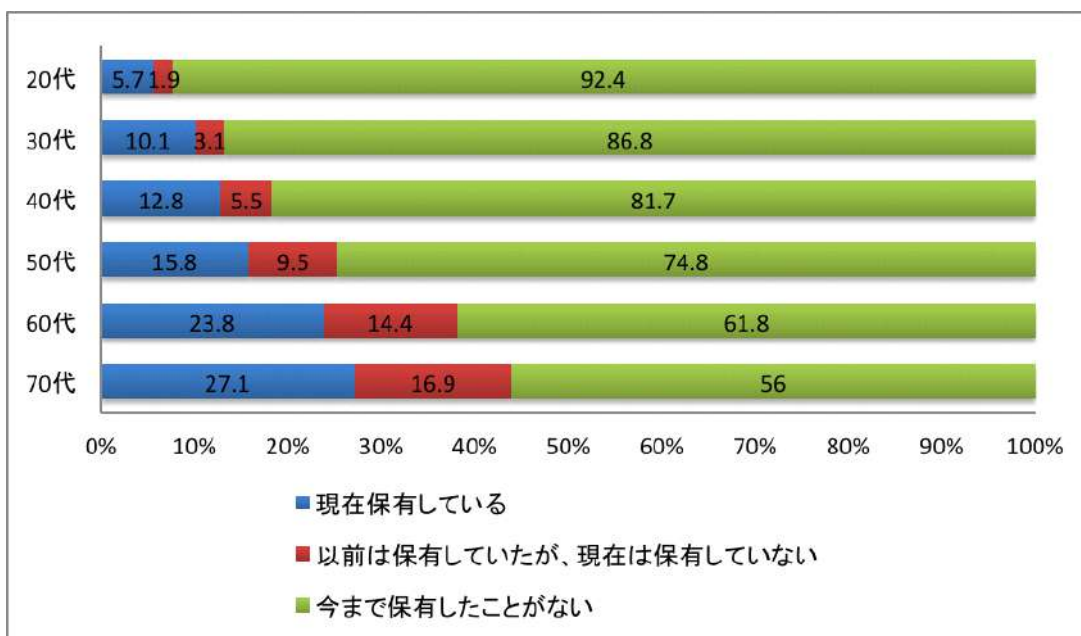
(図表 3-1) 投資信託の保有状況



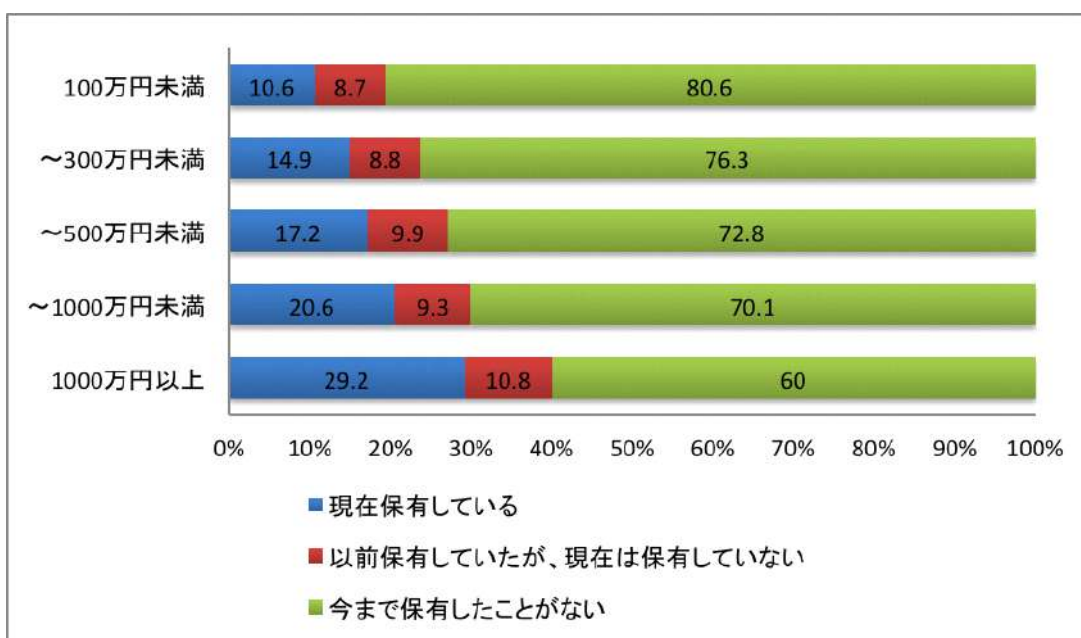
15

20

年代別



世帯年収別



- 5 (出所) 投資信託協会が平成 28 年に行った投資信託に関するアンケート調査の投資信託の保有状況より筆者作成

本章ではこれらの投資信託の保有状況を踏まえた上で、米国と比較しながら、日本の投資信託の問題点として、金融リテラシーの不足、コストの高さ、保有期間の短さという 3 つの問題点を挙げていく。

10

第一節 金融リテラシーの不足

日本証券業協会によれば、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のことであるとされている。ここでの金融リテラシーとは資産形成のための金融リテラシーのことであり、どの商品にどのように投資するかということを選ぶ際に重要な事項である。しかし、日本では資産形成のための金融リテラシーが不十分であるという意見がある。個人を取り巻く経済・金融環境が急速に変化するなかで、「貯蓄から投資へ」の流れを促すためには、資産形成のための金融リテラシーに対する意識を高め、それを拡充することが必要である。

金融広報中央委員会は2016年2月から3月にかけて金融リテラシー調査を実施した。この調査は金融リテラシーマップの全分野から出題された問いの正答率を調べたものである。その分野と分野別の結果は図表3-2のとおりである。図表3-2を見てみると、金融に関する問題の正答率が低く、金融経済教育研究会報告書による「最低限身に付けるべき金融リテラシー」の中の、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が身に付いていないことが分かる。

また、この正誤問題の正答率は18～29歳の年齢層が最も低く、年齢が上がるにつれ正答率が上昇していく傾向にある。若年層の人々は金融について触れる機会が少なく、金融に関する知識が身に付きにくいのがわが国の現状である。その主な理由としては、金融リテラシー教育を実施するための体制整備が不十分であるということが挙げられる。金融経済教育を推進する研究会がとりまとめた中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書による金融経済教育の現状の調査によると、約3割の教員が金融経済教育を実施できていない状況や、約6割の教員が授業時間が不十分であると回答している。

(図表 3-2) 金融リテラシーマップの分野別正答率 (%)

金融リテラシーマップの分野		正答率
家計管理		51.0
生活設計		50.4
金融知識	金融取引の基本	72.9
	金融・経済の基礎	48.8
	保険	52.5
	ローン・クレジット	53.3
	資産形成	54.3
外部の知見活用		65.3
合計		55.6

(出所) 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果」より筆者作成
http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/literacy2016/pdf/161_literacy.pdf

5

図表 3-3 によると、株式や投資信託などのリスク性資産を購入したことがあると回答した人はわずか 2~3 割程度である。このような結果になった理由として、金融に関する知識の不足がある。投資教育などの金融リテラシーが未発達であることが、個人の投資経験の割合の低さに直接的な影響を及ぼしていると考えられる。

10

(図表 3-3) リスク性資産の購入経験 (%)

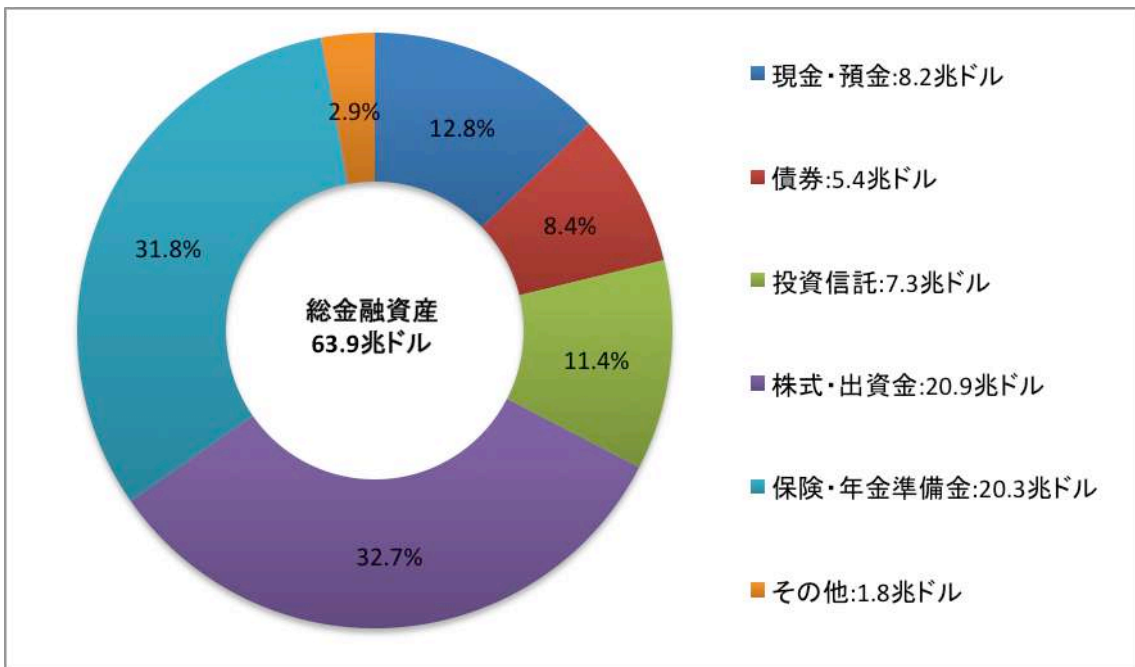
	株式	投資信託	外貨預金等
購入したことがある	31.6	25.8	17.3
購入したことがない	68.4	74.2	82.7

(出所) 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果」より筆者作成

<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/literacy2016/pdf/16literacy.pdf>

ここで、米国における投資信託の現状をみていく。2013年9月末における
5 米国家計の金融資産は、図表3-4から63.9兆ドルであり、主な内訳について
みると、株式・出資金が20.9兆ドル、保険・年金準備が20.3兆ドル、現金
・預金が8.2兆ドル、投資信託が7.3兆ドルとなっている。

(図表3-4)米国家系の金融資産の構成(2013年9月末)



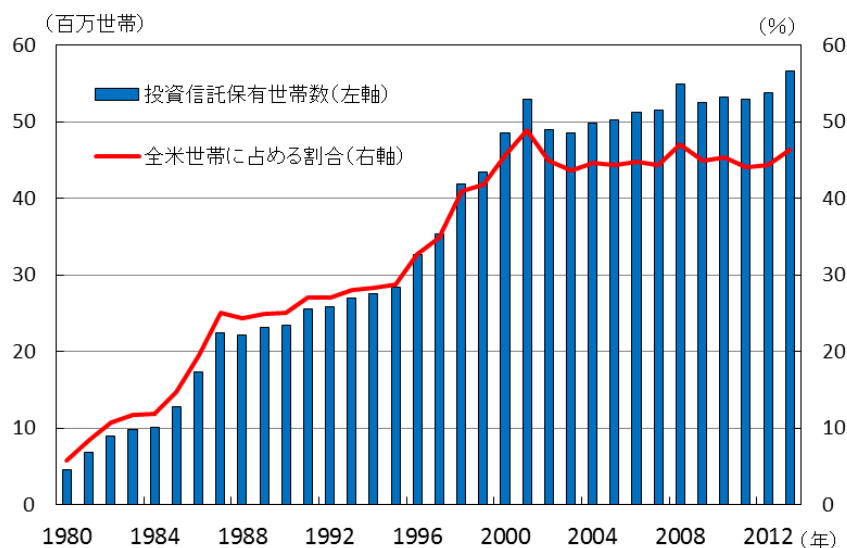
10

(出所)米国の家系金融資産の現状と経験 大和総研 金融調査部 主任研究員
島津 洋隆より筆者作成

図表3-5の米国投資信託協会(ICI)の調査によると、投資信託を保有する世
15 帯数は、2013年調査時点で、5,670万世帯と、全米世帯の46.3%を占めてい
る。2008年から2009年にかけて240万世帯減少したものの、直近の投資信

託保有世帯数はリーマン・ショックの年の 2008 年を上回っている。

(図表 3-5) 投資信託保有世帯数と全米世帯に占める割合の推移

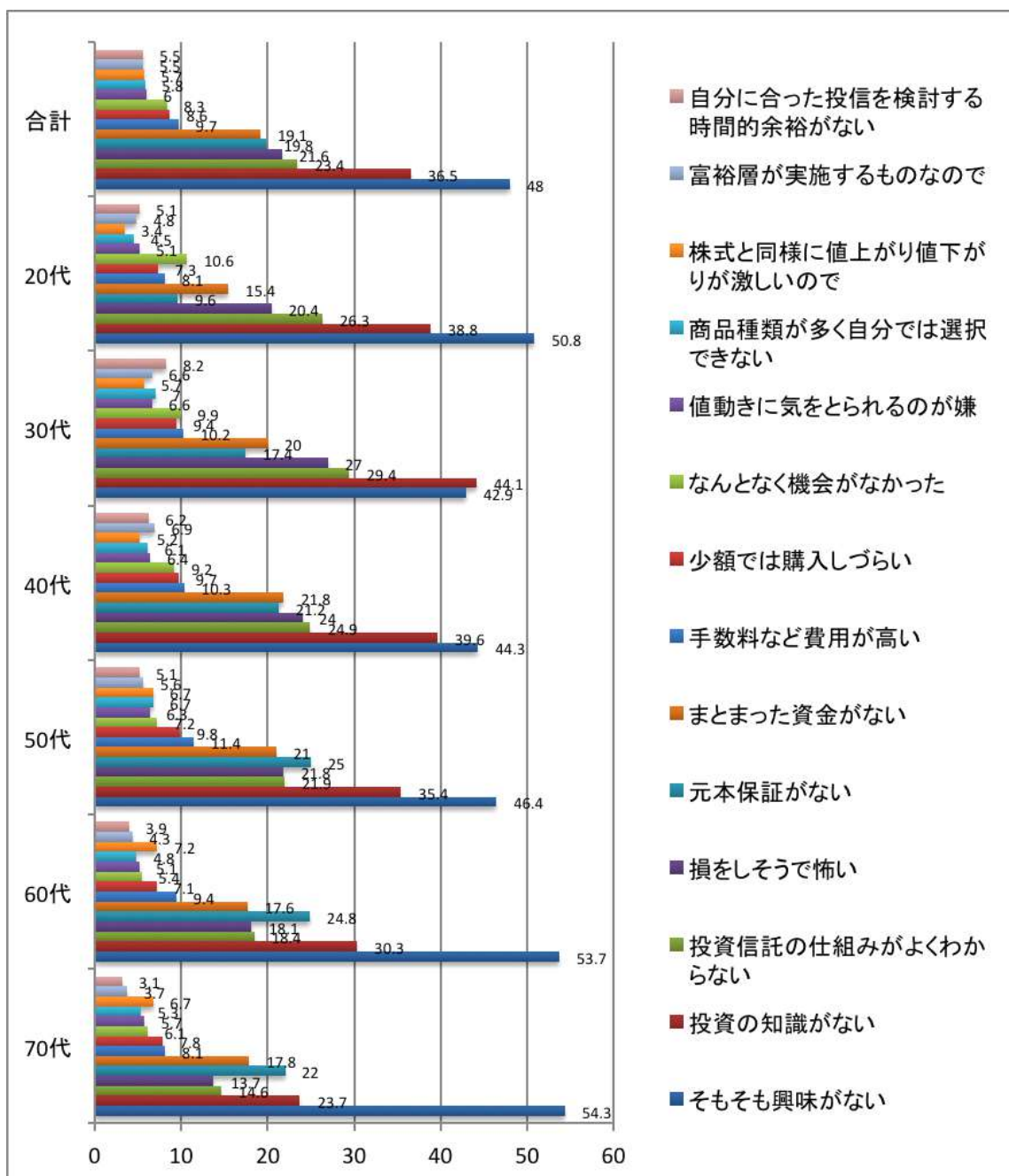


5 (出所) 米国の家系金融資産の現状と経験 金融調査部 主任研究員 島津 洋隆より引用

以上から、米国は投資経験の割合が高く、投資信託の保有率が高いことがわかる。また、日本と比べ投資信託が身近なものであることがわかる。

10 次に日本での投資行動に対する意識について述べていく。図表 3-6 より、投資信託の非購入者による非購入理由は、そもそも興味がないという理由が一番多く、48.0%と半数に及ぶ。年代別で見ると、30代が最も割合が低く、年代の上昇とともに増加しており、20代、60代、70代の割合は50%を超えている。しかし、どの年代も半数の人が投資信託に興味や関心を持っていないというのが現状である。また、投資の知識がないという理由が36.5%、投資信託の仕組みがよくわからないという理由が23.4%である。年代別で見ると、30代が最も割合が高く、次に20代で年代が上がることに減少している。

(図表 3-6) 投資信託の非購入者の非購入理由



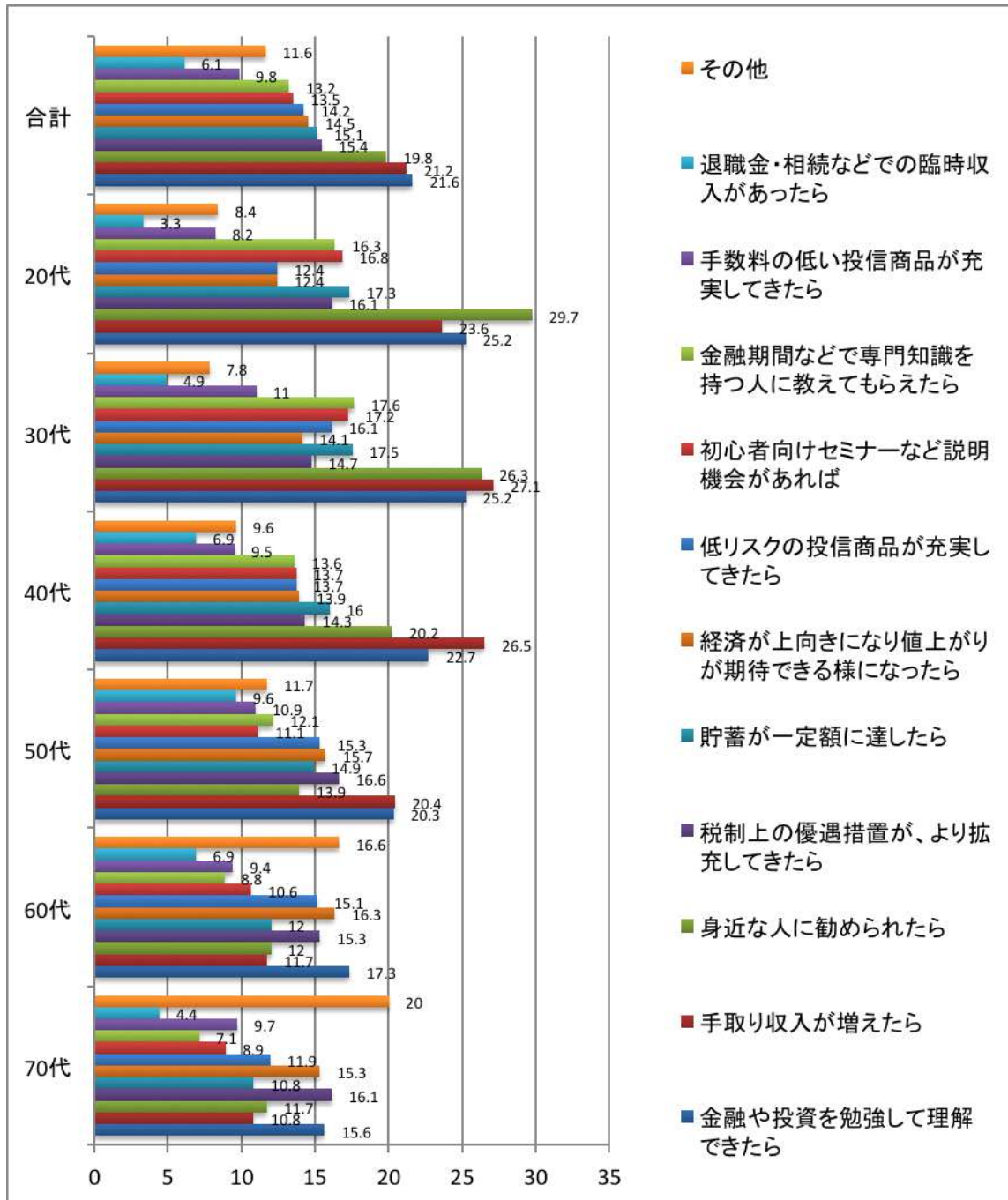
(出所) 投資信託協会が平成 28 年に行った投資信託に関するアンケート調査の投資信託の保有状況より筆者作成

5

また、図表 3-7 より、投資信託の非購入者による購入検討のきっかけの理由は、金融や投資を勉強して理解できたという理由が 21.6%で、20代と30代の割合が最も高い。また、初心者向けセミナーなど説明機会があればという理

由や金融機関などで専門知識を持つ人に教えてもらえたらという理由も 20代と30代の割合が高いことから、投資信託に関する知識がないので興味や関心を持つことができず、購入に至らないという状況が考えられる。

5 (図表 3-7) 投資信託の非購入者の購入検討のきっかけ



(出所)投資信託協会が平成 28 年に行った投資信託に関するアンケート調査の投資信託の保有状況より筆者作成

5 これらのことから、日本で投資信託が普及しないことの大きな問題点は投資行動に対する興味・知識の無さというような金融リテラシーの不足であると考えられる。また、図表 3-6・図表 3-7 からみてとれるように手数料の高さも問題点の 1 つとして挙げられる。

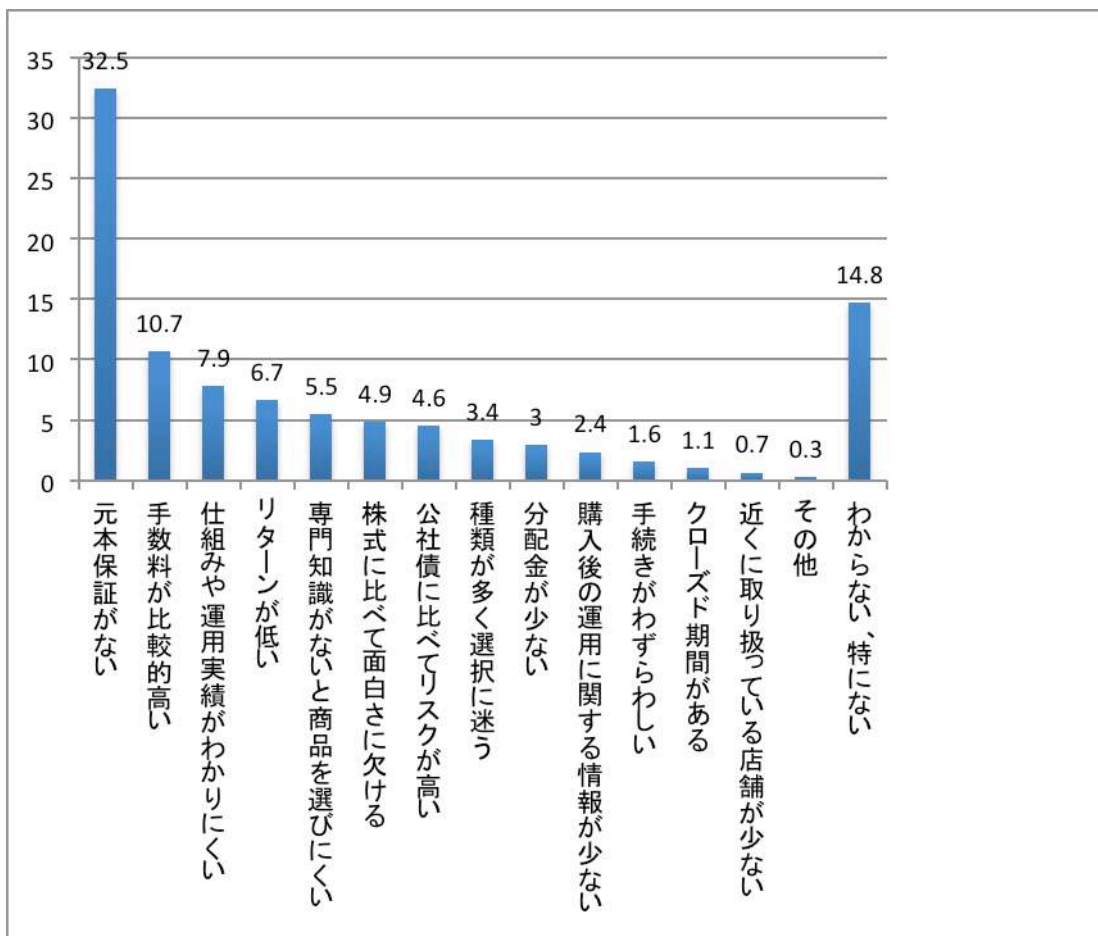
10 第二節 投資信託のコストと保有期間

投資家は投資信託の運用のために購入時手数料、信託報酬、信託財産留保額などのコストを負担しなければならない。ここからはこれらのコストの内容について説明する。購入時手数料とは購入時、販売会社に直接支払う費用のことで、申込価額の数%をその費用として支払う。信託報酬とは保有時、投資信託の信託財産から間接的に支払うもので、投資信託の保有額に応じて日々支払う費用である。信託財産留保額とは換金時に直接支払う費用で、手数料とは別にかかる費用である。日本の投資信託が抱える問題の 1 つとして、これらのコストが諸外国と比べ、高い水準にあるということが挙げられる。

20 本章第一節であげた図表 3-7 より、投資信託の非購入者による非購入理由の一つとして、手数料などの費用が高いという理由が 9.7%である。一方、図表 3-8 の投資信託の購入経験者による投資信託に特に不満に感じる点で、手数料が比較的高いという理由が 10.7%である。このように投資信託を買った経験がある人もない人も投資信託にかかるコストの高さを気にしているということがわかる。

25 また、コストの高い投資信託は長期的にみると費用が高額になるため、長期保有には向いておらず、その結果、日本の投資信託は保有期間の短期化という問題も抱えている。本節ではコストの高さと保有期間の短期化の問題を米国との比較とともに取り上げる。

(図表 3-8) 投資信託の保有経験者の不満を感じる点



(出所) 投資信託協会が平成 28 年に行った投資信託に関するアンケート調査の投資信託の保有状況より筆者作成

5

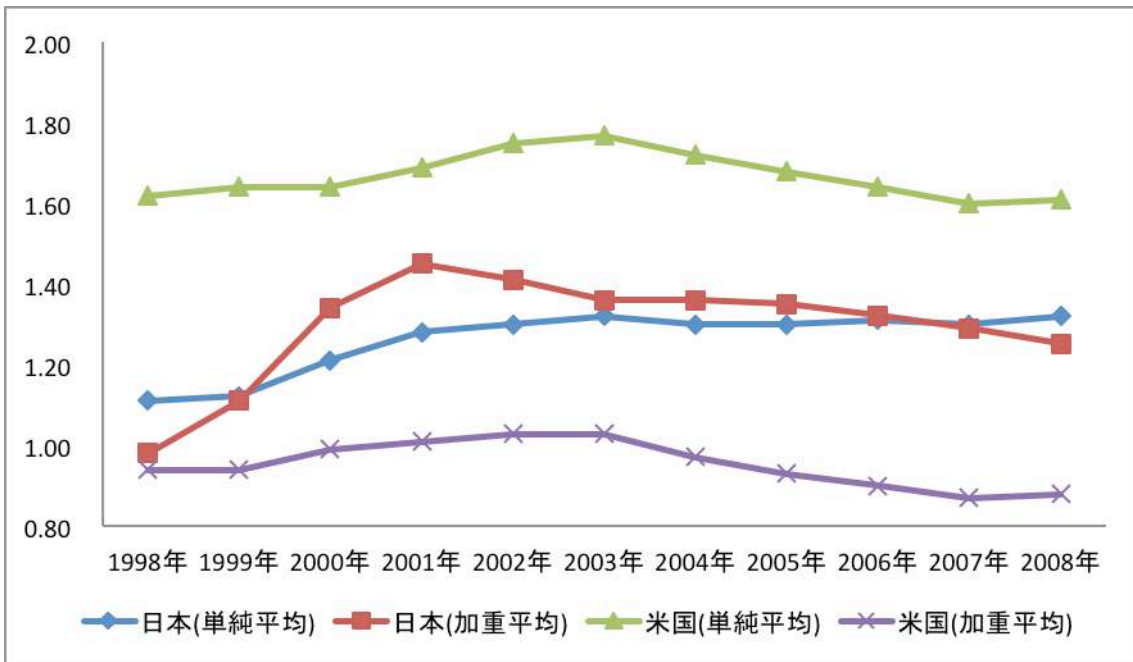
・コストの日米比較

日本の投資信託にかかるコストの高さの問題を日米の比較からみていく。図表 3-10 は日本と米国の国内株式ファンドのコスト比較の図表である。この図表では日本の国内株式の保有期間中にかかるコストの総額と、米国株式ファンドのエクスペンスレシオを比較している。日本のファンドのコストは単純平均、加重平均ともに年々上昇しており、特に 1998 年から 1999 年にかけて急激に上昇している。これは 1998 年以降、アクティブ運用の日本株ファンドが多く設定されたことが原因である。次に米国をみると、単純平均は日本を大きく上回るが、加重平均は 2008 年時点で日本のおよそ 3 分の 2 である。米国の加重

10

平均が低いのはアクティブファンド、インデックスファンドに限らず、コストの低いファンドに資金が集中するためである。

(図表 3-10) 日本と米国の国内株式ファンドのコスト比較



5

(出所) モーニングスター アナリストの視点より筆者作成

<https://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2009/2q/a0430.html>

- 10 金融庁作成のデータによると、2016年3月末時点で、米国のファンド上位10本のうち5本はインデックス型であり、米国の投資家はコストの低い投資信託を選んでいる。一方、同じデータの日本のファンド上位10本全てがアクティブ型である。このように、日本では大手証券会社によって販売手数料や信託報酬が高い投資信託が優先的に売られ続けてきた。このことが、日本人の投資
- 15 に対する消極性を生んだと考えられる。ここからはコストの高さの問題を踏まえ、保有期間の短期化の問題について述べていく。

・保有期間の短期化

日本の投資信託は諸外国と比べ、平均保有期間が短期化している。その要因としては、頻繁な乗り換えを促すような販売方法が続いているということが考えられる。図表 3-13 から、保有期間が長くなればなるほど収益が安定するため、投資信託は一般的に長期保有されることが望ましいとされている。保有期間の短さは日本の投資信託にとって問題点である。

図表 3-11 を見てみると、2009 年以降に日本の保有期間の短期化が目立ち始め、2013 年には 1.7 年にまで低下している。一方、米国の平均保有期間をみると、2008 年に一時低下しているものの、それ以降はおよそ 3 年から 4 年の間で推移しており、米国に比べ日本は平均保有期間が短いことがわかる。

(図表 3-11) 長期投信の平均保有期間の国際比較



(出所) 平成 28 年 9 月 8 日 杉田浩治 (日本証券経済研究所) 「投資信託の販売をめぐる世界の動向」より引用

・長期運用のメリット

投資信託には、長期運用によって享受することのできるメリットが 3 つある。第 1 に、1 年あたりのコストを下げられることである。図表 3-12 は、保有期間と 1 年あたりのコスト負担率の関係を示した図であるが、保有年数が長くな

ればなるほど、1年あたりのコスト負担率は下がっていることがわかる。購入時手数料と信託財産留保額はそれぞれ購入時、換金時に1回だけ支払う費用なので保有期間が長くなれば1年あたりのコスト合計も下がるということである。第2に、収益が安定することである。長期投資は短期投資に比べ、収益の振れ幅が小さく、安定的な運用が可能である。図表3-13は、過去40年間について東京証券取引所1部上場銘柄全体の投資収益（年当たり）を投資期間別に見たものである。図表3-13によると、1年投資では、最高72.1%、最低-24.8%で、その開きは96.9%に及ぶ。それが5年投資、10年投資、20年投資、30年投資と投資期間が長くなるにつれ、開きが小さくなっている。30年投資では、その開きはわずか6.0%で、長期投資になるほど収益が安定しているということである。第3に、短期売買による失敗を防げることである。前節でも述べたが、日本の投資信託は、他国の投資信託に比べ、比較的成本が高いものが多い。そのような投資信託は購入時、解約時にかかる高い手数料により、運用によってあげた収益がそのままのプラスの状態を手に入れられるわけではないので、短期売買によって利益を上げることが難しい。また、資産形成に関するリテラシーが未発達なわが国の投資家にとって、市況予想の難しい短期売買はハードルが高い。

投資信託の保有期間が短期化することで、長期投資特有の安定性などのメリットを享受できなくなり、投資信託が安定的な資産形成手段としての役割を果たすのが難しくなることが問題である。

25

30

(図表 3-12) 保有期間と 1 年あたりのコストの関係

(購入手数料 3 %、信託報酬 1 %、信託財産留保額 0.3 % の場合)

保有期間 (年)	コストの内訳			コスト計算 (A+B+C)	1年当たり 負担率 (コスト合計÷年数)
	購入手数料 (A)	信託報酬 (B)	信託財産 留保額 (C)		
1	3 %	1%×1=1%	0.30%	4.30%	4.30%
2	3 %	1%×2=2%	0.30%	5.30%	2.65%
3	3 %	1%×3=3%	0.30%	6.30%	2.10%
4	3 %	1%×4=4%	0.30%	7.30%	1.83%
5	3 %	1%×5=5%	0.30%	8.30%	1.66%
6	3 %	1%×6=6%	0.30%	9.30%	1.55%
7	3 %	1%×7=7%	0.30%	10.30%	1.47%
8	3 %	1%×8=8%	0.30%	11.30%	1.41%
9	3 %	1%×9=9%	0.30%	12.30%	1.37%
10	3 %	1%×10=10%	0.30%	13.30%	1.33%

(出所) 投資信託協会HPより筆者作成

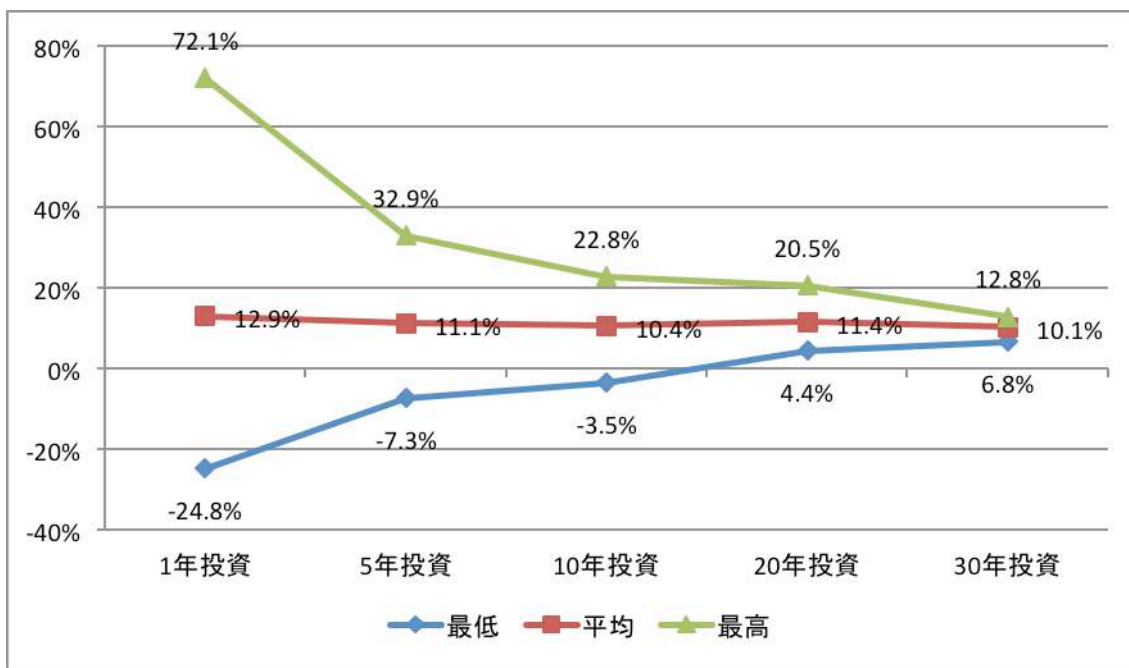
https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

5

10

15

(図表 3-13) 投資期間別に見た株式投資の年平均収益率



※東京証券取引所第1部上場全銘柄の時価総額による加重平均収益率

対象期間は1966年購入～2005年購入の40年間

- 5 (出所)投資信託協会「投資信託を学ぼう第3回長期投資のメリットとは」より
筆者作成

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

- 10 このように、現在の日本の投資信託には解決すべき問題がいくつかあり、それらの問題を解決しない限り、日本の投資信託が有効な資産形成手段として普及することは難しいだろう。

第四章 提案

- 15 第三章では日本における投資信託の保有状況や日米の比較などから、金融リテラシーの不足、コストの高さ、保有期間の短さという問題点を挙げた。

第三章一節の投資信託に関するアンケート調査によると、日本人は、投資に興味がない、投資に関する知識がないなどの理由で投資信託の購入に至っていないという結果となり、金融リテラシーの不足の問題が挙げられた。また、第

三章第二節からコストの高さ、保有期間の短期化という問題も挙げられた。これらの問題より、日本において投資信託を資産形成手段とするには、投資信託に興味がない層に興味を持ってもらい、投資の知識などを持ってもらうための取り組み、コストの高さと保有期間の短期化の問題を解決することが必要であることがわかった。二章でも述べたが、少子高齢化の進む現代社会では将来の公的年金制度の破綻の可能性があり、その中で、資産形成を個人で行っていく必要があると考える。

本章では、金融リテラシーの不足、コストの高さ、保有期間の短期化の問題を解決するために、「確定拠出年金における投資教育の拡充」「NISAの活用」「ロボアドバイザーの活用」の3つを提案したい。

第一節 確定拠出年金における投資教育の拡充

日本の企業年金制度は、図表 4-1 のような 3 階建て構造になっており、1 階部分が国民年金、2 階部分が厚生年金で、企業年金は 3 階部分に含まれる。企業年金は、厚生年金基金と確定給付企業年金と確定拠出年金の 3 つに分かれる。

(図表 4-1) 企業年金制度



平成29年1月現在

20 (出所) 三井住友信託銀行 HP より引用

<http://www.smtb.jp/business/pension/knowledge/basic/>

5 確定拠出年金は、日本の急激な高齢化に対応すべく、公的年金を土台とし、老後の備えに対する自主的な努力を支援していく制度として、2001年10月にはじまった。確定拠出年金は、企業や加入者が毎月一定額の掛金を拠出して自分で運用し、その運用実績に応じて給付額が変動する年金のことである。

10 確定拠出年金に加入すると受けられる給付は3種類あり、第1に、老齢給付金で、原則として60歳から年金または一時金として支給される。しかし、60歳の時点で確定拠出年金制度への通算加入期間が10年に満たない場合、受給開始年齢が段階的に引き上げられ、遅くとも65歳までに支給が開始される。第2に、障害給付金で、高度障害時に年金または一時金として支給される。第3に、死亡一時金で、死亡時に一時金として支給される。

15 また、確定拠出年金には、企業型と個人型がある。企業型確定拠出年金とは、企業が決めたルールに基づき、お金を拠出する仕組みである。企業が掛金を負担するので、企業側が会社の損金として処理する。個人型確定拠出年金とは、自分で掛金の金額を決め、自分でお金を拠出する仕組みである。掛金が全額所得控除の対象となるので、確定申告・年末調整により税金の還付が受けられる。また、基礎年金、厚生年金保険などの公的年金に上乗せして給付を受ける私的年金の1つであり、掛金を60歳まで積み立て、60歳以降に積立金を取り崩して給付を受け、受け取る額は運用実績によって変動する。

20 確定拠出年金の制度を踏まえ、投資教育について述べていく。2011年8月に確定拠出年金法が改正され、確定拠出年金を運営する事業主の責務として、加入者等に対する投資教育を継続して実施することが明確化された。投資教育とは、一般的に制度への加入時、加入後に行う導入時教育と継続教育のことである。

25 加入時の導入時教育では、実際に運用の指示を経験していないことから、確定拠出年金制度における運用の指示の意味を理解すること、具体的な資産の配分が自らできること、運用による収益状況の把握ができることを主たる目的として、そのために必要な基礎的な事項を中心に教育を行うことが望まれる。事業主等は過大な内容や時間を設定し、形式的な伝達に陥ることのないよう、加入者等の知識水準や学習意欲等を勘案し、内容、時間、提供方法等について十

30

分配慮し、効果的な実施に努めることが必要とされる。

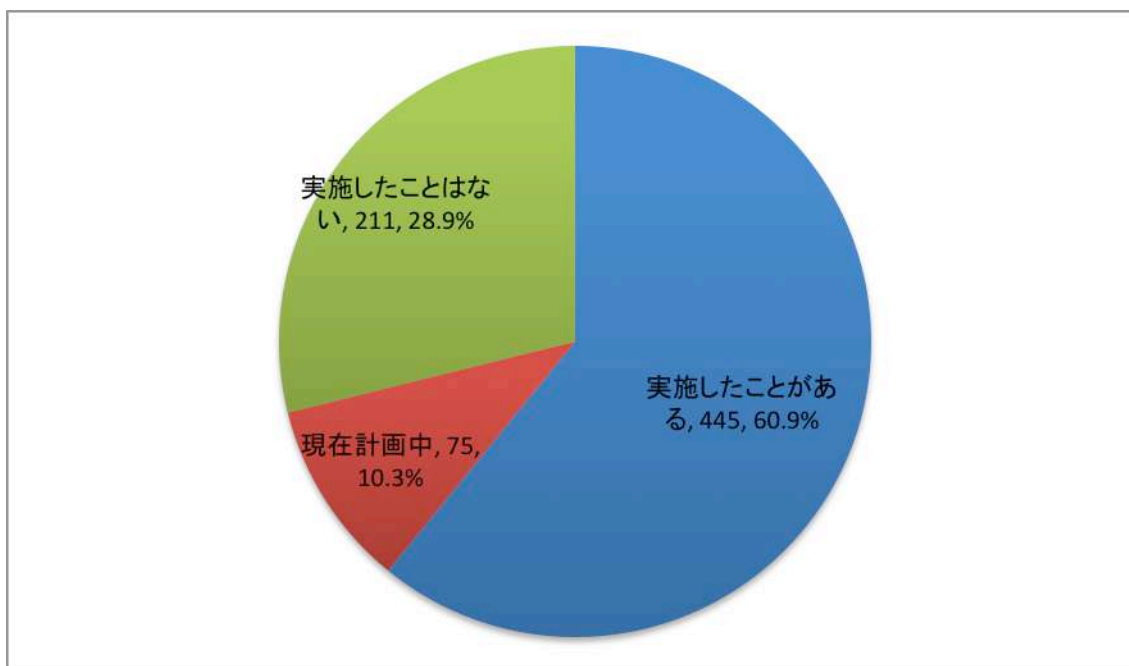
加入後の継続教育は、加入時に基本的な事項が習得できていない者に対する再教育の機会として、また、制度に対する関心が薄い者に対する関心の喚起のために重要なことである。

- 5 これらの投資教育は、加入者が投資の知識を学ぶことで、加入前の段階では理解が難しい金融商品の特徴や運用等についても、より実践的、効果的な知識の習得が期待され、金融リテラシーの向上につながると考える。

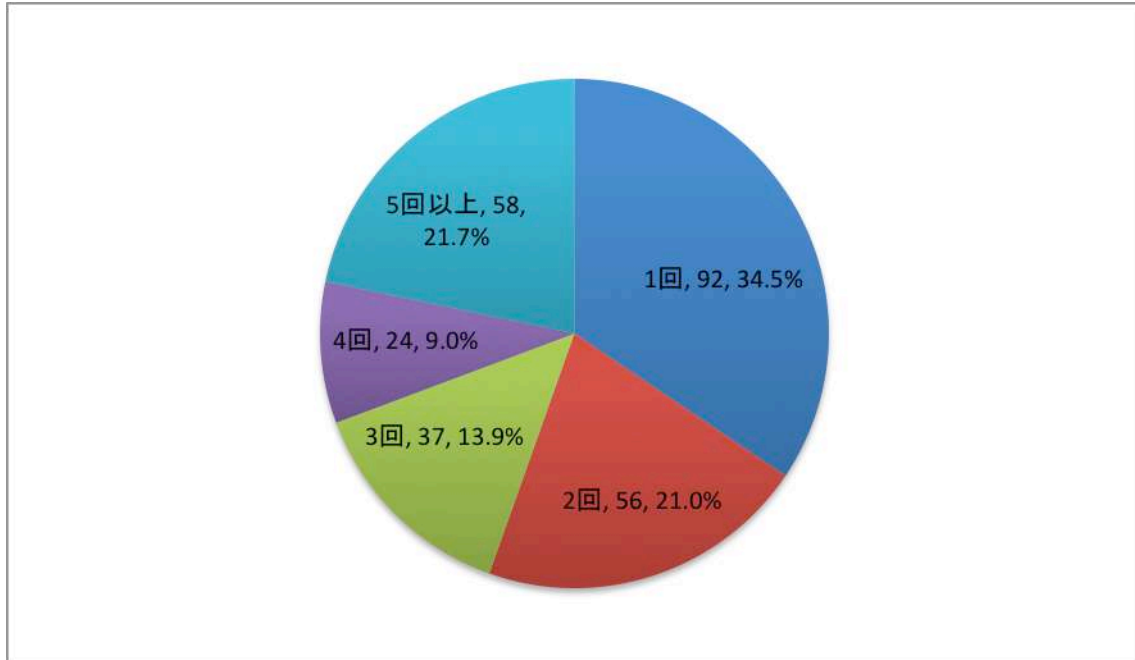
ここからは加入後に行われる継続教育に重点をおいて述べていく。まず、継続教育の現状を見てみると、図表 4-2 より継続投資教育の実施率が 60.9%であり、その中でも 55.5%が継続投資教育の実施回数が 1~2 回といった状況であることがわかる。未実施のままの企業も少なくはなく、取り組みに企業間の格差が生じつつあることが懸念されており、継続投資教育の実施状況は良好とはいえない。未実施の理由として、どのような教育をすべきか判断が難しいということ、実施せずとも罰則が無いことの 2 つが挙げられる。

15

(図表 4-2) 継続投資教育の実施状況



継続投資教育の実施回数



(出所)企業年金連合会「平成27年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」
/平成29年2月10日より筆者作成

5

以上より、どのような政策をとれば投資教育の実施率が上がるのかを考察していく。

企業の実施する投資教育は、2016年に配慮義務から努力義務となった。現在の法令で少なくとも1年に1回以上の研修会の開催及び資料の提供を行う等の必要に応じた措置を講ずるよう努めなければならないとされている。しかし、
10 現状として、罰則がないために投資教育を実施していない企業がある。

そこで、継続投資教育の実施率を上げるために、投資教育が未実施の企業に対する罰則を設ける罰則制度の導入を提案する。罰則制度を導入することで、投資教育の実施に強制力をもたらし、企業の投資教育の実施率が大幅に上がることが期待され、確定拠出年金加入者の金融リテラシー向上も見込まれる。
15

一方、罰則制度が実現されていない理由に、投資教育の内容の当否について個別の事情が大きく左右するため、一律的な判断が難しく、明確な罰則規定を設けることが難しいということが挙げられる。また、罰則の内容や基準、実施の有無の審査にかかる費用や人手といった問題も挙げられる。

しかし、こういった現状の中でも、企業が確定拠出年金制度を導入している以上、加入者の投資に対する知識を身につけさせ、結果として、リスク回避にもなりうる投資教育を実施することが必要である。また、確定拠出年金の運用資産が想定していた金額を大きく下回ってしまった場合、会社が必要な投資教育を実施していないという理由から訴訟されるケースが米国で確認されており、今後日本でも起こる可能性がある。加入者側の金融リテラシーの向上に加え、企業側のトラブル回避にも投資教育の実施は必要であり、そのため、強制力の強い罰則制度が投資教育の実施率を上げるための政策であると考えられる。

10 以上より、確定拠出年金における投資教育を拡充することで、金融リテラシーの向上につながると考える。

第二節 つみたて NISA の活用

15 2014 年にスタートした NISA(少額投資非課税制度)は、上場株式や公募株式投資信託等の譲渡益や配当、分配金に係わる税率为 10%に軽減する証券優遇制度が廃止され、その代価として、英国の ISA 制度を参考に日本版が誕生した。そして、2016 年には未成年を対象としたジュニア NISA がスタートし、2018 年からは、積立投資での資産形成を目的とした新制度であるつみたて NISA がスタートする。

20 つみたて NISA は、家計の安定的な資産形成を支援する観点から、少額からの積立投資を促進するために創設された。従来の NISA と比べると、年間の拠出上限は 3 分の 1 になるが、非課税期間は 4 倍になるということで、若年層を念頭に、長期投資に資するという特徴を持ち、投資に不慣れなことを想定して、投資対象商品も限定的にするという制度設計である。また、特徴として、比較的低リスクなことが挙げられる。

なぜリスクが低くなるのかを例を用いて検証していく。図表 4-3 はある年の 1 月から 5 月までの株式の価格を示している。一括で購入した場合と積立で購入した場合のリスクの大きさの違いをそれぞれの利益から考察していく。

30 前提として、購入額を 5000 円とし、積立の場合 1 ヶ月に 1000 円購入するものとする。図表 4-3 から、値上がり時における一括購入の場合、1 月に 500

円の株を 10 株購入するため $10 \text{ (株)} \times 500 \text{ (円)} = 5000 \text{ (円)}$ 、5 月に 1000
 円の株を 10 株売却するため $10 \text{ (株)} \times 1000 \text{ (円)} = 10000 \text{ (円)}$ となり、5000
 円の利益となる。積立購入の場合、1 月に 500 円の株を 2 株、2 月に 200 円の
 株を 5 株、3 月に 250 円の株を 4 株、4 月に 500 円の株を 2 株、5 月に 1000
 5 円の株を 1 株の計 14 株を購入するため、5 月売却時に $14 \text{ (株)} \times 1000 \text{ (円)}$
 $= 14000 \text{ (円)}$ となり 9000 円の利益となる。値下がり時における一括購入の
 場合、1 月に 1000 円の株を 5 株購入するため $5 \text{ (株)} \times 1000 \text{ (円)} = 5000 \text{ (円)}$ 、
 5 月に 500 円の株を 5 株売却するため $5 \text{ (株)} \times 500 \text{ (円)} = 2500 \text{ (円)}$ とな
 り、2500 円の損失となる。積立購入の場合、1 月に 1000 円の株を 1 株、2 月
 10 に 500 円の株を 2 株、3 月に 250 円の株を 4 株、4 月に 200 円の株を 5 株、5
 月に 500 円の株を 2 株の計 14 株を購入し、5 月に 500 円の株を 14 株売却す
 るため $14 \text{ (株)} \times 500 \text{ (円)} = 7000 \text{ (円)}$ となり、2000 円の利益となる。

(図表 4-3) 1 月から 5 月における株式の価格

	値上がり	値下がり
1月	500円	1000円
2月	200円	500円
3月	250円	250円
4月	500円	200円
5月	1000円	500円

15 ※価格は 1 株あたりの価格とする

(出所) 筆者作成

このことから、積立投資を行うことでリスクの低下につながる事がわかる。リスクを好まない日本人にとって、つみたて NISA は有効な手段であるといえる。

また、従来の NISA では 5 年であった非課税期間が 20 年にのびたことで、
5 この制度を利用する投資家は長期的な運用を目指すことになる。このような長期投資に向いているつみたて NISA を投資家が利用することで、日本の投資信託における保有期間の短期化という問題の解決につながると思う。また、つみたて NISA では、金融庁の決めた一定の条件をクリアした投資信託と ETF のみ
10 が選ばれ、提示される。ここでの一定の条件には、手数料が低く抑えられている
10 といったことも含まれているので、低コストの投資信託の普及にもつながる。

第三節 ロボアドバイザーの活用

15 確定拠出年金や NISA の活用が金融リテラシーの向上や、コスト・保有期間の問題に対して効果的であることを述べたが、確定拠出年金や NISA を、より
15 有効なものとするために、確定拠出年金や NISA へのロボアドバイザーの活用を提案する。現在、松井証券やみずほ銀行が NISA や iDeCo に対応したロボ
20 20 アドバイザーを提供しているが、これらは一部に過ぎないので、より多くの確定
20 拠出年金や NISA がロボアドバイザーに対応することで、それらの投資商品が
20 より普及すると考える。

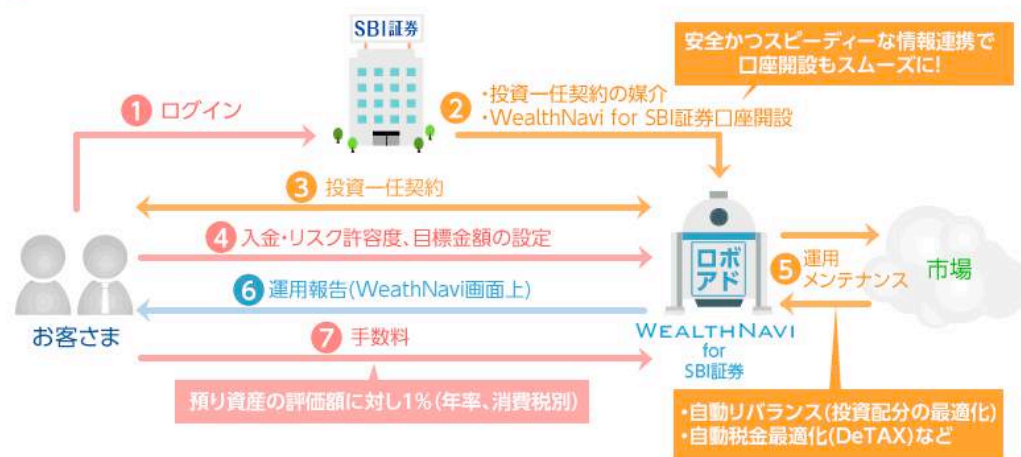
ロボアドバイザーとは、資産運用を行う投資家個人個人に合った投資信託、
あるいは資産配分を提案するインターネット上のサービスである。このサービス
25 25 は特別な知識を必要としないので、投資の知識がない若年層でも投資を始め
25 25 る第 1 歩として活用できることが期待される。投資信託の相談役といえばファイ
25 25 ナンシャルプランナーが主流であるが、この方法だと時間とお金がかかると
25 25 いう問題がある。しかし、ロボアドバイザーを活用することで、わざわざ窓口
25 25 に出向く必要も無くなり、手数料も安く抑えられる。それは投資に対して消極
25 25 的な日本人にとっても良い点である。

ロボアドバイザーの仕組みについて、SBI証券のウェルスナビを例に説明する。ウェルスナビでは、あらかじめ設定した投資方針と、口座に入金した金額に基づき、自動で最適なポートフォリオが設定され、ポートフォリオ構築から投資商品の購入、資産運用までを自動で行う。簡単な投資方針の設定をするだけで、最適な投資信託の購入、運用ができる。また、リスク許容度診断や自動リバランスによって、長期的な視点から資産の安定的な成長を狙うために、最適な海外ETFを投資対象に選ぶ。手数料の低さと最適な投資対象の選定により、リスクを回避しつつ、リターンのマイナス要因を低減するという仕組みがとられている。

10

(図表 4-4) ロボアドバイザーの仕組み

■ 概要図



(出所) SBI証券 HP より引用

https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_foreign&cat1=foreign&cat2=robot&dir=robot&file=foreign_robot_wn01.html

15

20

ウェルスナビの例より、ロボアドバイザーは収益性・手数料・長期保有といった面で有効な手段であることが示された。これらに加え、全てに当てはまるわけではないが、ロボアドバイザーの主な特徴として「少額から始められること」「長期で安定的な投資」がある。このことから、ロボアドバイザーは年金資産の運用に向いていると考えられる。実際、米国でのロボアドバイザーの普及

は個人年金での利用が主導してきたという経緯があるので、日本でも確定拠出年金や NISA での利用を進めることが、ロボアドバイザーの良い面を引き出せる方法だと考えられる。

5 上述してきたように、ロボアドバイザーを活用することは投資のコストを下げ、長期資産形成を促すことにつながる。また、知識を必要としないので、投資に関する知識がない若者へのアプローチとなる可能性があり、これをきっかけに投資に興味や関心を持つことで、結果として、金融リテラシーの向上につながる。このような有効性を持つロボアドバイザーの対応する確定拠出年金や NISA を増やし、これらの資産形成手段としての推進を検討すべきだと提案する。

10

終章

日本の投資信託は、家計にとっての長期・安定的な資産形成手段としての役割を十分に果たしてきたということとはできない。そのため、本論文では資産形成手段として投資信託が普及するための提案をした。

15

日本の投資信託の仕組み、制度、歴史といった基礎的な土台を軸に、日本の社会問題でもある少子高齢化を踏まえ、なぜ資産形成を行う必要があるのか、また、資産形成手段として投資信託が有効であるのかを論じた。日本人はリスクを好まず、現金・預金の比率が高いことから低金利時代における資産形成手段として投資信託が必要であると考え、その有効性を示した。しかし、現在の日本では投資信託は普及していない。そこで、米国との比較から、日本で投資信託が普及していない問題点として、日本人の投資に対する意識の低さから、資産形成に関する金融リテラシーの不足、投資信託のコストが高いこと、保有期間が短いことの 3 点を指摘した。投資信託を普及させるためには、これらの問題を解決する必要があると考え、これらの問題の解決策を 3 つ提案した。まず、投資教育を実施していない企業もある現状から、確定拠出年金における投資教育の制度改革が必要であることを提案した。罰則制度という強制力の強い

20

25

30

確定拠出年金加入者の金融リテラシー向上につながると考えた。次に、投資信

託のコストが高く、保有期間が短いという現状から、つみたて NISA の活用を提案した。つみたて NISA は、長期保有を目的とした制度であり、保有期間を長期化することは、結果的に 1 年あたりのコストの負担を軽減するため、コストの高さや保有期間の短さの問題の解決につながると考えた。最後に、これらの提案をより深めるために、ロボアドバイザーの活用を提案した。ロボアドバイザーを活用することで、さらに金融リテラシーの向上、コストの軽減、保有期間の長期化が見込まれる。

以上より、資産形成手段として投資信託がいかに普及するかの提案とし、結びとする。

10

15

20

25

30

参考文献

書籍

- ・「投資信託の基本としくみ」 古宇田義則・伊藤公一著 2008年
- ・「金融商品とどうつき合うかー仕組みとリスク」 新保恵志著 2008年
- 5 ・「個人投資家と証券市場のあり方」個人投資家について考える研究会著 2005年
- ・「入門 金融の現実と理論第2版」 谷内満著 2013年

HP

- 10 ・投資信託協会
<https://www.toushin.or.jp>
- ・りそな銀行
<http://www.r> HYPERLINK
- ・三井住友信託銀行
- 15 <http://www.smtb.jp>
- ・投資信託資料館
<https://www.toushin.com>
- ・日本年金機構
<http://www.nenkin.go.jp>
- 20 ・解説委員室
<http://www.nhk.or.jp/kaisetsu-blog/100/267841.html>
- ・モーニングスター
<https://www.morningstar.co.jp>
- ・投資信託協会「投資信託を学ぼう第3回長期投資のメリットとは」
- 25 https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/
- ・SBI証券
https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_foreign&cat1=foreign&cat2=robot&dir=robot&file=foreign_robot_wn01.html
- 30 ・1からはじめる初心者にやさしい投資信託入門

<http://www.toushin-1.jp/articles/-/2733>

・ 楽天証券

<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/>

・ 国立社会保障・人口問題研究所

5 <http://www.ipss.go.jp>

レポート

・ 杉田浩治 平成 23 年 5 月 13 日 発足から満 60 年を迎える日本の投資信託

・ 企業年金連合会「平成 27 年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」/平成

10 29 年 2 月 10 日

・ 生命保険文化センター「生活保障に関する調査」/平成 28 年度

・ 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)」の出生中位・死亡中位仮定による推計結果

15 投資信託協会が平成 28 年に行った投資信託に関するアンケート調査の投資
信託の保有状況

・ 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果」

・ 米国の家系金融資産の現状と経験大和総研金融調査部主任研究員島津洋隆

・ 平成 28 年 9 月 8 日杉田浩治(日本証券経済研究所)「投資信託の販売を
めぐる世界の動向」より引用