

5

日本の投資信託は 家計の資産形成手段になりえるのか

10

15

20

25

第 6 テーマ A ブロック
慶應義塾大学 池尾和人研究会 23 期

目次

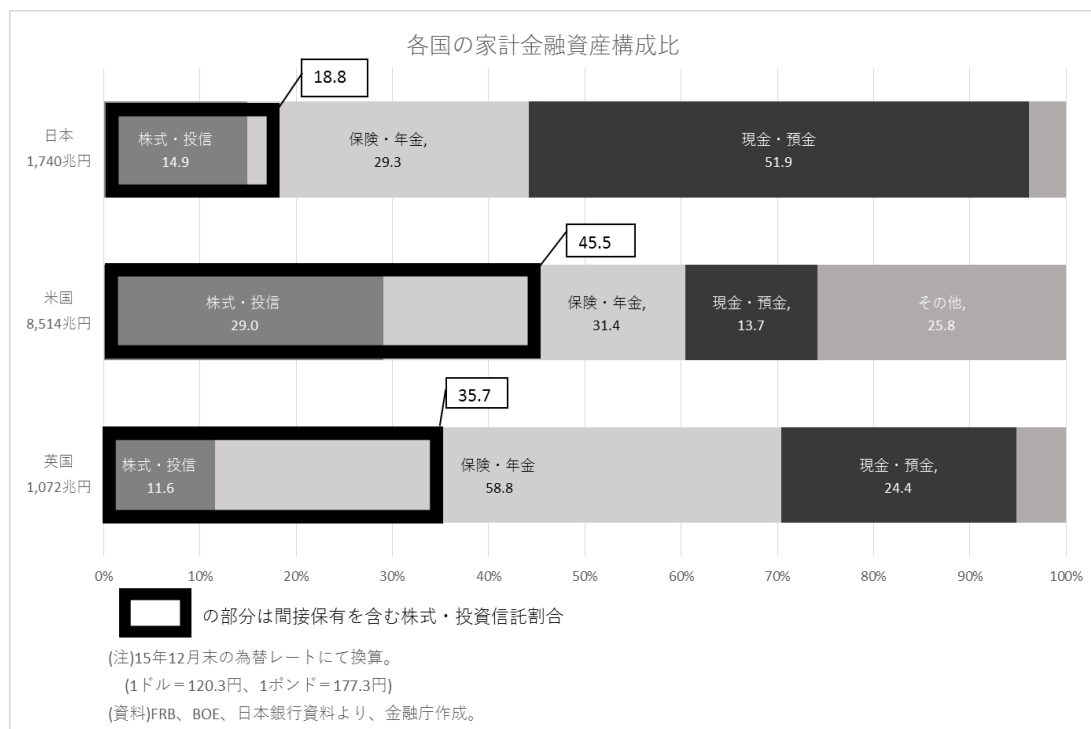
5	序章 はじめに
	第1章 日本の投資信託の外観
	第1節 歴史的観点から
	第2節 規制監督体制の観点から
10	第2章 販売会社が抱える問題点
	第1節 フィデューシャリー・デューティー
	第2節 投資信託販売の現状と課題
	第3節 課題の裏にある背景事情
15	第3章 運用会社が抱える問題点
	第1節 コストを抑えるために
	第2節 リターンを向上させるために
20	第4章 投資家（家計）が抱える問題点
	第1節 実証分析（日本と米国の家計の相対的リスク回避度）
	第2節 金融リテラシー教育の限界と行動経済学
	終章 結語
25	
30	

序章 はじめに

「貯蓄から投資へ」と叫ばれ始めてから、何年がたったことだろう。金融庁の HP にもこの流れを加速していくことが重要である旨が記載されている¹ことを踏まえれば、投資の促進は紛れもない国策の 1 つであると言えよう。2014 年に始まった NISA や、資産運用上の様々な利点を持つ確定拠出年金制度の誕生など、個人の金融資産構成を変えることを目的とした政府の施策が長期に渡ってなされてきた。しかし、下図にもあるように日本の金融資産構成に大幅な変化は見られず、日本において投資信託が浸透しているとはまだ言いにくい。

10

(図 1)



(出典) 平成 27 事務年度 金融レポート

¹ 金融庁 HP「金融庁について」より抜粋

「金融システムは、経済の言わば動脈であり、我が国経済の再生と活性化のためには、不良債権問題を解決して、構造改革を支えるより強固な金融システムを構築することが不可欠です。また、経済発展を支える投資資金が円滑に供給されるよう証券市場の構造改革を進め、「貯蓄から投資へ」の流れを加速していくことも重要です。」

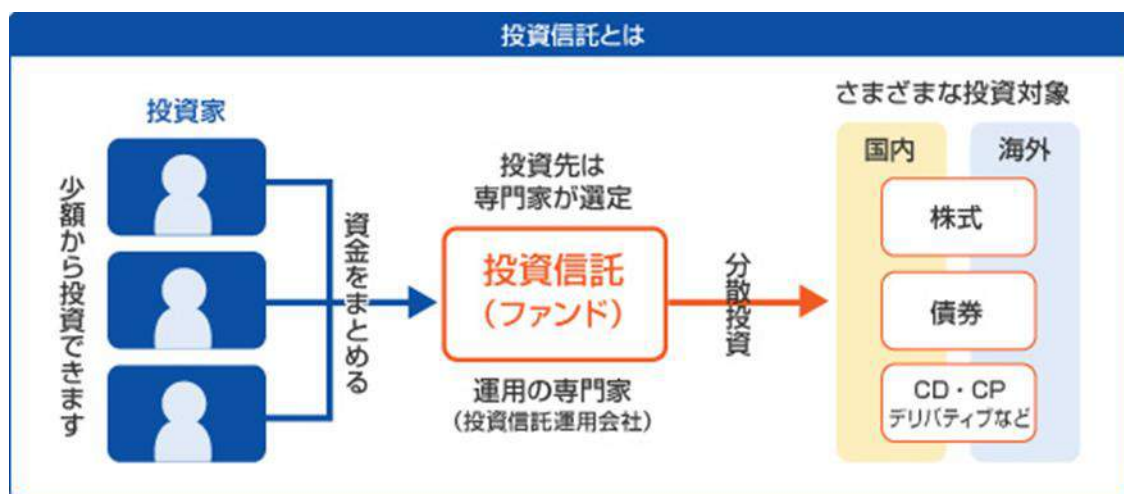
加えて、2016年1月にマイナス金利が導入されたことで、低金利下で運用が為されていたMMFや債券ファンドなどで運用が困難となる事態が相次ぎ、高齢化を背景とした年金不安などと重なり、日本における資産運用は重要なターニングポイントを迎えている。投資信託の意義が問い直される局面である。

- 5 本来投資信託とは、投資信託協会の定義によれば「投資家から集めたお金を一つの大きな資金としてまとめ、運用専門会社が株式や債券等に投資・運用する商品で、その運用成果が各投資家の投資額に応じて分配される仕組みの金融商品を指す」とある。

- 10 投資信託のメリットとしては①少額から購入可能であること、②株式、債券等に分散投資が可能であること、③専門家による代理運用であること、④規制に基づいた高い透明性、などが挙げられている。理論上のそのようなメリットが字面通りに機能すれば、投資信託は資産形成手段の1つとして、大きな魅力を感じる金融商品と言えることに疑いの余地はない。

- 15 しかし日本において、それ本来の意義を果たしているとは言い難いのではないだろうか。書籍やインターネットでも数多くの指摘がなされているように、日本の投資信託はまだ多くの問題を抱えている。個人投資家について言えば、金融リテラシーが不足しているとの見方もある。販売会社の問題や運用会社の問題についても枚挙に暇がない。様々な要因が複雑に絡み合って、一層投資信

20 (図2)



(出典) 投資信託協会

託が普及していくための足枷となっていることがここから推測できる。

このような現状を踏まえると、現段階では日本における投資信託は、家計の資産形成手段として十分に機能して行くことは難しいと考えざるを得ない。しかし、先述したように投資信託には光の側面も多い。これらの問題を克服できたとき、日本における投資信託は米国のような投資先進国と同様の重要な意義を持つこととなり、家計の資産形成手段の中核を担っていくことができるだろう。

まず1章において、日本における投資信託の歴史と規制監督体制について概観することで、日本に投資信託が少しずつ浸透してきた過程について見ていく。続く2章では、投資家と直接関わりを持つ投資信託の販売会社の問題点と、それらの問題が徐々に改善に向かっていることについて。3章では運用会社に求められることを、大きく分けて2つに分類し論じていく。4章では個人投資家（家計）の問題点を、合理的経済人の仮定を置かない経済学である、行動経済学などを絡めながら考え、金融リテラシー教育の妥当性や限界などについて述べる。

本稿は、理論上は様々な利点を持つ投資信託に関わるインベストメントチェー²ンや個人投資家が抱える問題点を整理した後、その問題点の克服のために必要な施策を考案するものである。

20

第1章 日本の投資信託の外観

第1節 歴史的観点から

ここでは、田村威（2015）の「投資信託 基礎と実務 12訂」と、日本証券経済研究所（2016）「図説日本の証券市場」を元に、歴史的背景から日本の投資信託について概観する。

投資信託は1860年代に英国で誕生し、1920年代に米国へ持ち込まれた。大恐慌による影響はあったものの、1940年の投資会社法の成立によって米国の投

² 伊藤（2014）は、「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う 企業に至るまでの経路および各機能のつながりを示す。としている。」

資信託は大きく発展した。日本では 1937 年に藤本ビル・ブローカーが民法上の証券投資組合をつくり投資信託に類似した先駆的な仕組みを成した。1941 年に日本で初めての投資信託である野村証券を委託者、野村信託を受託者とする投資信託が設立されると、1942 年には 6 証券会社が委託者となり、それぞれの信託会社を受託者とすることで投資信託を設立した。

投資信託が生まれた英国における誕生の背景は、投資者のニーズに基づいた自然発生的な誕生とされている。日本では戦前期に既に投資信託の設立がなされていたが、現行の投資信託は 1951 年に誕生した。1948 年に証券取引法が公布され戦後の証券市場が再開したが、財閥解体や財産税の物納などによって株式が供給過剰の状態であったため、株式市場は沈滞していた。この状況の中、株式の需給を改善して戦後の産業復興のための資金の調達を容易にするために投資信託制度の活用による一般大衆からの資金獲得が検討されるようになった。ここに英国をはじめとした欧米と日本の、投資信託が成立した背景の差異が見て取れる。日本では、その 3 年後の 1951 年に戦前の投資信託制度を参考にして証券投資信託法が制定され、現在の日本の投資信託の法的基礎が確立した。

第 2 節 規制監督体制の観点から

次に、規制監督体制の望ましい在り方について近年の動向を踏まえて考えることで 2 章以降への橋渡しとしたい。なぜなら、投資信託の適切な規制監督を抜きにして、家計の資産形成手段として投資信託が機能していくことに期待することはできないからである。

ここでは近年の投資信託の規制監督体制の変化で、とりわけ注目される 14 年改革について杉田（2014）「投資信託の 14 年改革と今後の課題」を参考にまとめていく。

杉田は、ポイントである以下の 4 点についていずれも高評価をしている。

1. 運用財産に対するリスク規制の導入
2. ディスクロージャーの改善
3. 投資家ごとにトータルリターンを定期的に通知する制度の導入
4. その他改正

これらの改革は、本稿で論じる多くの問題の解決の足掛かりとなるものばかりであり、大変重要な改革であったと言えよう。

第2章 販売会社が抱える問題

5 インベストメントチェーンの一角として、販売会社の存在は非常に大きい。なぜなら、投資信託を投資家に販売するのは、証券会社や銀行をはじめとした販売会社に他ならないからである。一部の直販を行う運用会社はあるが³、運用会社の殆どは、販売会社に投資信託の販売を委託している。それにより後述する利益相反の原因となる等、弊害も少なくない。また日本では、グループ会社
10 で投資信託の組成から運用、販売までを網羅した金融グループが多く、必ずしも個人投資家のためになるとは言えない⁴現状も嘆かれる。しかし、投資家にとって不利な状況は徐々に改善の方向に向かいつつあることも、また事実である。

本章ではまず、金融庁が徹底するよう喚起しているフィデューシャリー・デューティーについて述べる。続いて販売会社が抱える問題と、今後の動向につ
15 いて記述する。前半で問題を明らかにし、後半でその背景に触れて問題の解決のために必要なことを論じていく。

第1節 フィデューシャリー・デューティー

フィデューシャリー・デューティー（以下 FD とする）とは日本語では「受
20 託者責任」と言い、投資信託の販売会社・運用会社といった資産運用の担い手が顧客である投資家に対して負う責任を指す。後述するように、日本では投資信託の販売会社や運用会社は系列関係にある場合が多く、金融商品に対して情報優位にあるため、顧客ではなく自社の利益を追求するという利益相反が発生する可能性がある。また、販売会社は投資家が投資信託を購入した際に購入手
25 数料を得るため、投資家が投資信託を購入する回数を増やすために投資信託の乗り換えを勧める可能性もある。

また、販売会社を親会社にもつ運用会社では、投資におけるあらゆる場面で親会社との利益相反が発生する可能性についても考えられる。特に日本の預か

³ 直販は投資家のコスト低減に貢献するが、運用会社にはコストが伴う。

⁴ グループで投資家ニーズの全てに応えるという意味において、利点もある。

り資産額上位の運用会社はいずれも金融機関(販売会社)の子会社であるため、利益相反の管理は非常に重要である。そこで、そのために必要と考えられる取り組みの例について何点か述べる。まず、親会社と運用会社の間で顧客や投資先に関する情報に対して障壁を設けることが必要である。なぜなら、親会社の融資先であるなどビジネス関係にある企業に対して、運用会社が投資していることがあり、その場合親会社が運用会社の投資判断等に介入することが予想されるからである。また、親会社と運用会社の間で執行役員や従業員同士の人事交流を制限する必要があると言える。なぜなら人事交流が存在する場合、親会社の圧力が子会社の人事に及び、前述の情報障壁の設置に対しても支障をきたす恐れが予想されるからである。

以上で述べたように、FD の徹底によって利益相反を防ぎ顧客の利益を最優先にすることを念頭に置いて業務を行うことが、販売会社のみならず運用会社を含む金融機関全体に求められる。実際に金融庁は「平成 26 年度事務年度金融モニタリング基本方針」で金融機関に対して FD の必要性を呼びかけ、その徹底を要請した。そして「平成 27 年度事務年度金融行政方針」ではさらに踏み込んで、FD の浸透・実践という具体的な内容が盛り込まれ、販売会社に対して「顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と整合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等」を、運用会社に対しては「系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保」を促すことが示された。

第 2 節 投資信託販売の現状と課題

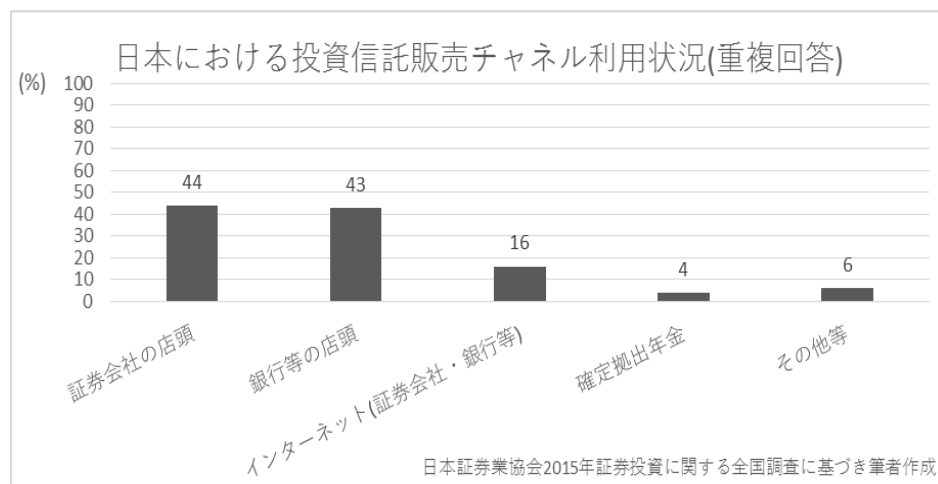
まず、投資信託販売の現状について販売チャネル・投資家の特徴・顧客対応の 3 点について触れ、課題を明らかにする。

1：販売チャネル

日本の個人投資家が投資信託を購入する際の販売チャネルは、主に証券会社や銀行といった対面販売が中心となっている(図 3)。対面販売の特徴の一つに、高い販売手数料が挙げられる。日本証券経済研究所によれば、これはインターネットに比べ販売の際に顧客に情報を提供する必要があるからであるという。

コンサルティング料を支払うのは半ば当然である⁵ことを加味しても、手数料に関して言及すべき点が2点あると我々は考える。

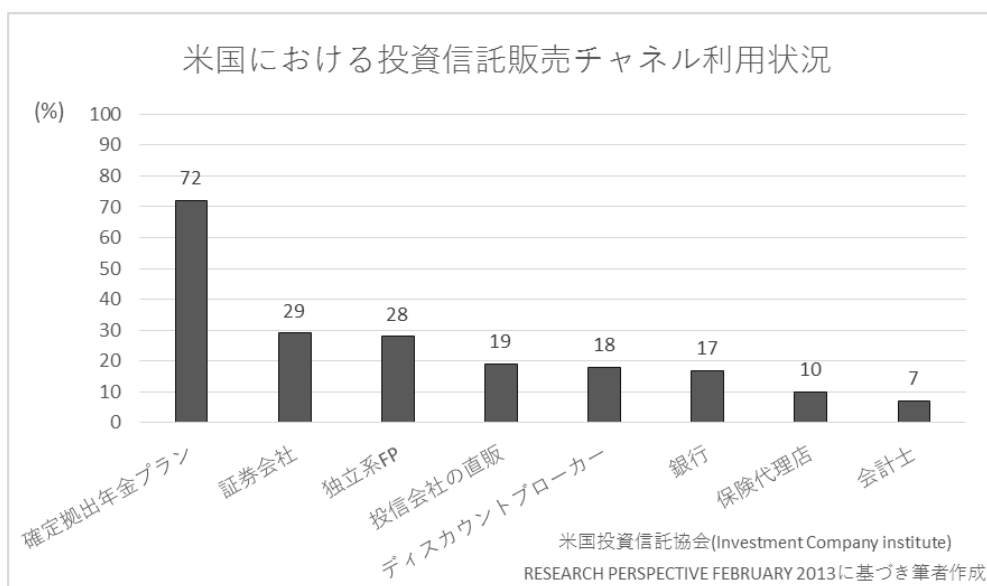
(図3)



5

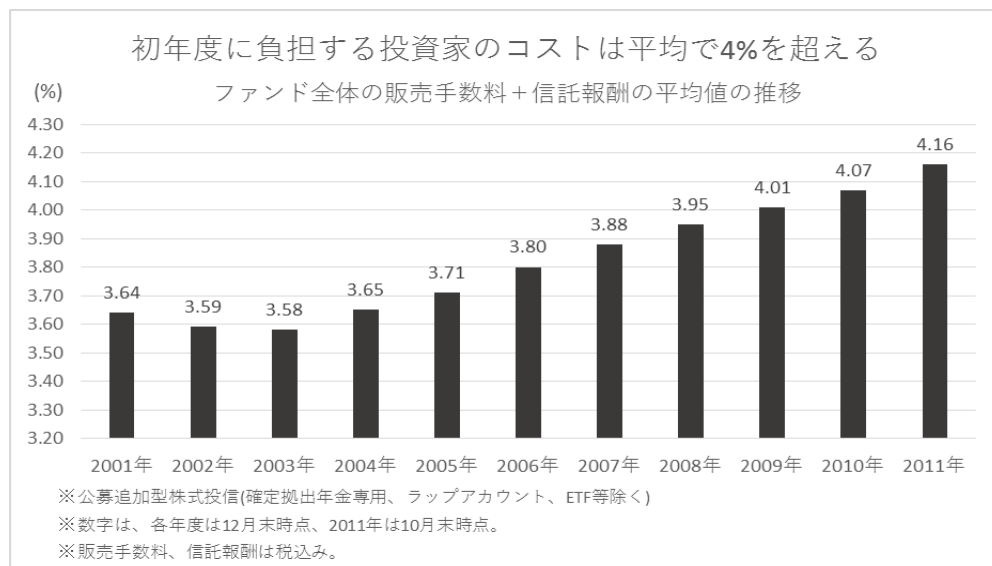
1つは、2003年以降投資家が初年度に負担する手数料（販売手数料＋信託報酬）が増加傾向にあるという点である（図5）。もう1つが、純資産総額が増加しても投資家に手数料の減額等で還元されにくい仕組みとなっている点である。

10 (図4)



⁵ 日本では銀行などで無料の相談などが行われているためか、アドバイザーに対する手数料を払うことが浸透していないと言われる。

(図 5)



(出典) 朝倉 (2011)

- 5 純資産総額が増加しても信託報酬や販売手数料の軽減が見られなかったり、増加に伴い投資家が支払う信託報酬率は変わらないにも関わらず、信託報酬の販売会社への配分率が上昇し、投資家が支払う総手数料に大きな変化が見られなかったりする例もある。対して、米国では販売チャネルが証券会社に偏らず、独立系ファイナンシャルプランナーや投資信託会社の直販等も利用されている。
- 10 (図 4) また、純資産総額の増加に伴い信託報酬率が下がるのが一般的で、投資家の負担コストが下がる仕組みが作られている。(図 6)

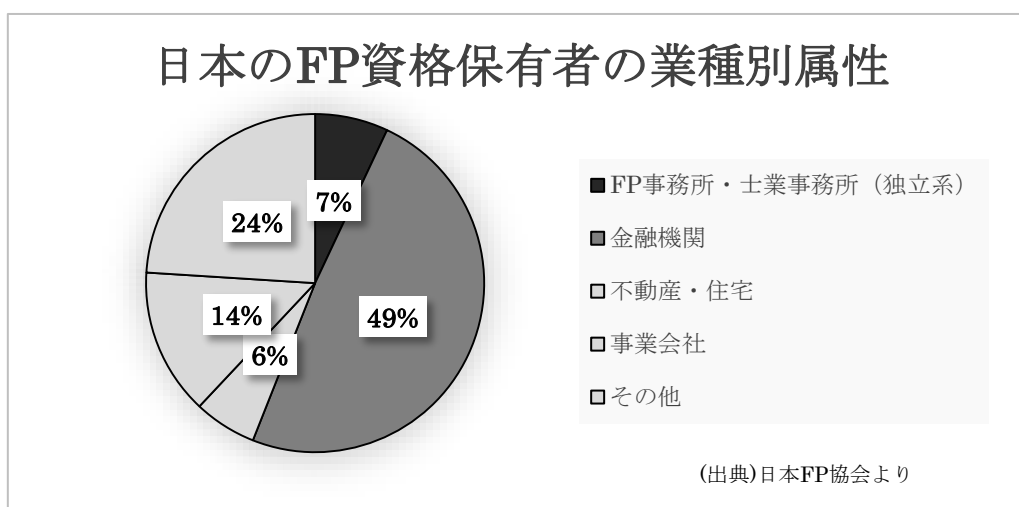
(図 6)



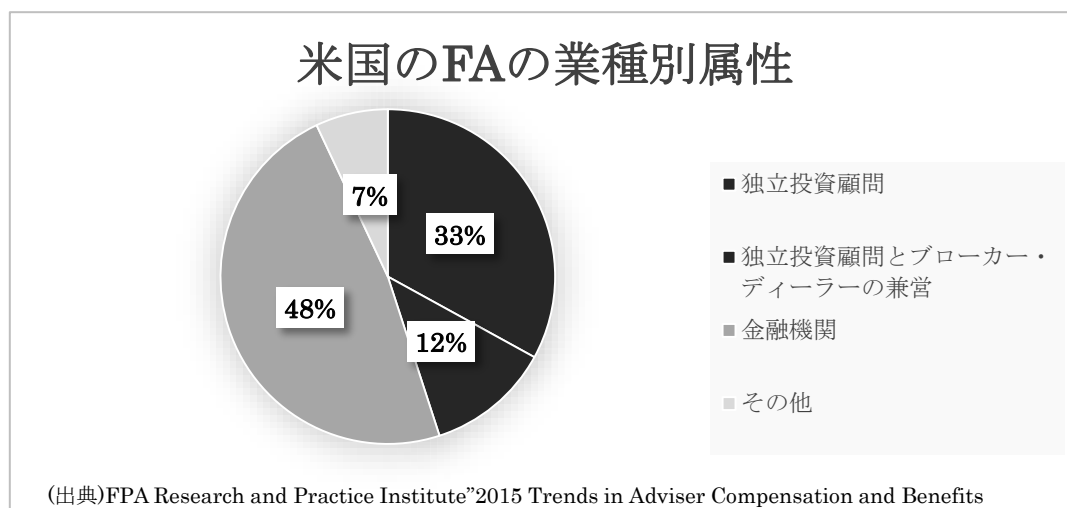
日本においても独立系 FP はいる。直販を行う会社もある。しかし FP に関しては、日本の専門 FP は 7%程度に過ぎず、米国比で投信の販売会社に属する割合が多い（図 7・8）。米国に比べて独立した専門業者としての認識が薄く、地位も確立されていないことも、専門 FP の少なさの原因の 1 つであろう。先述

5 したように、直販に関しては一部の会社でしか行われていなかったりと、課題は残る。

（図 7）



10 （図 8）



（出典）杉田（2015）「米国のフィナンシャル・プランナー
—その現況と新しい動き—」

さらに、公正な立場から投信に関する相談に乗る「投信の窓口」が 2015 年 11 月に開業したが、窓口の運営は証券会社によって為されているため、対面型販売と同様の比較的高水準なコスト⁶が投資家目線で未だ障壁となっており、米国比で日本の投資信託は投資家にとって優しいものではないことが見て取れる。

5

2：日本の投資信託に投資する投資家の特徴

次に、日本の投資信託にたいする投資家の特徴についてであるが、その特徴は主に 3 点挙げられる。1 つは、売れ筋商品が投資対象を特定の種類の資産に限定したアクティブファンドが上位にあり、いずれも手数料が高水準であるという点。(図 9) 2 つ目が、人気ランキングは短期間で入れ替わることが多いと

10

(図 9)

■米国の売れ筋投資信託(純資産額ベース)								
順位	主な投資対象	投信のタイプ	決算頻度	純資産総額 平均(兆円)	設定以来期間 平均	販売手数料 平均(税抜き)	信託報酬(年率)	収益率(年率) 過去10年平均
日本	1 米国リート	アクティブ	毎月	1.1	13年	3.20%	1.53%	▲0.11%
	2 海外リート	アクティブ	毎月					
	3 米国リート	アクティブ	毎月					
	4 海外株式	アクティブ	毎月					
	5 米国低格付け債券	アクティブ	毎月					
米国	1 米国株式インデックス	インデックス	四半期	22.6	31年	0.59%	0.28%	5.20%
	2 世界株式(除く米国)インデックス	インデックス	四半期					
	3 米国株式インデックス	インデックス	四半期					
	4 米国株式	アクティブ	年					
	5 米国債券インデックス	インデックス	毎月					

いう点である。(図 10) 1・2 点目に対して、米国においてはロングセラーの低コストで、値動きが少なく、収益の安定したインデックスファンドが上位に並ぶ。3 点目として、投資信託保有者の約半数が 1 銘柄のみを保有しているという点である。(図 11・12) 投資信託のメリットの一つとして分散投資によるリスク軽減⁷があり、理論上は少ない資金でも投資家はリスクを抑えながら投資できているはずである。しかし、日本においては特徴の 1・3 点目からア

15

20

⁶ ネット証券でノーロードで買える投信の販売手数料が 1 %を超える例もある

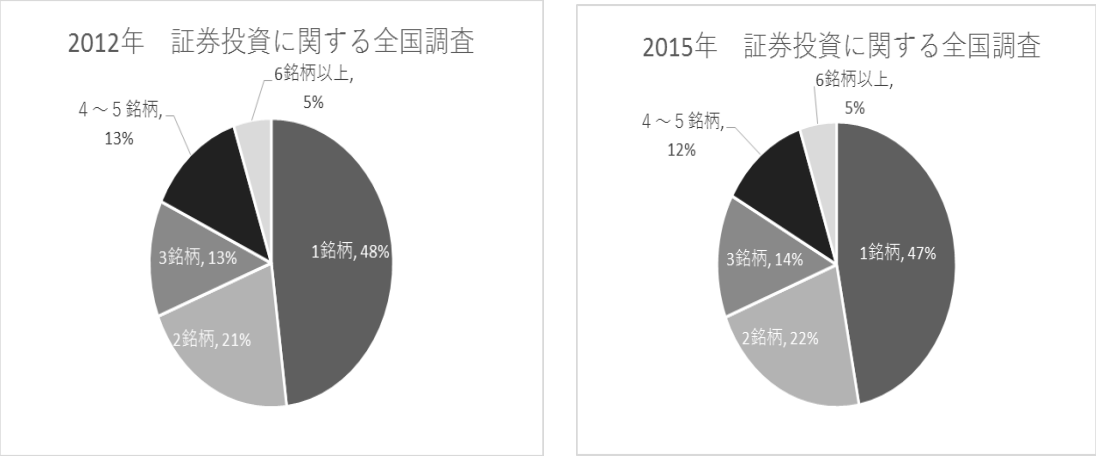
⁷ 近年では山内(2015)が指摘しているように、資産間の相関の変化により、分散効果が容易に得られる訳ではないという研究もある。

クティブファンドー銘柄に保有を集中させていることが推測でき、分散投資のメリットを十分に活用しきれていないことが分かる。一方米国では、複数投信の保有が一般的となっている（図 1 3）。

5 （図 1 0）

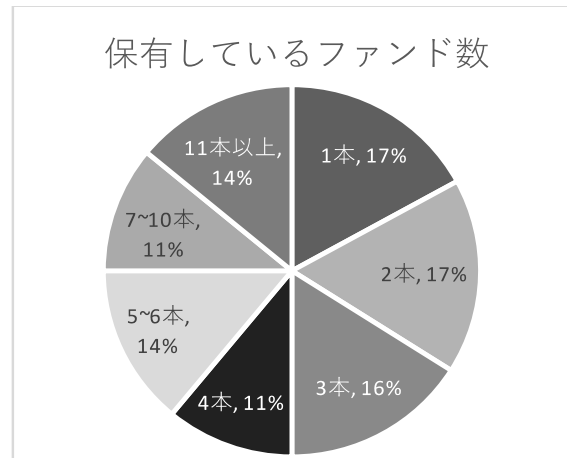
■日本の売れ筋投資信託上位5銘柄(純増ベース)										
順位	2012年3月		2013年3月		2014年3月		2015年3月		2016年3月	
	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度	主な投資対象	決算頻度
1	国債・債券 (豪ドル円為替オプション)	毎月	国内外・株式①	毎月	米国・ハイイールド債	毎月	国内外・特定セクター 株式③	6ヶ月 毎	米国・REIT④	毎月
2	米国・REIT①	毎月	米国・ハイイールド債	毎月	国内外・特定セクター 株式①	毎月	新興国・株式②	毎月	米国・REIT③	毎月
3	新興国・株式①	毎月	米国・REIT③	毎月	米国・REIT③	毎月	新興国・REIT	毎月	国内外・REIT①	毎月
4	米国・REIT②	毎月	国内・株式 (ブラジルリアル通貨選択)	毎月	国内外・特定セクター 株式②	3ヶ月 毎	米国・REIT④	毎月	国内外・REIT②	毎月
5	新興国・債券	毎月	国内外・REIT①	毎月	欧州・ハイイールド債	毎月	国内外・株式②	毎月	米国・REIT①	毎月

（図 1 1 ・ 1 2） 日本の投資家の投信保有銘柄数



10 （図 9 ～ 1 2 の出典）金融庁（2016）「金融審議会『市場ワーキング・グループ』（第 4 回）事務局説明資料」

(図 1 3) 米国の投資家の保有銘柄数



(出典) ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2014.

- 5 では次に、日本の個人投資家（家計）に人気のある、投資信託に関連した個別商品を3つ挙げ、各特徴を見ていく。

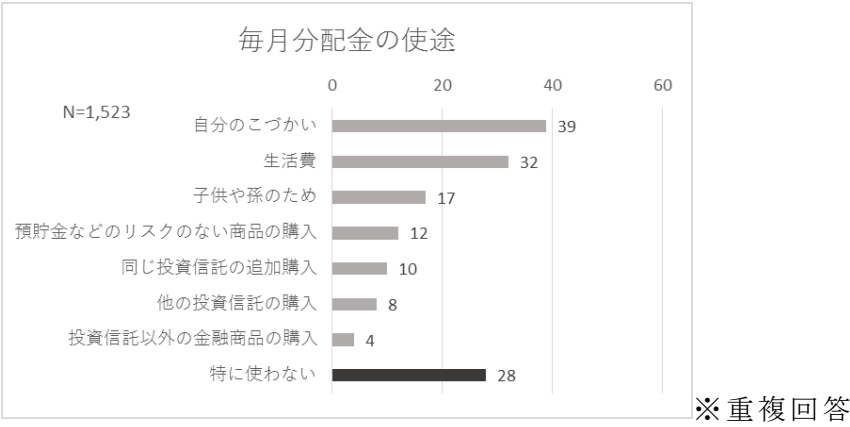
I：毎月分配型投資信託

- まず、毎月分配型投資信託について見ていく。これは日本の売れ筋商品の大半を占めており投資家に好まれているが、積み立てられた金額から定期的に分配金があるため複利効果が得にくく⁸、一般的に長期投資には不向きな投信と言われている⁹。また、分配金の用途について「特に使わない」という回答が小遣い・生活費に次いで28%である点や、保有投資家のうち「分配金として元本の一部が払い戻されることもあると理解している」者は37%に留まっている点
- 10 (図14・15)から、投資家は商品理解が不十分なまま非合理的な投資している可能性がある。一方で、投資家は分配型投信が長期保有に適さないと理解しつつも、「毎月利益を確定させたい」「分配金を受け取ることで安心したい」という思いから利用しているという事実もデータから確認できる。(図16・17)
- 15

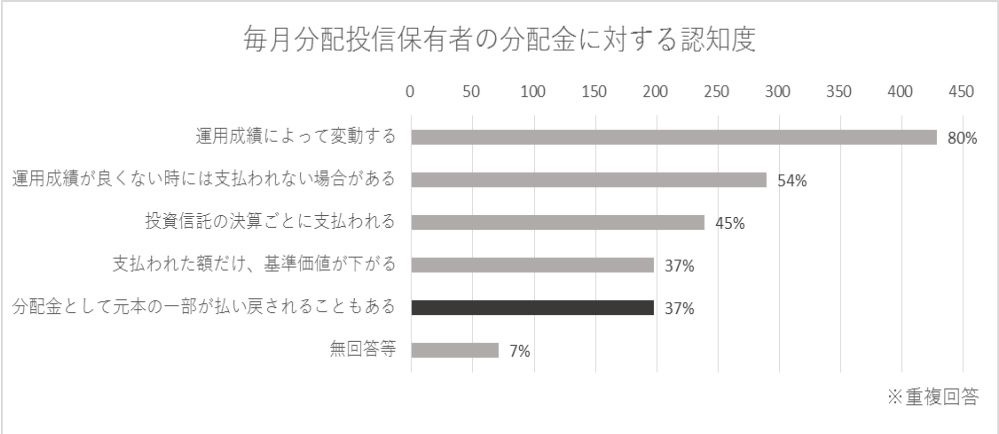
⁸ 分配が出る毎に課税されるため。

⁹ 朝倉(2015)は毎月分配型投信が長期保有に向かないことに言及しつつも、下落相場の基準価額の変動が小さくなるという強みについて言及している。

(図 1 4)



(図 1 5)

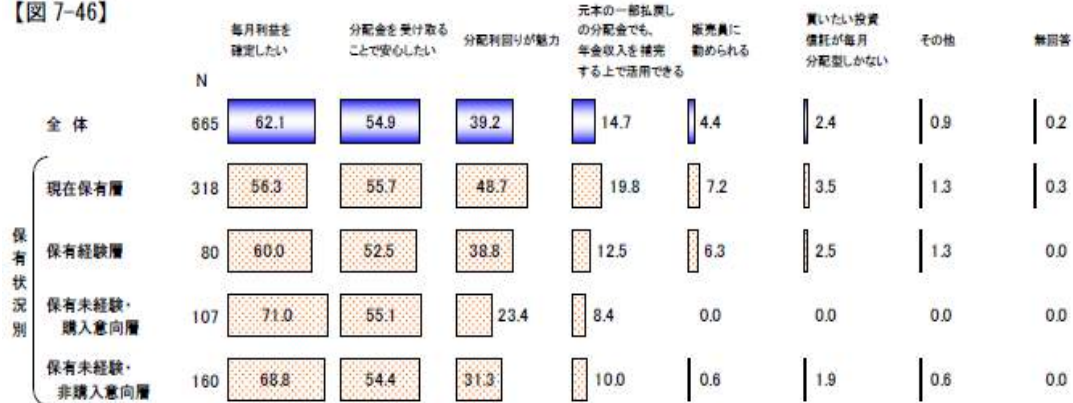


5 図 1 4・1 5 の出典 投資信託協会「2015 年投資信託に関するアンケート調査」

(図 1 6 ・ 1 7)



【図 7-46】



(図 1 6 ・ 1 7 の出典)「投資信託に関するアンケート調査報告書・2015 年」

II：貯蓄性保険

- 5 次に、貯蓄性保険についてである。これは、定額と変額で分けて保険料収入の一部を投信で運用しており、投信と似通った面を持つ。加えて、保健機能として死亡保障が付いており、銀行において投信販売が停滞する中、販売が堅調に推移している。運用・保健機能が一括になっており商品の付加価値が高い点や、構成が複雑で説明負荷が重くなる点から、保険会社が販売代理店に支払う
- 10 手数料が高水準となっている。一方で、保険会社は顧客の運用資産から販売手数料の原資を差し引いており直接徴収していないため、顧客には支払っている販売手数料が見えない状況となっている。これを問題視した金融庁は、資産運用を目的とした変額年金と為替変動リスクのある外貨建て保険について手数料開示を求め、日本経済新聞（2016）¹⁰によれば、10 月から大手を含めた 60 程
- 15 度の銀行が手数料を開示し始める。

III：ファンドラップ

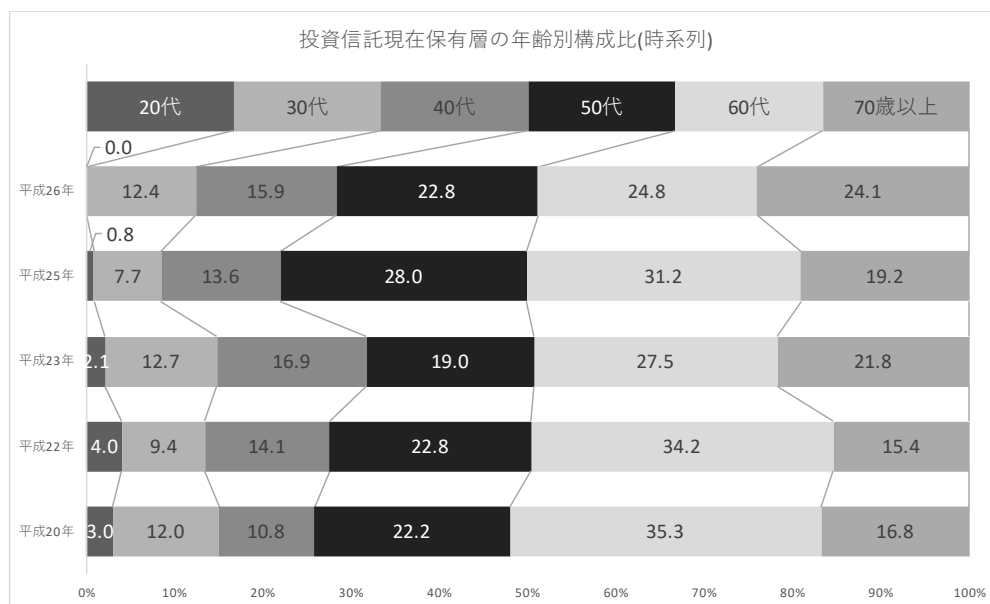
- 最後に、ファンドラップについてである。投資一任運用サービスのことを指し、同サービスを提供するラップ口座よりも最低預入金額が低いという特徴がある。運用に時間を費やせない人や投信保有割合の高いシニア層を主な顧客と
- 20

¹⁰ 日本経済新聞「保険窓販手数料、来月 60 行が開示。」、2016 年 9 月 29 日朝刊 5 頁。

しており（図 18・19¹¹）、残高・件数ともに増加している（図 20）。一般的な投信に比べると長期で投資継続するほど保有コストが高まる傾向にある。（図 21）ファンドラップの一つの特徴として投資先が証券会社の用意する専用投信に限られるという点が挙げられる。そのため、投資先は販売会社に都合が良いように組まれる可能性もある。実際に、第 4 回市場ワーキンググループによると、運用している投信の約 5 割が系列の運用業者が設定するもので（図 22）、かつ、投信選定に関する助言会社の大半も系列会社となっており、系列グループ全体で利益が増加する仕組みとなっている。また、投資運用を専門かに任せることで投資家の手間が省ける反面、手数料が高い点が問題として指摘される。

販売手数料が不要な反面、一任契約の報酬・手数料、信託報酬、場合によっては成功報酬や複数の投信を組み合わせているファンド・オブ・ファンズに投資する際はさらに見えない手数料が必要となる。この様に、手数料が何重にも掛かる点は留意すべきであろう。

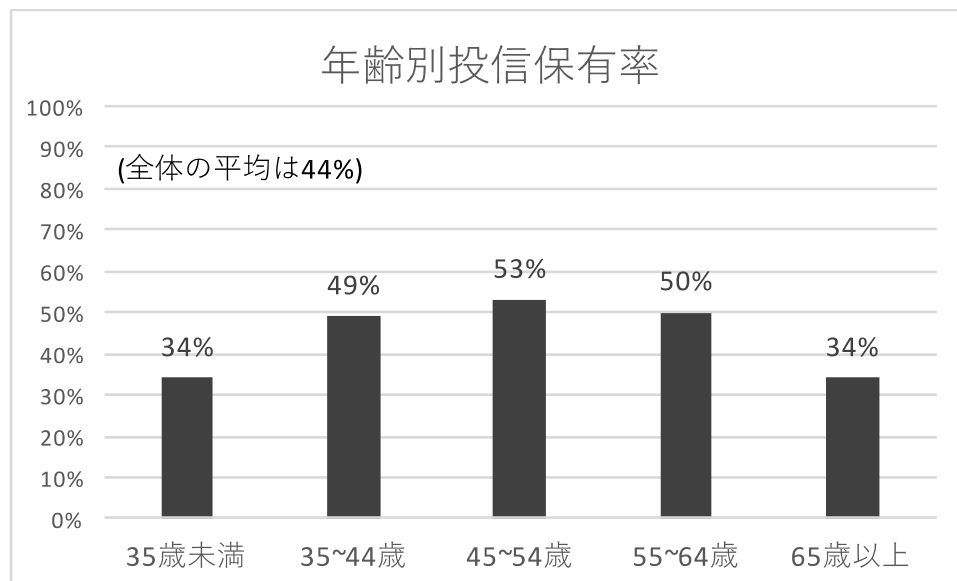
15 （図 18）



（出典）投資信託協協会「2014 年 投資信託に関するアンケート調査報告書」

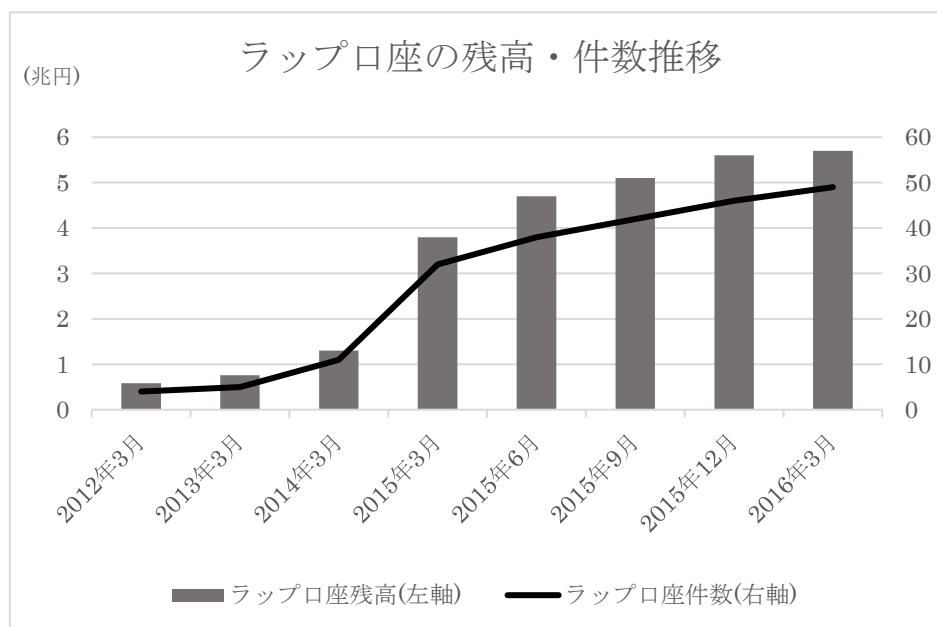
¹¹ 図 18 と単純な比較はできないものの、図 19 から、米国では若者の投信保有率が高いことが読み取れる。

(図 1 9) 米国年齢別投信保有比率 (図 1 8 との対比は出来ない点に注意)

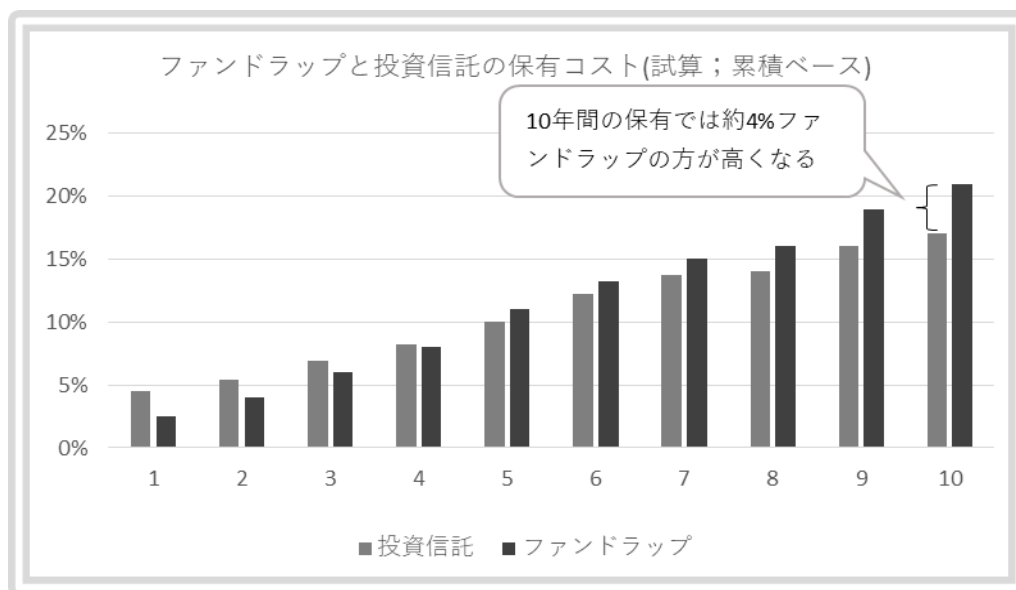


(出典) ICI, 2015 Investment Company Fact Book.

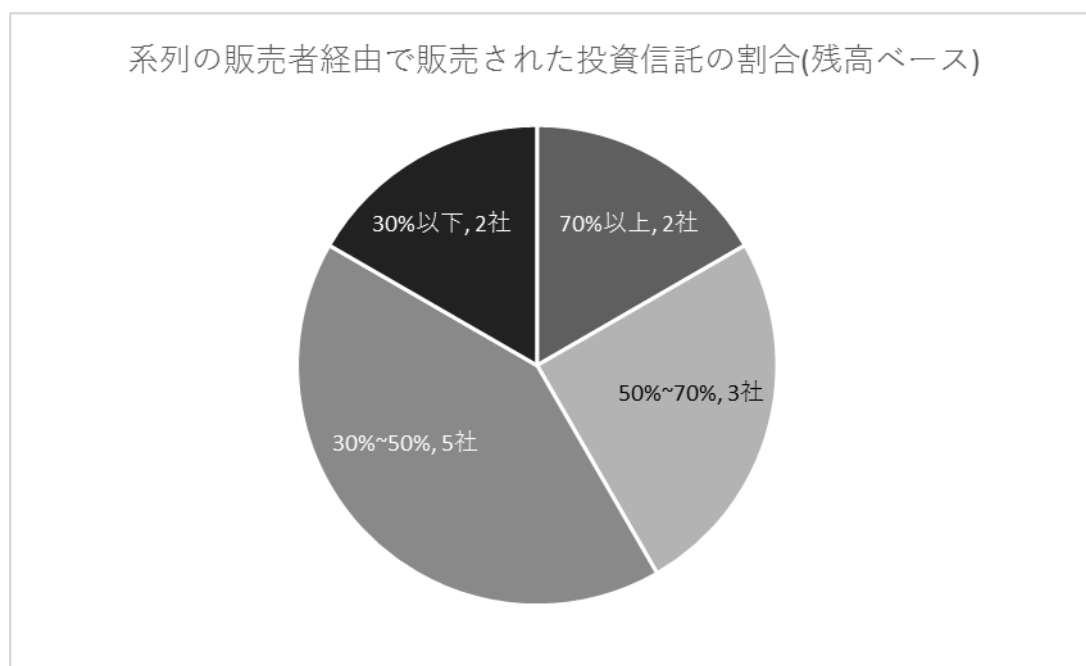
5 (図 2 0)



(図 2 1)



(図 2 2)



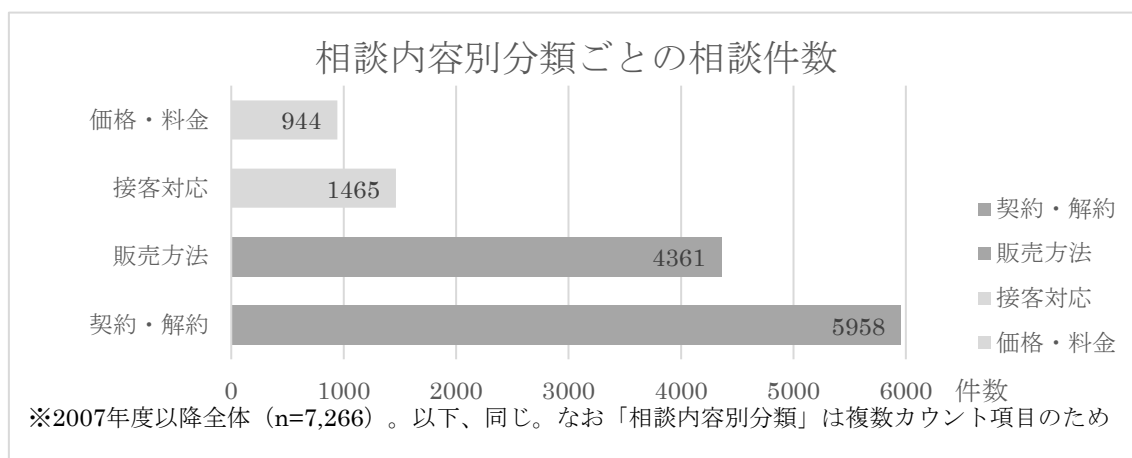
5

(図 2 0 ~ 2 2 の出典) 金融庁 (2016) 「金融審議会
『市場ワーキング・グループ』(第 4 回) 事務局説明資料」

3：販売会社の顧客対応

第三に、販売会社の顧客対応についてである。インターネット証券に比べて対面型の販売会社は顧客の意に沿った商品提供が可能であるはずだが、実際は不十分であると言わざるを得ない。顧客の投資目的に合わない商品を提供したり、第4回市場ワーキンググループ（2016）によれば、解約申し出に消極的な態度をとったりすることもあるという。また、国民生活センターによると、投信関連で寄せられる相談の多くが「契約・解約」「販売方法」についてであり、販売会社の説明不足は否めない。

10 （図23）



（出典）国民生活センター（2012）「年々増加する投資信託のトラブル」

第3節 課題の裏にある背景事情

15 上記の課題の背景を、①運用業者との関係②販売員の業績評価体系③販売推奨策の三点から述べていく。

20 第一に、運用業者との関係についてである。日本における投資運用会社のうち公募投資信託の純資産残高ベースでは86%が金融機関・事業法人の系列であるのに対して（社数ベースでは42%）、独立系の運用会社は1%に留まる（社数ベースでは17%）。（図16）このことから、販売会社と運用会社の多くが系列関係にあることが分かる。販売会社から見ると、大手の銀行・証券会社において系列投資運用業者の商品取り扱い比率は50%を超えており（図17）、競合する系列の運用会社の商品は基本的に取り扱っていない。対して運用業者か

ら見ても、系列の販売会社をもつ運用業者の約 4 割は系列の販売会社経由での
投信販売比率が 50%を超えている。このように、系列の運用業者との関係を重
視しているため、販売会社の商品ラインナップが不十分となっている。

- 第二に、販売員の業績評価についてである。販売会社の業績評価においては
- 5 「収益・販売額」よりも「預かり資産残高」「顧客基盤の拡大」を重視すること
となっている。資産残高の重視が一つの要因として、投資信託やファンドラッ
プの解約申し出に消極的になることや、四半期決算月（3、6、9、12月）に一
時払い保険の販売額が増加している（図18）こと等が挙げられ、顧客の意思
よりも業績のために販売が行われていることが分かる。また、運用会社との関
10 係も業績評価に関わってくる。一部の販売会社では系列運用会社の投信販売に
対して業績評価上の優遇策を設定しており、系列グループ内の収益確保が優先
されていることが分かる。

- しかしここで強調したいことは、預かり資産残高や顧客基盤の拡大を重視す
- 15 る今の評価方法は、本来あるべき姿である点だ。なぜなら、以前は販売手数料
に応じた評価体系が作られていたため、手数料が高い投信の積極的販売や無駄
な回転売買の推奨等、今より悲惨な状況が確認されていた¹²からである。それ
を受けた金融庁の指導により、各販売会社はストックを重視した評価体系を導
入しており、ここは一定の評価を与えて然るべきである。それを踏まえれば、
- 20 解約を渋ることという新たな問題に対処すべく「2～3年などと期間を定めて、
それ以上の長期に渡って保有された投信の売却については、預かり資産の減少
としてカウントしない」のような、現在の評価体系の微修正が必要であり、今
まで以上に顧客目線の販売方針が取られることに期待したい。

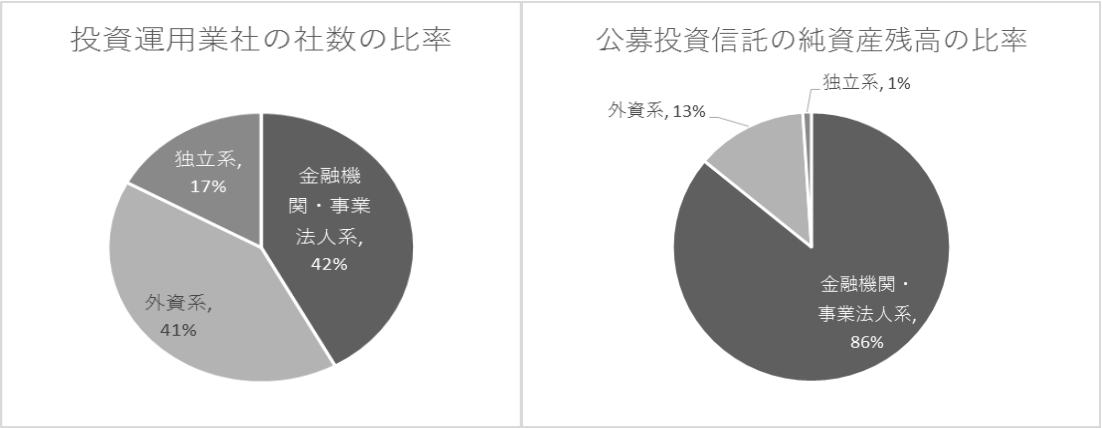
- また、市場ワーキンググループ（2016）¹³によれば、近年毎月分配型投信の
- 25 新規設定数が減ってきていることも確認できる。前述したストック重視の評価

¹² 日本経済新聞「投信、乗り換え販売増、金融庁報告書、見直し促す。」
2014/07/05 日本経済新聞 朝刊 5 頁では、金融庁の調べにより、近年投資家
の平均保有年数が短くなってきており、販売額重視の評価体系故に、回転売買
が確認されている、とされている。

¹³ 第 4 回事務局説明資料にその旨が記載されている。

体系がここにも良い影響をもたらしており¹⁴、長期に渡って資産形成するための土壌は、徐々に整いつつあると言える。

(図 2 4)



5

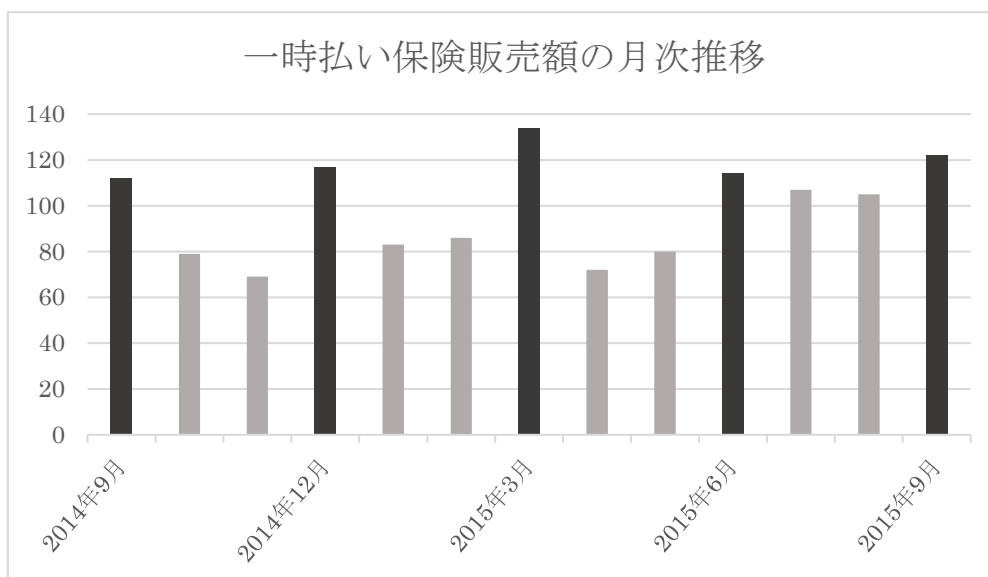
(図 2 5)

■銀行・証券会社の取扱投資信託数と系列比率				
銀行 証券会社	系列投資運用業者を保有する 大手銀行4社	系列投資運用業者を保有する 大手証券会社5社	ネット系証券会社2社	地方銀行12社
本数平均	175	616	2208	82
系列平均	62%	56%	1%	NA

10 第三に販売推奨策が背景事情として挙げられる。先述した貯蓄性保険等の販売手数料が顧客には不透明な金融商品に関しては、多くの保険会社が代理店に対して販売推奨策を講じている。具体的には、新商品の早期定着や他社の販売手数料率への対抗等を目的として、商品や期間を限定した上で、通常よりも0.5～1.5%程度上乗せした手数料を提示したり、販売員の保険商品取扱に対するモチベーションアップを目的として、販売実績に応じて、賞品贈呈等を実施し

14 毎月分配投信の複利効果の低さについては先述した通りであり、販売員も中長期に渡って顧客基盤や残高を大きくするために、複利効果が得やすい投資信託が積極的に販売されていると推測できる。また、運用会社もそのニーズを理解し、毎月分配型の投信をそれほど新規設定しなくなったとも考えられる。

(図 2 6)



(図 2 4 ～ 2 6 の出典) 金融庁 (2016) 「金融審議会
『市場ワーキング・グループ』 (第 4 回) 事務局説明資料」

5

たりしている。このように、顧客の要望よりも販売会社・販売員個人の利益向上のために投信が選定されていることがわかる。

以上 3 点から、販売会社は系列グループを含めた会社全体の利益増加を目指していることが分かる。この結果、投資家の利益に反する様な販売手法となり、

10 販売会社－投資家間で利益相反の関係が成立していると考ええる。

これらの問題点が投資家に不利益を与える可能性があることを危惧した専門家は口を揃えて、手数料を下げるべきだという主張を展開する。しかし、先述したように販売員がノルマを課されていたり、そもそも競合他社の投信を正当

15 に評価し販売を促進することが難しいといった親子事情のようなものの存在も考慮に入れば、手数料を下げることは付け焼刃的な対策にすぎず、中長期的に見た最適解とは言い難い。運用会社の採算なども考えれば、コストを一概に下げるとい

20 う主張には限界がある。次章で述べるように、日本の運用会社の総資産残高がまだまだ低いことも考えれば、やはり手数料が下がることに期待することは非常に難しいという現状がある。

第3章 運用会社が抱える問題

2章で述べた販売会社に続き、3章では投資信託を組成する言わばメーカーであり、投資運用の実行者である運用会社に目を向ける。まず、2章で述べたように運用会社にもFDの徹底が求められることは言うまでもないことを大前提として述べておきたい。

その上で、投資信託が家計の資産形成手段として機能するための足枷となっている運用会社の問題点を整理し、論じていく。まず初めに、運用会社にできることは簡略化すれば2点に尽きると考える。それはコストを抑えリターンを大きくすること、すなわち信託報酬の低減と収益率の向上である。章の前半では将来的に投資家が支払うコストを下げることを達成するために、運用会社に何が求められるのか。後半では運用能力を向上させるために不可欠な金融資産の質を高めるために、運用会社に求められる機関投資家としての役割は何かについて論じていく。

15

第1節 コストを抑えるために

まず初めに、運用会社の収益源となる信託報酬について考える。2章で述べたように、近年の回転売買の減少などを背景に、投資家が売買手数料を何度も払うことはこれから減少するであろうと考えられる。それを踏まえれば、家計が投資信託で中長期に渡り資産運用していくに当たり、残高に応じて毎年一定率が引かれていく信託報酬が今まで以上に重要性を持つこととなる。

信託報酬は後の運用の成果に大きな影響を与える。(図27)は、ほんの少しの信託報酬の差が数年後には大きなリターンの差を生み出していることを示している。三菱UFJ国際投信(2016)¹⁵によれば、日本の信託報酬の平均は他国に比べて比較的高く、投資大国の米国比で見て差は明らかであるという。この信託報酬は家計から見れば出ていくコストに当たる。一方、全てが運用会社の収益になるわけではなく、販売会社や信託銀行にも分配されることにも留意が必要である。更に、一部は運用会社の必要経費的な側面もあることを忘れては

¹⁵ コストの計算方法に関して、日本と海外の計算方法を統一できない事情についても述べられている。

(図 2 7) 1 度 に 1 0 0 万 円 を 投 資 し、 運 用 し た 場 合 の シ ミ ュ レ ー シ ョ ン

	投信A	投信B	投信C	投信D	投信E	投信F
利回り	5%	5%	5%	5%	5%	4%
信託報酬	2%	1%	0.80%	0.70%	3%	1.50%
10年	134 万円	148 万円	151 万円	152 万円	122 万円	128 万円
20年	181 万円	219 万円	228 万円	232 万円	149 万円	164 万円
30年	243 万円	324 万円	344 万円	354 万円	181 万円	210 万円

朝倉（2015）より筆者作成

5 ならない。これらの点を踏まえ、形式的に信託報酬を3つに分類することとする。

- ① 運用会社が外部へ支払うコスト ② 運用会社の内部でのコスト
- ③ 運用会社の利益になる部分

10

③に関して「運用会社は儲けすぎだ」等と追及することは論旨と逸れるため、本稿では①と②に相当する運用会社が外部へ支払うコストと運用会社の内部でのコストを抑えることが必要であるという点に問題意識を持ち、そのコスト削減に向けて必要なことについて議論する。

15

- ① 外部へ支払っているコスト

まず、運用会社が外部へ支払っているコストについて考える。日本の大手運用会社は、国内外のあらゆる資産に投資を可能にする投資信託のフルラインナップを揃えている。しかし運用を全て自前で行っている訳ではなく、日本で組

20 成されたファンドの運用が海外に委託されている¹⁶例は多い。ここに、「日本にグローバルな運用会社はない」等と言われる原因が見て取れよう。海外の資産への投資に劣るのは半ば仕方がないとしても、GPIFの日本株のアクティブ

¹⁶ 投資信託協会によれば、「運用会社が投資信託受益権を設定するので、運用会社は投資信託全般に関わる責任をもち、外部委託先が適切な運用を行っているかチェックする必要がある」とされている。

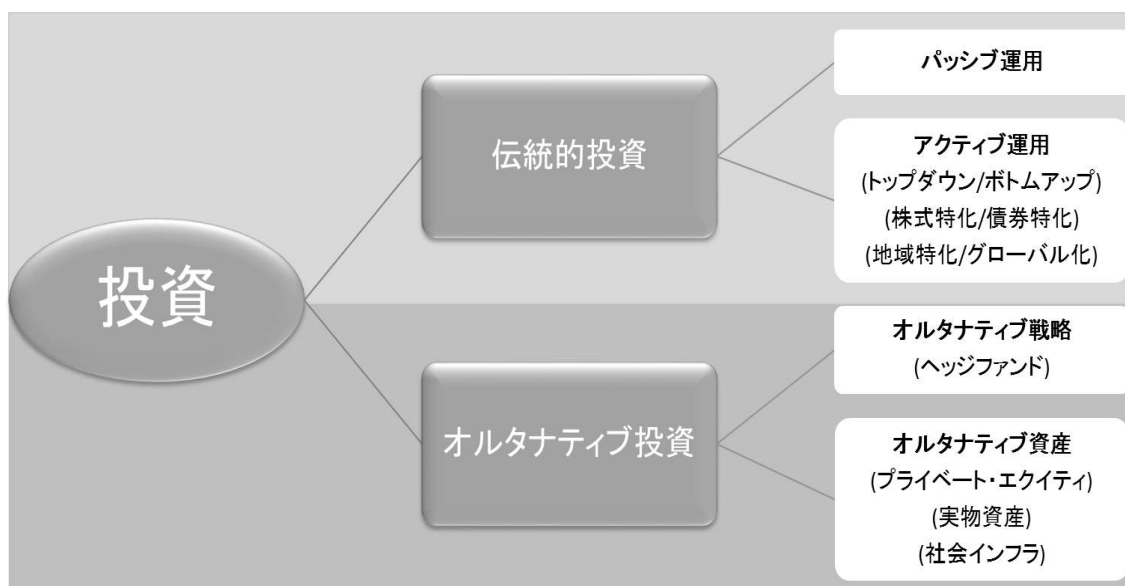
運用の委託先にも外資系の運用会社がずらりと名を連ねており¹⁷、海外資産だけでなく国内資産への投資運用能力にも疑問が持たれていることが推察される。この点も非常に危惧すべきことである。日本の運用会社から海外の運用会社に委託手数料を払っていることを考えると、中長期でみた場合にその見えな

5 いコストが投資家に重くのしかかる。また海外に資金が流出するため、国内の企業に資金が効率良く注入されない点においても、中長期的に見て国内のマクロ経済に影響を与えることが懸念される。

しかし、容易に自前で運用する範囲を増やすことが望ましいと早合点することは難しい。なぜなら、海外の資産に関しては地の利を生かした投資が可能であるために委託することで効率を上げている可能性が考えられる¹⁸ことは勿論、海外で新たな投資対象や運用手法が続々と出現し、その波に日本が追い付

10 けているとは言えないことなどが背景にあるためである。

(図 2 8)



15

山内（2015）より筆者作成

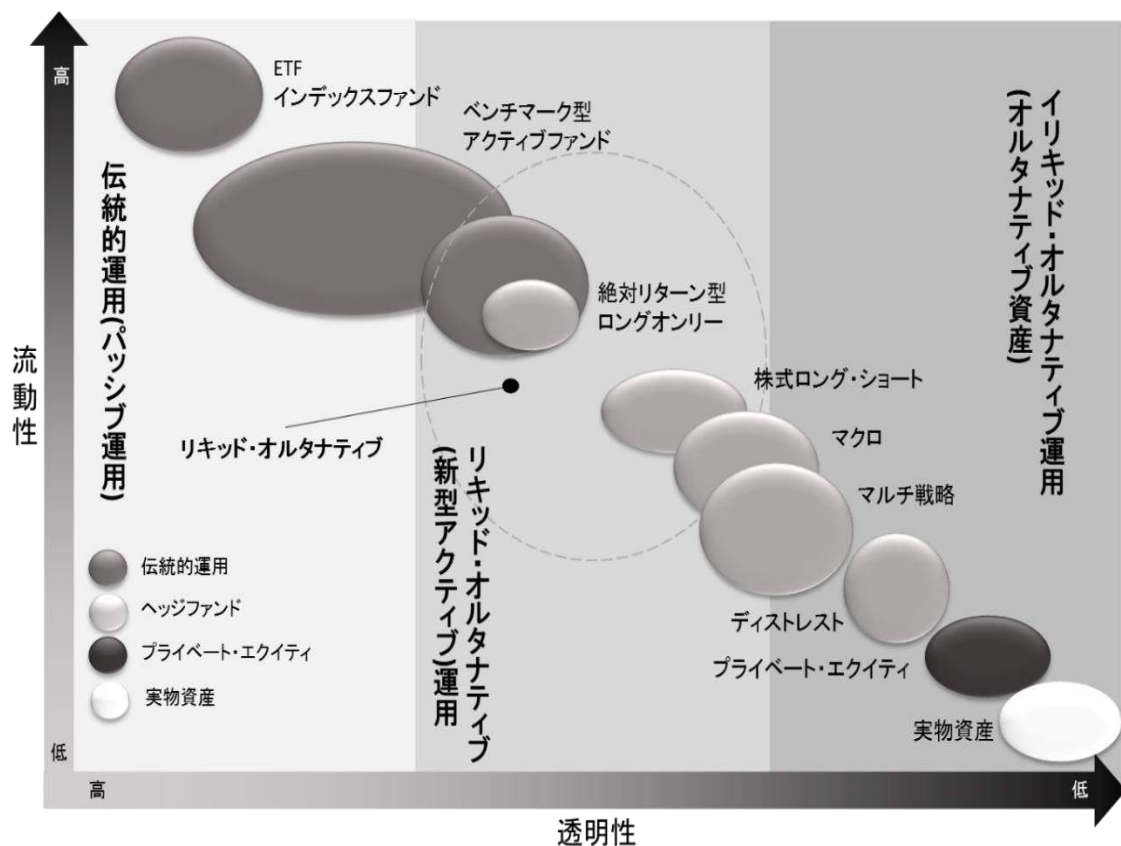
¹⁷ GPIF（2015）「運用受託機関等別運用資産額（2015（平成27）年度末時価総額」から、日本株のアクティブ運用のおよそ6割は外資系の運用会社に委託されていることが読み取れる。

¹⁸ 日本の運用会社が、日本株の運用に関して外資系より長けているという客観的データがないことを踏まえると、会社の本社所在地にそれほど大きな意味はない可能性も考えられる。

株式や債券といった伝統的資産に始まり、不動産等の証券化商品や実物資産、インフラなど投資信託の投資対象はこれまで大きく拡大してきた。拡大したのは投資対象だけではない。運用手法も従来のロングオンリー¹⁹から始まり、ヘッジファンド的手法であるロングショート²⁰等のオルタナティブ戦略など、多岐に渡る。山内（2015）は、バブル崩壊後の日本の低金利は勿論、海外でも低金利が主流となる近年、新たな投資先としてオルタナティブが一層注目されてきており、投資信託にもオルタナティブ戦略が導入されていること。また、伝統的資産の中だけでの分散投資では十分に分散効果を得ることができないため、これからは投資対象の分散も不可欠であると述べている。

10

（図 2 9）



山内（2015）より筆者作成

¹⁹ ファンドに組み入れた銘柄を基本的に長期保有する戦略。

²⁰ 割安資産を買う（ロング）するとともに、割高資産の空売り（ショート）も行い、常に絶対的な収益を追い求める戦略。

ドイチェ・アセット・マネジメント（2016）によれば、米国ではオルタナティブの特徴である流動性の低さを克服した、リキッドオルタナティブが人気になりつつあるという。

5 適格な運用能力なしに運用し大きな損失を出しては元も子もない。外部へのコストの削減が内部での新たなコストを増大させては本末転倒であろう。従って一概にその手数料を批判することは難しいのが現状である。徳島（2012）は、海外資産への投資の外部委託の妥当性に言及しつつ「外部へ運用の委託を行う際には、可能な範囲で十分な事前調査が必要である」と述べている。

10 また、必ずしも日本の企業の企業価値の向上から収益を得ることのみに拘る必要もなく、海外の経済成長の果実を享受することでも、家計の資産形成に投資信託が役立つ可能性は十分に考えられる。しかし本稿ではこれ以降はその点については考えず、主に日本国内の資産への投資を行う投資信託を対象として論を進めていくこととする。

15

外部への委託コストの削減には限界がある以上、日本の運用会社に求められるのは、適切な外部委託先を見つけて委託すること。そして、世の中の投資の潮流に敏感に反応、キャッチアップすることであると我々は考える。

20 ② 運用会社内部での必要経費

次に、運用会社内部でのコストについて考える。まず資産運用業の収益構造について考えたい。PwC（2016）は、運用業界の特徴を高い限界利益率だと指摘している。すなわち、資産残高の増加がそのままに近い形で利益の増加に繋がるという特徴である。他業種においては、商品の販売に変動費は勿論、固定費の増加も起こるのが一般的である。しかし運用会社において、人員やシステムに変化がない限りにおいて、あるファンドへの資金流入は新たなコストをそれほど生じさせない。これを踏まえると、資産残高の増加によって収益を大きく向上させることを通じ、将来的に信託報酬を下げる余地が生まれるのではないかと推測できる。

30 日本経済新聞（2013）により、米国と日本の投資信託についての興味深い

指摘が為されている。(図30)から分かるように、米国の資産残高の増加に伴い平均経費率は減少傾向にある。一方日本においては、残高が増大しつつあるにもかかわらず、信託報酬が増加傾向にある。理由としては、経営効率の悪さ等様々な推測は立てられるが、会社内部でコントロールできるコストとして

5 は、ファンドの運営コストが余分にかかっていることが考えられる。

(図30)



(出典) 日本経済新聞「NISAに賭ける投信 手数料ゼロで若い世代争奪」

10

(図31)は、米国のファンド数が8000程度で推移し、1本当たりの残高が着実に増加していること。そして日本では1本当たり残高が横ばいの中で、ファンドの本数ばかりが右肩上がりであることを示している。

先述したように、運用会社は高い限界利益率の達成が可能であるが、資産残高が増加してもファンドの数が増えてしまえば、人件費等のコストが多く発生するためその分収益は減少してしまう。市場ワーキング・グループ

15

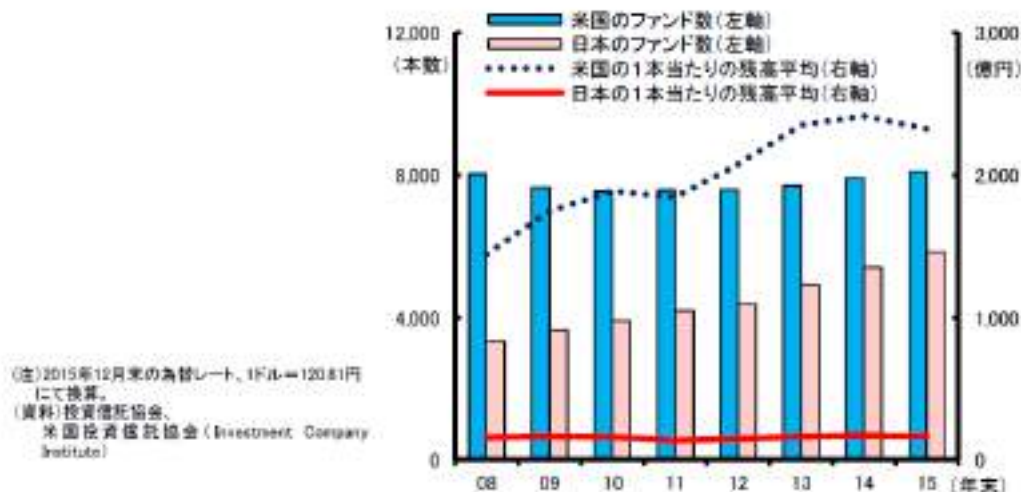
(2016)によれば、日本のファンドは資産残高2000億円以下のファンドが全体の99%を占めており、この運用会社の収益構造のメリットを活かせていない状況であると考えられる。つまり、運用会社全体の総資産残高のみならず、

20

ファンド1本当たりの資産残高を増加させることが収益増加とその後の信託報酬の低下に向けて、非常に重要であると考えられる。

(図 3 1)

■投資信託のファンド数の推移、1本当たりの残高平均推移



(出典) 金融庁 (2016) 「金融審議会
『市場ワーキング・グループ』 (第 4 回) 事務局説明資料」

5

このことから、日本にはファンド数を増やさないことが求められると言えよう。「投資信託・投資法人法制見直しに関するワーキング・グループ」の報告を受けて行われた投資信託改革²¹によって、一部ファンドの併合手続きの簡便化が図られたものの、直ちに既存のファンド数を減らすことは難しい。そのため、ファンドの新規設定の抑制をしつつ、運用会社全体の資産残高を拡大することでファンド 1 本当たりの資産残高をも増加させることが求められる。日本経済新聞 (2016)²²は、ここ数年新規の株式ファンドの設定数は減少傾向にあるが、流行りの銘柄 (この記事では AI 関連) に集中して投資する投資信託は昔と同様に今も多く見受けられ、銘柄が少なくなることで生じるリスクについては注意が必要であるとしている。いい話でばかりではないという見方がここからできよう。

10

15

²¹ 1 章で述べた 1 4 年改革の一部である。

²² 日本経済新聞「当初設定額が大きかったファンド AI 関連、相次ぎ登場」、2016 年 10 月 13 日。

では次に、日本の投資信託の総資産残高を拡大するために日本の運用会社が取り組むべき課題について述べる。ここでは、資産の流入元を①日本国内・②海外と分けて考える。

5 ① 日本国内からの資金流入

日本において、資産運用業界は成長産業であると言われて久しい。投資信託協会によれば 2016 年 7 月末の公募投信残高は約 89 兆円に及ぶ。この数字は過去最高となった 2015 年 5 月末の約 102 兆円という数字には及ばないものの、12 年間連続で公募投信への純資金流入は続いている。2016 年の公募投信残高は最高額を記録した 2015 年よりも減少したが、純資金流入が続いているにも関わらず残高は減少しているという関係から野村総研（2015）は、日本の公募投信残高の近年の増加は資金流入によるものより、2012 年度後半からの円安・株高による資産時価の上昇が主な要因であると考えられる。増加を景気変動に頼っている現状では、総資産残高の拡大を達成することは難しく、資金流入の拡大が必要になると考えられる。そのための策の 1 つとしては 2 章でも確認したように、現状投資信託の保有が少ない若者からの資金流入が必要であり、4 章で述べるリテラシーの向上によって長期的な視点に基づく若者の投資信託の購入が進むことが望まれる。

20 ② 海外からの資金流入

世界に目を向けると投資可能資産の増大は今後も続く見通しであり、PwC（2016）によれば世界の運用資産残高は 2020 年には 100 兆ドルを超える規模へと成長することが予測されている。この世界の資産残高拡大を牽引すると考えられているのが、SAAAME と呼ばれる南アフリカ、アジア、アフリカ、中東地域の経済成長である。

これらの地域では、100 万ドル以上の資産を保有する個人富裕層と、10 万～100 万ドルの資産を保有する一般富裕層が増加することで、その資金が運用業界に流れ込むことが期待されている。そのため日本の運用会社もこの資金の取り込みを積極的に行い資産残高の拡大に努めるべきであり、海外からの資金獲得競争への積極的な参加を進めるべきであると考えられる。しかし、数多く

(図 3 2)

■グローバル運用資産				
商品	2004年	2007年	2012年	2020年(予測)
グローバル運用資産	37.3	59.4	63.9	101.7
内、投資信託	16.1	25.4	27.0	41.2
内、アクティブ投資	15.1	23.3	23.6	30.8
内、パッシブ投資	1.0	2.0	3.4	10.5
内、投資一任	18.7	28.8	30.4	47.5
内、アクティブ投資	17.6	26.5	26.6	35.3
内、パッシブ投資	1.2	2.3	3.9	12.2
内、オルタナティブ運用	2.5	5.3	6.4	13.0

(出典) PwC (2016)「アセットマネジメント 2020 資産運用業界の展望」

- 5 の運用会社が存在する中で、果たして日本の運用会社がこの資金獲得競争に打ち勝つことが出来るのだろうか。

実際に日本は 2016 年 4 月 28 日にアジア地域ファンド・パスポート(ARFP)の協力覚書に署名し、国際市場へ進出しようという取り組みを行っている。この ARFP はパスポート・ファンドとして承認・登録されたファンドを他の参加国において販売する際に複雑な手続きを省略することが出来るため、日本の運用会社がグローバル化するうえで重要な役割を果たすだろう。既にアジアには ASEAN CIS というパスポート機能が存在するが、PwC(2016)によるとグローバルトップ 200 社のうちの 29%しかパスポート参加国へ進出をしていないため、こういったパスポート制度を通じたアジア等への進出には資金獲得余地が存在すると考えられる。ただし、日本の運用会社のファンドに魅力がなければ参加国の投資家から資金を得られないことは言うまでもない。

第 2 節 リターンを向上させるために

続いてリターンについて考える。アクティブファンドは、ファンドマネジャーの目利き力が重要だ、などという意見は多くあるがそもそも、どんなに有能なファンドマネジャーでも質の低い資産に投資をしてリターンを上げることは非常に難しい。ここではまず、リスク当たりのリターンを示す指標であるシャープレシオについて見ていく。次章でも述べることだが、日本人は一般的にリ

リスク回避度が高いと言われており、意識改革がリスク資産の購入につながると
いう議論が多い。しかし、リスクに見合うだけのリターンが得られなければ、
容易にリスク資産の購入につながると考えることは難しい。まず日本のリスク
資産の「質」が低いことを確認したい。シャープレシオは、式としては以下の
5 ようなかたちで表される。

$$\frac{(E(r_m) - r_f)}{\sigma_m}$$

$E(r_m)$ = ポートフォリオの期待リターン

r_f = リスク・フリーレート

10 σ_m = ポートフォリオの標準偏差

(図 3 3) から日本の株式市場の投資効率は米国よりも劣り、他国に圧倒的な
差を空けられているというのが現状だ。図で示したのはリスク資産の中でも株
式に限った話であるが、なぜ日本のリスク資産のシャープレシオは低いのか。
15 シャープレシオが低い理由を主にリターンの低さと考える²³と、リターンはイ
ンカムゲインとキャピタルゲインの和であることから、その原因としては、

① 日本企業が十分な収益をあげられていないこと

② 適切な株主還元を行えていないこと

20

などが理由として考えられる。コーポレートガバナンスを強固なものにするこ
とや、単なる数値目標に過ぎない株主還元を実施していくという姿勢を通じて
企業価値を向上させていくことが日本の企業に求められている、と言うことが
できよう²⁴。本稿はとりわけ、投資家である運用会社に求められることを深く
25 考えていく。

²³ 本稿ではリスクの高さに深く言及することはない。

²⁴ ROE は近年注目が集まる言葉ではあるが、シャープレシオと異なりリスク
を反映できていない指標であるため、レバレッジを効かせることで数値上は容
易に変化してしまう値である点には注意が必要である。

(図 3 3)

全期間：1995 年 10 月～2015 年 9 月

前半：1995 年 10 月～2005 年 9 月

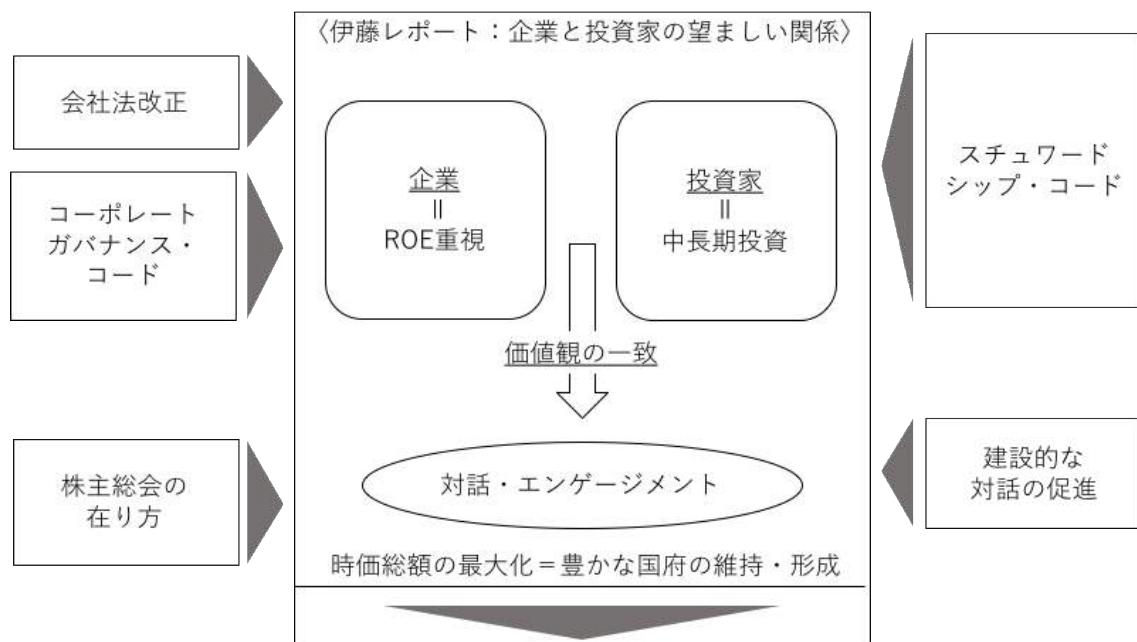
後半：2005 年 10 月～2015 年 9 月

主要五カ国の株式インデックスのパフォーマンス					
全期間	ドイツ	米国	日本	イギリス	フランス
リターン	7.7%	8.1%	1.3%	6.3%	7.9%
リスク	21.9%	15.2%	17.8%	14.0%	18.9%
リスク・リターン比	0.35	0.53	0.07	0.45	0.42
前半	ドイツ	米国	日本	イギリス	フランス
リターン	8.6%	9.5%	0.7%	7.9%	12.7%
リスク	24.7%	15.6%	16.9%	14.0%	20.5%
リスク・リターン比	0.35	0.61	0.04	0.56	0.62
後半	ドイツ	米国	日本	イギリス	フランス
リターン	6.7%	6.8%	1.9%	4.8%	3.3%
リスク	18.8%	14.9%	18.8%	14.1%	17.1%
リスク・リターン比	0.36	0.46	0.10	0.34	0.19

5

(出典) 日興リサーチセンター (2016)

(図 3 4) コーポレートガバナンス関連政策と「伊藤レポート」



(出典) EY Japan (2015)

先述した通り、アクティブファンドのファンドマネジャーの銘柄に対する目利き力の重要性は語られることが多いが、投資をした後にも投資家にできることがあるというのが、近年の潮流である。投資先に中長期に渡って関与していくことで、リスク資産（本稿では株式）の質の改善も期待される。

5

コーポレートガバナンス・コードと合わせて「車の両輪」として機能していくことが期待されているのが「スチュワードシップ・コード」である。2014年に策定された日本版スチュワードシップ・コード。その内容は機関投資家が持つ受託者責任の明確化であり、その目的は「中長期的な視点から投資家と企業の間で建設的で緊張感を持った関係の構築」となっている。その目的の手段として、「エンゲージメント（目的ある対話）」が取り上げられる。伊藤レポート（2014）ではエンゲージメントは「緊張と協調」の両面を満たしているべきとし、さらにこれを通じた企業と投資家の歩み寄りをあるべき方向性としている。これを通じて機関投資家は「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ること」がスチュワードシップ責任として求められているとされている。金融庁（2016）によれば、コードの策定を受けて、今までのような「物言わぬ株主」と言われてきた国内投資家にも変化の兆しが見られるという。

手島（2015）は、海外の成功例を用いて、適切なエンゲージメントの有効性について言及しており、日本でも建設的対話の加速が期待される。

最後に運用機関に限定したスチュワードシップ責任について考える。まず、日本株ファンドの運用スタイルについて考えると、パッシブ運用とアクティブ運用に大別される。GPIF（2016）によれば、パッシブ運用者に比べて、アクティブ運用者との対話に、投資先企業が価値を見出していることは、短期志向（ショートターミニズム）につながるとして警鐘を鳴らしている。ロング・アンド・ホールドを主に行うパッシブ投資家にも、これからはアクティブかつ長期的視点を持った対話が求められていると言えよう。

30

本章では、運用会社がコストを抑えてリターンを大きくするために何ができるのかについて考えた。コストに関しては、業界構造や投資の発展に日本が取り残されている現状から、容易に低減させることは難しいが、新規ファンドの減少が、いずれ運用会社の経営効率を上げることが期待されるため、信託報酬

5 にも下がる余地があることについて言及した。リターンに関しては、単にテクニカルな手法で利益を挙げることや良い銘柄を吟味・選定することに留まらず、エンゲージメントを通じて企業の持続的な成長を後押しすることが求められていると考える。

10 第4章 投資家（家計）が抱える問題点

ここまで販売会社、運用会社に焦点を当てて投資信託の現状と問題点を論じてきた。投資信託のさらなる普及にはこれらのプレイヤーの姿勢や制度の改革が不可欠である。しかしそれだけでは不十分で、家計、すなわち個人投資家が

15 自ら変わることも間違いなく必要であると考え。なぜなら最終的に投資信託などのリスク資産を購入するのは家計に他ならないからである。本章ではまず、日本人の高いリスク回避的性向を実証的に確認する。その上で、日本の個人投資家の姿勢の変化に必要と一般的に言われる金融リテラシーについて、行動経済学的知見も踏まえて考え、リテラシーの限界について議論する。そして最後

20 には、リテラシー不足を補完する役割を果たすことが期待されている評価会社について述べる。

第1節 実証分析（日本と米国の家計の相対的リスク回避度）

25 1. 1 モデルの導出

相対的リスク回避度は、危険資産がもたらす収益と危険資産選択の関係を理論的に明らかにする指標である。ここでは吉川（2003）、吉川（2014）に倣い単純化した形で日米の家計の相対的リスク回避度の計測を行った。

まず、本稿では以下のような記号を用いる。

α : 危険資産の保有割合

r_f : 安全資産の収益率

$E(r_m)$: 危険資産の収益率の期待値

5 σ_m^2 : 危険資産の収益率の分散

W_t : 期首の家計の資産保有量

$y(t)$: 標準正規分布に従う確率変数

また、以下の仮定を置く。

- 10 1. 家計は安全資産か危険資産の2種類しか有さない。
2. 投資期間は t から dt までで、これは無限に分割可能。
3. 家計は期末の資産残高から得られる期待効用を最大化する。
ただし、危険回避的であるとする。

- 15 以上の仮定のもとで家計の期末の資産残高は、

$$W_{t+dt} = W_t[1 + \{\alpha E(r_m) + (1 - \alpha)r_f\}dt + \alpha\sigma_m y(t)\sqrt{dt}]$$

- となる。簡単化のために、 $U(W_{t+dt})$ を W_t の近傍でテーラー展開し、期待値をとり、
20 dt の2次以上の項を落とすと、

$$E[U(W_{t+dt})] = U(W_t) + U'(W_t)W_t\{\alpha E(r_m) + (1 - \alpha)r_f\}dt + \frac{1}{2}U''(W_t)W_t^2\alpha^2\sigma_m^2dt$$

となる。家計はこの期待効用 $E[U(W_{t+dt})]$ を最大化するように α を決めるため、 α について微分してゼロとおくと

25
$$E(r_m) - r_f - C\alpha\sigma_m^2 = 0 \quad (*)$$

であり、ここで C は

$$C = \frac{W_t U''(W_t)}{U'(W_t)}$$

となり、相対的リスク回避度とよばれる。以下では（＊）から得られる

$$C = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m^2} \times \frac{1}{\alpha}$$

5 を用いて家計の相対的リスク回避度の大きさを計測する。

1. 2 推計に用いるデータとデータの作成方法

データは以下のものを用い、作成した。

10

α : 危険資産の保有割合 = 危険資産額 ÷ (安全資産額 + 危険資産額)

r_f : 安全資産の収益率 = 定期預金（日本）、譲渡性預金（米国）

$E(r_m)$: 危険資産の収益率の期待値

：平均株価 → Topix（日本）、S&P500（米国）

15

株価の標準偏差 → Topix の標準偏差（日本）、

S&P500 の標準偏差（米国）

予想株価 = 前期の平均株価 + 前期の株価への標準偏差

収益率 = (予想株価 - 前期の株価) ÷ 前期の株価 × 100

σ_m^2 : 危険資産の収益率の分散

20

：日経平均ボラティリティインデックス（日本）

VIX 恐怖指数（米国）

危険資産保有割合については日本銀行「資金循環の日米欧比較」から、定期預金、Topix、S&P500 については日本経済新聞「日経 NEEDS」から、譲渡性預金に

25

については FEDERAL RESERVE BANK OF St. LOUIS から得た。

ただし、危険資産の収益率については配当収益を考慮せず、また常に楽観的な期待形成が行われると仮定し、負の期待収益率は排除している。また、ここで危険資産は株式と投資信託のこととしている。

1. 3 推計結果とその分析

推計の結果は以下のよう。

	日本の相対的リスク回避度	米国の相対的リスク回避度
2011	3.456832	0.415519
2012	3.864188	0.548722
2013	1.706896	0.472456
2014	1.978724	0.887844
2015	1.884831	0.500701

- 5 この結果より年によって差はあるものの、総じて日本の家計の相対的リスク回避度は米国のそれを上回っている。ただしこの結果には付言しておくべきことが2点ある。1つは、本稿では金融資産のみを対象に分析を行ったが、実物資産もリスク性資産に含めて計算すると、日米の家計の相対的リスク回避度の差異は小さいものになると考えられる点である。2点目は、2013年のリスク回避度の急降下にはアベノミクスを背景とした株高があると推察されることである。

本稿では、分析の結果を踏まえて日本の家計の相対的リスク回避度が米国に比べて高いという前提の元、そのような人々が積極的に投資に向かうために必要と議論されることの多い、金融リテラシー教育の妥当性について考えていく。

15

第2節 金融リテラシー教育の限界と行動経済学

1：金融リテラシー

- 20 本章で述べる金融リテラシーとは OECD の定義をもとに「金融に関する健全な意思決定を行い、究極的には金融面での個人の良い暮らしを達成するために必要な金融に関する意識、知識、技術、態度及び行動の総体」とする。本節では、日本と投資先進国である米国の金融リテラシーの現状と向上への取り組みについてみていく。

- 25 日本における金融経済教育は、学校段階では主として社会科・公民科、家庭科で行われている。2006年に教育基本法の全面的な改正を受けて、小学校、中学校、高等学校の学習指導要領が改定され、金融経済教育に関する内容の充実が図られた。しかし「金融経済教育を推進する研究会」が全国の中学校、高等

学校に行った調査結果によると、ほとんどの教員が金融経済教育の必要性を認識しているにもかかわらず、授業時間の不足等を理由に実施できていない場合が多いことが指摘されている。また、実施できたとしても用語や制度の解説が授業内容の中心となり、実生活との繋がりが感じづらいという指摘もなされている。

5 一方、社会人や高齢者に対しては全国銀行協会、日本証券業協会、投資信託協会といったような業界団体が投資知識の向上を目的としたセミナーや出張講座等を行っている。しかし後述する通り、個人投資家のセミナー・講座への参加率は低いものとなっている。

10 米国では 2003 年制定の「金融リテラシー教育改善法」によって「金融リテラシー教育委員会」が設置された。同機関はウェブサイト「MyMoney.gov」を開発、資産管理についての情報提供を行っている。また 1970 年頃から金融や経済に関する教育が行われており、学校でのそういった教育を地域の企業が支援する仕組みも以前から存在するため、日本以上に金融経済教育が盛んであるといえる。

15 金融広報中央委員会による「金融リテラシー調査 2016」の調査結果によれば、日本の金融経済教育を受けたことのある人の割合は米国の 3 分の 1 に止まっており、「金融知識・判断力」に関する正誤問題の日本人の正答率は米国人のそれを 10% 下回っていることが分かっている。また、金融経済教育を受けたことのある学生の方が、そうでない学生に比べて正答率が約 18% 高かった。以上のこ

20 とから金融教育は金融知識向上に一定の効果があることが考えられる。ただし、金融知識の向上だけでは前述の金融リテラシーの定義のうち技術・態度・行動を改善するには十分とは言えず、後述する行動バイアスの存在からも知識の向上だけで適切な金融商品の選択が可能になるとは考えにくい。そこで、次に行動経済学の観点も踏まえながら、望ましい金融リテラシー教育はあるのか検証

25 していく。

2：行動経済学

金融リテラシー・教育を考える際には、行動経済学がしばしば注目される。従来の金融教育においては「必要な情報を得た消費者は合理的な意思決定を行

30 い、直ちに行動に移る」という考え（金融報告中央委員会 2012）が前提に置か

れていた。これに対して、近年では行動経済学の観点から個人の意思決定における非合理的な面も含めて行動分析し、金融教育に繋げていくという研究が進みつつある。

- 例えば岩本（2009）では、行動経済学が政府の政策に適用される可能性について述べられていたり、ノフシンガー（2009）では、投資において行動バイアス²⁵を克服する戦略が述べられていたりと投資行動においても注目されており、投資信託にも応用が可能であると考ええる。ノフシガーが具体的に挙げているバイアス克服の過程を投資信託に置き換えると、①バイアスを理解する②投資の目的と数値目標を確認する③投資対象の数量的な基準を持つ、の三点に集約される。この様なバイアス行動への対策も、投資信託を有効に活用するための一つの鍵となるであろう。金融広報中央委員会²⁶では 2012 年頃から消費者の金融行動における行動バイアスに着目しており、行動経済学の金融教育への応用の重要性を示唆している。ただし、現状の金融庁の政策²⁷においては、行動経済学の金融教育への応用は具体的には示されていない。
- 行動経済学の金融教育への応用例は海外事例にみられる。例えばアメリカでは、2011 年国家戦略にて具体的な達成目標の一つに「行動経済学や意思決定理論の知見を応用した教育戦略の構築」を掲げており、施策段階にあることが分かる。カナダやオーストラリアでも同様の動きは見られるが、これらの国では行動経済学の金融教育における応用を国家戦略上の課題としつつも具体的な政策に関しては検討段階にとどまる。こうした中、他国に先駆けて行動経済学を実践段階に入っているのがイギリスである。CFEB²⁸は金融教育のアプローチの一つとして「行動経済学から学ぶ」ことを掲げていたり、MAS²⁹にて金融知識の付与に加えて行動バイアスの影響の認識を深めるプロジェクトが進められて

²⁵ 行動経済学において、消費者が意思決定を行う際に生ずる規則性のある判断の偏りのことをいう。（金融報告中央委員会 2012）

²⁶ 政府、日本銀行、地方公共団体、民間団体等と協力し、公正な立場から金融にかんする広報活動を行っている。

²⁷ 金融衛材教育研究会報告書（2013）を参考にした。

²⁸ Consumer Financial Education Body：イギリスの金融教育機能を担う

²⁹ Money Advice Service

いたりと行動経済学の応用が進んでいる。2009年にはプロジェクト実施に先立ち地検が行われ、結果として参加者の約7割が2カ月以内に金融行動の改善が見られたという成果を上げた。この様に行動経済学の金融教育への応用は有効といえる。

- 5 イギリスの例からも分かる様に行動バイアスを含めて理解を促すためには情報提供の環境が重要であるが、日本において行動経済学を取り入れた教育を進めるときには課題がある。その一つが家計の教育機会の少なさである。高校生以下には行動バイアスを含めた金融知識の理解は難しいと思われるため、社会人（18歳以上）に限って考える。社会人が金融商品選択時に知識・情報を得る手段として多数を占めるのがウェブサイトと販売員の説明である。ウェブサイトでは行動バイアスへの理解を深められるか不透明であり、また販売員に関しては2章で述べた通り課題が多く正確な情報が得られるかは分からない。加えて、山崎（2003）にて説明されているように、経済合理的とはいえない毎月分配型投信が好まれる要因の一つに行動バイアスが挙げられる。個人投資家が判断の歪みを起こしやすい様な商品設計が組まれているという見方もあるため、その点をまで踏まえたリテラシー教育を販売員が実践できるとは思えない。
- 10
- 15

一方で、直接指導が可能な講演会や専門家の利用割合は低い³⁰。また、金融に関する講演会は開催数³¹や日本におけるFP数の少なさも課題である。加えて、金融セミナーに参加しない人ほど金融リテラシーが低く、金融リテラシーが低い人ほどバイアスに掛かりやすく不適切な金融行動をとりがちであるというアメリカとオーストラリアの実証研究³²もある。以上のことから、行動経済学を応用した金融教育がより必要な人たちほど教育機会が少ないと言える。

20

また、学生に比べて自由な時間が少ない社会人にとって、金融教育を受ける強い動機があるとは考え辛い。なぜなら、セミナーに参加し金融及びバイアス

³⁰ 知るぽると「金融リテラシー調査」（2016）によると、ウェブサイト（23.7%）、販売員の説明（22.4%）、講演会・セミナー（6.0%）、専門家・アドバイザーへの相談（4.7%）であった。（3つまで選択可）

³¹ 文部科学省「社会教育調査（2011年度）」より、公民館と生涯学習センターにおける講習会の実施件数を参考にした。

³² 金融広報中央委員会（2013）より

への理解を深める時間自体が機会費用であり、そのコストを嫌って販売員の説明のみを頼りにする、もしくは投信を購入しないという選択を取る可能性があるからである。

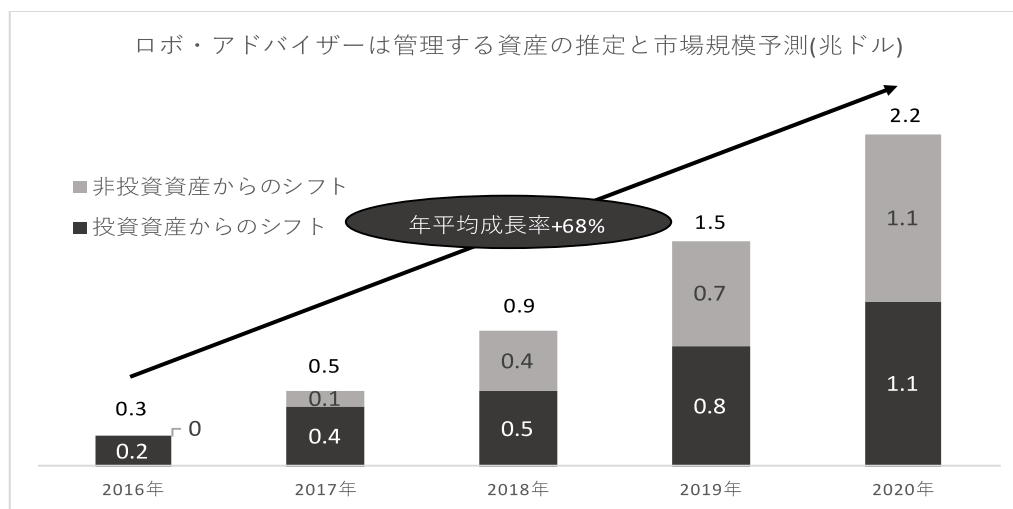
金融庁が掲げる金融教育の意義の一つにあるように、「利用者の金融リテラシーが向上し、利用者の選択の目が確かなものになってくれば、より良い金融商品が普及していく」（金融経済教育研究会報告書 2013 年 p.2 より抜粋）ことが望ましい形であるが、現状の社会人の教育機会の少なさを考慮すると、行動経済学を応用した金融教育を提供しても抜本的な金融リテラシーの向上に繋げることは難しいと考える。

10

3：評価会社

ここまで、日本人のリスク回避度は高く、金融リテラシー不足が背景にあること。そして、そのリテラシー教育に行動経済学知見も加えた金融教育を実施することが望ましいと考えられるが、教育機会の乏しさなどの問題を背景に実現見に欠ける点について述べてきた。しかし、このリテラシーを補完してくれる役割を果たしてくれる、評価会社についても忘れてはならない。金融機関の系列会社であっても、そうでなくても、独立の公平中立な立場で投資信託を評価する評価会社の機能は、リテラシー教育の代替として一層の期待がされると考える。

20 (図 3 5)



(出典) 人工知能が金融を支配する日

結語

本稿ではインベストメントチェーンの中でも、主に販売会社、運用会社、そして投資家（家計）に焦点を当てて論じてきた。伊藤レポート（2014）にもあるように、「インベストメントチェーン」の最適化をどのように模索していくのかが喫緊の課題であろう。序章でも述べたように、インベストメントチェーンにはそれぞれ複雑な関係性が存在し、個別の最適化が中長期的にみて合成の誤謬となって顕在化してしまう可能性もある。このような事態を回避すべく、中長期的な視点で、インベストメントチェーン全体が共に歩んでいくことができるかどうか。これが日本の投資信託、そして日本経済全体を占うものになるのではなかろうか。

販売会社や運用会社に対する規制が昔に比べて大変厳しいものとなっていることに疑いの余地はなく、販売会社と運用会社の向かうべき方向性は本稿でもある程度示せたと考えている。

しかし、家計については4章でも述べたように「100%合理的経済主体」になることは考えられず、非合理や非効率はある程度残存することだろう。リテラシー教育について限界があることも、4章で述べたとおりである。

先述したように金融庁により多くの問題が一步ずつ改善に向かうも、今はIoTの時代。マイナス金利に加えて、Fintechや投資ロボアドバイザー（図35）の出現等により、金融機関はこれから一層激しく波打つ激動の時代に突入する。行政には、次に表出する問題への対処を機動的に行うことが強く求められる。序章でも記したように「投資信託は、理論上素晴らしい金融商品」である。インベストメントチェーン全体の最適化が達成されたとき、NISAや確定拠出年金等、税制上の優遇を受けることのできる商品やネット証券などを利用することを通じて、家計の資産形成手段の中核として投資信託が機能していくことを強く願ってやまない。

< 参考文献 >

- ・ 朝倉智也（2011）「投資信託に関する現状の課題と対応」、金融審議会 「我が国金融業の中長期的な在り方」WG。
（2015）「はじめての投資信託」、学研。
- 5 ・ 伊藤邦男（2014）「「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」」
・ 金融庁「平成 26 年度事務年度金融モニタリング基本方針」
「平成 27 年度事務年度金融行政方針」
「平成 27 事務年度 金融レポート」
- 10 ・ 金融庁（2016）『金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第 3 回、第 4 回）、事務局説明資料』。
・ 国民生活センター（2012）「年々増加する投資信託のトラブリー元本割れなどのリスクを再確認し、トラブルの未然・拡大防止をー」。
・ 櫻井豊（2016）「人工知能が金融を支配する日」、東洋経済新報社。
- 15 ・ ジョン・ノフシガー『行動ファイナンス入門』大前恵一郎（2009）、ピアソン・エデュケーション。
・ 杉田浩治（2015）「米国のフィナンシャル・プランナーーその現況と新しい動きー」、日本証券経済研究所。
（2012）「投資信託の 14 年改革と今後の課題」、月間資本市場。
- 20 ・ 田村威（2015）「投資信託 基礎と実務 12 訂」、経済法令研究会。
・ 手島（2015）「ROE が奪う競争力ー「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す」、日本経済新聞出版社。
・ ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社「資産運用研究所（2016）外資系運用会社が明かす外資信託の舞台裏」、ダイヤモンド社。
- 25 ・ 投資信託協会「2015 年 投資信託に関するアンケート調査報告書」。
「2014 年 投資信託に関するアンケート調査報告書」。
・ 徳島（2012）「運用の委託先を見る眼が必要である」、ニッセイ基礎研究所。
・ 日興リサーチセンター（2016）「日本経済と資本市場ー企業と投資家のガバナンスがもたらす変化」、東洋経済新報社。
- 30 ・ 日本証券業協会（2015）「証券投資に関する全国調査」。

・日本証券経済研究所（2016）図説日本の証券市場。

・野村総合研究所（2015）「日本の資産運用ビジネス 2015/2016」。

・米国投資信託協会（2013）「RESEARCH PERSPECTIVE FEBRUARY 2013」。

・三菱 UFJ 国際投信（2016）「投信コストの長期国際比較」。

5 ・山内英貴（2015）「エンダウメント投資戦略」、東洋経済新報社。

・吉川卓也（2003）「日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970 年～
2002 年」
（2014）「相対的リスク回避度による家計の金融資産保有行動の分
析」

10 ・EY Japan（2015）「Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワード
シップ・コード ―持続的な企業価値向上のための 2 つのコードの実践―」、
第一法規。

・GPIF「運用受託機関等別運用資産額（2015（平成 27）年度末時価総額」。
「機関投資家のスチュワードシップ活動に 関する上場企業向けアンケ
ート集計結果」。

15 ・ICI（2015）「ICI,2015 Investment Company Fact Book」。
（2014）「ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2014」。

・PwC（2016）「アセットマネジメント 2020 資産運用業界の展望」

20 <WEB ページ>

・岩本康志『行動経済学は政策をどう変えるのか』（2009）
<http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/dp/2009/2009cj211.pdf>

・大橋善晃『金融行動の転換を促す「行動介入」とは―行動経済学から学ぶ英
国の金融教育―』

25 （2012 年）日本証券経済研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1207_01.pdf

・金融庁 HP
<http://www.fsa.go.jp/>

・金融経済教育研究会報告書
30 <http://www.fsa.go.jp/singi/kyouikukenkkyukaitou/kenkyukai.html>

- ・金融広報中央委員会、「金融リテラシー調査 2016」
<https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/literacy2016/>
- ・金融広報中央委員会『行動経済学の金融教育への応用の重要性』（2012）
<http://www.shiruporuto.jp/teach/consumer/report4/>
- 5 ・金融広報中央委員会『行動経済学の金融への応用による消費者の学習促進と行動改善』（2013）
<http://www.shiruporuto.jp/teach/consumer/report5/>
- ・金融庁『金融経済教育研究会報告書』（2013 年）
<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20130417.html>
- 10 ・知るぽると『金融リテラシー調査の結果』（2016 年）
<https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/literacy2016/>
- ・知るぽると HP（2016/10/19）
<https://www.shiruporuto.jp/about/us/gaiyo/iinkai.html>
- ・投資信託協会
- 15 <https://www.toushin.or.jp/>
- ・投信の窓口
<https://toushin-no-madoguchi.jp/index.html>
- ・日本証券経済研究所
<http://www.jsri.or.jp/>
- 20 ・日本 FP 協会
<https://www.jafp.or.jp/>
- ・モーニングスター（9/5）
<http://www.morningstar.co.jp/fund/>
- ・文部科学省『社会教育調査』（2011 年度）
- 25 <http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/NewList.do?tid=000001017254>
- ・山崎元『山崎元の個人投資塾（135）運用商品企画にみる行動ファイナンスの悪用』週間ダイヤモンド 2003 年 91 巻 109 ページ
<https://www.d-vision.ne.jp/esservice/>
- ・OECD/INFE 「金融教育のための国家戦略に関するハイレベル原則」
- 30 <https://www.shiruporuto.jp/teach/consumer/oecd/pdf/oecd001.pdf>

< 新聞記事 >

- ・ 日本経済新聞「保険窓販手数料、来月 6 0 行が開示。」、2016 年 9 月 29 日

「N I S A に賭ける投信 手数料ゼロで若い世代争奪」、

5

2013 年 7 月 24 日。

「投信、乗り換え販売増、金融庁報告書、見直し促す。」、

2014 年 7 月 5 日。

「当初設定額が大きかったファンド A I 関連、相次ぎ登

場」、2016 年 10 月 13 日。

10 < データ >

- ・ 日本銀行（2016）「資金循環の日米欧比較」、

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

- ・ 日経 NEEDS

<http://www.nikkei.co.jp/needs/>

15 ・ FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS

<https://www.stlouisfed.org/>