

5

平成28年度 「証券ゼミナール大会」

10

日本の投資信託は家計の資産形成手段に
なりえるのか

15

甲南大学 大塚ゼミナール

目次

5	序章	
	第一章	投資信託の現状と必要性
		第1節 投資信託の仕組み
		第2節 投資信託の種類
10		第3節 投資信託の現状
		第4節 投資信託の必要性
	第二章	行動ファイナンスから見た投資信託の現状
15	第三章	米国の投資信託の現状
		第1節 投信普及率拡大の背景
		第2節 確定拠出年金制度
20	第四章	資産運用手段としての投資信託の在り方
		第1節 確定拠出年金と投資信託
		第2節 スマートベータによる運用促進
		第3節 金融リテラシー
25		第4節 金融機関の役割
	終章	
30		

序章

- 日本経済は、第二次世界大戦終戦後、急激な発展を遂げてきた。だが 1990 年代のバブル崩壊、1973 年および 1979 年のオイルショックさらには 2015 年のギリシャ危機といった金融トラブルは日本経済に大打撃をあたえてきた。これらの金融トラブルにより 1980 年に 9 パーセントあった預金金利は現在 1 パーセントであり老後のための資産形成手段としてはあまりにも、見返りが少ないといえるだろう。そこで私たちは貯蓄から投資へというスローガンをもとに投資信託を老後の資産形成手段として提言していく。
- 10 第一章では投資信託の仕組みと現状を述べる。第二章では日本ではなく投資信託の普及がある米国の現状と日本との比較をする。そして第三章では行動ファイナンスからみた投資信託の現状を述べ、それらの現状の改善点を各節にわけ第四章で述べる。

第一章 投資信託とは

第1節 投資信託の仕組み

5 信託とは、ある人（委託者）が信託契約や遺言によって、信頼できる人（受託者）に対して自身が持っている金銭や土地といった財産を名義ごと移転し、受託者が委託者の設定した目的（信託目的）に従って委託者の指定する人（受益者）のためにその財産（信託財産）の管理・処分その他必要な行為をすることをいい、「信じて託す」の文字どおり、受託者との間の高度な信頼関係に基づく制度だ。信託を利用することで、受託者の持つ専門性を活かした資産運用や

10 財産の安全・確実な保全などを実現することができる。

つまり投資信託とは信頼できる専門家に資産の一部を管理、運営してもらい損益を得るというものである。投資信託というものは投資家、取扱い販売会社、投資信託委託会社（以下販売会社、委託会社とする）信託銀行、証券市場（以下市場とする）の5つに分かれている。

15

[図1] 投資信託全体の流れ図



出典：一般社団法人 投資信託協会より引用

20

図1より、5つに役割が分担されており、投資家（受益者）から取扱販売会社→投資信託委託会社（委託者）→信託銀行（受託者）→市場、という順で資金が流れ、損益が発生するとゆう仕組みになっている。しかしこれだけではそれぞれがどのような役割を果たしているのかがわからないと思いますのでここで投資信託の主要となる販売会社、委託会社、信託銀行の3つの部門の主な役割について詳しく説明していく。

それぞれの主な役割

10 販売取扱会社 ・運用会社と販売契約を結んで投資信託の購入や換金、収益分配金・償還金の支払いなどを行う金融機関だ。投資信託に関する質問や相談も受け付けており、投資家と投資信託をつなぐ「窓口」となる。現在、証券会社・投資信託会社・銀行・郵便局・信用金庫・保険会社など

15

投資信託委託会社 ・信託財産の運用指図など、実際に運用を行う会社（運用会社）で、委託者という。

信託銀行 ・銀行業務に加え顧客の信託を受けた業務ができる。

20 投資家から集めた資産を大切に保管・管理し、運用会社からの運用の指図に従って、株式や債券などの売買や管理を行う。信託銀行は、投資家から集めた信託財産を自社の財産とは区別して保管・管理（分別管理）していて、いわば投資信託の金庫番のような役割を果たしているといえる。

25 信託銀行は投資信託の法律上、「受託者」と呼ばれる。

ここまでの説明で投資信託の概要については理解できたと思われる。では、次に損益の仕組みについて説明していく。

30

投資信託の損益は、下記の2つの要素で構成されている。

$$\text{① 基準価格の値動き} + \text{② 分配金} = \text{損益}$$

5

基準価格の値動きとは、通常、投資信託設定時に1万円からスタートし、日々変動する。

解約時に購入時より基準価額が高ければ差益を得ることができます。つまりこれが分配金となる。

10 ※解約・買取り・償還時の収益に対して、税金が差し引かれる。

分配の方法は受取型と再投資型の2種類あり、受取型は決算期に、決済口座に入金される形で分配金を受け取る。一方、再投資型は分配金を直接受け取らず、再度同じ投資信託を自動購入するというものである。

15 使い分け方としては、定期的な現金収入のニーズがある方は「受取型」を、現金収入のニーズがない方は「再投資型」を選択することで保有口数を増やし、複利効果に期待するというのが良いと言われている。

ここまでは、投資家の損益の話だったが、損益が発生するのはなにも投資者だけではない。もちろん投資信託を売る販売会社にも損益は発生する、それは手数料だ。投資信託には、主に3つの手数料がかかる。1つ目は「**購入時手数料**（販売手数料）」、2つ目は「**運用管理費用**（信託報酬）」、3つ目が「**信託財産留保額**」だ。これらは投資信託説明書や、証券会社などで確認することができる。とくに購入時手数料と運用管理費用は、**投資信託の運用成績を左右するものだ**。運用を始める前に、この手数料がどれだけかかるかチェックしておかなければならない。では、手数料についてくわしく見ていく。

25 まずは、購入時手数料これは投資信託を買う時に支払う手数料のことである。手数料率は購入価格の0~3%。これは証券会社によって異なる場合がある。大手証券会社に比べてネット証券は購入時手数料が低い。また、手数料が無料の投資信託は「**ノーロード投資信託**」とよばれる。次に**運用管理費用**。これは、は投資信託を持っている期間中に、毎日支払われる費用である。これはファン
30 ドによって差があり、保有しているファンドに対して年率約0.05~3%かかる。

投資信託の中でも「日経平均株価」「TOPIX」「NY ダウ」などの株価指数と連動するように作られたインデックスファンドは、運用管理費用が低い傾向がある。積極的に利益を追求するアクティブファンドは、投資信託を構成する銘柄のリサーチ・組み換えなどにコストがかかり、運用管理費用が高くなる傾向がある。

- 5 最後に信託財産保留学。これは投資信託を換金するときにかかる費用である。投資信託は様々な「株」や「債券」をまとめて運用している。そして換金するためには費用がかかる。この費用は投資信託を持ち続ける上で別の投資家に負担させるのは不公平なので、信託財産留保額という形で費用を負担するという仕組みである。これもファンドによって異なりますが、だいたい0~0.5%かかる。
- 10 このことから損益が出ているのは出資者だけではないということがわかる。投資信託にかかる手数料は、運用成績の良い・悪いに関わらず支払うものである。ここでかかるコストは、将来の利益に影響する部分なので、なるべく低く抑えた方がよいと思われる。購入時手数料は同じ投資信託でも購入窓口によって異なる場合があるので注意した方がいいだろう。
- 15 投資信託と一口に言っても実に様々な種類に分類される。投資信託においてはそれぞれの種類によってリスクのとり方も異なるし、解約などの換金の方法や追加投資ができるかどうか、リスクなど異なる。さまざまな種類の物があるのでここでは投資スタンスで分類したものに焦点を当てたいと思う。まず、投資スタンスとは、それぞれの投資信託が目標とする利益目標であったり、運用
- 20 方法であったりするものを意味する。

第2節 投資信託の種類

投資信託では大きく「パッシブ型（インデックス型）」「アクティブ型」「絶対収益型」の三つに分類ができる。

25

パッシブ型

・パッシブ型投資信託は日経平均（日経 225）やトピックス（東証株価指数）などの株価指数などに対して成果が連動するように設定されている投資信託のことを指す。このように、投資信託が目標とする指標の事を「ベンチマー

5 「ク」という。パッシブ型とされるファンドの場合は、このベンチマークと同じ諮詢の成果をだすことを目標とする。そのため、日経 225 をベンチマークとするファンドの場合、日経 225 銘柄を全て購入しておけばベンチマークと同じ成果を出すことができるということだ。このように、パッシブ型のファンドの場合、ベンチマークの対象となるインデックス銘柄をすべて買えばいいだけなので「インデックス型」と呼ばれることもある。

10 アクティブ型 ・アクティブ型のファンドの場合は先ほどあげたベンチマークよりも高い収益性をあげることを目的としているので、専門家が投資する銘柄などを選定して投資を行う。アクティブ型の投資信託のメリットとしてはこうしたプロの視点から銘柄選別などが行われ投資をしてもらえるという利点があるが、パッシブ型の投資信託と比較して信託報酬などの手数料が高いことがデメリットとされる。

20 絶対収益追求型 ・絶対収益追求型投資信託は、アクティブ型の投資信託やパッシブ型の投資信託と異なり「ベンチマーク」が存在していない。アクティブ型・パッシブ型のどちらの投資信託の場合でも「日経平均」「TOPIX」などの指数をベンチマークとして、そのベンチマークと同水準またはそれよりも上を目指すかで違いがあると説明した。しかし、これらの方法の欠点としては、指数がマイナスの場合必然的に投資信託の収益もマイナスとなるという点が挙げられる。例えば、日経平均が年間で 2% 下落した場合、パッシブ型の投資信託が 2% の下落であっても投資信託としては「成功」とみなされる。こうした点から絶対収益追求型投資信託の場合は、指数のプラスやマイナスに

は関係なく、投資信託の年間収益がプラスになるように運用を行うことを指す。尚、絶対収益追求型にはメリット・デメリットがないとされている。

このように投資信託への投資のスタンスは、3つの分類に分けることができ、

5 パッシブ型、アクティブ型にはメリットやデメリットが存在する。

メリット・デメリット

パッシブ型

10

・パッシブ型投資信託のメリットとしては、他のアクティブ型の投資信託と比較して手数料等のコストが安く設定されていることがメリットの一つといえる。これは、ファンドの設定や運用においてほとんどの部分を機械化することができるため、原則としてファンドマネージャーが投資銘柄を選定するような必要がないため

15

である。

アクティブ型

20

・アクティブ型投資信託のメリットは、ファンドマネージャーの運用手腕による超過収益が期待できるという点である。パッシブ運用（インデックス運用）の投資信託とよりも高いパフォーマンスを出すことが目標になるので、それが実現できればメリットといえる。しかしながら、現実にはそう甘くはない。多くのアクティブ型投資信託はインデックス運用を上回ることができていないというのが現状である。およそ7割のアクティブ型投資信託はインデックス運用以下の成績しか残せていないというデータもある。さらに、問題なのはアクティブ型投資信託の手数料（コスト）の問題である。投資信託の手数料のページでも詳しく説明するが、投資信託の販売手数料（買い付け時の手数料）や信託報酬（管理・維持手数料）はパッシブ型投資信託より

25

30

5

もはるかに高額だ。このような状況が続いているため、巷ではアクティブ型投資信託に対する否定的な意見が多いのだ。また、販売の実情として、銀行や証券会社などの金融機関は、手数料の安いパッシブファンド（インデックスファンド）よりも手数料が高いアクティブファンドを売った方が利益を得られるから、窓口などで勧められる投資信託の多くがアクティブ型というのもある。

」

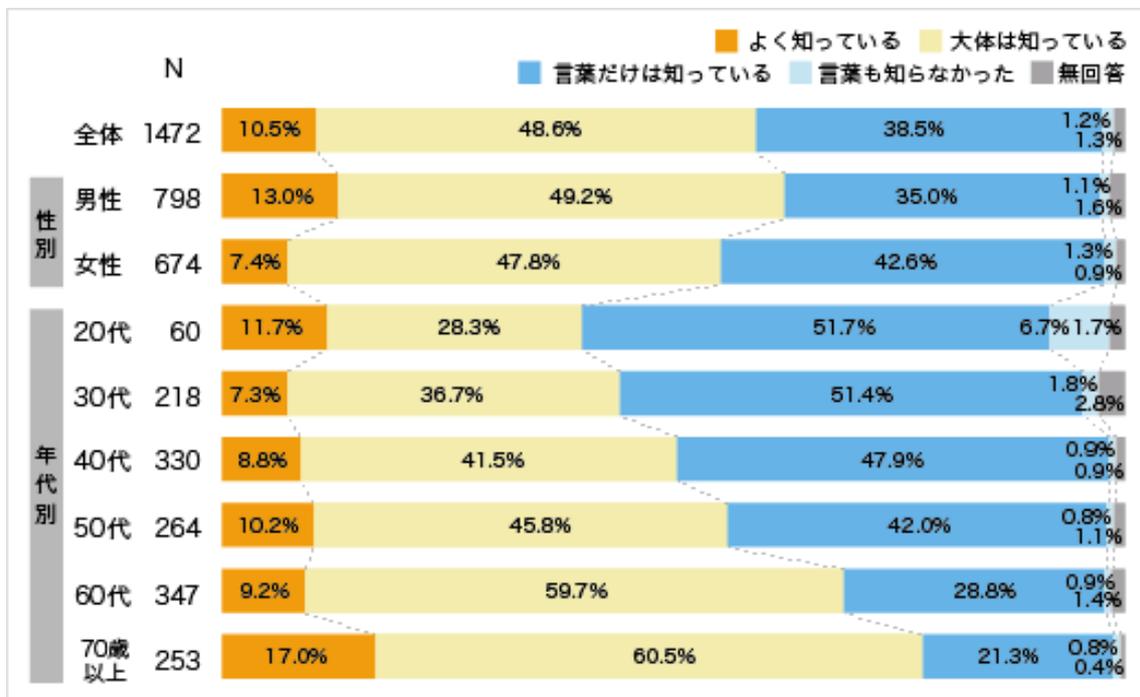
第3節 日本における投資信託の現状

10

近年、家計の資産形成における貯蓄を投資に置き換えようという運動がみられる。日本は他国と比べ明らかに貯蓄率が高い。しかし近年の日本では少子高齢化問題による年金問題や経済成長の低迷が問題視されている。その問題によって徐々に貯金と年金で安心して迎えることの出来る時代は終わりを迎えようとしている。このような時代のなか資産形成手段の一つである投資信託はどの

15 ぐらい利用されているのかをここからは見ていきたいと思う。

[図2] 投資信託認知度



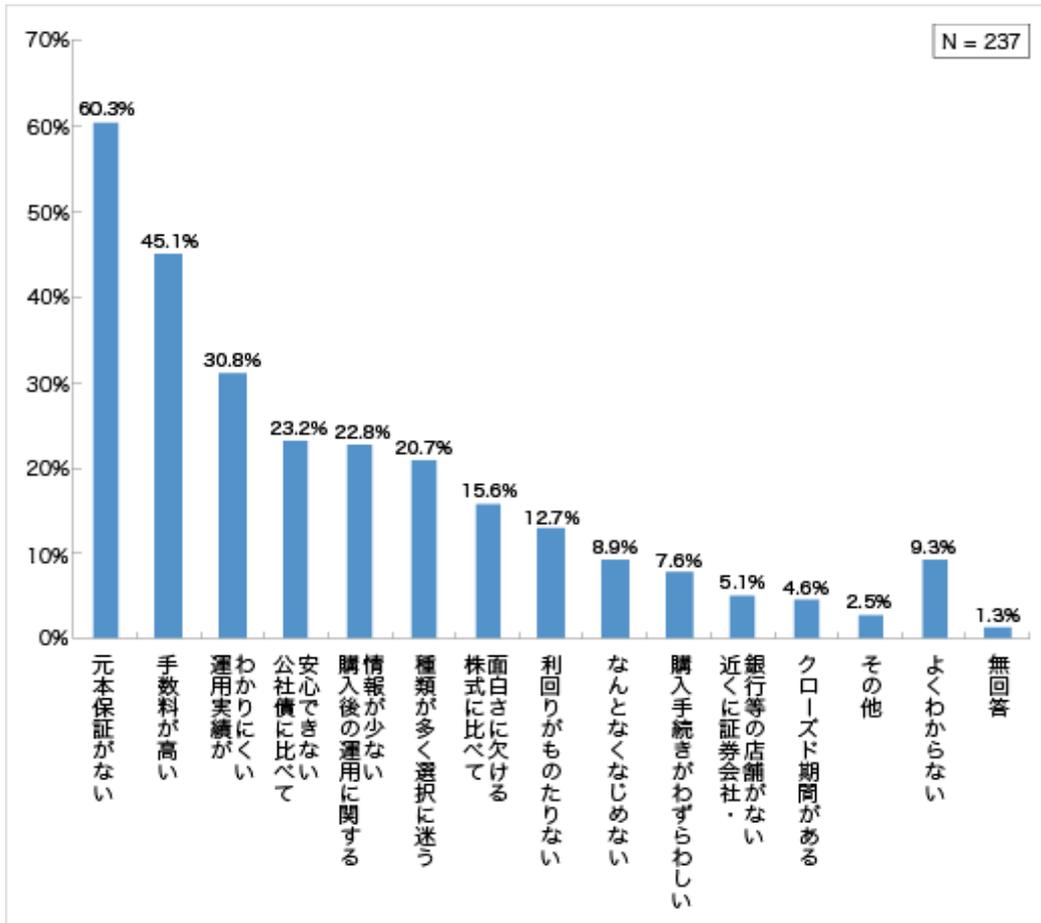
出典：一般社団法人 投資信託協会 2012年調査より引用

図 2 より、投資信託の認知状況は、「よく知っている」が 10.5%、「大体は知っている」が 48.6%であり、これらを合わせた“認知率”は 59.1%となっていることより過半数を占め、「言葉も知らなかった」は 1.2%と少ない。年代別にみると、年代が上がるほど“認知率”も上昇するが、20 代では「言葉も知らなかった」と回答する人が 6.7%いた。「言葉だけ知っている」という人が多い事

5 5
そして、投資信託のイメージ調査でも、投資信託に対するイメージとしては、「仕組みがわかりにくい」(39.7%)と「元本割れが怖い」(34.9%)が特に高く、これら 2 つが主なイメージとなっている。次いで「用語がわかりにくい」(21.0%)、「投資の上級者向けである」(10.3%)の順に続く。「わからない・特にな

10 10
15 15
特にない」も 31.0%みられ、具体的なイメージができない人も多い。年代別では、若年層ほど「用語がわかりにくい」が高いのに加え、20 代では「わからない・特にない」が半数近く(41.5%)を占める。若年層にはまず投資信託の基礎知識を浸透させることが重要といえる。なお、「投資の上級者向けである」は若年層ほどやや高いが、「投資の初心者向けである」は高年齢層ほどやや高いという、相反する傾向がみられている。

さらに調べてみるとさらなる問題点が見えてきた。投資信託を保有している人やしたことがある人の中でもさまざまな不満を感じていることが分かった。

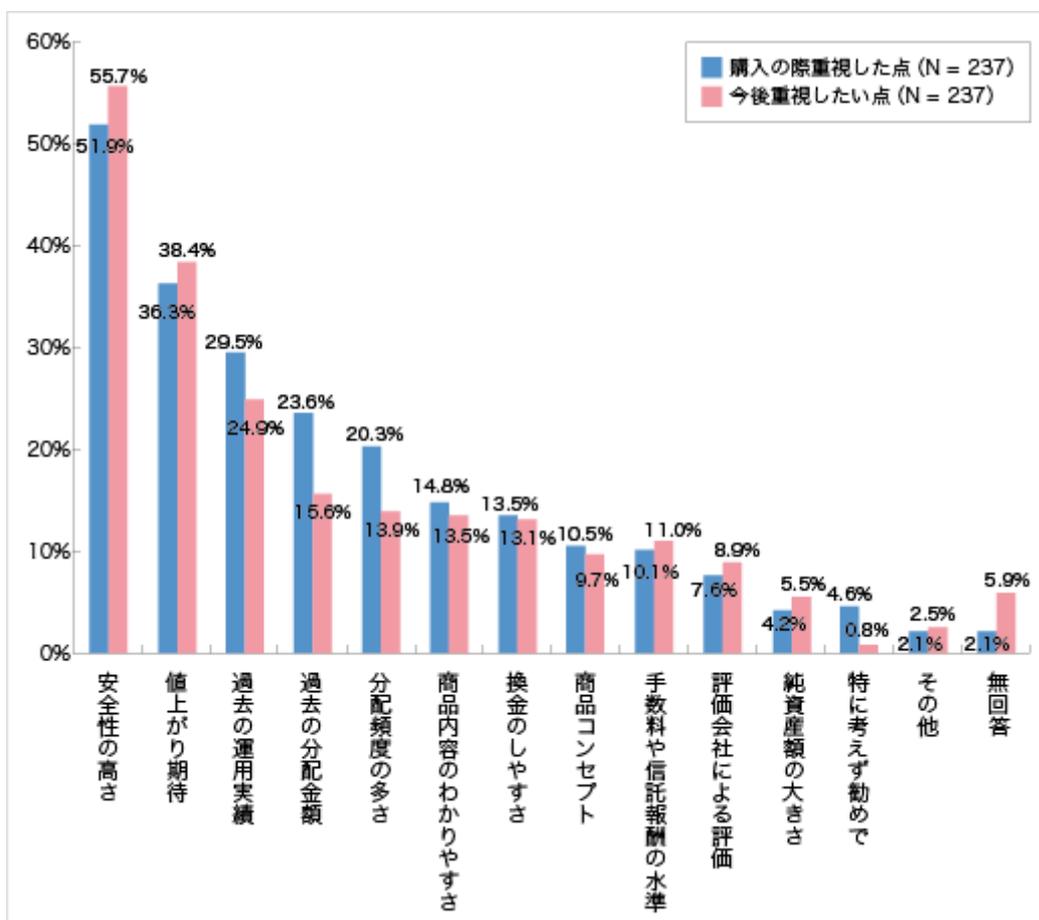


↑ [図 3] 投資信託に対する不満など

出典：投資信託協会ホームページより引用

- 5 図 3 より現在保有層・保有経験層が、投資信託について不満を感じる点は、「元本保証がない」（60.3%）が最も高く、以下「手数料が高い」（45.1%）、「運用実績がわかりにくい」（30.8%）、「公社債に比べて安心できない」（23.2%）の順に続いている。このように保有者や保有経験者でもこれだけの不満を感じていることが分かった。
- 10 そして保有者や保有経験者が投資信託を購入した際に重視した点とさらには今後重視したい点をアンケートした回答が図 4 である。

[図 4] 投資信託購入等を考えている人



5 出典：一般社団法人 投資信託協会より引用

図 4 より、現在保有層・保有経験層が、投資信託を購入する際の重視点は、「安全性の高さ」が 51.9% で最も高く、次いで「値上がり期待」(36.3%)、「過去の運用実績」(29.5%)、「過去の分配金額」(23.6%) や「分配頻度の多さ」(20.3%) の順となっている。

10

今後重視したい点としては、「安全性の高さ」が 55.7% で特に高い。第 2 位は「値上がり期待」(38.4%)、第 3 位は「過去の運用実績」(24.9%) である。購入時の重視点と比べると、「安全性の高さ」が 3.8 高いのに対し、「過去の運用実績」は 4.6、「過去の分配金額」は 8.0 低い。

15

上記のように日本における投資信託の現状としては、投資信託自体の知名度

5 5 低い、リスクの高いものだと思われる。この根底には日本人の国民性である安全思考型があるといえるだろう。しかし、預金金利が 0.02 パーセントであるにも関わらず、預貯金を最重要視するのは合理的ではないと言える。そもそも日本の金融リテラシーに問題があると言える。日本の義務教育において金融の事を学ぶ機会は極めて少ないといえるだろう。主に大学などで専攻しない限り学ぶ機会は滅多にない。そのことが投資信託の普及率の低迷につながっているといえるだろう。

第 4 節 投資信託の必要性

10

(1) 投資信託のメリット

人間は基本的に労働力を売ってその対価としてお金をもらう事がお金を稼ぐ基本となっている。つまり、働いてお金を得るという事が基本である。労働には何物にも代えられない高い価値がある。しかし、労働でお金を稼ぐ事には限界があることもまた確かなことである。私たちは 24 時間で 1 人分しか働く事はできない。また、加齢などにより体力が低下した場合には労働力でお金を稼ぐ事が難しくなる。となると、年をとり労働力が低下しお金を稼ぐ事ができなくなり生活が成り立たなくなる。そこで、労働力がなくともお金を稼ぐ方法の一つとして投資という方法が考えられた。つまり、お金を払う代わりに、他の人

15 20

例えば株式投資の場合は、株主としてお金を出資する代わりに取締役に働いてもらってその利益配分に預かるというものである。このように、投資はお金を出す代わりに他の人に働いてもらい、その成果を受け取るというものである。しかし、このような通常の投資の方法をとった場合には、どの会社が価値のある仕事をして利益を出してくれるかという点についてはわからない。利益を生み出してくれる実力ある経営者・会社に出会う事は大変難しい事である。さらに、株式投資などは、購入に企業の株価を合わせてある程度まとまったお金が必要とする。例えば、A 株式会社の株は 1 株 500 円、売買単位は 1 株 1,000 円とすると A 株式会社の株を購入するには、 $500 \times 1,000$ の最低でも 50 万円が必要となる。一方、投資信託は通常投資とは違い低価格からの投資、投資判断自

25 30

体も他の人に任せるといふ投資方法であるため自ら考え、労働せずとも投資から利益を得る事が期待できる。その他投資信託の主なメリット以下の通りとなる。

(i) 小額からの投資

- 5 ・投資信託は 10,000 円から投資が可能。

(ii) 運用のプロ（ファンドマネージャー）が運用

- 10 ・個人では多くの時間、投資金、知識が必要となる株式投資や金融取引だが、投資信託は運用のプロであるファンドマネージャー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が変わって行ってくれ、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。

(iii) 分散投資でリスク軽減

- 15 ・株式投資などで一つの銘柄だけに投資していた場合、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受けてしまい大きな損失を負う可能性がある。そこで、投資信託によって複数の銘柄に資金を分けて投資することで値下がりなどの様々なリスクを分散、軽減することができる。

(iv) 個人では投資しにくい国や地域、資産に投資

- 20 ・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る。また、個人投資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ある。

(2) 貯蓄から投資

- 25 日本の場合、投資信託の保有者は圧倒的に高齢層に偏っている。図 2 によれば、投資信託の認知度は全体で見れば少なくともはなないものの、年齢を重ねるごとに投資信託に詳しい人も増えてきている。実際のところ私たち 20 代学生も専攻で投資信託を学ばなければ図 2 通り言葉しか知らない人がたくさんいるはずである。しかし、貯蓄から投資という言葉を目にする機会が増えている現在、
30 若者にも投資が重要であると考えられる。

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、1989年末には日経平均株価が最高値（38,915円87銭）を記録。しかし、90年代のバブル経済崩壊により状況は一転。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波状に追い込まれ、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遂行。低金利時代の幕開けとともに銀行や郵便局にお金を預けるだけでは貯金はなかなか増えない状況になる。

5 低金利時代に入り当時気になったのは年金問題である。日本の年金制度は基本的に、今の現役世代から集めた掛金を今の年金世代に渡す仕組みになっている。しかし、日本では「少子高齢化」が急激に進んでいるため、現役世代が減り年金生活者を支える事が難しくなっている。1997年代老後生活に心配を持っている人が全体の30%だったのに対し、わずか10年後の2007年には全体の45%が老後生活に不安を持つようになった。老後だけに関わらず結婚し家庭を持つとさらにさまざまなイベントが発生しお金がかかってくる。

10 図2より結婚から子供の養育、自宅の購入まで多額の金額がかかってくる事がわかる。老後や家庭を持ったときの事を考えると少子高齢化社会である現在だからこそ「貯蓄から投資」は重要であると考えられる。

20

25

30

[図 5] ライフイベントにかかる金額

ライフイベント	必要な平均額
①・結婚 婚約・結納から新婚旅行	約 506 万
②・子供の教育	
幼稚園の学習費（年額）	公立→約 23 万円、私立→約 49 万
小学校の学習費（年額）	公立→約 30 万円、私立→約 142 万円
中学校の学習費（年額）	公立→45 万円、私立→約 129 万円
高校の学習費（年額）	公立→38 万円、私立→約 96 万円
③・大学の学習費（年額）	国公立→約 52 万円、私立→70 万円
④・住宅の購入 物件別の平均購入価格 （いずれも新築）	土地付注文住宅→約 3773 万円 建売住宅→約 3704 万円 マンション→約 3739 万円
⑤・セカンドライフの生活費 夫婦 2 人の日常生活費（月額）	最低限必要費用→約 23 万円 ゆとりある生活必要費用→約 38 万円

- ① 出典：親心ゼクシィ「結婚式のお金マナー集」結婚費用の項目と相場より
- 5 ② 出典：文部科学省「平成 24 年度子供の学習費調査」より
- ③ 出典：日本政策金融国庫「平成 25 年教育費負担の実態調査」（国の教育ローン利用勤務者世帯）より
- ④ 出典：住宅金融支援機構「平成 19 年度フラット 35 利用者調査報告」
- ⑤ 出典：生命保険文化センター「生活保障に関する調査」

2章 行動ファイナンスから見た投資信託の現状

2014年7月、金融庁により公表された「金融モニタリングレポート」は、投資信託の販売を業務とする銀行にとって衝撃の大きい内容のものであった。そ

- 5 の内容を以下列挙すると、
- ・ 日本の家計金融資産規模は米国に次いで世界 2 位と大きいですが、預貯金の比率が 50%超、株式・投資信託の比率 14%程度と、その比率は米国と全く対照的な数字となっている。
 - ・ 日米家計の金融資産選択行動の違いは、結果として金融資産の成長率に反映され、過去 20 年間（1993 年から）で日本の家計金融資産が約 1.5 倍増えたのに対し、米国では約 3.4 倍にも達している。
 - ・ 家計の資産運用の手段として投資信託がとりわけ重要であるが、日本では家計金融資産の 4.8%にとどまっており、うち銀行を窓口として購入されたものが約 4 倍を占めている。
 - 15 ・ しかしながら、足下（2009 年以降）では、銀行は預金残高を伸ばす一方で、投信残高は大きく増えてはいないが、投資信託の販売による収益は大きく伸ばしている。
 - ・ つまり、顧客による投資信託の保有期間が短期化し、乗り越え販売が行われていると推察される（実際、2013 年の投資信託協会の調査によると、主要行の顧客の平均保有年数が 2.5 年、地域銀行で 2.8 年という結果が得られている）
 - 20 ・ また、銀行で多く販売されている商品の動向をみると、毎月の分配金の高い特定の売れ筋の商品が時期によって入れ替わる傾向が見て取れる。売れ筋商品のほとんどがこうした毎月分配型商品になっているのが大きな特徴である。
 - 25 ・ そこで、モデルケースとして、2003 年 3 月末から 10 年間、2 年毎にその時々最も人気のあった投資信託に乗り換える売買を行った場合の収益状況について試算した資産は 3%減少した事が判明した。
 - 30 以上、今回のモニタリングレポートには、「貯蓄から投資へ」の役割を大きく担

うはずの銀行が本来あるべき販売姿勢から逸脱し、手数料重視を背景とした短期売買の横行から役信残高が増えていない現状に対して猛省を促すとともに、営業員の業績評価体系にその問題の根本があるとまで言及する前例のないレポートとなった。

- 5 第一章第3節、上記の文章が投資信託の現状である。次に行動ファイナンスから見た投資信託の現状を述べる。

(1) プロスペクト理論

- 10 プロスペクト理論とは、「人間は利益を得る場面ではリスク回避を優先し、反対に損失を被る場面では損失を可能な限り回避しようとする」という傾向がある心理学理論である。

例えば、

A	1万円が確実に手に入る
B	コインを投げて表なら2万円、裏なら0円

- 15 この質問を問われると、ほとんどの人は確実にお金が手に入るAを選ぶだろう。しかし、今度は2万円の借金を抱えているとする。そして先ほどと同じ質問に答える。

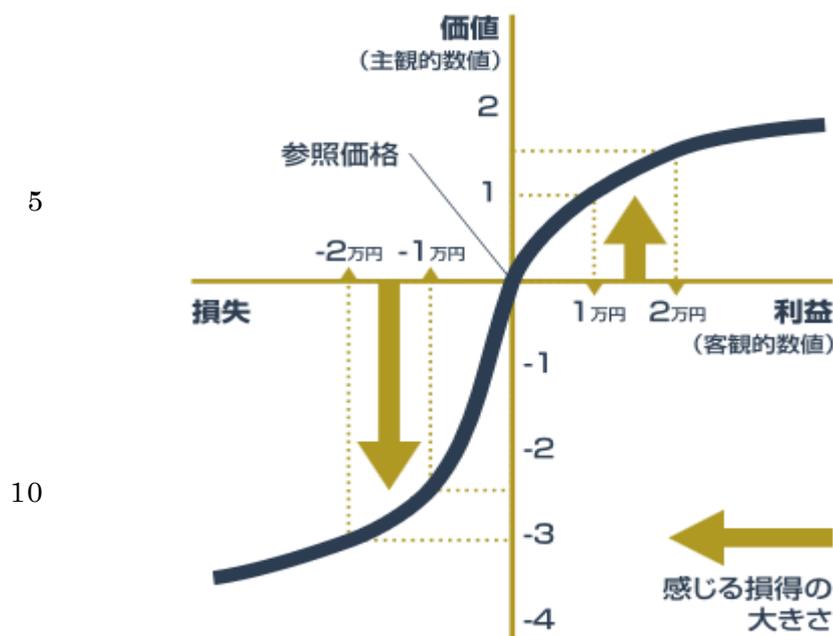
Aなら確実に借金を半分減らせるが、できるなら借金を全部払いたいののでほとんどの人はギャンブル性の強いBを選ぶ。

これらから人間は、利益を前にすれば確実に手に入る利益を選び、損失を前にすればそのすべての損失を回避しようとする。

- 20 図6を見てみると、利益が増えるとそれによって得られるプラス価値も増える。逆も同じで損失が増えるとマイナス価値も増える。しかし、利益の増加量と価値の増加量は比例していない。利益、損失の増加量と価値の増加量は次第に減っていく。中心から遠くなるほど感じ方が鈍くなっていく。左の損失領域の傾きが右の利益領域の傾きより急になっている。ここから分かるように人間は「利益を得るより、損をしたくない」という気持ちのほうが強い。

特に日本人はよりリスク回避志向と言える。

[図6] プロスペクト理論の心理的な価値



出典：Swing Root より筆者作成

15 (2) 他国と比べて

JMR 生活総合研究所によるグローバル調査（2001年実施、10カ国インターネット調査、対象国：米、英、仏、独、伊、中国、台湾、インド、シンガポール、日本）によると、「仮に手元に100万円あったとして、1年後に150万円になる確率が50%、50万円になる確率が50%の金融商品があるときどうするか」という質問をした。選択肢は「100万円すべて投資する」「50万円投資する」「1円も投資しない」の三択であった。

10カ国における主流の回答は半分の50万円を投資するというものだった。しかし、日本は「1円も投資しない」という回答が6割を超えていた。ここから日本が他国に比べてよりリスク回避的であることが分かる。

25 日本よりも失業率が高い国や格差化が進んでいる国は多くあるが、日本人のリスク回避的志向は過剰である。その要因として、バブル崩壊による株価、地価の下落といった資産価値の下落、企業のリストラや終身雇用制の崩壊など人的資産の崩壊が90年代に一挙に進んだことが、日本人に極端なリスク回避型の行動をとらせていると考えられる。最近では、ニュースなどで老後に給付される年金が少ないと言われているが、そういった日本社会の現状が日本人をよ

り貯蓄へと向かわせていると思う。

日本と欧米との違いは今までの経験でもあると思われる。アメリカでは世界大恐慌やニクソンショックなど様々な問題に直面してきた。そのたびに改革が何度も行われ、今の形になったのである。初めから良いものではなかった。ここでさらに上手くいった理由の一つはアメリカンドリームである。チャンスを求めリスクを取る文化が金融とよく合っていたのだろう。この考えは日本には珍しいと思われる。

これまで日本人はよりリスク回避的であると述べてきたが、それを踏まえて欧米とどのような違いがあるのかを次の章で具体的に述べる。

10

15

20

25

30

3章 米国の投資信託制度の現状

第1節 投信普及率拡大の背景

5 まず米国の投資信託普及率は全体の約 50%を占めており、その中でも保有世帯の 82%は 64 歳以下の現役世代であり、64%は年収 10 万ドル未満となっている。つまり米国では富裕層や高齢者に関わらず、一般的な世帯に広く普及していることがわかる。

先でも述べたように米国は世界でも類を見ない投信大国である。米国に投資信託が広く普及している大きな要因の一つとして、税制優遇がついた確定拠出型年金制度の普及である。また、米国投資信託協会がおこなった調査によると、
10 投信保有者のうち、企業が提供する確定拠出型年金制度を通じて初めて投資信託を購入した人の割合は 6 割を超えており、米国に投信が現役世代にまで広く普及した要因となっている。米国で投資信託市場が拡大した背景には、IRA や 401 (K) プランなどの税制優遇制度が導入されそれに伴い個人から資金が流入
15 したことや、運用会社・販売チャネル・運用商品における多様化の進展が投資家のニーズに合った多様な商品・サービスを生み出し個人からの資金流入の受け皿となったことが挙げられる。ここではその IRA と 401 (K) プランに焦点を当てて見てみたい。

20 第2節 確定拠出型年金制度

米国では、老後の資産形成として自助努力の面が強かったこともあり、401k や IRA といった制度の中で投資信託を購入することが多くなっていった。現状、投資信託保有世帯の 9 割が「退職後の生活資金」と米国投資信託協会のアンケートで答えている。米国の投資信託市場が、飛躍的な発展を遂げたのは 80 年
25 代からである。底流には人口トレンドの影響があり、80 年代後半になるとベビーブーマー世代が 40 歳代に達し、老後に対する備えは、急を要する個人的な関心として大きな課題となっていた。このような個人が自ら老後に備える必要性と投資信託が強く結びつく中で、投資信託残高が伸びてきたという経緯がある IRA や 401 (k) プランなど私的年金拡充へ向けた制度整備も進められた。現在
30 では広く普及したこれらの制度は、個人の長期投資資金を投資信託市場へ流入

させるだけでなく、広い階層の個人が初めて投資信託を利用する契機となったという点でも、米国投資信託市場の普及と発展に大きな役割を担ってきたと考えられる。以下では、米国における老後に備える制度として IRA と 401(k) プランについて、概要と導入・発展の経緯を述べる。

5

(1) IRA

IRA とは、個人が証券会社や銀行、保険会社などで開設できる、個人向けの確定拠出年金口座である（図表 I）。個人は IRA に対して年間 5,000 ドルまで拠出し、拠出の所得控除と運用益の課税繰延べという税制優遇を享受しながら、老後に備えることができる。口座の資産は原則、59.5 歳になるまで引き出すことはできず、早期引出を行うと、所得税に加えて 10% のペナルティ課税がある。70.5 歳以降は拠出を行うことは出来ず、給付を開始しなければならない。IRA の投資対象の選択は口座保有者自身が行い、選択肢には投資信託が含まれる。職場における退職給付制度の有無を問わず、所得があれば誰でも口座を設けることができるのに加え、所得の無い専業主婦も口座を設けることができる（所得のある配偶者が拠出）ため、幅広く利用されている制度である。また、企業の従業員が転職する時、401(k) プランなどから自分の口座資産を移すための受け皿機能も持っている。

20 [図 7] 米国確定拠出年金の種類

職業等	利用可能な制度	
民間企業	401 (k) プラン等	IRA
非営利組織	403 (b) プラン	IRA
公務員	457 プラン TSP	IRA
自営業者	キーオ・プラン	IRA
所得のない配偶者	IRA	IRA

出典：野村資本研究所より筆者作成

そもそも IRA は 74 年、職場に退職給付制度がない人々を念頭に、老後のための資産形成を税制面から支援し新たな選択肢を設ける目的で、従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act; ERISA）によって導入された。当時、退職後の資産形成を後押しする税制優遇制度としては、法人企業
5 業の従業員は企業年金プランが、自営業者はキーオ・プランがそれぞれ利用可能であったが、企業年金プランのない従業員だけが税制上の優遇措置を受けられなかったため、この不公平を是正することが IRA 導入の目的であった。その後 IRA は、利用者の拡大と多様化が進められて行く。78 年には簡略化従業員
10 プラン（Simplified Employee Plan; SEP）が導入され、企業年金プランのない小企業によって、簡易型の企業年金の器としても利用されるようになった。

81 年の経済再生租税法では、レーガン政権下での貯蓄率引き上げ戦略の名の下に、企業年金の有無にかかわらず、誰でも IRA を開設できるという制度改正が行われた。企業年金加入者も含めることで IRA の対象者を広げ、貯蓄を奨励
15 することが目的だった。この結果、IRA 利用者は 80 年の 260 万件から 85 年には 1,620 万件へと急増したが、IRA へ借入れを充てることが認められていたことなどから、貯蓄増加の効果は認められなかった。

86 年の税制改正法で、企業年金に加入し一定以上の所得を得ている従業員は、IRA への拠出の所得控除額が制限されることになった。この 86 年改正で、現在の IRA の原型が確立されたことになる。この改正に伴い、IRA の所得控除申
20 請件数は大きく減少したが、一定所得以上の企業年金加入者による IRA への拠出そのものを禁じたわけではなかったことから、税引き後所得からの拠出が行われるようになった。86 年改正以降、10 年間は IRA に大きな変更措置はとられなかったが、96 年、97 年に大幅な制度改正が行われた。96 年には、SEP を
25 発展させた形で、中小企業向けの簡略型企業年金である貯蓄優遇従業員向けマッチングプラン（Savings Incentive Match Plan for Employee; SIMPLE）が導入された。また 97 年には、税後所得から拠出を行い、一定の条件を満たせば
30 給付時には全く課税を受けないという新タイプの IRA（通称ロス IRA）が導入された。これにより、例えば職場に退職給付制度があり、従来型 IRA の所得控除を享受するには所得水準が高すぎる人は、新型 IRA で老後の備えを拡充することができるようになった。更に両年の改正で、IRA への拠出制限の緩和が行わ

れ、政策的には再び IRA の利用者を拡大する方向に転じた。

01 年の経済成長・減税調整法で、IRA への拠出限度額が 08 年までに段階的に 5,000 ドルへ引き上げられ 08 年以降はインフレ調整されることになり、加えて 50 歳以上の加入者を対象とした新たなキャッチアップ拠出も導入された。

5 拠出限度額の引き上げは 2010 年までの時限措置であったが、06 年の年金保護法により恒久化されている。

(2) 401(k)プラン

米国の企業年金制度は、確定給付型年金と確定拠出型年金とに分かれるが、

10 後者の代表格が 401(k)プランである。米国では 80 年代以降、確定拠出型年金の拡大が続いてきたが、その中核である 401(k)プランの資産残高は 04 年に確定給付型年金を上回り、現在は主たる企業年金としての地位を確立している。

401(k)プランは、内国歳入法 401 条 k 項に基づく課税繰延制度であり、従業員に課税前拠出が認められている。典型的な 401(k)プランは、従業員の給与天引きによる拠出が課税繰延となり、これに対して企業からマッチング拠出金が支払われるというものである。拠出金は従業員の個別の口座に蓄積され、従業員は拠出金の運用先をプランで準備された投資信託などの選択肢の中から自分で選ぶ。退職時には自分の持ち分が一括給付され、転職時には自分の持ち分を転職先に非課税で移すことができる。原則として 59.5 歳まで給付を受け取ることができず、引き出した場合は通常の所得税に加えて 10%のペナルティ課税がある。

15

20

そもそも米国における最初の企業年金プランは 1870 年代に既に現れているが、米国政府が企業年金に大々的に関与したのは 1974 年に ERISA が成立してからである。ERISA404 条(c)項により、確定拠出型プラン加入者による自らの

25 口座資産のコントロール行使と、それに伴う運用の損失に関する受託者の責任免除が規定された。議会はその制定後も条項の調整と改善のため、ほぼ毎年のように年金給付関係の法律を通過させた。78 年には内国歳入法第 401 条に k 項が追加され、加入者拠出措置の新規設定が可能になったことが 401(k)プランの利用に道を拓いた。81 年に IRS が 401 条 (k) 項に関する規則案を提示し、

30 給与天引きによる 401(k)プランへの税前提出が可能なることを明示し、401(k)プ

ランの利用が開始された。401(k)プランは、予め制度設計が明確に描かれて導入されたというよりも、一連の年金制度の改革が進められる中で、確定給付型年金についての健全性強化を主旨とした制度改正が行われ年金関連の法規制が厳格化されたことなどにより、結果的に発展が促されたという事情もある。しかし一方で、企業と従業員の双方に強く求められる特性を有するプランであったからこそ、普及が進んだと見ることもできる。企業・従業員のニーズが高まり普及が進んだ背景としては下記の点が指摘できる。

第一に経済・社会環境の変化である。それまで企業年金の主流であった確定給付型年金は、製造業を中心とする伝統的産業で採用されてきた。しかし長期に亘る景気低迷で、大企業によるレイオフが進められた一方、終身雇用を前提としないサービス産業やIT産業など新興企業が台頭し、労働市場全体の流動化が進むにつれて、年金のポータビリティが確保できる確定拠出型年金へのニーズが高まっていた。

第二に、確定給付型年金をめぐる制度改正により、企業の負担感が増したことである。積立基準が強化、年金会計の改正による情報開示が強化されたことから、企業にとって確定給付型年金を維持する実質的な負担が増していた。第三に、確定拠出型年金の認知度が高まるにつれて、同制度を採用する各企業において従業員の加入が増加していったことである。

その後401(k)プランは01年の経済成長・減税調整法で、加入者拠出の上限を06年までに段階的に引き上げ07年以降はインフレ調整することや、50歳以上の加入者向けにキャッチアップ拠出が導入された。06年の年金保護法で、拠出限度額引き上げは恒久化された他、投資アドバイスや自動加入などをめぐる制度上の問題も解消された。

なお、米国の確定拠出年金には、企業が利用する401(k)プラン以外のタイプもある。大学、病院、協会など非営利団体は403(b)プラン、州及び地方政府職員に対する457プランなどがある。401(k)プランの資産額が、確定拠出年金資産の中で大きな比重を占めるが、他プランも資産額の拡大は続いている。個人が将来の安定的な生活に向けて必要な資金を、税制優遇を得ながら投資信託などを利用して備えるという仕組みは、老後のためだけに利用されているわけではない。米国では子供の将来の教育費に備えることを目的に、資金を積立・運用

する制度もあり、これは内国歳入法 529 条に基づき税制優遇が付与されていることから、529 プランと呼ばれている。

529 プランは、両親や祖父母等が子や孫を受益者に指名した上で、大学や大学院といった高等教育を目的とする資金を積み立てる際、税制上の優遇措置が受けられるという制度である。利用者の年齢制限がなく、子の親族でなくても拠出することが可能である。529 プランは、連邦政府が認可し、各州政府がその導入を決めているが、現在では全ての州とワシントン D.C. で導入されている。拠出金は州税上の所得控除が認められることが多く、運用益は連邦税が非課税、州税も多くの州では非課税であり、贈与時にも税制優遇措置がある。529 プランには、「大学授業料前払型」と「大学教育資金貯蓄型」の二種類があるが、現在は「大学教育資金貯蓄型」が全体の約 9 割を占めるに至っている。「大学教育資金貯蓄型」とは、年間一定額まで個人口座に積立て、投資信託などで運用する制度である。受益者は口座に積み立てられた資金を進学時に受け取るが、その資金は授業料や寮費など、あらかじめ定められた用途に使う必要がある。当初指定した受益者が資金を必要としなくなった場合には、将来進学する他の親族へ受益者を変更することができ、税制優遇措置もそのまま受けることができる。「大学授業料前払型」は、親が今日の水準の大学授業料相当を拠出すれば、その後授業料が値上がりしても、将来の授業料が納付済みであることを保証するものである。州外の大学や私立大学へ進学した場合には、同等の金額を受け取るることができる。

529 プランの導入経緯を遡ると、原型は「大学授業料前払型」で 88 年にミシガン州で採用されたのが始まりである。96 年に連邦政府によって認可され、01 年の経済成長・減調整法により、それまで行われてきた給付時の課税が撤廃されたのを契機に普及が本格化、06 年の年金保護法で時限立法だった税制優遇措置が恒久化された。このように税制優遇の整備が進んだことや利用しやすさ等から、現在では「大学教育資金貯蓄型」の資産額が圧倒的に多くなっている。

529 プランの普及が進んだ背景として、次の点が挙げられる。まず個人側の事情としては、大学授業料が大きく値上がりしており、奨学金や教育ローンだけでなく、資金を事前に積立て運用して増やす機会が得られる 529 プランへの関心が急速に高まっていたことが挙げられる。また政府側の事情としては、高

等教育段階の学生支援策の流れが変化していることが挙げられる。政府による学生支援策は、70年代までは給付奨学金が中心だったが、財政負担増や政権政党の変化もあり、80年代以降は教育ローンが中心的な政策となった。90年代半ばからは教育費を巡る様々な税制優遇制度の導入も行われたが、これは大学授業料が大きく値上がりする中で、中間所得層が進学を断念してしまうことを懸念して当時のクリントン政権が導入したものである。529プランもその一つであり、現在では教育資金を予め蓄えることを政府が支援するために中心的な役割を果たす制度である。529プランの資産残高は、11年6月末には1,695億ドルに達している。オバマ大統領自身も二人の娘のために利用しており、この制度は特に子育て世代中心に利用されている。

4章資産投資信託のあり方運用手段としての

第1節 確定拠出年金と投資信託

まず確定拠出年金制とは、毎月掛金を積み立てて、その資金を運用しながら
5 老後の備えをする制度である。この制度には会社が掛金を負担する「企業型年
金」と個人が掛金を負担する「個人型年金」の2つがある、企業型年金は投資
信託の運用には結びつかないと思われたので今回は**個人型年金**にメインに説
明していく、個人型確定拠出年金は税制面で非常に厚遇されており、長期の資
産運用手段として一考に値すべきだと言われている。個人型確定拠出年金は、
10 自営業者や勤務先に「厚生年金基金」や「企業型確定拠出年金」の制度がない
サラリーマンが加入することが出来る。つまり、自己で管理し運営するという
ことになるということだ。私たちはこの運営方法の一つに投資信託が利用できる
のではないかと考える。投資信託ではパッシブ型の積み立て型を利用するこ
とで安定した資産形成をおこなえらると思える。

15

第2節 スマートベータによる運用促進

スマートベータとは、従来の時価総額型の指数のように市場全体の平均や値
動きを代表する指数ではなく、財務指標（売上高、営業キャッシュフロー、配
当金など）や株価の変動率など銘柄の特定の要素に基づいて構成された指数。
20 中長期的に市場平均を上回るようなパフォーマンスを期待する指数として、年
金運用やETF（上場投資信託）などの連動指数として採用され始めている。ス
martは賢い、ベータは市場平均連動性を意味する。もっと簡単に言えば、「賢
い市場平均連動性」と訳されたりします「特定の目標があり、それをうまく実
現することを目的とした市場平均との連動性」ということであるここでの目標
25 とは、市場平均のパフォーマンスを上回るということ。資産が十分に分散され
つつ、つまりリスクを抑えながら市場平均を上回る指数があるのであれば、そ
れは投資家にとっては理想的である。

これだけ聞くとスマートベータは非常に聞こえの良いものに聞こえるが、実
際はどうなのだろうか注意点としては、先ほども指摘したようにスマートベ
30 ータは設計側の思想や嗜好といった切り口が起点となるため、相場のトレンドは

- そうした切り口に合致していればパフォーマンスが良好であることとなる、それと合わなければパフォーマンスも期待外れになることもある。つまり、相場の嗜好が変わることを前提にすれば、株価のボラティリティが増すというようなことも考えられる。スマートベータに求められる、いかにスマートであるか
- 5 という切り口に関しては、相場つき（相場の状況）に左右されないような普遍性を求められることにもなり、なかなか難しい側面もある。といったところであるつまりスマートベータは相場のトレンドさえ押さええていれば問題がないということになる。ということでつぎはこのスマートベータを用いた投信についてである
- 10 スマートベータ型投信は、これまでの投信と何が違うのか。特定の指数やルールによって組み入れ銘柄や比率を機械的に決める点では「インデックス型」に似ている。「決定的に異なるのは、市場平均を上回る成績を目指すことにある」。もう一つ新しいのは、銘柄の組み入れに際して時価総額に縛られないようにした点だ。国内のインデックス型投信の多くは、東証株価指数（TOPIX）を
- 15 基準にしている。これを基に機械的に運用すると、株価上昇で時価総額が大きくなった銘柄を多く買うことになる。その反対もある。結果的に、割高株を多く抱え、割安株を少ししか持たないことにもなりかねなかった。伝統的な指数運用から脱却し、より高い収益を目指そうというのがスマートベータ型投信である。さらに運用担当者がリサーチなどに基づいて銘柄を選別する手間がかか
- 20 るアクティブ型投信に比べると、運用コストが低めだという利点もある。戦略としては「低リスク型」も知られる。伝統的な投資理論ではリスク（値動きのブレ）が高いほどリターンも大きいとされてきた。しかし運用の現場では「リスクを抑えた方がリターンが高くなりがち」との指摘が増えている。リスクが小さくなるよう銘柄を組み合わせ、ファンド全体の収益向上を目指すのが低リ
- 25 スク型戦略。個人向けにDIAMが11年に「新興国中小型株ファンド」を設定。逆風相場の中で下振れが小さいことが寄与し、やはり新興国の株式指数を上回っている。

第3節 金融リテラシーについて

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。

5 ・現代社会では金融、投資信託との関わりを今後持っていくのに避けては通れない。「生活スキル」として金融リテラシーを身につける必要がある。

・国民一人一人の金融リテラシーが向上すれば、結果として、投資信託の知識はもちろん金融についてのスキルが向上する。

10 今現在、日本は高齢層の普及率に対して若年層の投資信託の普及率は低いことが一目でわかる。

そもそも投資信託の普及率が低いのも日本の金融リテラシーに問題があると考ええる。

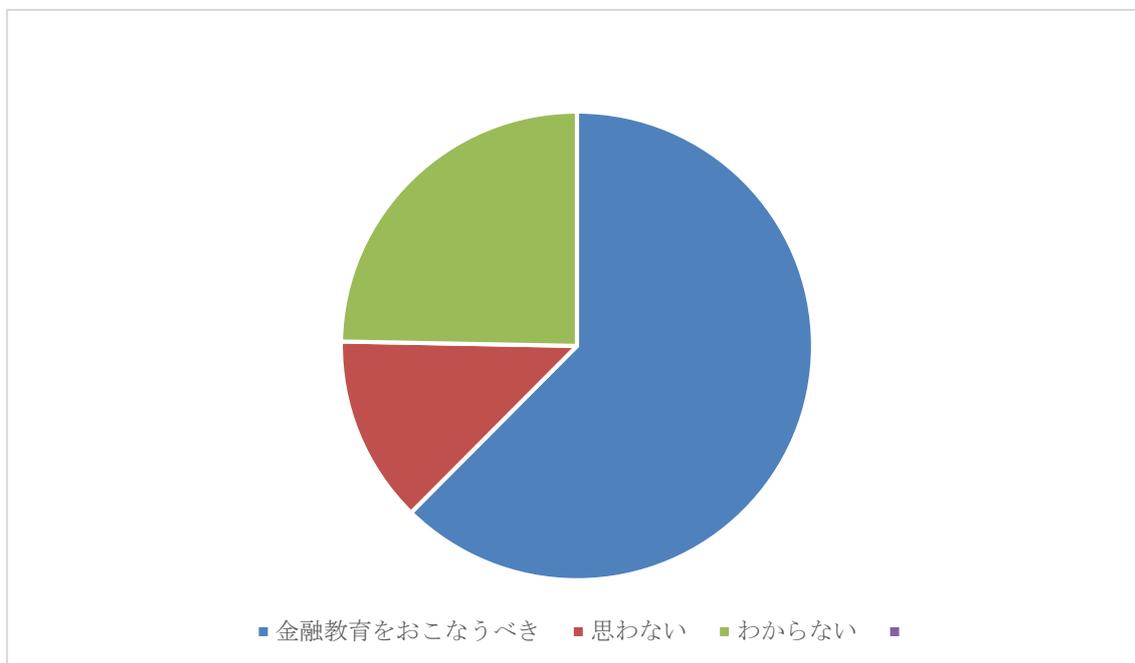
その原因として、日本の学校教育において金融を勉強する機会が全くといって言いほど少ない。

15 主に大学で専修しなければ金融に触れる機会が減多にないだろう。それなのに若年層は「手数料が高い」、「預貯金のほうがいい」などといい投資信託に対してリスクが大きいと思いがちである。確かに投資信託はリスクがあるが、株式投資よりもリスクが低く少ない金額から始めることができる投資信託のメリットも忘れてはいけない。日本人の国民性の安全型、安全思考型について否定は
20 しないが、改善すること、こういった考え方もあるといったことは頭に入れたいしてほしい。預金金利が 0.020%であるにも関わらず預貯金を最重要視しているのは合理的ではないように感じる。このような状況を認知するためには小・中・高と学生の間金融についての教育を取り入れるべきだと自分たちは考える。

25

30

[図 8] 金融教育について



出典：金融リテラシー調査 - 金融広報中央委員会より著者作成

5

図 8 より国民は金融教育が必要だと答えたが、図 9 より生徒の理解が困難、教える側の教員の知識不足、授業時間が足りない、などといった義務教育などに金融教育を取り入れることは現時点では難しいということがわかる。

10 [図 9] 教員が金融教育を取り上げる際に難しいと感じている点

	生徒にとって理解が困難	教える側の知識不足	授業時間が足りない
全体	48.90%	48.40%	44.90%
中学校	49.90%	49.40%	44.40%
高等学校	46.30%	45.90%	46.20%

出典：金融教育を推進する研究会（2014）より著者作成

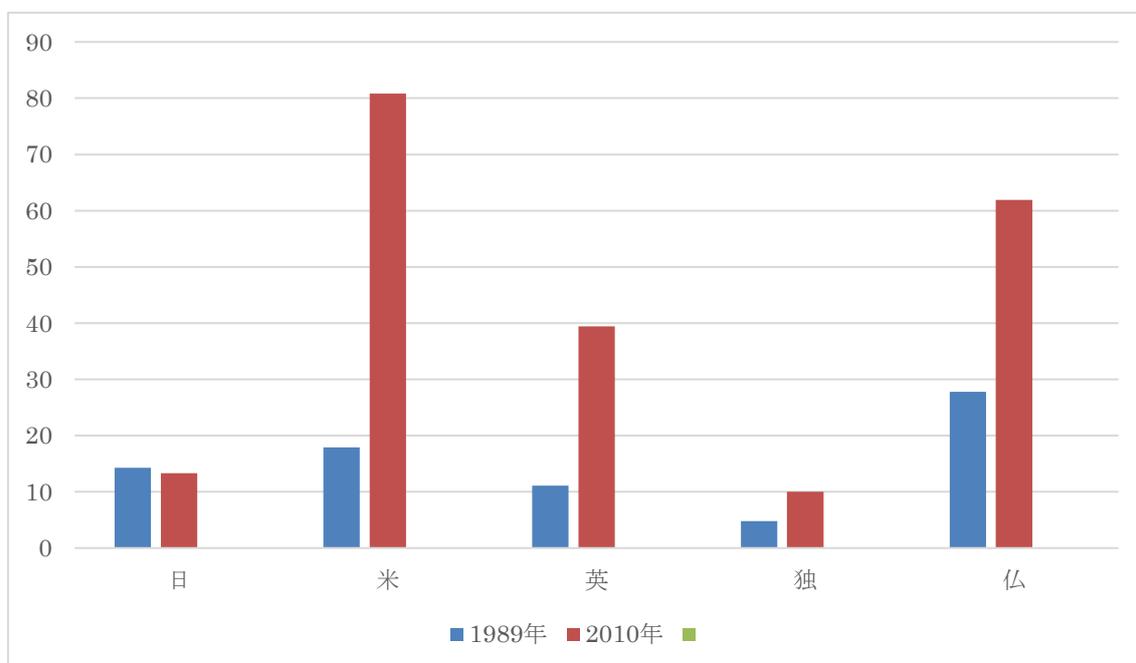
そこで二つのことが考えられる。一つは、社会人になってから金融リテラシーを向上させることである。その方法として確定拠出型年金制度が重要と考える。この制度は導入時に社員に対して説明会を実施することが義務付けられている。導入時以降の説明会は義務付けられていないが、説明会などの金融リテラシーが向上されることも期待できる。さらに平成 27 年度税制改正によって、確定拠出型年金は企業に就職している人だけではなく主婦や公務員、会社に企業年金がある会社員も利用できるようになった。このように、身近に投資がしやすい制度があれば投資家本人が自ら興味を持ち、金融リテラシーは向上するだろう。

5

10 二つは、上図にもあるが、教える側の教員の知識不足とあったが、一つ目にも言ったが今後の日本の金融リテラシーが向上するためにも今、教える側が金融について学び理解する人が増えることで、金融教育の問題が少しずつでも解決していくだろう。そうなることで日本の投資信託の保有率が増えるだろうと考える。

15

[図 10] 投資信託の普及率



出典：杉田浩治著「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託（2014 年）」より引用

図 10 より、2010 年で日本は 13%であり米 (81%)、仏 (62%)、英 (39%) を大きく下回っていることがわかる。今の日本は海外に比べて投資信託の普及率がかなり低い。しかし今述べている考えが可能ならば日本の投資信託の普及率は上がってくるだろう。

第 4 節 金融機関の役割

販売会社のあるべき姿として、顧客のために営業活動を行うことは最も重要である。しかし投資信託業務において、販売会社には昔から利益相反の問題が指摘されている。ここで述べる利益相反とは、販売会社の利益と投資家の利益が衝突している状態を意味する。具体的には、回転売買が挙げられており、回転売買とは、投資信託を販売する場合に投資家から受け取る手数料を稼ぐために、投資信託を乗り換えさせることである。

15 (1) 日本の投資信託における手数料

今、日本の投資信託の主な収益源は販売手数料である。投信の運用成績は販売会社と運用会社が徴収する手数料で大きく変わってくる。供給側は収益をできるだけ得たいので、手数料を上げたいだろう。しかし、そうすると投資家に買ってもらえない。投資家もできるだけ安い商品を買うだろう。ここにお互いの相違がある。

主に手数料には「販売手数料」「信託報酬」「信託財産留保額」の 3 つの手数料がある。投資家にとって手数料は極めて重要なものである。手数料という存在は「問答無用に投資リターンをマイナス方向に引き下げる要因」となるからである。仮に、信託報酬が 2%から 1%に下がれば、それだけで「確実に投資リターンが 1%引き上がる」事になる。同じ、日経平均株価に投資をするインデックスファンドであっても、販売手数料や信託報酬などのコストが違うものがある。「手数料が高いファンドはそれだけ優秀なファンド」と思う人もいるかもしれないが、それは間違いである。手数料とファンドの運用成績には相関性はない。

30

[図 11] 手数料

<p>販売手数料</p>	<p>証券会社や銀行などの窓口やインターネットなどで購入する際にかかる手数料。投資信託（ファンド）によって上限は決まっているが、販売会社（証券会社）によって手数料が異なることが多い。</p>
<p>信託報酬</p>	<p>投資信託を運用する上で必要となる経費のほか、運用会社に対する報酬など。年間〇%というようになっており、これは毎日日割りで計算され少しずつ差し引かれている。投資信託（ファンド）によってかなり大きな差がある。</p>
<p>信託財産留保額</p>	<p>投資信託を途中で解約したり売却したりする際にかかる手数料。この手数料はかかる場合とかからない場合がある。また、投資信託によって異なる。</p>

出典：投資信託入門講座より筆者作成

5

この状況を重く見た金融庁は、金融モニタリングレポート（2014）で、投資信託販売業務態勢について指摘しており、最近になって、3つのメガグループを中心に職員の業績評価を収益重視から残高重視へ変更する意向を見せている。これにより、回転売買に歯止めが15かかることが期待される。しかし、こうした流れを受けて回転売買に変えて新たな収入源としようとしているのがラップ口座である。ラップ口座とは金融機関に資産運用を任せる仕組みであり、そのため手数料が高い。販売会社による最低投資限度額の引き下げが普及を後押

10

しした。ラップ口座において、金融機関が顧客のニーズを把握し、最良の商品を提供するにはコストが必要だが、最低投資限度額の引き下げは顧客の増加と口座当たりの資産規模の縮小につながるため、顧客一人当たりにかかるコストは増加する。販売会社における、顧客一人当たりの利益が減少する中で、十分なサービスを提供できるか疑問である。

5

運用会社と販売会社の癒着も指摘されている。たとえば、グループ内に運用会社を保有する銀行では、系列運用会社の商品が約5割を占めており、商品の25選定に偏向がみられる。日本では、販売会社の力が運用会社よりも強いため、販売会社の意向に沿って商品を開設計している。そのため、販売会社が商品を売

10 りやすいように新しいファンドを作り、ファンドの数が増え続けることや、手数料収入を稼ぐために高い手数料の商品を設定すること、高い分配金を提示しリスクについて十分に説明しないまま商品を販売することなど、投資家目線とは言えない現状がある。

10

販売会社は申込手数料や信託報酬で高い利益を上げているが、それに見合った

15 リターンがあるかは疑問である。

15

高い申込手数料を払ったとしても、高いリターンを得られないことがわかる。複雑な商品の説明に対する手数料だとしても、投資家から多数の苦情が寄せられている現状を考えれば、適切な説明がなされていないのではないであろうか。

信託報酬については、約半分を販売会社が受け取っており、顧客の利益を圧迫している。それに対して、独立系の運用会社から直接買うと申込手数料はか

20 ならず、信託報酬も販売会社を通さないため安いという現状がある。コストの面で見れば、独立系運用会社から直接買うことが望ましいが、現状の投資家のリテラシーを考えれば、販売会社を介在させずに投資信託を購入することは難しいだろう。

20

多くの利益相反事例がある現状からもわかるように、販売会社が顧客にとって最良な商品を提供しているのか疑問が残る中で、高い手数料が設定されている問題は改善されなければならないと考える。独立系運用会社による直販や投資家のリテラシー向上等が、投資信託に競争原理をもたらし、顧客にとって適切な手数料になることが望ましい。また顧客にとって最良な商品が提供される環

30 境も必要である。販売会社が顧客目線にたった営業をするには、顧客のニーズ

25

30

にあった投資信託を提供し、顧客の利益向上が販売会社の利益となるような仕組み作りが必要である。現状では、販売会社の職員にニーズに則した商品を提供する能力が不足している。日々の業務でそのような能力に対する優先順位が低いからである。従来では投資信託をただ売るだけであったが、これからは顧客のニーズに答えるための適切な提案を行い、顧客のパートナーとなることが

5

もとめられる。顧客の利益と販売会社の利益の一致については、資産残高ベースの評価にすることが望ましい。

販売会社が顧客のニーズにあった投資信託の提供とあるが、顧客も投資信託購入の際、他の機関に相談することも可能なのである。その点について、アメリカやイギリスでメジャーとなっている IFA について見ていく。

10

(2) IFA

個人に対してアドバイスを行ってくれる IFA という機関がある。イギリスやアメリカといった国では、個人が IFA のアドバイスをもとに投資信託を購入するケースも多いため、ここで IFA を取り上げる。IFA とは独立系フィナンシャルアドバイザーの略であり、個人投資家に資産の運用についてのアドバイスを専門に提供する仲介業者のことをいう。金融機関や資産運用会社から完全に独立しているため、あらゆる金融商品の中から投資家にとって最も適切な商品や、その運用方法などを提案している。銀行、証券に勤める場合とは違い、転勤がないため地域密着の長期的な投資アドバイスができること、金融機関から独立している立場なので中立的なアドバイスができ、投資家に最適な資産運用を提案できることが利点である。こうした仕組みをもつ IFA の活用を検討するにあたって、ここでは日本、イギリス、アメリカの IFA 制度を比較する。

15

20

まず、日本の IFA 制度から述べていく。日本の IFA 制度は 2004 年に導入され、当時 700 人程度であったが、現在では約 3000 人にまで増加している。日本の IFA は証券会社、銀行、投資信託会社の役員または使用人であって、外務員の登録がなければ投資信託の販売ができない。また、IFA は特定の業務委託を受けた証券会社、銀行などが取り扱う金融商品しか勧誘できないといった規制がある。IFA の主な収益構造は、業務委託を受けた投資信託会社からのコミッション収入やアドバイス料、投資家の資産残高の増加に対するフィー収入である。

25

30

次に、イギリスについてである。イギリスでは個人投資家向け投資信託販売チャンネルのほとんどの割合が IFA である。イギリスの IFA は日本のものとは仕組みが異なり、運用会社から委託されたものを扱う場合と、プラットフォーム会社を仲介して投資信託を販売する 2 通りがあるが概ねプラットフォーム仲介が大半である。イギリスでは、IFA では運用会社から受けるコミッション収入が 2012 年 RDR 制によって禁止され、投資家の資産残高に連動するフィー収入や、投資家からのアドバイスなどによる直接的な手数料が主な収益構造である。2012 年の制度改革によってイギリスの IFA の数は 2014 年までの 2 年間で 20% 減少した。また、近年ではイギリスの投資家は IFA を介さず直接ファンドプラットフォームから購入するようになっている。

最後にアメリカである。アメリカではイギリス同様 IFA は主要な販売チャンネルとなっている。アメリカでは、過去に投資信託会社の経営破綻が相次ぎ、会社よりもアドバイザーなどの個人への信頼の方が強くなっていることが普及の背景として挙げられる。収益構造に関しては、当初日本と同じようにコミッション収入中心のものであったが、利益相反問題が指摘され徐々に投資家の資産残高に連動したフィー収入中心へと移行している。

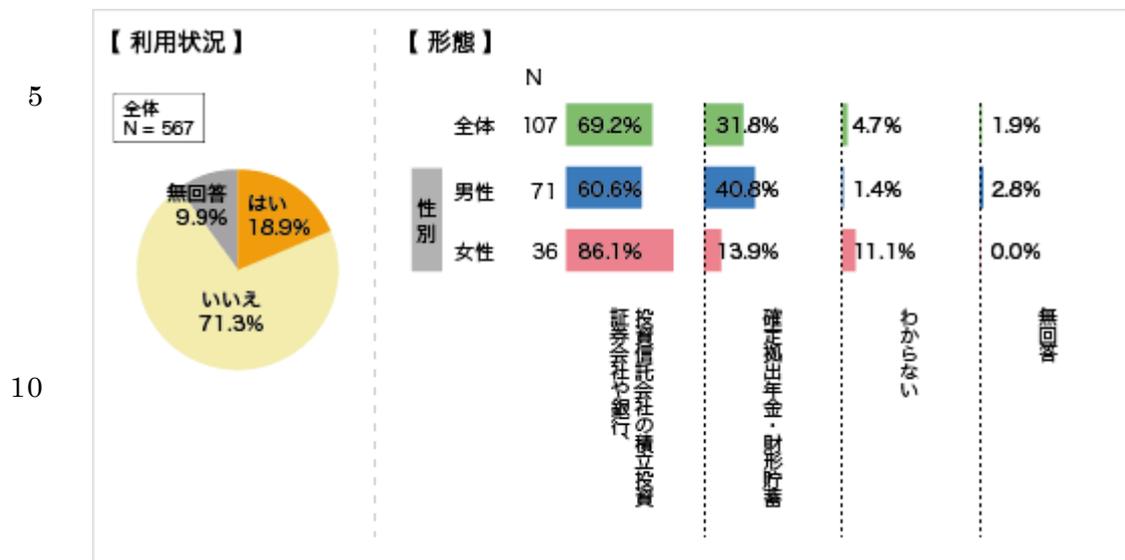
このように、イギリスや、アメリカでは販売チャンネルの一つとして活用されてきたが、日本ではそれほど活用されていない。その原因としては、イギリスのような規制もなく、アメリカのように個人を重んじるというのとは反対で、日本では会社など組織のブランドに信頼を置いていることや、アドバイスに対して報酬を支払うということに対して抵抗があることが挙げられる。この点に関しては、販売会社のアドバイザーの拡充等によって、アドバイスに対して報酬を支払うことへの抵抗を少しずつなくしていくことが必要であると考えられる。

25

30

(3) 投信自動積立

[図 12] 投資信託の積立投資の利用率



15 出典：投資信託協会より筆者作成

現在保有層が投資信託の積立投資を利用している率は 18.9%で、利用していない方が圧倒的に多い。

20 積立投資を利用している人の積立投資の形態としては、「確定拠出年金・財形貯蓄」が 31.8%に対し、それ以外の「証券会社や銀行、投資信託会社の積立投資」が 69.2%と高い。

性別では、女性は男性より「証券会社や銀行、投資信託会社の積立投資」が高く、「確定拠出年金・財形貯蓄」が低い傾向がみられる。

25 (3) 三井住友銀行

投信自動積立

・少額から初められる

月々少額で積み立てでき、時間を味方につけることによりまとまったお金を作ることができる。

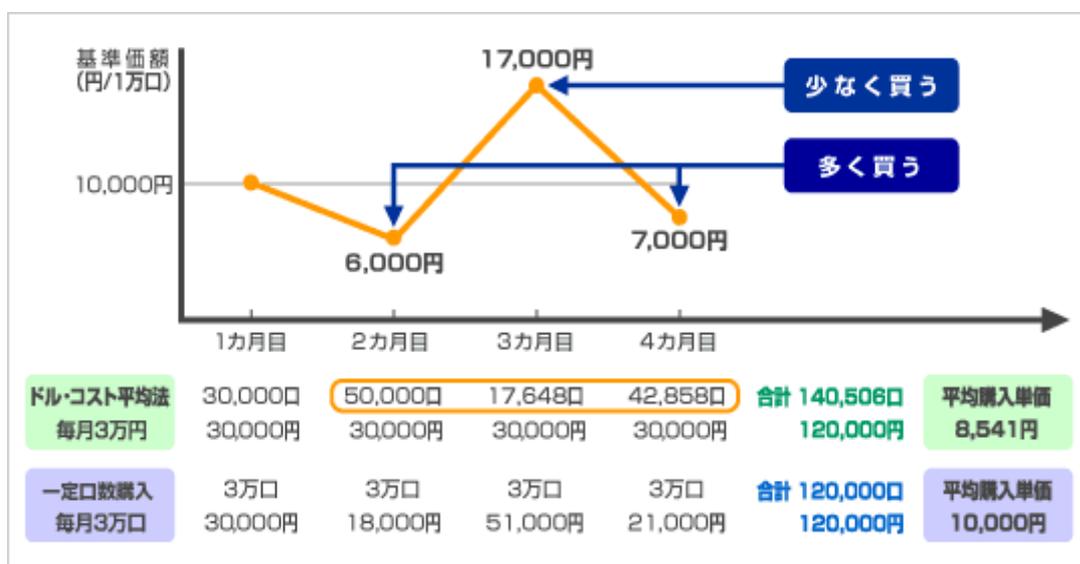
30 ・自動積立なので手間がかからない

毎月指定した金額を自動的に買付する。買付するタイミングを悩む必要がなくなる。5年間で60回買付されるためリスクが分散される。

・ドル・コスト平均法の効果

- 5 ドル・コスト平均法とは、積立投資をする際に「定額」を購入し続けることにより「定量」を購入するケースと比較すると平均取得単価を引き下げる効果がある投資法である。

[図 13] ドル・コスト平均法の例



10

出典：三井住友銀行「投信自動積立」より筆者作成

購入金額を一定に保つことで、価格が低いとき購入量（口数）が増加、価格が高いとき購入量（口数）は減少にすることができる。

- 15 毎月同じ金額を購入するもの（ドル・コスト平均法）と毎月同じ口数を購入するものを比べると平均購入単価を平準化する効果が期待できる。

20

[図 14] NISA

対象者	日本国内在住の 20 歳以上
口座開設数	一人につき 1 口座
口座開設可能期間	2014 年から 2023 年までの 10 年間
非課税期間	投資した年から最長 5 年間
非課税投資額	毎年、上限 120 万円。非課税投資総額は最大 600 万円
途中売却	自由

[図 15] NISA 制度

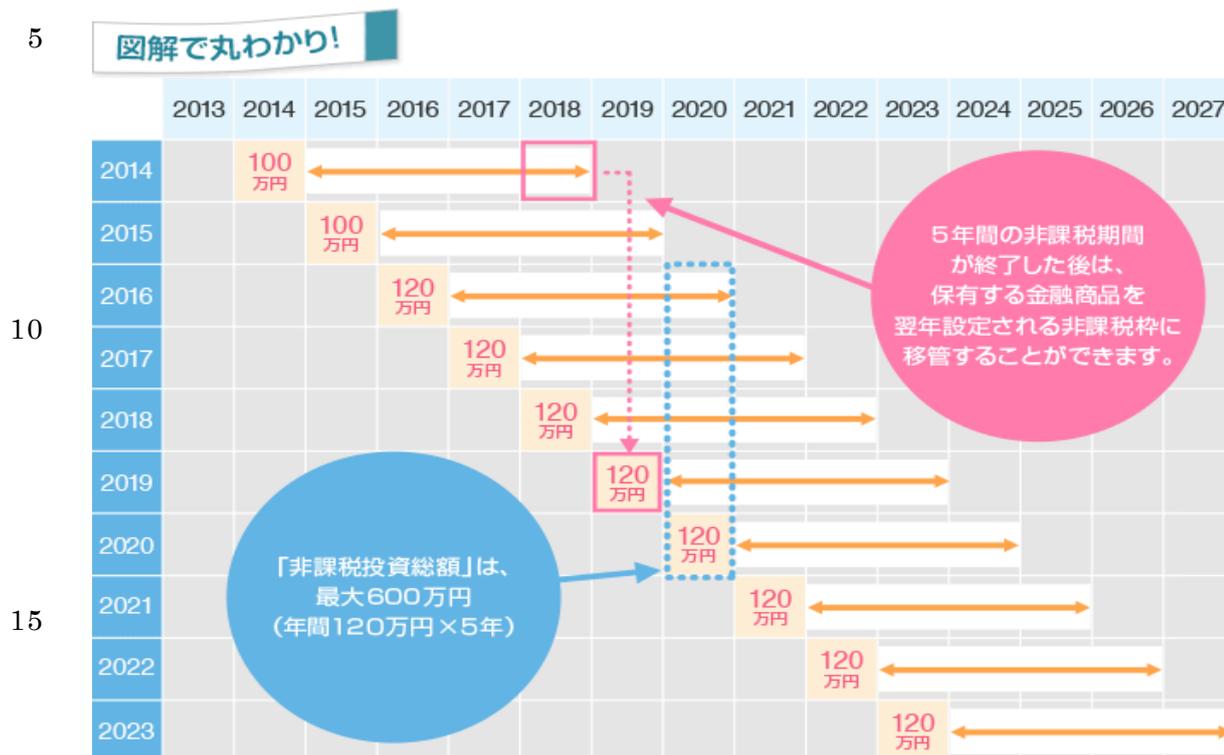


図 14、15・出典：楽天証券より筆者作成

20 NISA (少額投資非課税制度) を活用することによって税制上でのメリットが期待できる。

このように積立にすることによってまとまったお金がなくても、効率良く投資することができる。今まで投資信託を考えていなかった人でも、長期的な資産形成を行ううえで有効な手段のひとつになる。

終章

以上、本稿では投資信託が家計における資産形成になりうるための考察をしてきた。第一章では投資信託の種類や投資信託の現状を述べ現在の日本において投資信託の普及が極めて少ないということを述べた。続いて二章では、投資信託が発展している米国での投資信託の現状を述べた。そこから見えてきたのは日本人と米国人との行動ファイナンスの違いであった。それを第3章では投資信託大国アメリカの投資信託における現状と制度について述べた。さらにその中でも資産形成手段として投信を行っている割合が高い。その背景として IRA や 401 (k) プランなどの税制優遇制度にあることを示した。

第四章では確定拠出年金制度の利用、スマートベータによる運用促進、金融リテラシーの向上、金融機関の役割について述べた。これらを参考にすることで日本における投資信託はさらに活性化し人々の生活に根付きおのずと家計における資産形成手段の一つになり得ると考えることができる。さらには、貯蓄から投資へという動きが活性化されれば潤滑油となり日本経済のさらなる発展に繋がる。と言えるだろう。

参考文献

- 西村教子・松下敬一郎・村上雅俊「資産選択に関わる相対的危険回避度、時間割引率と認知能力 意思決定に関する意識調査（2014年）」
 - 高柳一元・倉橋節也「エージェントの相互作用的適応行動が肥満現象に及ぼす影響に関する研究」第7回社会システム部会研究会（2014年）
 - 金融庁「金融モニタリングレポート 2014」
 - 金融広報中央委員会「行動経済学の金融教育への応用と重要性（2012年）」
 - 国技茂樹「行動経済学と金融税制（2013年）」税研 2013年9月号
 - 高尾・山崎「保険再考学」国民経済雑誌 195
- 10
- 参考 URL
- 投資信託協会 HP (<http://www.toushin.or.jp/>)
 - ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント,
(http://www.goldmansachs.com/japan/gsitm/forum/tousinga/p04_1.html)
- 15
- SwingRoot (<https://swingroot.com/prospect-theory>)
 - 行動ファイナンス理論 - Security Akademeia,
(<http://akademeia.info/index.php?%B9%D4%C6%B0%A5%D5%A5%A1%A5%A4%A5%CA%A5%F3%A5%B9%CD%FD%CF%C0>)
- 20
- JMR 生活総合研究所 HP (<http://www.jmrlsi.co.jp/knowledge/>)
 - 投資信託入門講座 (<http://www.toshin-guide.com/cost/commition.html>)
 - Money Magazine (<http://money-magazine.org/>)
 - 野村資本研究所「我が国の個人金融資産の 資産運用高度化のための調査」,
(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002019.pdf)
- 25
- K-ZONE money
(<https://www.k-zone.co.jp/study/learning/know/toshin/02.html>)
 - 三井住友銀行 (<http://www.smbc.co.jp/kojin/toushin/tsumitate/>)
 - 親心ゼクシィ「結婚式のお金マナー集」結婚費用の項目と相場より
(<http://zexy.net/contents/oya/money/trouble.html>)
- 30
- 文部科学省 「平成 24 年度子供の学習費調査」

(http://www.mext.go.jp/b_menu/toukei/chousa03/gakushuuhi/1268091.htm)

- 日本政策金融国庫「平成 25 年教育費負担の実態調査」(国の教育ローン利用者 勤 務 者 世 帯)

5 (https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/kyouikuhi_chousa_k_h25.pdf)

- 住宅金融支援機構「平成 19 年度フラット 35 利用者調査報告」

(<http://www.jhf.go.jp/files/100527168.pdf>)

- 生命保険文化センター「生活保障に関する調査」

(<http://www.jili.or.jp/research/report/chousa10th.html>)

10