平成30年度 証券ゼミナール大会

資産形成手段としての投資信託

25 愛媛大学 近廣ゼミナール

目次

- 序章
- ・第一章 投資信託の概要とその特徴

第一節 投資信託の概要

5 第一項 投資信託の概要と仕組み

第二項 預金との比較

第二節 現行の投資信託導入にあたっての経緯

第三節 米国との比較から見えてくる日本の特徴

第一項 金融資産保有に関する比較

10 第二項 投資アドバイザーの有無

第四節 長期投資の合理性

· 第二章 確定拠出年金制度

第一節 確定拠出年金制度が担う、投資文化形成の役割

第一項 米国の確定拠出年金の導入経緯

15 第二項 日本の確定拠出年金の導入経緯

第三項 確定拠出年金に関する法改正

第三節 iDeCo について

第四節 つみたて NISA について

・第三章 金融機関のフィデューシャリー・デューティー

20 第一節 金融機関の問題と現状

第一項 金融機関を取り巻く現状

第二項 系列販売の現状

25

第三項 金融機関にとっての投資信託

第二節 フィデューシャリー・デューティーの概要

第三節 投資信託普及のために

・第四章 フィンテック (Fintech) が台頭する社会

第一節 フィンテックの概要

第二節 フィンテックの性質

第一項 ロボットアドバイザー (Wealth Navi を例に)

30 第二項 すべてをスマートフォンー台で

- 第三節 フィンテックと既存金融機関の共存
- 第一項 既存金融機関の状況
- 第二項 ロボアドバイザー機能を利用する
- 第三項 レンディングの効率化
- 5 第四節 結論
 - •第五章 提言
 - 第一節 企業型確定拠出年金のオプトアウト方式導入
 - 第二節 iDeCo とつみたて NISA を利用した資産形成
- 10 ・第三節 金融機関の在り方
 - ・第一項 投資信託の見える化への努力
 - ・第二項 銀行の収益減少と少子高齢化の現状を踏まえた銀行の部門縮小 (フィンテックと絡めて言えないか)

序章

- 15 日本経済は、1990年代前半から「失われた 20年」と呼ばれる低迷期に陥った。また、少子高齢化などの社会的問題も相まって、我が国公的年金制度の持続性に懸念されている。その中で、政府は「投資から資産形成へ」というスローガンを打ち出した。現在の日本において、老後の資産形成は大きな課題となっている。
- 20 しかし、国民の資産形成に対する意識は低く、資産の大部分は預貯金に回される傾向にある。それにも関わらず、マイナス金利などの影響により、預金金利はかなり低く、資産形成の手段としては期待できないのが現状である。このような流れのなかで、個人が国からの年金や預貯金に頼ることなく、自らの意思で適切なポートフォリオを組成し、様々な金融商品に資金を投資し、資産形成していくことが理想である。

そこで、今注目されているのが老後の資産形成手段としての投資信託である。 投資信託を行い、個人がそれぞれで資産形成を行うことは、不況期と高齢社会 が合わさった現代の日本を乗り越えていくスキームになると考える。

しかし、投資信託にも課題が存在する。

30 本稿では、我が国での投資信託の歴史背景に注目し、米国との比較を行いな

がら日本に投資文化が根付かなかった理由について述べる。その後、資産形成を行う上で確定拠出年金制度と現行の制度の有効性を説いた後、投資信託が普及するために金融機関が果たすべきフィデューシャリー・デューティーと、フィンテックを利用した金融の新たな可能性について述べ、日本で投資信託が普及するために個人や企業の在り方ついて論じる。第一章では投資信託の概要について述べながら、米国や預金との比較をもとに、投資信託の特徴について述べる。第二章では確定拠出年金制度について、特徴や導入経緯、有効性について述べる。第三章では金融機関のフィデューシャリー・デューティーについて述べ、現在の金融機関の問題と、投資信託の普及のために受託者責任を遵守することの意義について述べる。第四章ではフィンテックについて述べ、フィンテックがもたらす新たな金融の流れについて説明し、第五章で提言を行う。

第一章 投資信託とは

10

本章では、投資信託の概要と導入にあたっての歴史背景、米国との比較を行 15 いながら日本の投資信託の特徴や投資文化について論じていく。

第一節 投資信託とは

第一項 投資信託の概要と仕組み

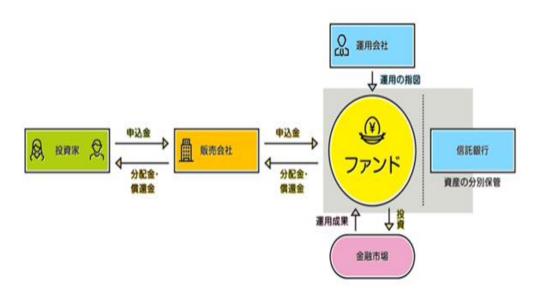
投資信託とは、複数の投資家から小口の資金を集めて基金(ファンド)とし、 専門家による運用のもと、証券を主とした様々な資産への投資・運用を行い、 その成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品であ る。通常、債券や株式を購入する際には一口当たりの価額が高く、ある程度の まとまった資金が必要となる。そのため、投資の基本となる分散投資を行うこ とが難しく、資産形成手段としてのハードルは高い。一方、投資信託は小口資 金を集めて大口資金とするため、一口当たりの価額が低く、集まった資金は証 券をはじめとする様々な資産への分散投資が行われることで、リスクの低減が 図られるため、小口の出資であるにもかかわらず、大口の出資と同等の利点を 享受することができる。また、運用は専門家によって行われることから、個人 では容易にできない情報収集や分析、投資を行うことができる。

30 続いて、投資信託の仕組みについて述べる。投資信託は、①販売会社(銀行・

証券会社)、②運用会社(委託会社)、③信託銀行(受託会社)、④投資家の4者から成り立っている。投資信託はまず運用会社作られ、販売会社を通じて投資家に販売され、運用資金が調達される。集まった資金は資産管理を専門とする信託銀行に集められ、運用方法について運用会社が取り決めを行い、運用指図をもって信託銀行に株や債券の売買を行ってもらうというのが、取引の流れだ。

10 図1 投資信託の仕組み

5



出典:投資信託協会より転載

(https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/)

15 現状、日本の金融機関による投資信託運用・販売は、系列会社からの指図をもとに行っていることから、受動的な業務となっている。実際の例として野村證券で販売されているファンドを検索してみると、2018 年 10 月 18 日時点での投信本数は 840 本、そのうち系列会社である野村アセットマネジメントの投信は 465 本となっている1。同様に大和証券では、同日時点の投信本数は 542 本、

¹ 野村証券 HP ファンド検索

うち大和証券投資信託委託の投信は 354 本、大和住銀投資投信顧問の投信は 59 本、合計すると 413 本が系列会社の商品であった²。顧客の利益を考えた業務運営を行うのであれば、自社のみならず他社のファンドを扱うことが合理的といえるが、他社商品はせいぜい各社 1~10 点ほどに止まっているのが現状である。ただ、この事実を以て、金融機関が顧客の利益を考えた投資信託の販売を行っていないことを証明することは難しい。事実関係や顧客の損失と金融機関の利益との関係を証明することが不可能に近いためである。

このような事実から現在、金融庁を主導としてフィデューシャリー・デューティーの徹底をはじめとした、投資信託を取り巻く仕組みや制度の見直しが図られている。フィデューシャリー・デューティーに関しては、第三章で後述する。

第二項 預金との比較

5

10

15

20

25

現在、預金に代わる資産形成手段として投資信託の普及が図られていることから、ここからは預金との比較を行いながら、投資信託の特徴についてさらに述べる。まず、預金は元本が保証されているが、投資信託は元本が保証されていない。前述のとおり、投資信託は多数の投資家から集めた資金をファンドの原資とし、それをもとに運用を行い、運用益に応じた還元がなされる。そのため、運用成績次第では損失が生まれるが、運用に関して銀行は無関係であるため、発生するリスクについては投資家が負うことになる。一方、預金は元本が保証されていることから、銀行が倒産しない限り、預金者の資産が減ることはない。また、銀行が企業へ貸付を行うことに関しては銀行の業務であり、投資家にとっては無関係であるため、発生するリスクについての責任は銀行にある。そのため、情報開示に関しても、銀行の預金がどのように運用されていようが、預金者がその貸出先などの内容を知る必要性はない。一方、自らがリスクを負う投資信託では、投資家自身が適切な投資判断を行うために、金融機関側は運用内容に関しての開示(ディスクロージャー)を行うことが金融商品取引法によって定められている。

以上より、投資信託は性質上、預金に比べリスクがあることがわかる。また、

² 大和証券 HP ファンド検索

過去の歴史から鑑みたとき、投資信託で多くの者が損失を被ったという事実も相まって、預金と比べて、資産形成手段として用いるに一歩踏み出し辛いのは確かである。しかし、少子高齢化による生産年齢人口の減少と社会保障費の増加などの要因から、老後の資産形成手段として預金だけでは不十分というのが現実だ。ただ、国家主導で「貯蓄から投資へ」の流れを生もうとしているように、昔と比較して投資信託を取り巻く制度は大きく変化している。したがって、次節からは日本の投資信託における歴史に注目し、過去と現在の比較を以て、我々に有効な資産形成手段について論じていく。

10 第二節 日本における現行の投資信託導入にあたっての経緯

5

15

20

25

30

我が国の投資信託の始まりは、第二次世界大戦後の 1948 年 5 月に証券取引法が施行されたことを足がかりとして、証券市場が再開されたことから始まる。当時は、財閥の解体によって大量の有価証券が市場に放出されたことを受け、株式が供給過剰の状態にあったことで、株価は大幅に下落して株式市場が極度に低迷していた。また、当時は株券に金額の表示がある額面株式の発行のみが認められていたが、市場の低迷によって時価が額面以下にまで下落していたことから株式の換金性が著しく低かった。そのため、当時の会社は、株式による自己資本の獲得も社債や融資による他人資本の獲得も出来ず、沈滞を余儀なくされていた。そこで、国民が保有する預貯金をはじめとした資金を株式市場に導入し、戦後経済の復興に必要な企業の増資を容易にするための方法の一つとして、投資信託制度の活用が検討され始めた。

1951年6月「証券投資信託法」が制定された。当時、証券投資に不慣れな大衆を証券市場に導入するために、毎月一定額募集に加え、2年で償還するという、定期預金と似た性質を持つ単位型の株式投資信託のみを採用していた。今ではもう下火となった単位型投資信託だが、当時は朝鮮戦争による特需景気が株価上昇に反映され、好成績をあげるファンドが続出したこともあり、単位型投資信託は人気を博した。また、当時は投資信託にかかわる信託契約は大蔵省による事前承認が必要だったこともあり、国を挙げて単位型投信の販売に力を入れていた。 以後 40年にわたって、日本の投資信託は単位型が主流になっていく。

これまでに述べた背景から、日本の投資信託の誕生の背景には、社会の声や市場の要望から自然発生的に生まれたものではなく、各産業の資金調達を容易にする方針として生み出されたという政策的な側面が強い。そのため、政策の遂行のため商品が考案されたことにより、投資信託に対し「元本観念」を植え付けることとなったといえる。3

その後投資信託は発展と衰退を繰り返した。1950年代後半から 60年代初期にかけては神武景気・岩戸景気・オリンピック景気と、日本経済の高度成長に伴い投資信託の純資産残高は一兆円を超えた。しかし、1965年の不況(昭和 40年不況)によって単位型投信の額面割れ償還や、償還期限の延長が相次ぎ、単位型投信に対する批判が起こった。このことがきっかけで、1967年に証券投資信託法の一部改正が為され、「受益者への忠実義務」や「ファンド内容のディスクロージャー義務」などが規定された。これらは現在の投資信託制度にも活用されているものであることから、1967年の法改正が現在の制度を形作るきっかけとなったといえる。4

15 その後、1980年代までは成長を見せたものの、1990年代にバブルが崩壊したことで再び株式市場は低迷し多くの投資家が損失を被り、投資離れが進んだ。このことを踏まえ、1998年に改正された投信法と証取法によって、投信との接点を広げるべく銀行での投信販売が解禁され、現在では証券会社に次ぐ販売チャネルとして定着した。2000年以降には、ETFやREIT、確定拠出年金などが20 誕生し、投資信託の活用機会が増えたほか、2014年にはNISAが誕生したことで投資信託への資金流入は一層高まり、2015年には公募投信全体で純資産残高が100兆円を超えた。5

2017 年 3 月には金融庁より「顧客本位の業務運営に関する原則」が公表され、各金融機関のフィデューシャリー・デューティーの徹底がより明確な方針として打ち出された。2018 年 1 月には「つみたて NISA」が開始され、税制優

10

³ 田村 威(2017)p.3 参照

⁴ 杉田 浩治(2011)p.4 参照

⁵ 日光 AM ファンドアカデミー マーケットシリーズ vol.95 number-nanda 参照(2015)

遇制度を利用した資産形成手段も益々増えている。またフィンテックの台頭によって、AIによる投資の自動運用が行えるようになった。今後、投資へのハードルは一層下がってくる見込みだ。

5 第一節 米国との比較から見えてくる日本の特徴

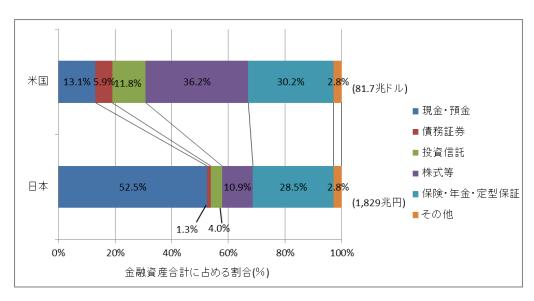
ここからは米国との比較を行い、日本の投資信託の特徴について述べる

第一項 金融資産保有に関する比較

以下に示す図表 2 は、2018 年 3 月末における家計の金融資産比率について 10 米国と日本とを比較したものである。日本は現金・預金の割合が 52.5%と米国 と比較して高く、投資信託の割合が米国の半数以下であることが分かる。また、 米国は株式等の割合が 36.2%と、日本と比較しておよそ 3.3 倍もの差がある。

図 2 家計の金融資産構成

15



(日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』(2018年8月14日)より筆者 作成)

次に、年齢別の保有率を見てみる。以下の図表 3 は、個人の投資信託の保有率 20 を日米で比較したものである。保有率全体で見ると、日本は 8.7%であるのに対し、米国は 43%と、その差は約 5 倍となっている。それに加え、日本では若年

層の保有率の低さが目立つ。 6

【図表 3】年齢別の投信保有率(2015年)

	日本の投信保有率		米国の投信
	男性	女性	保有率
全体	8.7	7%	43%
20~24歳	0.9%	1.1%	
25~29歳	1.4%	3.8%	32%
30~34歳	4.6%	1.0%	
35 ~ 39 歳	7.3%	4.3%	48%
40~44歳	7.6%	4.3%	4070
45~49歳	6.3%	7.6%	54%
50~54歳	10.7%	8.2%	01/0
55 ~ 59 歳	11.5%	8.5%	48%
60~64歳	11.8%	12.2%	4070
65 ~ 69 歳	14.6%	12.6%	
70~74歳	18.4%	11.4%	
75 ~ 79 歳	11.8%	9.6%	36%
80~84歳	17.2%	9.7%	3070
85 ~ 89 歳	15.4%	4.2%	
90 歳以上	16.7%	0.0%	

5 出典:杉田浩治『諸外国の投資信託の販売動向と我が国への示唆』(2017)

最後に、販売チャネルについての比較を行う。図表 5、6 は、2005 年時点での日本と米国の投信の販売チャネルを調査した表である。日本では、金融機関を利用しての購入が一般的となっているが、米国では確定拠出年金を利用する中で投信を購入することが一般的となっているほか、独立 FP や会計士からの購入など、販売チャネルに多様性がみられる。

15

【図表 4】 どの販売チャネルを通じて投信を購入したか(日本)

⁶ 杉田浩治(2017) P.44

日本	
証券会社	70.3%
銀行等金融機関	39.0%
投信会社	7.0%
その他	1.2%
無回答	1.7%

【図表 5】 どの販売チャネルを通じて投信を購入したか(米国)

米国	
確定拠出年金プラン	59.0%
証券会社	14.0%
独立のフィナンシャルプランナー	9.0%
銀行貯蓄機関	4.0%
保険会社	2.0%
会計士	1.0%
投信会社	7.0%
ディスカンウントブローカー	3.0%
インターネット	1.0%

出典:モーニングスター(2005)「5.多様化が進む米国の投信チャネル」

5

以上の比較から、①日本の家計の金融資産比率は米国に比べ現金・預金に偏っていること、②日本には投資文化が根付いておらず、特に若年層の投信保有率に大きな差があること、③日本と比べ、米国は販売チャネルが多様であり、中でも確定拠出年金が大きな割合を占めていることが分かった。

10 これらの事実から、米国の確定拠出年金制度が、若者の投資への入り口としての役割を果たしていることが考えられる。一般的に若年層はまとまった資産を持たないため、投資信託などのリスク資産を多く持てないと考えられるが、米国では IRA や 401k プランといった、給与からの天引きを原資として運用し、老後に備えての資産形成を自助努力によって行うといった仕組みが整備されており、投資信託が若年層に浸透しやすい環境が整っている。

一方日本では、確定拠出年金制度の導入後も制度や対象範囲などの問題から、個人型・企業型問わず、確定拠出年金による資産形成が必ずしも投資への意識形成に役立っていない。なお、2016年以降の確定拠出年金に関する法改正に伴い、長年課題とされていた加入者の範囲の拡大や、新たな制度の導入がな

されたことでようやく国民に浸透してきた。確定拠出年金については次章で詳しく述べる。

第二項 投資アドバイザーの有無

また、米国にて投資が浸透しやすい理由の一つとして、独立系 FP の存在が 5 ある。1929年10月、ニューヨーク株式取引所で起こった株価の大暴落(世界恐 慌)によって引き起こされた経済危機によって、米国民のなかで総合的な生活設 計と資産運用のニーズが高まった。そこで保険会社の外交員が「プランナー」 として、ライフプランニングや運用のアドバイスをしながら保険商品を販売す 10 る形態が生まれ、FPの基となる業態が出来上がった。その後 60 年代以降の行 動成長期に突入し、金融商品を販売する外交員の中で FP を名乗る者も増えて きた。しかし、その中には販売側の都合で商品を押し付けたり、無責任に資産 運用を請け負ったりする者も現れたため FP に対する不信感が強まり、FP の概 念や手法の体系化が求められた。この時点で金融機関や運用会社に対する利益 相反の問題を指摘したことで、独立した第三者視点でのアドバイスへのニーズ 15 が高まったと考えられる。その後70年代から80年代にかけては、エリサ法の 制定や高齢化社会への移行という社会背景も相まって、IRA を用いた資産運用 や節税と対するニーズが高まった。また 80 年代以降は、現在でも米国におけ る代表的な資産形成手段である 401k が誕生し、顧客対象がさらに広がったこ 20 とで、それに伴うように FP 業界もさらに発展した7。

現在ではより専門的な知識を有する CFP も登場してきた。杉田(2015)によれば、

「フィナンシャル・プランニングの専門性を高め、職業として確立していく動きは着実に進展し、FP の上級資格といわれる CFP (Certified Financial Planner) の数は、73年のわずか 43名から 15年 6月末には 7万 2千人 6 に増加した。8」

出典:杉田(2015)p.4 より引用

⁷ FPポータル「米国におけるFPの変遷とFPビジネスの現状について」

⁸ 杉田(2015)p.4

とされており、米国の投資文化定着がますます見込まれる。

一方、日本の独立系ファイナンシャルアドバイザー(IFA)は、家計の金融資産 が預貯金中心の日本では、変動商品への対応力に長けている IFA については活 躍の場が少なく、投信販売にほとんど参画していない現実があった9。

しかしその後、政府の「貯蓄から投資へ」というスローガンのもと NISA やiDeCo といった税制優遇制度が誕生し、徐々に投資が世間一般に浸透してきました。扱う商品が投資信託という変動商品であるため、豊富な知識を持ち、かつ中立的な存在である IFA の存在感が増してきた。投資信託の普及に伴い、一層の活躍が期待される

第三節 長期投資の合理性

保有期間別の年平均収益率(1990/12末~2016/12末)※

5

10

確定拠出年金制度とそれを取り巻く制度の説明に入る前に、それらの制度が 前提としている長期投資についての合理性について論じる。

15 長期投資とは短期の売買をせず、金融商品を長期的に保有する投資の手法を 指す。長期投資のメリットとしては、①リターンの安定化、②複利効果、③時 間や労力の負担が少ないことの三つが挙げられる。

【図表 6】保有期間別の年平均収益率のグラフ(1990/12 末~2016 年/12 月末)



出典 みずほ証券 『長期投資のススメ』より引用

5

10

15

20

25

30

図表 9 は保有期間別の年平均収益率のグラフである。株式投資などでは、短期的には株価の上昇と下落が繰り返されるが、長期で資産運用を続けていると短期的な変動が打ち消し合うことで最終的な一年あたりのリスク・リターンは安定してくる。つまり、投資商品のリスクは保有期間に依存しているということになる。金融商品を安く買って、高く売ることができれば理想的であるが、株価の上下するタイミングを完全に見切ることは不可能である。また、老後の生活に備えて家計の資産形成をするのであれば、より高い運用益を目指すよりも、比較的低い運用益をコンスタントに生みだしながら、自らの人生に必要な目標額を達成することを第一に考えるべきであるため、長期保有によるリスク低減は合理的といえる。

次に、金融商品の長期保有を行う上での重要な概念である複利について説明する。例えば、10万円の元本を年率5%で運用したとすると、翌年には5,000円分の利息が得られる。ここで、得た利息5,000円を翌年の運用に加え、10万5,000円を元本として再び一年間運用を行う…というような手法で運用していくことにより、14年後には元本がおよそ倍の207,887円に増加する。このように、得られた利息がより大きな利息を生みだす概念のことを複利という。なお、利率が低ければその分元本が増加する速度は遅くなる。また、元本についても、定期的に追加することで、増加の速度は飛躍的に増す。

ただ、注意すべきは、投資において複利の効果を享受するためにはそれなりに長期の期間が必要であるという点だ。長期投資によって老後の資産形成を行うのであれば、早期の行動が必要となる。初めの元本は小額でよいため、まとまった資金を持たない若年層にとっては複利を利用した長期積み立てによる資産形成は有効な手段である。

次に、運用する際の負担について説明する。通常、投資においては、定期的 に運用している商品についての確認を行い、自身の運用が適切かどうかを判断 し、銘柄の変更や資金配分の調整などといった「リバランス」を行う必要があ る。しかし、長期投資においては金融資産の長期的な保有が重要であるため、

一日に何度も株価を確認する必要性はあまりない。長期投資による資産形成は

働きながらの積み立てが一般的であることも考えると、投資に割く時間が少な い長期投資は合理的といえる。

また、長期投資はドルコスト平均法との相性が良い。ドルコスト平均法とは、「定期定額投資法」と呼ばれ、一定の金額を毎月、長期間にわたり同じ投資対象を等額ずつ買い続ける投資方法のことである。この手法を用いる場合、株価が下がった時には多く購入し、株価が上がった時には少なく買うことになるため、単純に毎月決められた数量を購入する場合と比べ、平均的に多くの金融商品を購入することができる。また、金融商品の高値掴みを防ぐことができるため、投資におけるリスクを効果的に下げることができる。

10 ただ、そうした利点が、ドルコスト平均法への反論として挙げられやすい。 一定期間に決められた金額の範囲での購入を行う場合、物価が上方・下降問わず一定の動きのみを示している際には、どちらにしろ、平均購入単価が高くなってしまうためだ。そのため、ドルコスト平均法は必ずしもリターンが最大になるわけではないうえ、リスク低減を謳っておきながらそもそもの手法がリスクとなりえるのである10。

しかし、まとまった資産を持たず、株価の値動きについて逐一労力を割くことのできない一般人にとっては、長期的に積立投資を行うことが、安定した資産形成を行う唯一の方法である。これらの手法を活用しながらさらに安全性を 高めていくためには、投資信託を活用した、小額からの分散投資が有効である。

株価が世界全体で下降し続けることはまず稀であるほか、国内外の様々なファンドに対して、プロの手で運用が為されることを考えれば、「長期・積み立て・分散投資」が家計の資産形成手段としては最も手堅い。現在、金融庁を中心に「貯蓄から投資へ」という文化を作ろうという動きがみられるが、金融庁が発表した「平成 27 事務年度金融レポート」では、

25 「リターンの安定した投資を行うには、投資対象のグローバルな分散、投資 時期の分散、長期的な保有の3つを組み合わせて活用することが有効である¹¹。」と述べられており、その有効性についての証明がなされている。

5

¹⁰ 後藤(2014)p.1~p.4 参照

¹¹ 金融庁(2016)p.48~p.56 参照

すなわち、資産形成手段として金融商品を長期保有で運用していく場合には、 上下する株価にいかに惑わされないかがカギとなる。ドルコスト平均法に ついてB・マルキール(2016)は著書で次のように述べている。

「新聞の金融欄が恐ろしいニュースであふれて悲観論一色になっていても、 自動継続投資プランは中断してはいけない。というのは、もしやめてしまえば、 株価が暴落してまたとないバーゲン価格で追加の株が入手できるという、この アプローチの最大のメリットを放棄することになってしまうからだ。」¹²

5

10

15

つまり、ドルコスト平均法の最大のメリットは株価が低くなった時にバーゲン価格で購入できる点であるということだ。株価が下がろうと、長期的には上昇していくうえ、図表 9 のとおり、長期保有についての年平均収益率は安定していくため、下がった時に購入することは「安く買って、高く売る」を実現する良きチャンスとなる。

以上のことから、現状、投資信託が家計の資産形成手段として普及していくためには、ドルコスト平均法を用いた長期積立分散投資による運用が合理的といえる。また、長期的分散積立投資による資産形成を行う方法としては、確定拠出年金制度と、税制優遇口座を利用しながらの資産形成が現状、最も資産形成に適していると考えられる。確定拠出年金制度と長期保有を前提としたiDeCoとつみたてNISAについては第二章に後述する。

 本章では、投資信託の概要やその特徴について説明した後、預金との比較を 以て投資信託がもつ性質について述べた。また米国と日本の投信制度を比較し、 日本の投資信託の現状についての把握を行った後、米国との差が生まれた要因 として確定拠出年金制度を挙げた。また、確定拠出年金制度の基本となる長期 投資についての有効性を論じ、我が国において家計の資産形成手段として投資
信託が普及していくためには、長期積立分散投資と確定拠出年金を組み合わせ た手法が有効であることを論じた。

次章では確定拠出年金制度とそれを取り巻く制度について詳しく述べる。

¹² B・マルキール(2016) (Kindle の位置 No.6126-6129)より引用

第二章 確定拠出年金制度

5

ここまでは投資信託の概要、導入経緯や米国との比較を行い、日本では投資 文化が根付いていないことを述べ、その要因の一つに確定拠出年金制度への取 り組みの差を挙げた。ここからは、確定拠出年金制度に注目し、導入にあたっ ての経緯や制度を米国と比較しながら、資産形成において確定拠出年金が担う 役割と、現在の日本の制度について論じていく。

10 第一節 確定拠出年金制度が担う、投資文化形成の役割

ここでは、確定拠出年金の導入経緯について述べながら、米国との比較を基 に確定拠出年金が担う投資文化形成の役割について論じる。

第一項 米国の確定拠出年金の導入経緯

米国では低水準の公的年金¹³と高齢者人口の増加に伴い、個人の自助努力に 15 よる資産形成の必要性が高まった。¹⁴そのような時代の中で、個人の資産形成 手段としての役割を担ってきた代表的な制度が、1974年に導入された IRA と 1981年に開始された「Defined(確定)Contribution(拠出)」型の 401(k)プラン である。

IRA は 1974 年に成立したエリサ法によって創設された個人用の積立勘定で、我が国の個人型年金に相当する制度である。創設された当初は、職場に企業年金のない労働者が退職資産の形成を行うための制度であったが、その後の制度改正により、企業年金の有無に関係なく全労働者が加入できるようになった。401(k)プランと同様に個人の拠出がベースとなり、拠出時と運用時に非課税で給付時に課税され、運用についても、加入者自身で運用指図を行う仕組みである。また、IRA や 401(k)プランなどの DC 制度の間では、離転職の際における制度間での資産移転(ロールオーバー)が幅広く認められている。導入から 40 年以上経過した現在では、利用対象者の拡大や拠出限度額の引き上

¹³ 吉田(2010)p.43 参照

¹⁴ 野村(2006) p. 122 参照

げ、キャッチアップ拠出¹⁵の導入など、これまでの制度改正によって利便性も高まり、より加入者が利用しやすい制度となった。IRA の資産残高は、401(k)プランを含む DC の残高を超えており、広く国民が利用できる資産形成制度として、その地位を確立している。¹⁶

401(k)は「個人の自助努力による退職準備貯蓄を促進する」という目的に基 5 づいて作られた税優遇制度である。企業によって加入させられるタイプの 401(k)についても従業員自ら出資し、運用を行う(従業員拠出)ことが基本で あって、企業からの拠出はあくまで補助的な上乗せ(マッチング)拠出となっ ている。また、投資の原資は毎月の給与から天引きされた積立金により行われ 10 るほか、自らの運用成果に応じて将来の給付金額が決まることから、「価格変 動商品への定期・定額投資」を強制的に実行させながらも、自己責任で投資を 行う意識形成にもつながった。しかし、企業が資産運用を行う DB 型とは異な り、DC型の401(k)は任意加入であったため、若い世代を中心に加入しない者 が増えてきた。また、これまでは加入者が資産の運用方法を選択しなかった場 合には、投資先として低リスク低リターンのデフォルト商品が選択されていた 15 が、加入者の老後資産を十分に形成するに至らないことが問題視されていた。 そこで、2006年に成立した年金保護法では、従来のオプトイン方式(401(k) プランへの加入が任意)からオプトアウト方式(拒否しなければ自動加入)へ変 更された。2005年時点で、加入自動化の仕組みを導入する企業は1割程度であ 20 ったが、2016年は、従業員規模が500人以上の企業で41%、100~499人の企 業で 28%という調査結果も公表されており、加入自動化の仕組みは 401(k)プ ランの加入者増加に影響したと言えるだろう。

また、デフォルト商品に関しても、同年9月に「適格デフォルト投資選択肢」 に関する規則が公表された。これは、「長期的な資産の値上がり、または、長期 的な資産の維持と整合性と考えられるデフォルト商品」への投資については、 「加入者による口座資産へのコントロールの講師があったと見なす」というも

¹⁵ 証券投資用語辞典より引用 "キャッチアップ拠出とは、退職貯蓄プランや個人退職勘定(に年ごとに拠出する額を追加する権利のこと。"

¹⁶ 大和総研 佐川(2017:4) 参照

ので、この規則によって、ある程度のリスク・リターンを期待できる運用商品については、デフォルト商品として設定しても、事業種に運用の責任は問われないということが明確化された。¹⁷

5 第二項 日本の確定拠出年金の導入経緯

10

日本の年金制度は、企業が支払う退職金を分割し、その分利子をつけて払うという「退職年金」の試みをきっかけとして始まった。戦後の高度成長期にあり、平均寿命も延びつつあった当時は、膨らむ退職金を分割で払うことによる資金繰りの面でのメリットが企業側にあったことに加え、老後の生活を保障するという面で従業員側にもメリットがあったことからニーズが結びつき、企業年金(従来の DB 型年金)の普及につながった。しかし、バブルの崩壊とともに経営が傾いた企業は、従業員に約束していた分の利息を確保することができず、本来受け取るはずの金額を受け取れないという事態になった。18

そのような時代の中、2001年から始まった日本の企業型 DC 年金は、米国のような「個人の退職準備貯蓄の推進」という目的ではなく、従来の確定給付(DB)型企業年金の置き換えという位置づけであったため、加入は任意であり、従業員拠出も認めていなかった。そのため、米国の DC 年金制度のように、国民へ資産形成の意識を持たせることにはつながらなかった。また、12 年から従業員拠出を認めるにあたっても、その金額は「企業拠出額の範囲内で、かつ企業・20 個人の合計拠出額が所定の限度額(後述)を上回らないこと」という制限が付いているほか、運用対象については、対象商品の中に必ず元本確保型商品を含めなければならないと規定している。また、米国と比べ公的年金制度が充実していたことも、資産形成への意識が育まれなかった要因の一つであろう。19ただ、企業型 DC 年金の利用者は制度開始より伸び続け 2005 年時点では 157 万人が加入し、平成 30 年 7 月末時点で約 686 万人に達している。

一方 2002 年 1 月より開始された個人型 DC 年金(現 iDeCo)は、加入者の範

¹⁷ 野村(2008) p.132

¹⁸ 知るぽると 企業年金って何でしょう? 参照

¹⁹ 吉田(2010)p.43 参照

囲が限定的²⁰であったことで、離転職の際に元の企業で積み立てていた企業型 DC 年金の受け皿(DC のポータビリティ)としての役割がうまく機能せず、2005 年 10 月時点で約 53,000 人と、企業型に比べ認知度は広まらなかった。²¹

5 【図表 7】米国と日本との企業型 DC 年金(401k プラン)の比較表

	日本	米国
開始年度	2001 年	1981 年
目的	従来の確定給付型企業	個人の自助努力による
	年金の置き換え	退職準備貯蓄の促進
従業員拠出が	2012 年 弘 े	知序問私左とり
認められた年	2012 年から	制度開始年より
拠出について	任意	拒否しなければ自動
元本保証商品	対象商品の中に必ず元本確保商	≅ Σ Ι Α Α 1
	品を含めなければならない。	認めない
運用指示がない		ライフサイクルファンド
場合の投資先	97%が元本確保型商品	バランスファンド
		投資顧問による運用勘定

出典:野村(2006)・杉田(2012)参照しながら、筆者作成

まとめると、投資文化が根付いている米国では個人の自助努力による資産形成を目的として確定拠出年金制度が生み出され、オプトアウト方式のもと、若年層が投資に身を置くための環境が整えられていたため、資産形成への意識が国民に浸透した。一方日本は、政策的要請によって確定拠出年金制度が生み出され、従業員による拠出などが認められていなかったことにより、資産形成への

²⁰ 野村(2006)p.124より、以下引用

[・]個人型年金への加入を受け付ける金融サービス業者・郵便局

[・]自営業者または企業年金のない企業従業員

^{• 60} 歳

²¹ 野村(2006)p.121~p.129·杉田(2012)参照

意識を国民へ浸透させることはできなかった。

なお、2018年現在までに確定拠出年金制度に関する法改正が行われ、利用者の拡大や新たな制度の拡充が行われた。このことについては、次項で詳しく説明する。

5

10

第三項 確定拠出年金に関する法改正

2016年に DC 法 (確定拠出年金法) が改正され、個人型確定拠出年金(iDeCo) の加入対象範囲は大幅に拡大し 2017年1月から60歳未満の成人国民は基本的に誰もが利用できるようになった。ポータビリティを活かせる機会が増え、働き方の多様化にも対応できるようになるなど、制度の利便性は向上したと言える。その裏付けとして翌年のiDeCoの加入者数は、2017年3月末で43.1万人(前年比+17.3万人)、2018年8月末時点で100万人を突破するなど、加入者が急増しており、対象範囲の拡大の反響は大きいといえる。22

また、2018年 5 月より、改正された新たな DC 法が施行された。図表 7 は改 15 正内容をまとめたものである。

20

²² iDeCo 公式サイト 『iDeCo (個人型確定拠出年金) の加入者数等について』 参照

【図表 8】確定拠出年金法等の改正(2018年5月1日施行分)について

	現行	改正後
1. 指定運用方法の 規定整備	厚生労働省年金局長通知にて、デフォル ト商品の設定が可能と規定	現行のデフォルト商品は廃止し、指定運 用方法の設定を法令で規定
2. 運用商品提供数 の上限設定	運用商品提供数の上限はない	運用商品提供数の上限は35本
3. 運用商品除外規 定の緩和	除外する運用商品を選択して運用指図 している者の全員の同意が必要	除外する運用商品を選択して運用指図 している者の3分の2以上の同意が必 要
4. 継続投資教育の 努力義務化	継続投資教育の実施は「配慮義務」	継続投資教育の実施は「努力義務」
5. 制度間ポータビ リティの拡充	確定拠出年金から確定給付企業年金、中 小企業退職金共済へのポータビリティ は不可能	確定拠出年金から確定給付企業年金、中 小企業退職金共済へのポータビリティ が可能
6.確定拠出年金の 自動移換に係る 取扱の変更	企業型確定拠出年金の加入者資格を喪失した翌月から起算して6ヶ月以内に 手続きをしない場合、年金資産は国民年 金基金連合会へ自動的に移換	現行の取扱に加え、一定の条件のもと、 本人の申し出による手続きがなくとも、 他の確定拠出年金口座がある場合、該当 の口座へ自動的に移換する取扱を追加
7. 中小事業主掛金 納付制度の創設		中小企業を対象に、個人型確定拠出年金 に加入する従業員の掛金に事業主が上 乗せして掛金拠出を可能とする「中小事 業主掛金納付制度」を創設
8. 簡易型確定拠出 年金制度の創設		中小企業を対象に、導入手続き等が簡素 化された「簡易型確定拠出年金制度」を 創設

5 出典:損保ジャパン日本興亜 DC 証券 2018 年 4 月 20 日

10

今回の法改正により、中小事業主掛金納付制度(iDeCo+)が創設され、企業年金を実施していない従業員数 100 人以下の中小企業にも確定拠出年金による従業員の資産形成を支援する環境が整えられ始めた。また、設立条件をパッケージ化し、設立時に必要な手続きや書類等を削減することで制度運営の負担を軽減する、簡易企業型年金も創設された。制度間のポータビリティ拡充や、運用商品の上限設定も相まって、確定拠出年金の利用者は今後ますますの増加が見込

まれる。²³

5

10

15

20

25

そこで、ここからは、まず確定拠出型年金の運用の基本である長期投資の合理性について述べ、その後確定拠出年金を取り巻く「iDeCo」と「積み立て NISA」について解説し、確定拠出年金制度が資産形成手段として適していることを論じていく。

<u>第三節 iDeCo について</u>

IDeCo とは 2001 年より確定拠出年金法に基づいて実施されている私的年金制度である。前述のとおり、2017 年の法改正により加入対象範囲が拡大され、国民年金に加入している 20 歳から 60 歳までの人であれば基本的に誰でも加入できるようになった。iDeCoへの加入は任意であり、自ら掛金を拠出・運用し、掛金とその運用益との合計額をもとに給付を受けることができる。また、2018年の法改正により、iDeCoおよび企業型確定拠出年金の拠出限度額が「月単位」から「年単位」に改正されたほか、制度間のポータビリティが拡充されたことで、これまで積み上げてきた企業型年金による縛りが撤廃されるなど、個人のニーズに合わせた拠出を行えるようになった。

iDeCoに加入するメリットとして、主に、①掛け金を拠出するとき、②資金を運用するとき、③老後に一時金や年金として受け取るときの3つのタイミングで免税されることが挙げられる。まず、iDeCoに拠出した掛金は、その全額が所得控除の対象になるため、所得税と住民税の負担が軽くなる。次に資金の運用で利益を得た場合だが、通常、金融商品の運用で利益を得た場合、売却益・配当金・分配金などに対して約20%の税金が課せられる。だが、iDeCoで運用した場合には、それらの税金が全て免除される。そのため、本来は課税されるはずの部分も投資に回すことができるため、複利の面でより効率的に運用することができる。さらに、老後に資金を受け取る際、一時金として受け取る場合は「退職所得控除」が、年金として受け取る場合は「公的年金等控除」がそれ

²³ 厚生労働省『確定拠出年金制度等の一部を改正する法律の主な概要(平成 30 年 5 月 1 日施行)』

ぞれ適用される。これらは併用可能であり、使い方次第で大きなメリットを享受できる。退職所得控除の額は、加入期間(年)×40万円(21年目からは70万円)であるため、仮に加入期間を4年制大学卒業時点の22歳から加入対象内である60歳までの38年とすると、

5

15

(20 年×40 万円 + 18 年×70 万円) = 2,060 万円

が控除されることになる。公的年金等控除の額は運用益によって左右されるため、先に退職所得控除

10 限度額までを一時金で受け取り、残りを年金として受け取るという手法が合理 的であるといえる。

一方、注意点としては、①原則 60 歳までは掛金を引き出せないこと、②拠出も運用も自己責任であることの二点が挙げられる。元々退職後の資金を自助努力によって形成するための制度であることから、株式投資や貯蓄とは趣旨が異なる。例外はあるが条件が厳しく、確定拠出年金教育協会『iDeCoナビ』の説明では、

"掛金の積み立てをしないで運用のみを行うことはできます。それまでに積み立てた資産の引き出しは、東日本大震災の被災者になる等特殊な事情に該当しない限り認められません。"

20 となっている。このことから基本的に掛金は「60歳までは引き出せない」と考えるべきだ。

iDeCo は拠出から運用まで自己責任で行うため、金融リテラシーの低い者が 運用を行えば損失を生む可能性もある。また各々の状況によって享受できるメ リットも変化してくる。例えば、所属する企業によっても違いが生まれる。一 般的に退職金が多く支払われる大企業に定年まで勤めると、退職時の各種給付 金だけで先ほどメリットとして挙げた控除額の限度を超えてしまうことも考え られるため、自分に合った拠出や運用方法を長期的な視点で考えなければなら ない。

30

第四節 つみたて NISA について

5 2018 年 1 月からスタートしたつみたて NISA は、特に少額からの長期・積立・分散投資を支援するための非課税制度であり、現行の NISA に比べ、長期投資に適した制度設計となっている。以下の図表 8 は現行 NISA とつみたて NISA とを比較したものである。

10 【図表 9】現行 NISA と積み立て NISA との比較表(2018 年現在)

	つみたて NISA	現行 NISA	
対象者	日本在住で 20 歳以上(併用不可)		
非課税投資枠	40 万円/年	120 万円/年	
非課税機関	最長 20 年間	最長5年間	
口座開設期間	2037 年まで	2023年まで※1	
対象商品	一定の要件を備えた	上場株式、ETF、投資信託等	
	投資信託等		
ロールオーバー	不可	可(NISA 間は不可)	
払出制限	なし		
投資方法	積立投資	特に制限なし	

※SBI 証券のサイトを参考に、筆者作成(要編集)

※1 平成 31 年度税制改正要望案の中で、「NISA 制度の恒久化」についての要望があったことから、確定ではなくなったが、あくまでも現時点の制度について述べていく。24

15

制度上の注目すべき点として、①非課税投資枠、②非課税期間、③対象商品の三つが挙げられる。つみたて NISA は、2018 年から 2037 年までの 20 年間、毎年独立した 40 万円非課税枠を使って投資を行うことができる制度である。

²⁴ 財務省『平成 31 年度税制改正要望事項一覧』 2018 年 8 月 31 日時点

通常の投資運用で利益を生みだした場合にはそのうちの約 20%を納税する必要があるが、つみたて NISA を使えば、20年間は非課税になる。つまり最大で 20年間×40万円=800万円分の非課税枠を利用できることになる。

対象商品についても、金融庁が認めた一部の投資信託にのみ投資が認められている。日本には現在 6000 本の投資信託が設定されているが、2018 年 9 月末時点につみたて NISA の対象となっているファンドは 162 本と、かなり絞られている。25また、金融庁が定める基準も、①販売手数料ゼロ(ノーロード)、②信託報酬は一定水準以下(例:国内株のインデックス投信の場合 0.5%以下)に限定、③顧客一人ひとりに対して、その顧客が過去1年間に負担した信託報酬の概算金額を通知すること、④信託契約期間が無期限又は20年以上であること、⑤分配頻度が毎月でないこと、⑥ヘッジ目的の場合等を除き、デリバティブ取引による運用を行っていないこと、などの条件をすべて満たすものとしている。26選択肢が狭まることに対する反論はあるが、そもそもつみたて NISA 自体、投資に関心の薄い層に資産形成を促していくための環境整備の役割を担っていることから、金融庁が低コストの商品や信頼性の高い商品に対象を絞るという制度設計は、投資初心者が資産形成に踏み出すための配慮としては有効である。

第三章 金融機関のフィデューシャリー・デューティー

現在、金融庁主導の下で「貯蓄から投資へ」の流れを作り、国民の安定的な 20 資産形成を促す一環として金融機関にはフィデューシャリー・デューティーの 遵守が求められている。

本章では、まず第一節で現在の金融機関が抱える現状と問題を整理する。その後、第二節でフィデューシャリー・デューティーについての概要を述べたうえで、第三節にて金融機関がこの規範を遵守する意義について論じる。

25

5

10

15

第一節 金融機関の問題と現状

²⁵ 金融庁 2018年9月28日 『つみたて NISA 対象商品届出一覧』参照

²⁶ 今井利友平成 29 年 9 月 10 日 金融庁総務企画局政策課 金融税制調整官 『導入直前! 「つみたて NISA」の制度説明』参照

第一項 金融機関を取り巻く現状

5

10

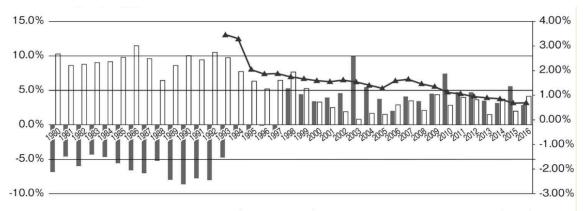
15

貯蓄から投資への流れは 2001 年の小泉内閣が打ち出した「今後の経済財政 運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針概要」より始まった。かの年か ら今日にいたるまでのおよそ 17 年間で投資信託に関する法改正や政策等は幾 度となく施行されたにもかかわらず、投資文化が根付くことはなかった。時代 背景として、日本の投資環境の整備が不十分であったにしろ、投資信託普及に 向けた政府の動きについてはこれまでの章で述べた。

一方で金融機関の努力は、投資信託普及のための行動に値するものであっただろうか。行政が法律による規制を設ける中、金融事業者にとっては規制がかえってミニマムスタンダードと化し、銀行業務の画一化につながった。それを裏付けるかの如く、我が国の投資信託は系列会社による販売が常態化され、手数料収入を狙った資産運用には適さない商品の販売によって、投資を取り巻く環境が悪化した。その結果として、家計の金融資産残高は増加傾向にあるにもかかわらず、我が国ではいまだに現金・預金の比率が残高全体の半数以上を占めており、家計金融資産に占めるリスク性資産(株式・投信等)の保有割合に大きな変化は見られない。

収益に関しても、銀行の収益に関してバブル崩壊以降、貸出利鞘での収益獲得が望めない状況に陥っている。以下の図表 9 は、民間部門の資金過不足と貸出金利の推移である。

20 【図表 10】 民間部門(家計・企業)の資金過不足と貸出金新規約定金利の長期 推移



- 部門別資金過不足の推移(対GDP比%):企業・民間非金融法人部門(左軸)
- □ 部門別資金過不足の推移(対GDP比%): 家計部門(左軸)
- ★ 新規・国内銀行貸出約定平均金利(%):(右軸)

出所:資金循環金融取引表・貸出約定金利平均金利データ(日本銀行)、GDP統計(内閣府)より筆者作成

出典:吉澤(2017)(kindleの位置 No.276/3324) より引用

図表 10 より、1994 年を境に銀行の貸出金利が低下し、それに伴う形で民間部門の資金需要が低下していることが分かる。このことより、現在の金融機関が貸出利鞘によって収益を獲得するのはかなり難しい現状にあることが分かる。そこで新たな収入源として投資信託が誕生した。しかし、常態化した系列販売に伴い、投資信託の販売方法についても問題が生じている。

第二項 系列販売の現状

5

10 平成 28 事務年度金融レポートでは、我が国の投資信託に関する問題点について以下のような指摘がなされた。以下は「平成 28 事務年度 金融レポートの主なポイント」より引用したものである。

我が国の投資信託の販売実態等を見ると、引き続き以下の傾向が見られる。

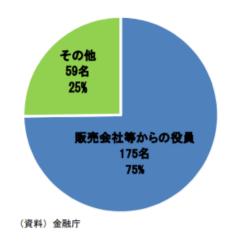
- 15 ①米国と比べ、リスクに見合うリターンをあげていない投資信託が多い
 - ②パフォーマンスの良いアクティブ運用投資信託が少ない
 - ③テーマ型投資信託が多い (売買のタイミングを適切に見極めることは困難)
 - ④回転売買が多い
 - ⑤高い販売手数料や信託報酬の投資信託が多い
- 20 ⑥販売会社と系列の運用会社の間の結びつきが強い

出典 金融庁(2017)p.8

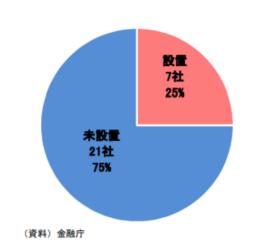
5

まずは系列販売の現状について述べる。同一グループ内に銀行や証券会社といった販売会社を持つ日系の運用会社 28 社について、金融庁が調査を行った²⁷。そのうちの役員の受け入れ状況に関しての調査結果は、対象の全ての運用会社で系列の販売会社等から計 175 名の役員を受け入れており、全役員の75%を占めていることが分かった。一方で、運用会社の独立性確保の観点から、いわゆる独立社外取締役を設置している運用会社は全体の 25%(7社)に留まっていることも、調査により判明した。

【図表 11】販売会社等からの役員の 受入状況(2017 年 3 月末時点)



【図表 12】独立社外取締役の 設置状況(2017年3月末時点)



出典 金融庁(2017)p.64 より引用

また、3 メガバンクグループでは、リテール向けに取り扱っている投資信託 15 の本数、販売額それぞれにおいて系列運用会社が提供するものが約6割に達し ており、引き続き系列の販売会社と運用会社の間に強い結びつきがあるとの結 果も出ている。その裏付けとして、第一章第一項で述べた大手証券会社が扱う 全ファンドのうち、半数以上が系列会社のファンドであったことが挙げられる。

²⁷ 金融庁(2017)p.63

第二項 金融機関にとっての投資信託

20

そもそも、投資信託は金融機関側にとって収益性の面から考えておいしい商 品である。例えば、銀行預金であれば預貸金利と市場金利との差額が収益とな る、いわゆる「スプレッド収入」がある。ただ、預金をもとにしている以上、 元本と利息分の利益を保証しなくてはならないうえ、長期にわたるデフレ基調 5 の下、貸付需要と貸出金利の低迷を鑑みるに、スプレッドによる収入について 多くは見込めない。一方、投資信託については販売手数料や委託報酬といった、 いわゆる「コミッション収入」による収益がある。コミッション収入は販売回 数に応じて販売手数料が増加するほか、毎年の手数料収入も得ることができる 10 という点で、「長期保有に適さない、回転数の高い商品」を販売することができ れば、スプレッド収入よりも高い収益が見込める。また、第一章で述べたよう に投資信託のリスクについては投資家が負担することから、金融機関側からす るとこれほどにおいしい商売はない。これまでの利鞘ビジネスでは十分な収益 を確保できなくなった金融機関にとってはまさにうってつけの商品であったわ 15 けである。

「長期保有に適さない、回転数の高い商品」の代表例として挙げられるのが、 今回の調査においても指摘された「テーマ型ファンド」である。テーマ型ファ ンドとは「IT」、「オリンピック」、「環境・資源」などといった話題性のある特 定の分野や業界に投資を行うというものであり、我が国では売れ筋の商品とな っている。

しかし、テーマ型ファンドは話題性が強い分、市場で注目されてから設定するのが一般的である。そのため、テーマ型ファンドを購入する時点ですでに高値圏にあることが多く、場合によっては高値掴みをさせられるケースもある。 図表 13 は、シェールガス関連のテーマ型投資信託について、純資金流入額と 関連指数の動きである。2014 年、アメリカをはじめ世界では「シェール革命」という言葉が声高に叫ばれていたが、OPEC(石油輸出国機構)が減産を見送ったことや、中国での成長鈍化や欧州の経済不安といった懸念などにより、2015 年に入ってから原油価格が大きく下がった28。その結果、多くのシェール

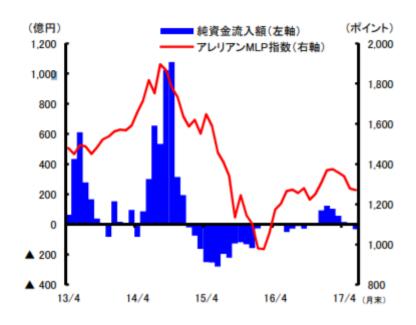
²⁸ 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング(2014)p.1~p.5 参照

オイル関連企業が大きな損失を被る事態となった。

5

10

【図表 13】 テーマ型投資信託の事例:シェールガス関連投資信託(計 25 本) の純資金流入額と米国エネルギー事業関連指数の推移²⁹



出典:金融庁(2017)p.55

15

以上のように、テーマ型ファンドは売買のタイミングを見極めることが難しい うえ、ファンドを勧められる頃には株価が高まっている傾向があることから、

²⁹アレリアン MLP 指数:米国におけるパイプライン等エネルギー事業を主な収益 源とする共同投資事業形態 (MLP) の価値の動きを示す代表的な指数。

運用におけるハードルは高いと考えられるため、安定的な資産形成を行うことを前提に置けば、テーマ型ファンドは向いていないといえる。ただ、株価のピークで販売数が伸びている実態を踏まえると、話題性という売り文句に惹かれて購入を決断する人間が後を絶たないことが分かる。

5 こうした現実を是正し投資家の保護を図るという点で、金融機関はフィデューシャリー・デューティーを遵守する必要がある。

第一節 フィデューシャリー・デューティーの概要

フィデューシャリー・デューティーが設けられた目的は、銀行の金融仲介機能の発揮と、「貯蓄から投資へ」の流れを構築し、国民の安定的な資産形成による金融資産の流動化を以て、デフレからの脱却を図るためである。特に国民の資産形成に関しては、少子高齢化の進行による社会保障費等の増大や生産年齢人口の減少も相まって、もはや貯蓄だけでは生活が難しいため、投資による資産形成手段を早急に身に着けさせねばならない。しかし現状は、国民による投資は伸びず、日本の家計資産の株式・投信・債券への投資割合を合計しても、2018年現在で16.2%である。そこで、現状を打破すべく、預かった資産を顧客本位の運営を以て、利益を上げたい投資家の信頼にこたえることを徹底するための義務として、フィデューシャリー・デューティーが設けられた。

そもそもの概念自体は昔からあるもので、元来は「信託契約に基づく受託者 20 が負うべき義務」と言われていた30。変化したのは 2017 年 3 月に金融庁より 発表された「顧客本位の業務運営に関する原則」にて、顧客本位をフィデューシャリー・デューティー(受託者責任)としたことから始まる。同原則ではこうしたフィデューシャリー・デューティーについて、

「他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な 25 役割・責任の総称」

出典:金融庁(2015)p.4より抜粋

という定義付けを行っており、金融機関等が、真に顧客のために行動している かについての検証と、民間の自主的な取組みを支援すること方針を固めた。

³⁰ 三原(2017)p.1 参照

フィデューシャリー・デューティー自体はプリンシプル(原理・主義)として位置づけられており、各金融機関の努力義務によって遵守されるものである。したがって、遵守するもしないも各金融機関の自由であり、しない場合にはその理由について述べる義務が生じる。あくまでも努力義務とした背景には、これまでに投資家保護のための法改正等を行うといった、ルールを定めたことにより、法律で定められた範囲が一種の基準となってしまったことで、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長させる結果を招いたということが挙げられるためである。

10 第一節 投資信託普及のために

5

15

20

これまで述べたフィデューシャリー・デューティーを徹底し、顧客本位の運営を行うことは、投資家主導の取引を行うことにつながる。今までは金融機関より販売される商品を投資家が選ぶという、受け身の取引であったが、顧客本位の運営がなされることで不利益を被るファンドの購入を避け、自身の目的に沿って投資家が会社や商品を選択し、購入するというような取引形態になれば、金融商品の取引の質はさらに高まる。

しかし、金融機関側がフィデューシャリー・デューティーを遵守するのみでは、現状は変わらない。顧客本位の業務運営を遵守し、金融用品の購入について助言を行おうと、助言を聞き入れる投資家側の知識が追い付いていなければ成立しない。投資家の利益を考えたアドバイスを聞き入れ、理解することで初めて真に有益な助言となる。すなわちフィデューシャリー・デューティーを遵守することの意義とは、投資家を賢い投資家へと変化させることにある。

第四章 フィンテック (Fintech) が台頭する社会

25 ここからは新しい技術であるフィンテックについての概要を述べた後、資産 運用手法の一つとしての、ロボアドバイザーの有効性ついての検討とフィンテックが台頭してきたことによる既存金融機関との関係性について論じていく。

第一節 フィンテック概要

30 Fintech とは、「金融」(finance) と「技術」(technology) を組み合わせた造

語である。広義では。IT を活用した金融サービス全般を指すが最近では特に金融 IT ベンチャーを中心とした金融 IT 業者を指すことが多い。代表的なものとして、オンライン送金・決済、P2P、レンディング、クラウドファンディング、家計簿管理などがある。こういった金融サービスを中心に新しいソフトウェアやソリューション機能を開発する企業が顧客便利性を追求し、低コストの金融サービスを提供している。

IT 技術の進歩に伴い出現したフィンテックという言葉は 2000 年代前半から 既に存在していた。フィンテックが発展した要因の一つにリーマンショックが ある。リーマン・ブラザーズの倒産により、アメリカでは多くの金融機関が経 営に困り、税金による救済を受けつつも守りの姿勢に入ることとなり、利息や 手数料の引き上げ、貸し渋りを始めたのである。これをきっかけに、事業を拡 大しようとしていた中小企業や家を購入しようと思っていた低所得者層の顧客 を中心に銀行への不信感が高まることになった。

そうした状況に陥ったため世間では、新しい金融サービスを求める声が大きくなりはじめたのである。そうして大きく発展したのがフィンテックである。スマートフォンや IT 技術の進歩によって金融サービスのテクノロジー化が進んだために用いられるようになった。フィンテックはそもそもアメリカで発展して日本に波及してきた。その歴史は浅く、1998年に paypal という会社がインターネット決済サービスを始めて事業化したことが始まりとされている。

20 また、フィンテックの先駆けとなる代表的なものとして、Square や楽天スマートペイが有名である。これらは、スマートフォンに小型の器具をとりつけるだけでクレジットカード決済が可能になるというものである。現在では、個人や企業の資産運用を AI が自動的に行うなどのサービスも展開されだしている。

25 第二節 フィンテックが持つ性質

5

10

フィンテックフィンテックと言うかなり広義な意味を持つ技術によって多く の新しいシステムやサービスが提供されている。ここからは、現在提供されて いるサービスに注目しながら、フィンテックが持つ性質について論じていく。

30 第一項 ロボットアドバイザー(Wealth Navi を例に)

ロボットアドバイザーとは、年齢や資産状況といった質問に答えると、その答えをもとにリスク許容度を測定し、AI が判断した最適なポートフォリオを自動で運用するサービスのことである。資産の配分からリバランスといったことまで AI がすべて自動で運用してくれるのであれば、通常の投資に比べ、必要な時間も知識も少なくて済む。また、この Wealth Navi というサービスは、最低投資額を 10 万円とし、国内外の様々な商品へ向けた長期分散投資を前提とした運用を行ってくれるほか、毎月 1 万円の自動積立のプランがあるなど、投資の経験がなく、まとまった資金をもたない若年層には特に適したサービスであるといえる。

10 ただ、家計の資産形成手段として考えた場合、ネックになるのは手数料である。Wealth Navi の場合は毎月の時価総額に対し 1%の税金がかかる。

第二項 すべてをスマートフォンー台で

これまでスイッチング(市況等を判断し、より効率的な投資成果を狙ってあら 15 かじめ選択肢として定めてある他の投資信託へ乗り換えること)を行う際は、面 倒な手続きを経る必要があった。しかし、フィンテックが用いられることで、 それらの手続きをスマートフォンー台で完結できるようになる。これにより、 販売店舗の少ない地域でも、店舗に出向くことや面倒な手続きを経ることなく、 投資家自身の意思を反映した投資信託が可能となる。

20

25

5

ここまで述べたように、もはや直接金融機関が介在しなくとも金融取引を行うことができ、専門家によるアドバイスをもらわなくても、AIによる自動運用によって利益を上げることができるというような時代が始まった。フィンテックにはサービス提供に関する既存の空間業務領域を無いものにすることができる。つまり、よりよい金融サービスが、既存金融機関以外の企業から提供できるようになったのだ。

とは言うものの、既存の金融機関もフィンテックを活用することで、より便 意な機関となっているので次の節から紹介したい。

30 第三節 フィンテックと既存金融機関の共存

第一項 既存金融機関の状況

まずは、既存の金融機関のマイナスな状況について述べる。

かつての金融機関は、「護送船団方式」というカテゴリーの下、旧大蔵省の保 護と監督により安定的に収益を上げていた。

5 しかし、1990年代後半からの金融ビッグバンの影響で十数行あった都市銀行 は数行に集約され、地方銀行をはじめとした地域金融機関の合併や持ち株会社 化は進みつつある。

また、近年続く少子高齢化の影響で働き手の人口は、過去に例を見ないスピードで減少している。業務においても、これからより一層効率の良さが求めら10 れる。

また、既存の金融機関が持つ融資仲介における問題点としては、レンディング(借り入れ)までに要する時間の長さがある。金融機関の融資審査には膨大なデータベースの中から必要なものが抽出され、人の手によって吟味されるため必然的に時間もかかってしまう。

15 さらに、そのために人員を確保しているが、人件費が多くかかり、経営を圧 迫することにも繋がっている。

第二項 ロボアドバイザー機能を利用する

既存金融機関によるフィンテックの導入は、業務内容を効率化する。現在、 20 投資などの資産運用は人の手により行われることが大半であるが、この機能を ロボットアドバイザーなどのフィンテックを利用した仕組みに変換することに より、業務の効率化と人件費削減が可能となる。また、このテクノロジーを先 に導入している競合にも対応できる。

25 第三項 レンディングの効率化

フィンテック、とりわけ AI を比較的簡潔な審査の多い個人融資の審査に導入することによって、人の手で行われている審査業務の8割を代替できると言われている。AI は生産性の維持とコスト増大の防止を期待できる。

また AI は「意味」を推し量ることができないために、仮に贔屓にする企業が 30 資金難に陥ったとしても、統計的に貸し出し不可と判断されてしまう。そのた

め AI の限度は、参考となる最適化された資料を提出することまでであるとされる。

これこそが AI が完全に融資業務を代替できない所以である。8割が AI に代替されたとしても、最終的な融資の判断は論理的に思考することができる人の手に委ねられる。AI が台頭しても人の力が必要になってくる現場は存在するのである。

10 第四節 結論

5

15

20

フィンテックによって、遠隔地の人や個人営業の人にもスマートフォンで気軽に投資信託をすることが可能になり、これまでのより多くの範囲で投資信託による家計資産形成が促進されることになるだろう。また、フィンテックをうまく既存金融機関に導入することによって、現状の金融機関の問題を改善することが期待される。業務の非効率さという金融機関がかねてから持つ問題のみならず、生産性の向上や人件費削減などの問題についても対処することができる。

今後は、既存の金融機関がどこまでフィンテックの進出に対応できるかは未知であるが、フィンテックの導入は人の作業を完全に代替する可能性は低く、 今後は人とフィンテック両者の強みを生かした発展が期待され、より良い融合と言えるだろう。

第五章 提言

本章では投資信託を根付かせるための提言として、確定拠出年金制度からは 25 「企業型年金のオプトアウト方式導入」、「iDeCo とつみたて NISA を利用し た資産形成」についての提言を行う。金融機関のフィデューシャリー・デュー ティーについては、「投資家への多様なアドバイス」について提言を行う。

第一節 企業型確定拠出年金のオプトアウト方式導入

30 第一章で述べたように、投資文化が根付いている米国と根付いていない我が

国との差は、確定拠出年金制度への取り組みの違いによって生まれている差である。確定拠出年金制度は若者の投資への入り口としての役割を担っており、人生の早い段階で個人の自助努力による退職準備貯蓄を促進させられることから、投資文化の促進にはうってつけである。米国の確定拠出年金制度は従業員拠出についてはオプトアウト方式(拒否しなければ自動的に拠出)としている。一方、我が国の企業型確定拠出年金制度において従業員拠出は現状、任意である。そこでオプトアウト方式を日本の企業型年金にも導入し、半ば強制的に投資に参加させていくことで自助努力による投資文化を根付かせるという手法を提言する。なお企業型確定拠出年金はもともとの制度が企業のための制度であるため、導入の際には企業による何%かの元本保証行うなど、従業員の資産形成を補助するための試みが必要である。

第二節 iDeCo とつみたて NISA を利用した資産形成

5

10

25

30

次に、資産形成手段として iDeCo とつみたて NISA の利用した資産形成について。世界的な低金利である現状を踏まえると、投資初心者である若年層の投資家が高い運用益を狙うのは合理的とは言えない。iDeCo やつみたて NISA の利用による税制控除を受けながら、3~5%の利息をコンスタントに生み出し、複利の効果を得ながらの運用が最も効果的である。なお、これらの制度を利用した資産形成を行う際には、運用の出口で、公的年金等控除と退職所得控20 除の利用を忘れないことが重要である。

第三節 投資家へのアドバイザーの多様化

最後に、投資家への多様なアドバイスについての提言を行う。フィデューシャリー・デューティーの徹底がいまだなされていない状況では、金融機関によるが、必ずしも投資家にとって利益のあるアドバイスにはなりえない。投資家と金融機関双方の間で相互利益を生む関係の構築が必要とされるいま、IFAや、フィンテックを活用した AI による意見、といった、第三者からの意見が重要になってくると考える。IFA に関しては、今後も発展が見込まれる投資信託についての豊富な知識を活かし、個人投資家によるアドバイスや、IFA 自身が投資教育を行うなど、活躍の幅が広がっている。IFA の活躍の幅をさらに広

げるべく、国を挙げた資格取得支援や職業についての広報を行っていくべき だ。また、ロボアドバイザーについても、扱う商品によってアドバイスが変化 することから、自分に合ったロボアドバイザーを見つけ効果的なアドバイスを 受ける必要がある。

5

終章

第一章では投資信託の導入背景や米国やとの比較をもとに、日本の投資信託が抱える問題について明確にした。第二章では投資文化を根付かせるための確定拠出年金制度について述べ、現在の日本で有効な資産形成手段について、

iDeCoとつみたて NISA を利用した積立投資の有効性について述べた。第三章では金融機関のフィデューシャリー・デューティーについて述べ、投資信託の普及のために受託者責任を遵守することの意義は、賢い投資家を育てることにあるとした。第四章ではフィンテックについて述べ、フィンテックがもたらす新たな金融の流れについて説明し、金融機関側と投資家側の両方にとって期待のできる技術であることを述べた。そして、第五章の提言では、企業型確定拠出年金のオプトアウト方式導入、iDeCoとつみたて NISA を利用した資産形成、投資家へのアドバイザーの多様化について述べた。

今後、利用者の増加が見込まれる投資信託であるが、金融機関も投資家もそれぞれがさらなる利益を享受するためには、歩み寄りが必要である。金融機関はフィデューシャリー・デューティーを徹底し、投資家は金融リテラシーを高めることで、金融商品の取引はさらなる高度化が図られるであろう。

参考文献

- 1. 野村証券 HP ファンド検索
- 25 2. 大和証券 HP ファンド検索
 - 3. 田村威(2017)『十四訂 投資信託 基礎と実務』
 - 4. 杉田 浩治(2011)「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託 —その軌跡・現状と今後の課題—」
 - 5. 日光 AM ファンドアカデミー
- 30 マーケットシリーズ vol.95 number-nanda(2015)

- 6. 杉田浩治(2017)「諸外国の投資信託の販売動向と我が国への示唆」
- 7. FP ポータル (株)グローリレイション・菅野労務 F P 事務所

「米国におけるFPの変遷とFPビジネスの現状について」

(http://www.e-srfp.com/jisseki/usafp/)

5 8. 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」

9. 日本 FP 協会 - データでみる FP 資格

(https://www.jafp.or.jp/aim/fpshikaku/data/)

- 10. 後藤(2014)p.1~p.4 参照
- 10 11. 金融庁(2016)p.48~p.56 参照
 - 12. B·マルキール(2016) 『ウォール街のランダムウォーカー』
 - 13. 吉田(2010) 「アメリカの年金システム」
 - 14. 野村(2006)「個人型確定拠出年金の課題―米国 IRA の発展からの示唆」
 - 15. 証券投資用語辞典
- 15 16.佐川(2017)「米国投信市場における退職貯蓄制度の役割」
 - 17. 野村(2008)
 - 18. 知るぽると 企業年金って何でしょう? 参照
 - 19. 吉田(2010)