

## 投資の「民主化」にゴールはあるか

杉田 浩 治

一、なぜ金持ちはますます金持ちになるか

米国の投資情報会社モーニングスターの調査担当役員ジョン・レケンタラー氏は、同社ウェブサイトに“Why the Rich Have Become Richer”と題する論考を掲載した（二〇二一年七月二六日）。その中で同氏は米国の個人所得について、国勢調査局の連続統計が得られる一九七五年を出発点として二〇一九年までの四四年間に、家計所得の中

央値の伸びは五〇%弱に止まったが、所得上位五%の家計の所得は一五〇%も増加した（いずれも実質ベース）と指摘している。

その理由として同氏は、企業収益の成長などを反映して同期間の株式（S&P500）の配当込み実質リターンが三、〇〇〇%以上であったこと、そして中位所得者の株式保有金額が一五、〇〇〇ドルであるのに対し、所得上位一〇%の層では四二五、〇〇〇ドルに達していること（いずれも二〇一九年現在）を挙げている。すなわち、株式を多く持っている金持ちは、（給与所得以外

の) 第二の所得を多く得て、ますます金持ちになつたと述べている。

また、二〇二一年八月二日付の日本経済新聞は一面トップの「マネーと経済 切れた連動」と題する記事の中で、「七〇年代を境に米国では生産性が高まっても労働者の平均賃金は上がりになつた」と指摘している。

さらに、所得・資産格差に関しトマ・ピケティ氏が二〇一四年に著した『二一世紀の資本』の中で、超長期の世界経済分析の結果として指摘した「資本収益率は経済成長率より高い (*High*)」という事実がある。

以上の論考はいずれも、勤労者を豊かにし、格差を是正するためにも「一般個人の資本市場への参加 (株式保有) を促す」、言い換えれば「投資の民主化」が必要だということを示唆している。

## 二、投資信託誕生の原点は「投資の民主化」

ところで振り返ってみれば、一九世紀に英国で生まれた投資信託 (以下「投信」) の設立目的は、共同投資の仕組みを利用して分散投資と専門家運用を可能とすることによる投資の民主化にあった。世界最初の投信とされるフォーリン・アインド・コロニアルの設立趣旨書には「中流階級の投資家にも大資本家と同じような利益に均霑しめようとすること」がはつきりとうたわれていた<sup>(1)</sup> (日本で一九五一年に投信が導入された目的も、当時叫ばれていた証券民主化運動の一環であった)<sup>(2)</sup>。

そして、一九二〇年代に英国から米国に移入された投信は米国で大発展を遂げ、その後、新興国

においても投信の導入により投資の民主化をはかる動きがつづいた。今や投信は（国際投信協会加盟国だけでも）四六カ国で運営され、その資産額は二〇二一年六月末現在で六八・五兆ドル（七、五〇〇兆円、私募を含む）に達している。

米国では一九七〇年代に、ドラッカーが確定給付型（D B）企業年金の急成長下において著した『見えざる革命』の中で「年金基金が米国経済の資本を支配する」と指摘していた。しかし、その後、企業年金が徐々に確定拠出型（D C）に移行し、年金資産運用の個人化が進行するにつれて投信が拡大、今では「投信資本主義」ともいべき様相を呈している。F R B（連邦準備制度理事會）の資金循環統計により株式の保有者別構成を計算すると、二〇二〇年末現在でE T Fを含む投信が二七％に達し、私的年金基金の五％を遙かに凌駕している。

### 三、米国家計の株式保有は間接保有が主体

投信は米国家計の株式保有比率の上昇に大きく貢献した。F R Bが三年おきに実施している“Survey of Consumer Finances”によると、二〇一九年現在で米国世帯のうち上場株式を保有する世帯の比率は五三％に達し、三〇年前（一九八九年）の三二％から大きく上昇した。その内訳を見ると株式を直接保有している世帯の比率は三〇年前の一七％から一五％に減少しており、代わって投信・退職準備口座などを通じて株式を間接保有している世帯の比率が一五％から三八％へ増加している。<sup>(4)</sup>

すなわち、株式保有世帯の増加は投信などを通じる間接保有の普及により実現したのであり、現

在では個別株の直接保有一五%に対し、分散投資が可能な投信などを通じる間接保有が三八%と主流を占めているということである。

なお、米国では近年、まとまった資金を運用する「資産運用」の分野において、ラップ口座など投資一任勘定を利用した投資のカスタマイゼーション<sup>(5)</sup> Ⅱ 個別管理化が進んでいる。また、直近では個人ごとのニーズに合わせた指数を作って株式を直接組み入れる「ダイレクト・インデックスシグ」が出現するなど、一部に投信離れの動きも見られる。

しかし、退職準備積立てなど「資産形成」の分野においては、依然として合同運用・低コストの投信が広く利用されており、二〇二一年六月末現在、企業型DCの401(k)資産の六六%は投信で運用されている。<sup>(6)</sup> また、前述のラップ口座も投信を利用するケースが多い。

したがって、今後もETFをふくめた投信の幅広い利用がづくと思われ、株式保有の間接化が進行しよう。

#### 四、今後の日本の方向性

さて、日本においては投資の民主化は（米国と比較して）どの程度進んでいるだろうか。

前述のように米国では株式を保有する世帯の比率は、二〇一九年現在、直接・間接の合計で五三%に達している。これに対し、同時点における日本の株式または投信の保有世帯比率は二九%程度と推計されている（後述の投資信託協会「つみけん」報告書三〇頁）。また、家計金融資産に占める株式等および投信の比率は米国の五一%に対し日本は一四%に止まっている（二〇二一年三月末現在<sup>(6)</sup>）。

この状態を改善するため、日本では、今後どのようにして投資の民主化を進めるべきであろうか。

前述のとおり株式投資が普及している米国では、家計の株式保有は投信などを通じる間接保有が主体となっており、日本でも効率的に分散投資ができる投信を通じて家計の株式保有を進めることが中心の方策となる。

そして目指すべきゴールは、投資信託協会に設けられた「すべての人に世界の成長を届ける研究会（通称「つみけん」）<sup>(7)</sup>が二〇二二年五月に発表した報告書<sup>(8)</sup>の中で唱えているように、「株式や投信を保有している人の割合を一〇〇%にする」とであろう。

「つみけん」の目標は二〇年後の二〇四一年をターゲットとしており、目標達成に向けてやるべきこと、あるいは（二〇年あれば）やれることは

多い。先ず①投資教育の充実が必要なのは論をまたない（「つみけん」では二〇四一年に「金融教育を受けたことのある人の割合が一〇〇%になること」を目標として掲げている）。また、筆者は②投資の入口のハードルを低くすること（口座開設・買付け手続きのカンタン化、投資単位の小口化など）、そして③投資の成功体験を広げることが重要だと考える。

これらをまとめて実現できる方策は、優遇税制を生かせるDCおよびつみたてNISAの普及を加速化することであろう。たとえば企業型DCは、企業が加入者に対し継続的に資産運用教育を行うため、前記①の投資教育の充実を期待できるとともに、積立て・資産運用について企業が窓口になって処理するので②の投資ハードルの引き下げも実現できる。さらに税優遇（リターン向上）効果および長期積立てによるドルコスト平均法効

果により③の成功体験増加にも結びつこう。また、個人型DC（イデコ）およびつみたてNISAについても、③の効果は同様であり、①についても金融機関の努力による一定の効果を期待できよう。

「つみけん」では、二〇年後に「つみたてNISAおよびDC等による積立投資総件数を四、〇〇〇万件（現在は一、三〇〇万件）<sup>(9)</sup>、その積立残高を一五〇兆円（現在は一五兆円）とすること」を目標としている。

その実現可能性を高め、日本における投資民主化を推進するため、筆者はDCに関し、①加入資格者全員が自動的にDC制度に加入する（希望者は脱退を選択できる）「自動加入・オプトアウト方式」への移行、および②資産運用について、ターゲットデイトファンド<sup>(10)</sup>など株式も組み入れる資産分散型商品をデフォルト商品（加入者が運用

方法を選択しない場合の運用先）とする制度変更の実現を期待している。

さて最後に、本稿の表題は「投資の「民主化」にゴールはあるか」であった。結論は「ゴールはある。それは、株式や投信を保有している人の割合を一〇〇%にすること」である。

〔注〕

- (1) 江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社、一九六一年、二七頁
- (2) 証券投資信託協会『証券投資信託二〇年史』一九七五年、「はじめに」における記述。
- (3) FRB “Federal Reserve Bulletin” September 2020
- (4) USA FACTS “What percentage of Americans own stock?” Published on Tue, March 2, 2021 9:16AM PST | Updated Tue, March 9, 2021 1:09PM PST
- (5) ICI “The US Retirement Market *Second Quarter 2021*”
- (6) 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」二〇二一年八月二〇日
- (7) 「つみけん」は、投資信託協会が資産形成に係るシンクタ

投資の「民主化」にゴールはあるか

- ンク機能の強化・充実を目的に、資産運用業界全体の「オープンな調査研究プラットフォーム」として二〇二〇年五月に設けた研究会である。
- (8) [https://www.toushin.or.jp/files/statistics/53/Tsuniken\\_houkokusyo.pdf](https://www.toushin.or.jp/files/statistics/53/Tsuniken_houkokusyo.pdf)
- (9) つみけん事務局推計
- (10) ターゲットデットファンドとは、ライフサイクル投資理論（若いうちはリスクを取ってリターンの高い資産で運用し、退職が近づくにつれ安定性の高い資産をふやすべきだとする理論）に沿って資産配分を変更していくファンドである。

（すぎた こうじ・当研究所前特任  
リサーチ・フェロー）