平成 29 年度

証券ゼミナール大会

第 2 テーマ　B ブロック

資産形成手段としての投資信託

関西学院大学　寺地ゼミナール

目次

はじめに 3
第 1 章　投資信託について 4
　第 1 節　投資信託とは 4
　第 2 節　金融市場の中の投資信託の位置づけ 5
　第 3 節　投資信託の意義 6
第 2 章　投資信託の歴史と制度 9
　第 1 節　投資信託の歴史 9
　　1 項　戦後から高度経済成長期まで 9
　　2 項　バブル経済期 12
　　3 項　日本版金融ビッグバン 13
　　4 項　2000 年代以降 15
　第 2 節　個人の資産形成を支援するための諸制度 17
　　1 項　NISA について 17
　　2 項　確定拠出年金について 19
第 3 章　投資信託の現状と問題点 21
　第 1 節　確定拠出年金における利回りの低さ 22
　第 2 節　金融リテラシーの欠如 24
　第 3 節　顧客利益より優先される販売手数料 28
　第 4 節　小規模ファンドの乱立 30
第 4 章　提言 33
　第 1 節　確定拠出年金制度の改善 33
　第 2 節　金融リテラシーの向上 34
　第 3 節　残高ベースの報酬体系への移行 36
　第 4 節　小規模ファンドの計画的整理 39
おわりに 43

はじめに

現在日本の金融市場は、バブル崩壊から現在まで続く、低成長の時代にあり、かつての高度経済成長期からバブル経済期における右肩上がりの経済を前提とする間接金融中心型の金融システムや、預貯金による資産形成は、効率的に機能しなくなってきた。また、バブル崩壊を転換点として人口構造の高齢化や貯蓄の増大といった構造変化への対応が急務となったことから、1990年代後半からは日本の金融システムにおいて、家計の潤沢な金融資産がより有利に運用され、これら資金が次代を担う成長産業へ供給されるための、様々な規制緩和や制度改革、すなわち日本版金融ビッグバンが実行された。この制度改革は、家計の資産形成における中核的な金融商品として位置づけられる投資信託の普及を促したが、その反面、大幅な規制緩和による必要以上の商品増加・複雑化や、それに伴う運用効率の低下による顧客本位の不徹底といった問題を生じさせた。こういった問題を解決し、投資信託の更なる普及を促すために、日本では現在まで「貯蓄から投資へ」を促進するための様々な施策や、制度改革がなされてきた。しかしながら、いまだに日本の投資信託には改善すべき点が残されており、家計の長期的な資産形成手段として十分に機能してきたとはいえない。そこで我々は、今後望ましい投資信託のあり方を「家計の長期的・安定的な資産形成手段として十分に機能することに加えて、貯蓄から投資への流れを促進し、経済の好循環を促すこと」と定義し、本稿において、このような今後望ましい投資信託のあり方を実現するために解決すべき問題点を明らかにし、それらの問題を解決するための提言を行う。

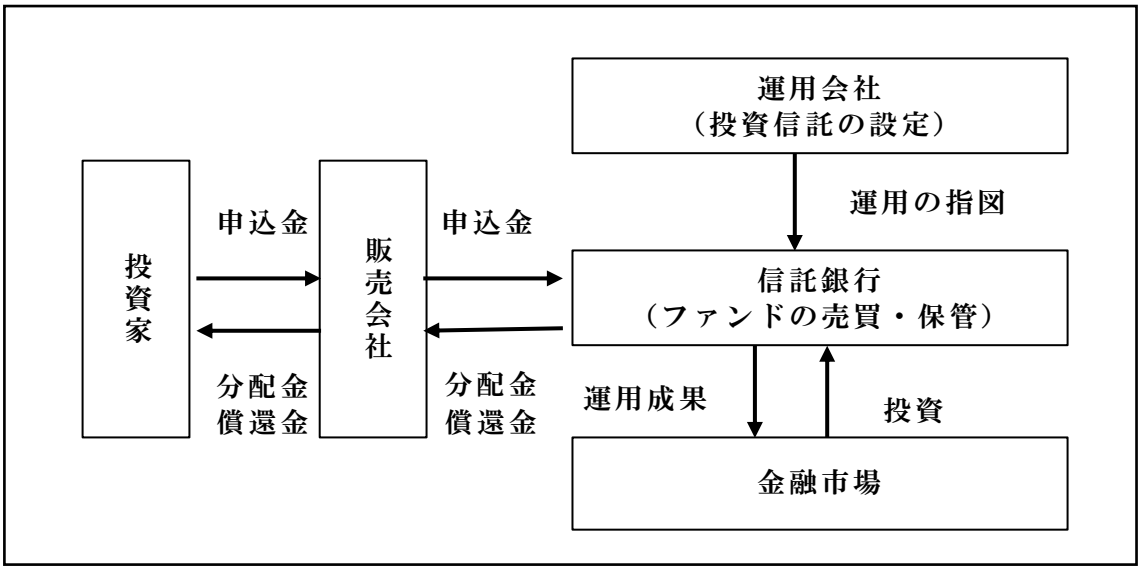
そのために、本稿ではまず第1章で、投資信託の意義と必要性、第2章では日本の投資信託が現在にいたるまでの経緯、第3章では解決すべき問題点、第4章でそれら問題点に対する解決策を述べていく。

第1章　投資信託について

第1節　投資信託とは

投資信託とは、多数の投資家から資金を集め、これをファンド（基金）として証券運用の専門機関が主に証券に分散投資し、投資家の所有数に応じてその利益を分配する仕組みである[1]。

【図表 1】投資信託市場の仕組み



出所）「投資信託の仕組み」・投資信託協会 HP より作成
URL）https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/

投資信託は「投資信託運用会社」で設定され、主に証券会社、銀行、郵便局などの「販売会社」を通じて販売を行い、投資家から資金を集める。ひとつにまとまった資金は、資産管理を専門とする「信託銀行」が保管する。運用会社は、集めた資金の運用方法を考え、その投資の実行を、資金を管理している信託銀行に指図する。このことを運用指図といい、運用会社がその権限を持っている。そして、信託銀行は運用会社の指図を受けて、株式や債券の売買を行う。つまり、投資信託は販売、運用、資産の保管などの業務を行うそれぞれ専門の機関が役割を果たすことで成り立つ金融商品である[2]。

投資家にとっての投資信託の代表的な特徴としては、第一に、少額の資金で分散投資が可能であるという点が挙げられる。一般的に、多くの資産に分散投

資することでリスクの分散を図ろうとすると、多額の資金が必要となるが、投資信託は、多数の投資家から資金を募りファンドを組成し、さまざまな資産に分散投資をするため、少額の資金で分散投資の効果を享受することが可能となる。第二に、専門家によって運用されるという点が挙げられる。経済、金利、企業の分析を行い、的確な投資を行うには高度な能力が要求される。また、派生商品等、個人投資家が投資できないような投資対象も存在する。投資信託は専門家が運用するため、投資対象の分析や投資判断等について専門家の手法を活用することができる。第三に、適切な投資家保護がなされるという点が挙げられる。投資信託に関する法制度は、運用会社の忠実義務や善管注意義務を定め、投資家へのディスクロージャーを要求しているため、他のファンドの形態では得られない投資家保護が図られている[3]。

第2節　金融市場の中の投資信託の位置づけ

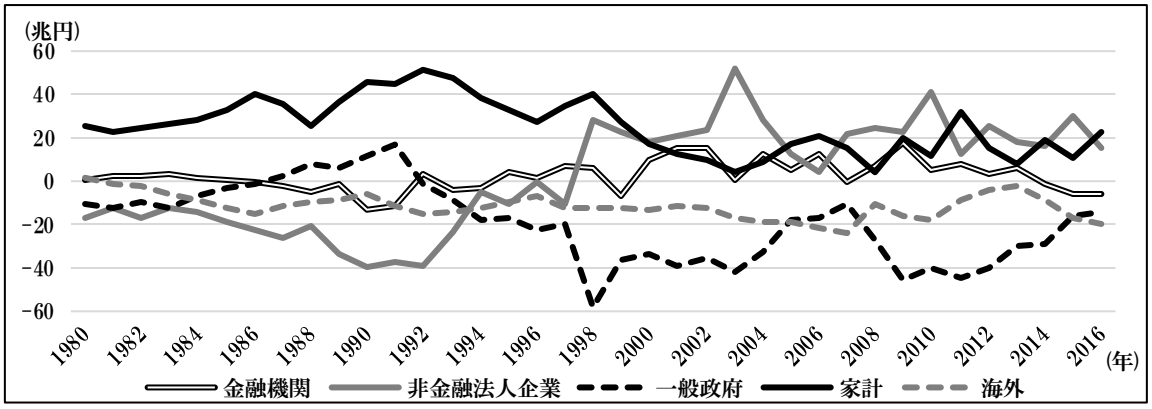
金融市場とは、資金余剰部門（貸手）から資金不足部門（借手）へと資金が融通される場である。わが国の経済を家計、企業、公共などの部門に分けた場合に、資金に余裕のある部門の代表として家計部門がある。一方、一般に資金不足が生じる場合が多い企業や公共部門は、債券や株式を発行し、証券市場を通じて直接家計部門や各種金融機関（公的金融機関も含む）に購入してもらうこと（直接金融）、あるいは、預貯金を通じて金融機関から融資を受けること（間接金融）で、必要な資金を調達する。以上のような直接金融と間接金融に加え、近年ではその中間に位置する「市場型間接金融」という言葉が使われるようになってきており、その重要性は増してきている。

投資信託は市場型間接金融の代表的な例として挙げられ、ファンドなどの商品を組成した投資法人等が、貸手と借手の間に介在する点で、間接金融の一類型に属する[4]が、株式や債券で運用するという観点からは直接金融に属するとも言える[5]。金融機関は多くの投資家から集めた資金を運用・流動化し、利益の還元を行う。そして金融商品を市場に提供し、調達した資金を企業に供給することで市場参加者の厚みは増し、リスク配分の効率化とリスク負担能力の向上を可能とする[6]。

第3節　投資信託の意義

ではなぜ現在、投資信託をはじめとする市場型間接金融の重要性が増してきているのだろうか。わが国における経済部門別の資金過不足状況をみると、日本の家計部門においては一貫して資金余剰の状態が続いている。

【図表 2】部門別資金過不足

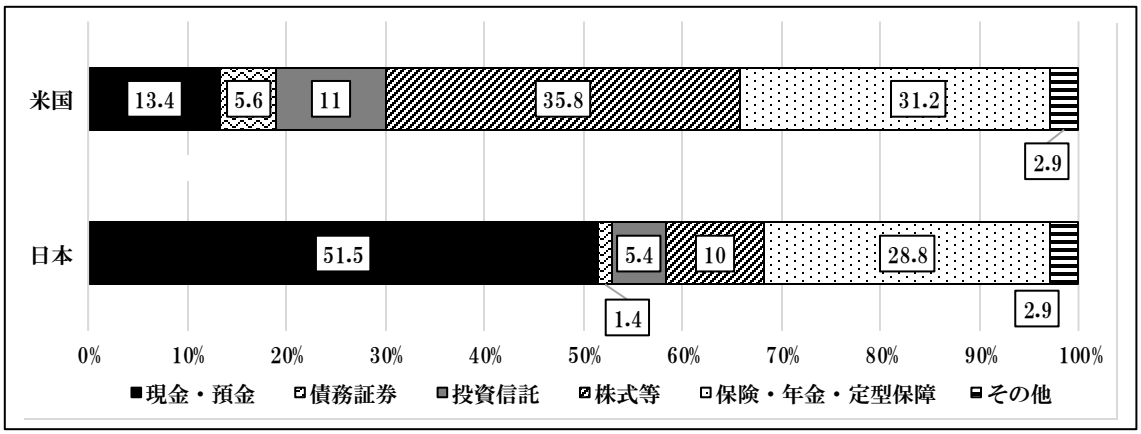


出所）「資金循環統計」・日本銀行・1980～2016 年より作成

URL）http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=FF

このように安定した資金余剰が長期的に続いたことは、家計の 1800 兆円を超える金融資産の蓄積をもたらした[7]。しかしながら、現在日本の家計金融資産に占める現預金の割合は、投資大国である米国に比べ著しく高く、株式や投資信託の割合は非常に低い[8]。

【図表 3】日本の家計金融資産保有割合



出所）「資金循環の日米欧比較」・日本銀行調査統計局・2017年・p.3より作成
URL）http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf

このように、家計の金融資産が現預金に集中していることは資金効率の観点から望ましくない。以下でその理由と、市場型間接金融、特に投資信託の重要性を述べていく。

第1節では、投資信託をはじめとする市場型間接金融には、市場参加者の厚みを増し、リスク配分の効率化とリスク負担能力の向上を促すという機能があることを述べた。そういった機能が日本において重要であるのは、現在の日本には企業の様々な事業に対するリスクマネーの供給強化が必要不可欠だからである。

わが国の金融システムは資金の貸手と借手を銀行セクターが介在する間接金融中心だが、経済が成熟化して投資に対する需要の不確実性が高まる現在、預金を原資としたリスクマネー供給は従来のようには機能しにくくなっている。銀行が貸付先から資金を回収できないとすれば、預金者に返済する原資が損なわれるため、銀行には資産の健全性が強く求められる。かつて経済が右肩上がりで欧米経済へのキャッチアップが目指されたもとでは、企業は投資を行えば売り上げが伸ばせるといった見通しが立てやすい状況にあった。さらに、担保とした不動産価格が上昇を続けていたため、銀行によるリスクマネー供給が機能してきた。こうした環境が失われた今日において、銀行は、従来にも増して事業等に対する高いリスク評価能力を持つことが求められる。また、グローバルな需要構造の変化を背景に、企業の取り得る戦略は多様化している。銀行は、融資先の成長や新産業の育成に向けて能動的なソリューション提供を行うことが重要となっており、それとともにリスクマネーを供給していくことが期待される。そこで、リスクマネーの供給強化に向けて、市場型間接金融の拡大は重要な課題である。直接金融や市場型間接金融では家計など資金の出し手は、企業など資金の受け手のリスクをとって相対的に高いリターンを追求した投資を行う。よって資金の受け手のリスクが銀行に集中する間接金融とは異なり、リスクが投資家に広く分散されるといった点で、本来、リスクマネー供給の中心的な役割を担うと考えられる。

このような事実から、安倍政権はデフレ脱却に向けて、家計の資産形成支援にまつわる様々な施策を打ち出している。こうした政策運営と民間部門の努力が相まって、家計の金融資産が有効活用されるとともに経済が長期にわたる低迷から脱却することが望ましい[9]。同様に、銀行に預金していても利息による収入が得られにくい現在、家計にとってもリスク資産への投資の重要性は増してきている。そして、その富を経済の持続的な成長と企業価値拡大に向けて行動する企業にさらに投資していくことが家計の資産形成にもつながり、経済の好循環の流れをより太くすることにつながる。もちろん、このまま企業の利益が右肩上がりに増え続けるわけではないだろう。この先の企業行動がどのように変化するかには注視する必要がある。しかし、経済成長や「貯蓄から資産形成へ」という官民の積極的な姿勢が強まることはあっても弱まることはないとみられる現在は、家計が資産形成を進める好機だろう[10]。このような現状から、家計が積極的にリスク資産への投資を行っていくことが望ましい。

こういった背景から、金融、経済、企業に関する知識が乏しい投資初心者でも、的確に投資を行うことができるという点で、市場型間接金融の中核を担う資産運用業の重要性は高まっている。資産運用業者には、将来の保障である保険・年金準備金等の運用に携わる信託銀行、生命保険会社や、投資信託の運用に携わる投資信託運用会社などがあり、間接・直接に、少子高齢化社会における個人の金融資産形成に寄与している。さらに、資産運用業者は、市場を通じ、成長企業に資金を提供することにより、効率的な資金配分機能を果たし、また、株主総会における議決権等の行使により株式価値の向上と上場企業のコーポレートガバナンス[11]向上に寄与している[12]。このように、投資信託以外にも、公的年金や生命保険などの資産運用業者がある中、なぜ投資信託が日本で推進されているのだろうか。第一に、公的年金で資産運用をするにあたり、将来の年金給付額はあらかじめ決まっており、それ以上にはならない。また、年金給付が賃金に連動することから、賃金に対する実質的な運用利回りの確保と安全性が重視されているため、国債など日本国内の債券中心の資産運用になっている[13]。よって現在の日本の状況を考えると、賦課方式の公的年金では家計の資産形成手段としては十分な役割を果たせず、将来年金受給額が減額される恐れさえある。そこで、2001年に私的年金制度である確定拠出年金が導入さ

れたが、その運用対象として、預貯金、株式、債券、投資信託、保険がある中で、投資信託は中核商品として位置づけられており[14]、今後投資信託の活用の拡大が望まれている。第二に、生命保険で資産運用をするにあたり、運用実績に関わらず一定の給付が契約者に保証されているため、将来インフレが起こると、契約時の貨幣価値と保険の給付時での貨幣価値が変わり、実質の年金額が目減りするリスクがある。それに対し、投資信託は運用に成功すれば投資した以上の資産が構築できるため、家計の資産形成手段として適しているのである。以上のように日本では、家計による投資信託の積極的活用が求められ、政府によるそのための取り組みも進められている。しかし現在、投資大国である米国の投資信託の純資産残高が約 2200 兆円であるのに対し、日本はわずか 20 分の 1 の約 96 兆円と、日本の投資信託市場の規模は、低い水準にとどまっている[15]。ではなぜ日本ではいまだに投資信託市場の規模が小さく、家計の金融資産保有が現預金中心であり、リスク資産への投資が進まないのか。

以下、第 2 章では現在の日本の資金循環構造、投資信託制度にいたるまでの背景と、第 3 章では日本の投資信託を取り巻く問題点を述べていく。

第2章　投資信託の歴史と制度

第1節　投資信託の歴史

本稿の冒頭においても述べたように、投資信託は、バブル崩壊を転換点として、家計の資産形成手段の中核を担う商品として位置づけられるようになった。よって本節では、1 項（戦後から高度経済成長期まで）・2 項（バブル経済期）においては、投資信託が誕生した背景と投資信託の歴史を、証券市場と投資信託の関係性に焦点を当てながら述べ、3 項（日本版金融ビッグバン）・4 項（2000 年代以降）においては、「貯蓄から投資へ」の流れの中で、投資信託がどういった制度改革や施策によって推進されてきたかに焦点を当てながら、日本の投資信託の歴史を述べていく。

1 項　戦後から高度経済成長期まで

第二次世界大戦が終戦した 1945 年、日本経済は極度の生産の低下とハイパーインフレにより混乱を極めていた。しかし 1950 年代からは、朝鮮特需や、

ドル基軸通貨体制による大幅な為替円安と、IMF-GATT 体制[16]による貿易の容易化により、高度経済成長期へと移行し、急速な復興と経済成長を遂げた。この間、日本企業の成長をバックアップしたのは、政府金融機関による長期・低利の安定的な融資であり、政府は戦後、乏しい資本蓄積をまかなうために、国策として高貯蓄政策を推進し、これを実現してきた[17]。護送船団方式で銀行をつぶさず、日本経済の復興・発展を担う成長産業に重点的に資金を配分する間接金融体制は功を奏し、日本経済の成長のエンジンとなった。

一方で戦後の証券市場は、財閥解体によって株式は供給過剰の状態にあり、株式市場は沈滞していた。そこで、株式市場に広く一般大衆の資金を導入し、株式の需給を改善して戦後の産業復興資金の調達を容易にする方法の一つとして、1951 年 6 月、「証券投資信託法」が公布された[18]。このような背景のもとに誕生した日本の現行投資信託制度は、他国の投資信託のように投資家が資金を共同して運用するために自然発生的に生まれてきたものではなく、政策的要請で産業資金の調達を容易にする方策として生み出されたという側面が強い。そのため、株式投資に不慣れな一般大衆の資金を導入するために、投資信託に「預金」と類似した「貯蓄性」をもたせることが考案され、その結果、本来変動商品であるべき投資信託に強い「元本概念」を植えつけることになった[19]。当初の投資信託は、単位型投資信託のみであり、募集期間以降はその投資信託を購入することはできないといった性質を持つものであった。具体的には、信託期間 2 年間の短期の投資信託で、いったん設定すると追加募集（設定）は行われない代わりに、同一の投資方針を持った新しい商品が毎月募集されるという仕組みのものであった[20]。単位型投資信託に対し、はじめの募集期間以降でも購入が可能な投資信託を、追加型投資信託といい[21]、この種類の投資信託は翌年の 1952 年に発足した。しかし、販売の主力はその後も単位型投資信託であった。当時、企業の資金調達手段は主に間接金融に依存していたが、急速な経済成長に伴う株式市場の高騰により、証券市場は発展期を迎え[22]、投資信託の市場規模も拡大した。

しかし、景気過熱に対応した 1961 年の金融引き締めを契機に証券市場から資金が一気に流出したために株価は暴落し、株式市場は一転して「証券不況」と呼ばれる低迷状態に陥った[23]。これと同時に、投資信託の組入株式は値下が

りし、投資信託は極度の不振となり[24]、単位型投資信託の額面割れ償還の続出などが生じた。このような証券不況期の教訓をふまえて1967年に大幅な証券投資信託法の改正が行われた。この改正では、投資信託委託会社の「受益者への忠実義務」、「ファンド内容のディスクロージャー義務」、「組み入れ証券に関わる株主権行使」の規定が盛り込まれた。これらは、現在では当たり前になった「金融サービス業務における利用者保護の徹底」の先駆けとなったものと評価できる[25]。

証券不況を過ぎた後、国内経済は再び高度成長に転じ、1967年からおよそ10年間に及ぶ資本自由化の時代へと突入した[26]。資本自由化とは、国際間の資本取引を自由に行えるようにすること[27]であり（1964年の日本のOECD加盟により資本移動の自由化規約によって資本の自由化義務が課せられた。）、資本の自由化が行われる以前のIMF-GATT体制では固定相場制により経常取引は拡大したが、資本の自由移動は制限されていた。しかし、1971年のニクソン・ショックによりドル基軸通貨制から変動相場制へと移行したことも要因となり[28]、資本の自由化が進展し、初めて国内に本格的に外国資本が流入した。これにより1970年代には、投資信託の運用面でも海外投資の制度の整備が行われた。1970年には初めて投資信託に外国証券の組み入れが認められ、1972年には外国投資信託の国内販売自由化、1979年には海外投資に伴う為替ヘッジの先物予約が可能となり海外投資に伴う為替リスクの回避手段が得られる、といった変化があった[29]。日本の個人投資家による国際分散投資がはじめて可能となったことは、わが国の投資信託の大きな進歩といえる。

このように資本の自由化が行われた1970年代には、一方で、1973年と1979年に2度の石油ショックが発生した。第1次石油ショックを受けて日本では、1975年頃から国債の大量発行が開始され、公社債市場の規模を一気に拡大させた。この国債の大量発行と流動化は、公共部門の資金調達の場、および金融機関、投資家の資金運用の場としての債券の発行・流通市場の機能を大きく高めた。また、国債を運用対象とした中期国債ファンド（1980年に登場）をはじめとする各種の国債を組み入れた投資信託の登場は、金融・証券自由化への大きな原動力となった[30]。こうして、2度の石油ショックを経て一時は成長率が鈍化したが、日本は国際経済における地位を大きく高めた。

1980年代は、日本の投資信託が大発展を遂げた時期であり、純資産残高は約10倍に増加した。そのきっかけは、国際協調によるドル安誘導を決めた1985年9月のプラザ合意[31]であった。このプラザ合意を契機に生じた急速な円高進展に対処するため、円高抑制、景気刺激のための低金利・量的緩和政策が推進された。

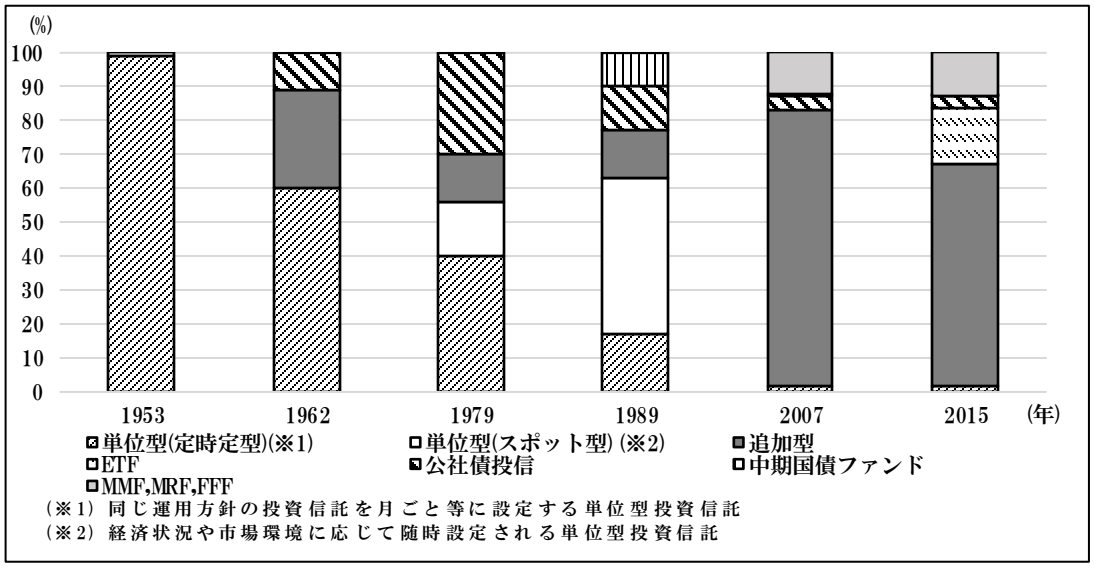
2項　バブル経済期

そうした状況のもとで、「貿易黒字大国・債権大国日本」の将来への強気の期待が膨らむなか、銀行の貸し出しを通じた信用創造活動が急膨張するとともに、大量の資金が株式・不動産市場に流入し、資産インフレが高進するといった「バブル経済」現象が1980年代末にかけて広がった。バブルを支えていたのは投資家の自己実現的な予想に基づく投資行動のみであるために、一旦株価が上昇し続けるという期待が反転すると、バブルは容易に崩壊し、株価はスパイラル的な下落に転じる。よって、1989年からきわめて強い姿勢で行われた日本銀行の金融引き締めが、このような自己実現的期待形成の反転をもたらし、平均株価は1989年末の3万8915円をピークに、バブル経済は1990年代に入るとともに崩壊に向かった[32]。同時に、この株式市況の急落、長期低迷の影響を受けて、株式投資信託はパフォーマンスの悪化を余儀なくされ、1992年からは史上3回目の償還延長を余儀なくされるファンドも出たが、延長期限の3年間を経てもパフォーマンスが改善されず、元本を回復しないまま償還したファンドも現れた。バブル崩壊に至るまで、ここまでで述べた以外にも様々な種類の投資信託が登場したが、販売の主力は毎月募集の単位型ファンドであることに変わりはなかった（ただし、信託期間は1954年募集分から3年、さらに1956年募集分から5年へ延長された）。しかし、この単位型中心の投資信託販売、言い換えれば「右肩上がりの株価トレンドを前提として、期間5年程度の貯蓄的商品を毎月募集する」というビジネスモデルは、1990年のバブル崩壊により成立しなくなった。

そして1990年代からは、【図表4】が示すとおり、追加型ファンドを日々変動する時価により「投資商品」として販売するという欧米並みの方式が徐々に主流となりはじめるなど（ただし1口1円とし、たとえば「100万円購入す

る」といった金額指定の買付を可能とした）[33]、ここから日本は投資信託市場に限らず、規模成長重視とそれに基づいたビジネスモデルから、市場規律重視のものへの転換が求められる低成長の時代へ入っていった。

【図表 4】投資信託商品構成の推移



出所）「十三訂　投資信託基礎と実務」・田村威・2016 年・p.48 より作成

3 項　日本版金融ビッグバン

バブル崩壊後、長期にわたる低成長が続いたひとつの要因が、不良債権問題である。株価が上昇を続けた高度経済成長期から、担保となる不動産価格が高騰していたバブル経済期に行われていた、間接金融中心・メインバンク制による甘い融資や株式の持合、つまりは政府による護送船団方式やそれに伴う銀行のリスク管理体制の甘さが、バブル崩壊を期に一気に銀行を経営危機に陥らせ、金融不安と経済への深刻な悪影響をもたらした。このように、バブル崩壊以前までの日本の金融システムの構造が、バブル崩壊以降では効率的に機能しなかったことや、バブル崩壊を転換点として日本の金融システムの、人口構造の高齢化や貯蓄の累積残高（金融資産）の増大といった構造変化への対応が急務となったことから、金融取引に関わる制度的枠組みの見直しが強く求められるようになった[34]。また、国際面では同時期における諸外国の金融制度改革のスピードがわが国以上に急速であったため、日本の金融システムは、国際的に

みて相当時代後れのものとなり、金融産業も国際競争力を大きく後退させていたことから[35]、日本の金融産業の国際的な競争力を高めるための制度改革が求められるようになった。

こうした背景を受け、日本の金融市場を2001年までにロンドン、ニューヨーク並みの国際金融市場として再生するための「金融システム改革」すなわち日本版ビッグバンが行われた[36]。その目的、内容は多岐に渡るが、その一つが、個人の金融資産の有効活用であった。日本の高齢化が世界に類を見ないスピードで進展していた中、国民が高齢期における生活への備えとして、貯蓄の金融資産を増大させていたことから、資産管理的なサービス・商品へのニーズが高まり、「高利回りでリスクの少ない資産運用」が求められていた。そこで、ディスクロージャーの充実徹底や会計制度の見直しを通じて市場の整備を進展させることで、「1200兆円にも上る個人金融資産がより有利に運用され」、「これら資金を、次代を担う成長産業へ供給していくこと」、つまり従来の間接金融中心の日本の金融システムを直接金融型のシステムに方向転換していくことが打ち出された[37]。

この方針は、1998年12月の証券投資信託法の改正という形で、投資信託市場の発展に大きな影響を与えた。従来投資信託は証券界の商品であり、投資信託の制度や改革も証券界および証券市場の枠内での改善にとどまっていたが、日本版金融ビッグバンでは投資信託が個人の金融資産の運用の中核として、証券界のみならず銀行や保険など広範囲な金融機関の主力商品となることが期待された。このことより、投資信託の窓口販売の拡大がなされた。法改正によって、銀行、保険その他金融機関も投資信託を窓口で販売できるようになったことは、投資信託広告の増大による効果を含め投資信託の認知度を飛躍的に向上させ[38]、販売チャネルの多様化を一気に進めた。このことは、家計金融資産における投資信託残高の増加をもたらした。

さらに、家計の多様な資産運用ニーズに応えるためには、様々なリスク・リターン特性を持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されることが望ましいとの判断から[39]、ディスクロージャーの拡充と同時に運用の規制緩和がなされた。具体的には、投資家への目論見書の交付の義務化、各ファンドに対する公認会計士による外部監査の義務化、運用報告書の交付業務の法律での規定な

ど、ディスクロージャーの充実が行われた。これを前提に、投資信託設定方法の大蔵大臣による承認制から届出制への改正[40]、投資信託業務への参入の自由化、会社型投資信託や私募投資信託の導入などの、自由競争や商品の多様化を促進する様々な制度改革が行われた[41]。これらの規制緩和によっては、家計にとっての選択肢の拡大や、サービスの改善、利用コストの値下げが実現することが期待されていた。しかし、参入規制の緩和により商品の供給者である投資信託会社の数が増え、さらに、販売チャネルに新規参入した銀行が大手証券会社同様、競うように専用ファンドを設立したことから、投資信託の本数は加速的に増加することとなり、家計の理解・選択が困難になるほどの商品の多様化・複雑化と、投資信託の利用コストの上昇をもたらした。詳しくは第3章にて説明するが、このことは、ファンド資産の小規模化による運用効率の低下といった問題を発生させた[42]。以上のような、日本版金融ビッグバンによる日本の投資信託の制度改革は、日本の個人投資家に投資信託を普及させたという点においては家計の資産形成手段としての役割を高めたが、同時に規制緩和に伴う様々な弊害も生じさせた。

4項　2000年代以降

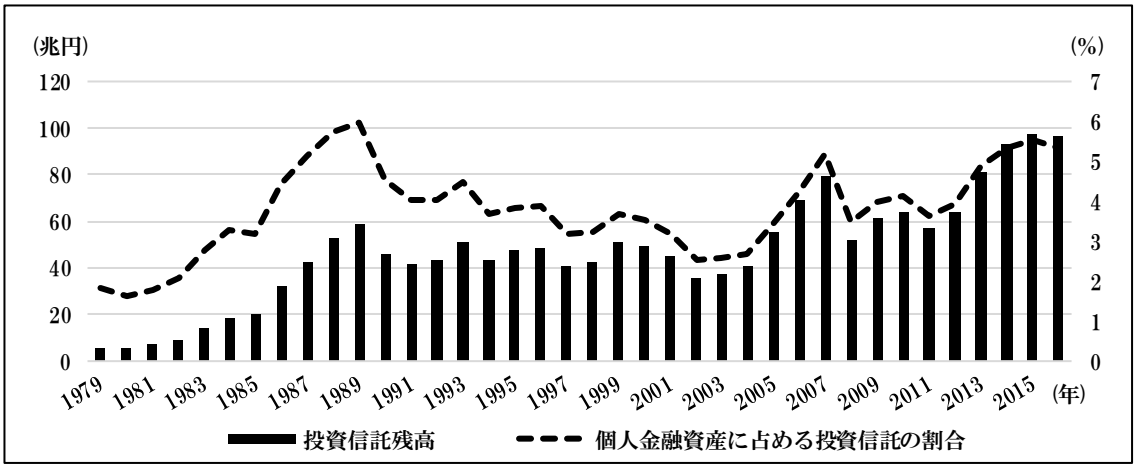
金融自由化以降にも、「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、様々な施策が導入され続けた。2001年には個人投資家による長期安定的な証券市場での資産運用をさらに促進するため、また、ITバブルの崩壊によって一時低迷した証券市況を再度活性化するために、確定拠出年金制度や、指数連動型上場投資信託（ETF）[43]の制度が導入された[44]。確定拠出年金に関しては、2章2節で詳しく述べるが、この制度の導入は、継続的な加入者の増加と、家計の投資信託による資産形成の推進に繋がった。

また、ETFは【図表4】にあるとおり、家計の投資信託の商品構成に大きな影響をもたらした。確定拠出年金の導入に続き、個人の株式や債券、投資信託などの金融商品への積極的な投資を促進することで、市場中心の金融構造への転換を実現するために、2003年には、証券優遇税制が導入された[45]。証券優遇税制とは、上場株式などの譲渡益および配当等に対する税率を本則の20%から10%に引き下げる特例措置のことであり、個人投資家の積極的な市場参加を

促すため、2年間の時限措置として導入されたが、その後延長を繰り返し、2013年末まで延長された[46]。この税制優遇措置は、2003年からの景気の回復も手伝って、個人金融資産に占める株式および投資信託の割合を増加させた。

これらを含む2000年代における投資信託に関わる様々な制度改正は、2005年の郵便局での投資信託の窓口販売の開始も手伝い、リーマン・ショックに至るまで順調に「貯蓄から投資へ」の流れを後押ししてきた。その後、リーマン・ショックと、それに伴う株価の急落によって、投資信託の純資産残高は一時減少するも、2009年からは回復に向かい、2014年に入ると、2003年に導入された証券優遇税制が廃止されたかわりに、少額投資非課税制度（NISA）が開始されたことで、投資信託への資金流入がさらに促された[47]。このように、日本の投資信託市場は現在拡大してきており、家計の資産形成手段としての役割を高めてきた。

【図表5】日本の投資信託残高と個人金融資産に占める投資信託の比率の推移



出所1)「資金循環統計」・日本銀行・1979年～2017年より作成

出所2)「統計データ　公募投資信託の資産増減状況（実額）年次」・投資信託協会HP・2017年より作成

URL1) http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=FF

URL2) https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I0112B_pub_y.xls

一方で、この投資信託市場の発展は、大幅な規制緩和とともに進展してきたことによって、投資信託商品の多様化、複雑化を招いた。また、バブル崩壊以降デフレ下すなわち高リターンを得にくい状態が長期間続いたことから、販売会社が顧客の資産の増減に関わらずより多くの手数料を得ることを重視する傾向にあった。同時に投資家の金融リテラシーが十分でなかったことから、投資家と販売会社の間での情報の非対称性が問題となってきた。

こういった問題を解消するために、2014 年 12 月に投資信託法および金融商品取引法の大幅な改正がなされた。この改正では、投資家と販売会社の間の情報の非対称性を解消するために、運用報告書の改善、販売手数料・信託報酬等の説明の充実、トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入等が進められ、小規模投資信託の運営の非効率化・高コスト化の問題を解消するために、約款の変更や投資信託の併合手続きの簡素化が行われた。これらの法改正により、ディスクロージャーの充実が進展した[48]。

第 2 節　個人の資産形成を支援するための諸制度

前節で述べたように、投資信託及び投資信託を取り巻く制度・環境は時代によって変化してきた。その中で家計の資産形成手段として投資信託を普及させることに大きく貢献してきた制度として NISA や確定拠出年金があった。いずれも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今後も大きな役割を果たす制度であり、これら制度が十分に機能すれば、更なる投資信託の普及が進み、投資信託が家計の安定的な資産形成手段としての役割を高めるだろう。よって本節では、それぞれの制度の導入背景、特徴などを述べていく。

1 項　NISA について

NISA(少額投資非課税制度)とは 2014 年から 2023 年までの 10 年間、時限措置として実施されている個人投資家のための税制優遇措置であり、イギリスの ISA(Individual Savings Account)を基に導入された制度である[49]。

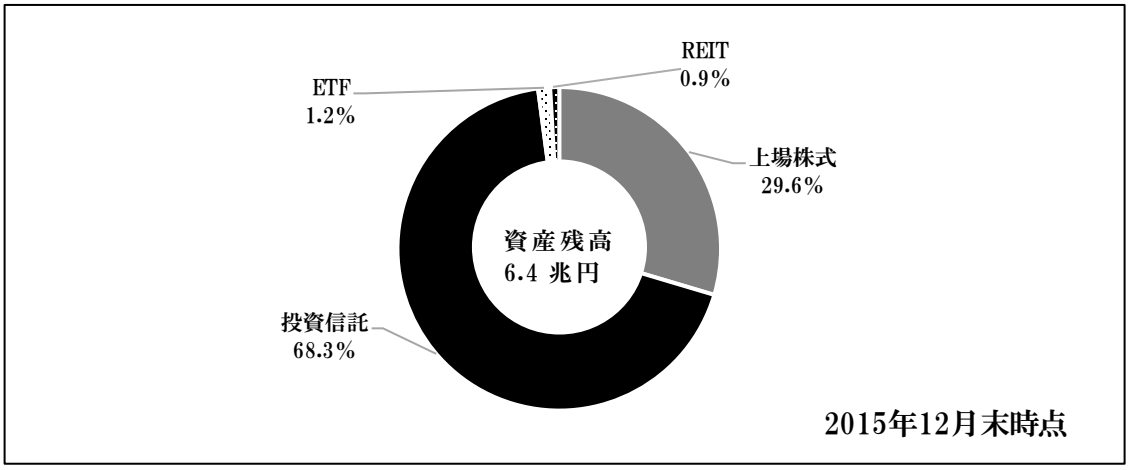
日本では将来の生活への備えとなる、預貯金や株式・保険といった金融資産を全く保有していない世帯が年々増加しており、現在では約 3 割(2016 年)を占めている。また、日本国内において家計が保有する金融資産は 1800 兆円にも

上る。そのうち預貯金が占める割合は半数以上と、諸外国と比べ突出して高い。そのため、少しでも多くの人々がNISAの導入をきっかけに、自助努力による将来に向けた資産形成に取り組むことや、「貯蓄から投資へ」の流れが促進されることが期待され、この制度は導入された[50]。

この制度では毎年120万円の投資枠が設けられ、その枠内で対象の金融商品に投資した金額に対して、5年間の配当金、譲渡益が非課税になる。購入から5年間の非課税期間満了後は、120万円を上限に次の年の非課税枠に移行(ロールオーバー)するか、通常の特定口座・一般口座に移行することとなる。また、上場株式(株式・REIT・ETF)や公募株式投資信託の配当所得・譲渡所得が非課税の対象となるが、非上場株式、預貯金、債券、公社債投資信託は非課税の対象外である[51]。

NISAの口座開設数及び買付額は制度導入以来、増加を続けており、【図表6】から分かるように口座内の金融資産の残高割合のうち投資信託が68.3%であることから、NISAは家計の資産形成手段としての投資信託の役割を一定程度高めたと言える。しかし、口座開設者に占める、一般に「資産形成層」と言われる 30-40 歳代以下の割合は29.2%と未だに低いといった現状がある[52]。

【図表6】NISA口座内の金融資産の残高割合



出所）「NISA制度の効果・検証結果」・金融庁・2016年・p.7より作成
URL）http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf#search=%27nisa+%E5%8A%B9%E6%9E%9C%E6%A4%9C%E8%A8%BC%27

その点、2018年1月から導入が予定されている「つみたてNISA」は、こうした資産形成層に適した制度と言える。つみたてNISA　導入の目的は、「現行のNISAが積立型の投資に利用しにくいことを踏まえ、家計の安定的な資産形成を支援する観点から、少額からの積立・分散投資を促進する」ことである[53]。よって、現行のNISAが年間投資上限額120万円であるのに対し、つみたてNISAの場合は40万円と少額であるが、非課税期間は現行NISAの投資した年から最長5年に対してつみたてNISAでは最長20年となる。さらに、投資方法が、信託契約期間、手数料などの条件を満たした投資信託の積立投資に限られており、長期的な資産形成を支援するのに望ましい制度といえる。

以上がつみたてNISAの特徴であり、今後家計の長期的な資産形成を支援するために、広く普及していくことが望ましい[54]。

2項　確定拠出年金について

確定拠出年金制度とは2001年の確定拠出年金法の制定を以て導入された私的年金の制度であり、現役時代に納めた資金を運用し、その運用収益が反映された年金を老後に受給するといった特徴のものである。

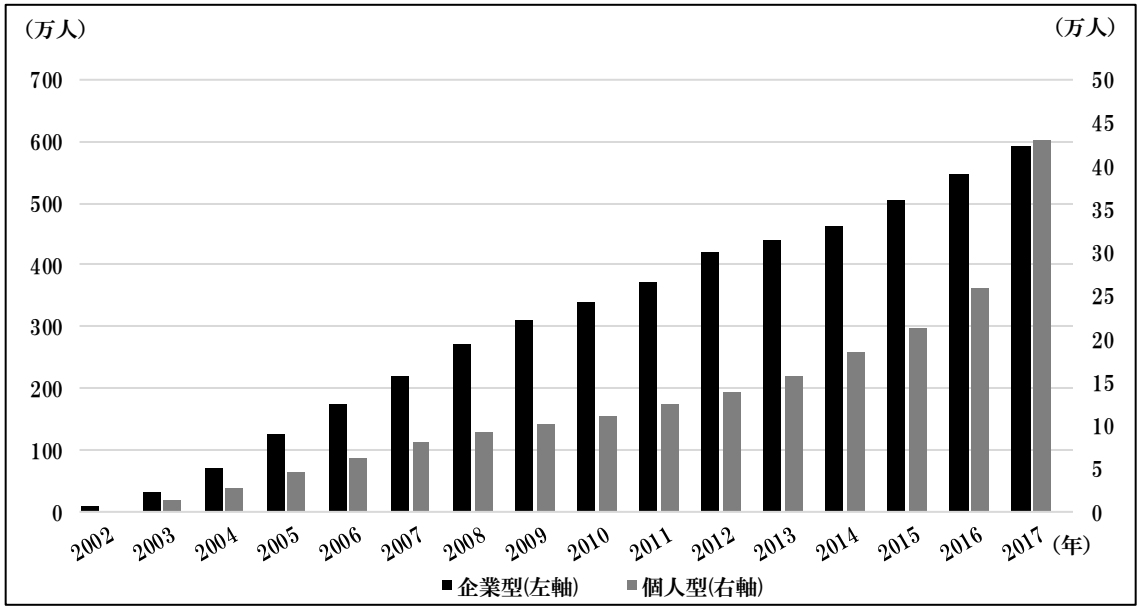
確定拠出年金制度が導入された背景には、以下の3点が挙げられる。第一に、日本における少子高齢化の進展によって公的年金制度の維持が困難になっていくことから、自助努力による老後のための資産形成を支援する制度が必要となったこと。第二に、退職給付会計の導入と超低金利の長期化による企業年金の積み立て不足が企業の負担を増大させていたために、企業の負担が少ない企業年金制度を導入する必要があったこと。第三に、雇用の流動化・多様化が進んでおり、この流動化・多様化に対応できる退職給付制度の必要性がでてきたことである[55]。

確定拠出年金のメリットは、拠出時、運用時、給付時のそれぞれにおいて税制優遇があることだ。拠出時には掛け金に対して所得税・住民税が課税されないし、運用時には利子や配当などの運用益に対する源泉分離課税等はなく、積立投資の大きなメリットである複利効果の影響をより大きく受けられる。さらに、給付時にも優遇措置があり、老齢給付金を年金として受け取る場合、公的年金等控除が適用される。また、年金を一時金として受け取る場合には退職所

得として退職所得控除が適用されるといった優遇措置もある。加えて、離転職しても積み立てた年金資産を持ち運べること（ポータビリティ）もメリットとして挙げられる。一方、デメリットとしては運用にて発生するリスクが自己責任であることや、退職しても原則として 60 歳まで年金を受給できない事が挙げられる[56]。

【図表 7】では企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金の加入者が確定拠出年金制度導入時から増加を続けていることを示している。このことから、確定拠出年金制度は、家計の資産形成を支援する大きな役割を果たしてきていると言える。また【図表 8】より、企業型確定拠出年金において運用されている金融資産のうちの投資信託の割合は 45.6%、個人型確定拠出年金においては 34.3%であることから、投資信託が大きな割合を占めていることが分かる。このように、確定拠出年金制度は、家計の長期的な資産形成手段としての投資信託の役割を大きくしてきた制度である。

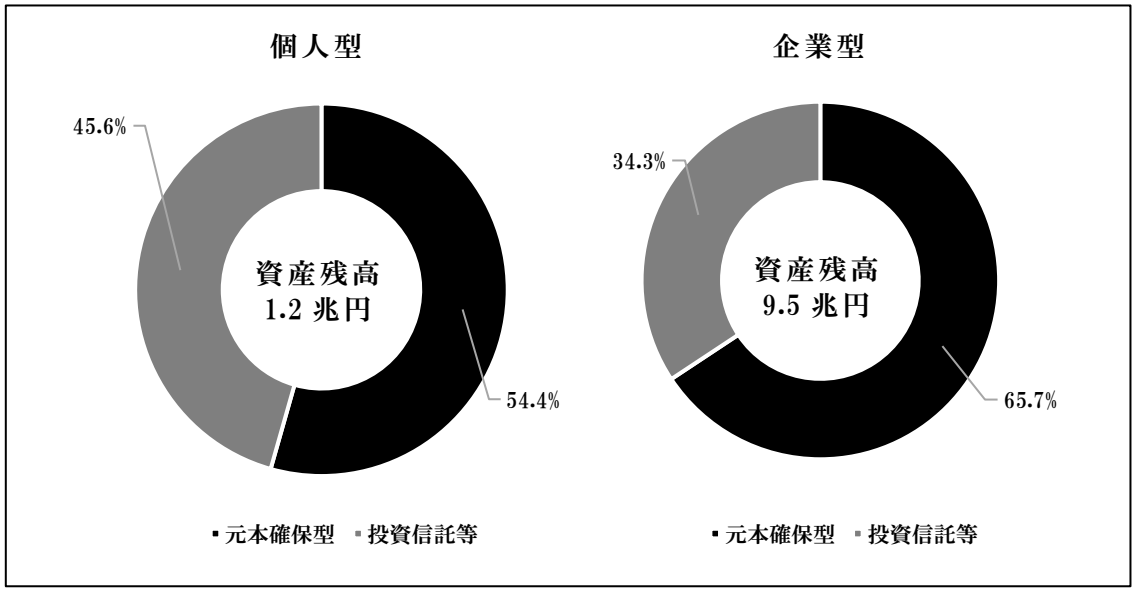
【図表 7】企業型と個人型の確定拠出年金加入者数の推移



出所）「規約数等の推移」・厚生労働省より作成

URL）http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html

【図表 8】確定拠出年金の純資産残高と割合



出所）「確定拠出年金統計資料」・運営管理機関連絡協議会・2016 年・p.14 p.29 より作成

URL) https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf

1 節で述べてきた投資信託の歴史や、本節で述べた 2 つの制度により、日本の投資信託は、その純資産残高を着実に伸ばし、制度の改善もなされ、我々の定義する望ましい投資信託の姿に確実に近づいてきた。しかしながら日本の投資信託市場の規模は諸外国と比べいまだに小さく、家計の金融資産に占める株式・投資信託の割合も著しく低い。よって、我々の定義する今後望ましい投資信託のあり方に照らし合わせてみても、いまだ家計の長期的な資産形成手段として十分に機能しているとはいえない状況にある。次章では、現在の日本の投資信託が我々の定義する望ましい投資信託の姿を実現するために解消すべき問題点を、第 4 章ではそれら問題点を解消するための解決策を述べていく。

第3章　投資信託の現状と問題点

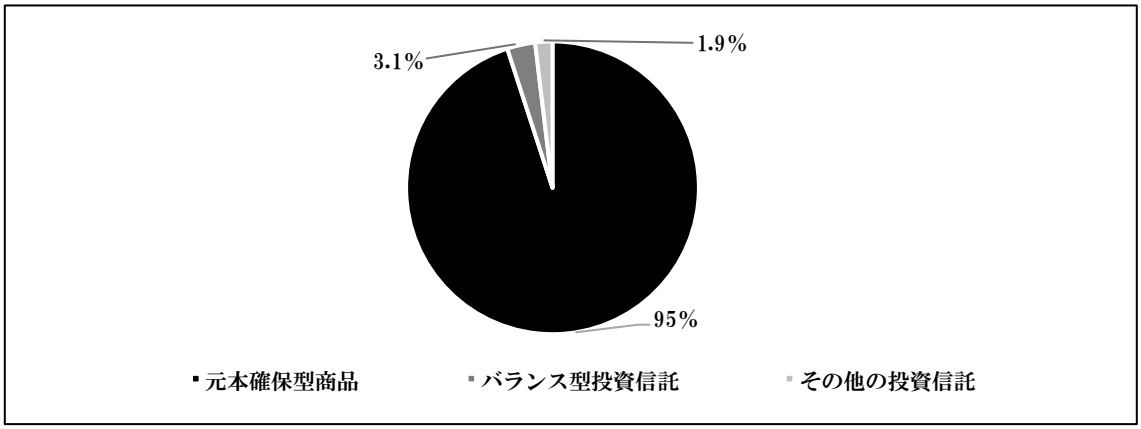
第 2 章では投資信託の歴史と制度から、日本の投資信託が、現在にいたるまでの経緯を確認してきた。第 2 章でも述べたとおり、現在まで、日本の投資信託は、様々な制度改革や規制緩和とともに普及を続けてきたが、いまだに家計の長期的な資産形成手段として十分に機能しているとはいえない状況であ

る。そこで本章では、投資信託が家計の長期的な資産形成手段として十分に機能するために、改善すべき問題点を顧客側・供給側の双方の観点から述べていく。

第 1 節　確定拠出年金における利回りの低さ

第 2 章第 2 節で述べたように、確定拠出年金は国民一人一人が自助努力により老後の資産、つまり年金を形成していく手段として導入され、加入者は年々増加している。しかしながらこの制度には、老後における十分な個人資産を形成できるような適切な運用が行われていないという問題点が存在する。企業型確定拠出年金における資産残高の割合は元本確保型商品が 54.4%、投資信託等が 45.6%となっており、依然として元本確保型商品の割合が高い[57]。その一因は、個人投資家が、確定拠出年金に加入しながらも、自身で運用指図を行わず、結果としてデフォルト商品による運用になってしまっているということである。事実として確定拠出年金の運用において投資信託比率が 0%の人の半数は加入時に掛け金の配分を指定しなかった、もしくは覚えていないという調査結果もある[58]。このように加入者が「選択するのを忘れてしまった、選択に迷ってしまう。」ことや、投資家の金融リテラシーの欠如から適切に商品選択ができない加入者が一定数存在する[59]こと等の理由で、商品選択が行われない場合が多く、自動的に事業者等が設定したデフォルト商品が選択されるため、そのまま運用が行われてしまう。また、デフォルト商品による運用方法を採用している企業は全体の半数を超えている[60]。

【図表 9】デフォルト商品として設定される商品

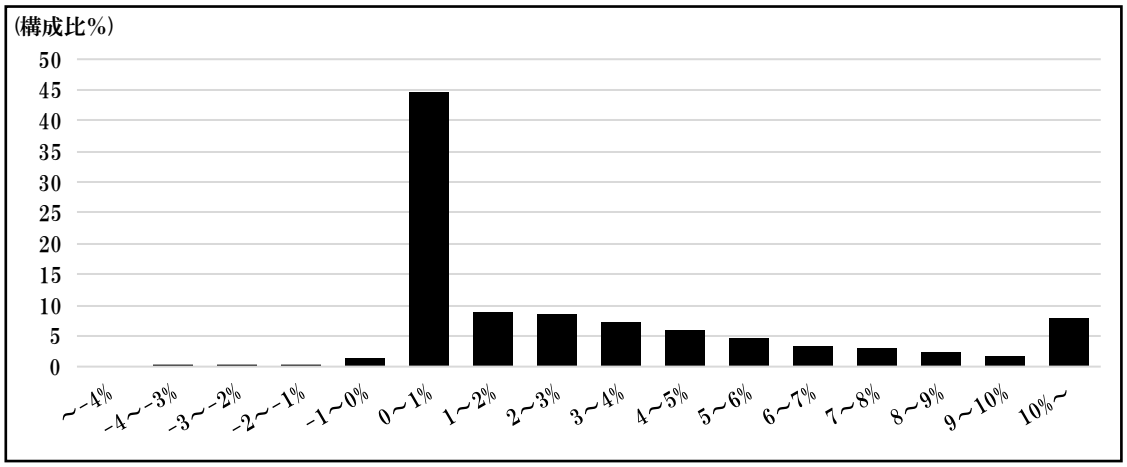


出所）「2015(平成 27)年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」・企業年金連合会・2015 年より作成
URL）https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2015_1.pdf

このように、自身で運用を行わない加入者が一定数いるにも関わらず、【図表 9】からわかるように、デフォルト商品を設定している企業の 95%以上が預金や保険商品といった元本確保型の商品を設定している。

つまり運用指図を行わない加入者の資産を元本確保型によって運用しているということである。元本確保型の商品は運用利回りが低いために確定拠出年金全体の運用利回りが低い事にもつながっており、現在の確定拠出年金全体の運用利回りが 0%～1%と低くとどまっている。

【図表 10】確定拠出年金の運用利回りの分布表



出所）「Ⅳその他確定拠出年金における運用について」・厚生労働省・2014 年より作成
URL）http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000065603.pdf

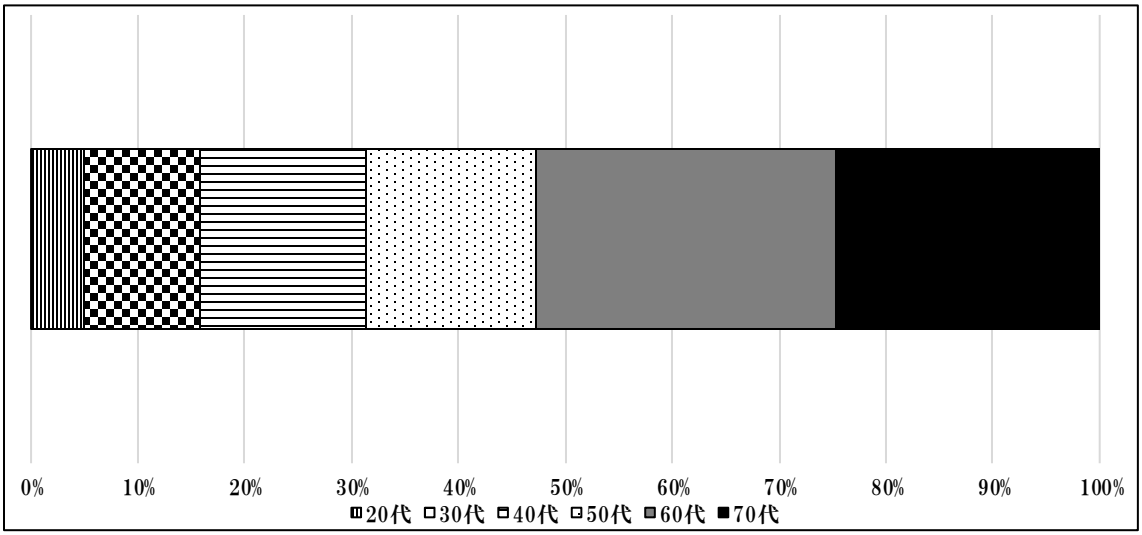
よって、デフォルト商品で運用する加入者が多い中、元本確保型商品をデフォルト商品として設定し、運用することになれば、運用利回りが低くなってしまう。それでは将来受け取る年金の受給額が低くとどまってしまい、老後の資産形成の手段としては十分に機能しているとはいえないだろう。預貯金などの

商品は将来の物価上昇見込みを踏まえれば、年金資産の実質的価値ですら維持できなくなる可能性がある。また、株価が上がるなどして経済が好調であったときにも資産が大きく増えることはなく、恩恵を受けられない。したがってこのようなリスクをとらない資産での運用のままでは自助努力による老後のための十分な資産形成は行えない。

第 2 節　金融リテラシーの欠如

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スキルのことである[61]。金融リテラシーの向上は、国民一人一人が経済的に自立し、より良い暮らしを送っていくことを可能にするとともに家計金融資産の有効活用につながる[62]。その資産形成手段として投資信託が挙げられる。しかし、【図表 11】の投資信託に占める個人投資家の内訳を見てみると資産形成層である若者ではなく、高齢者の割合が大きいことがわかる。ではなぜ資産形成層である若者に、十分に投資信託が浸透しないのだろうか[63]。

【図表 11】投資信託の保有者の内訳

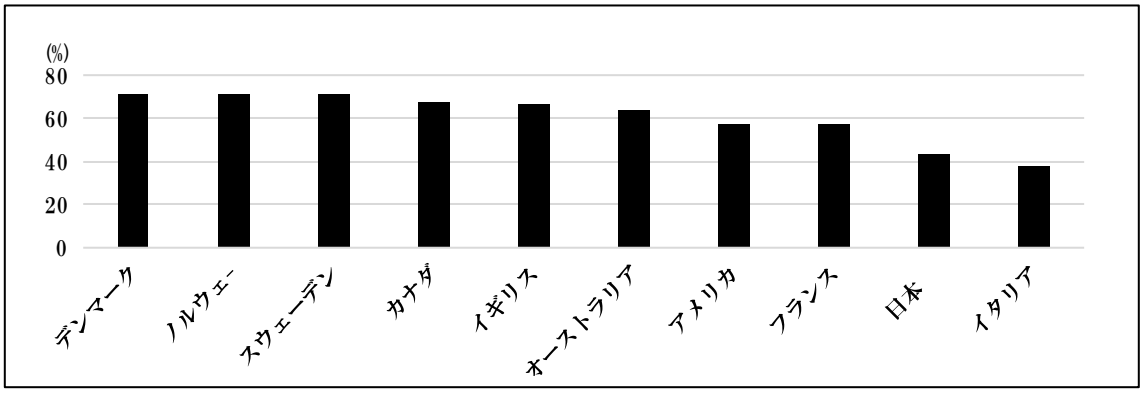


出所）「投資信託に関するアンケート調査報告書」・投資信託協会・2016 年・p.7 より作成

URL）https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/

1996年、日本版金融ビッグバンによる金融自由化でリスクを負う主体が企業から個人へシフトしてきたことから学問としての金融リテラシーの重要性が認識されるようになった。さらに2008年のサブプライムローン問題が引き起こしたリーマン・ショックの原因に、個人の金融リテラシーの低さがあると考えられたため、世界規模で金融リテラシーの重要性への認識が高まった。このため2012年に金融庁金融研究センターに「金融経済教育研究会」が設置され、2013年に金融リテラシーマップという国民が最低限身に付けるべき金融リテラシーを記したものを含む「金融経済教育研究会報告書」が公表された。また今後日本においてやってくる後期高齢化社会では、公的年金のみでは老後の資金を十分に賄えないことが考えられるため、自助努力による資産形成を行う必要性が高まっている。よって現在、改めて金融リテラシーを身に付けることが大切である。また、日本人の金融リテラシーが低いことが原因で販売手数料を重視している販売会社と投資信託の分配金を年金の補完収入にしようとする顧客側との間に情報の非対称性が生まれ、結果的に元本割れにより不利益を被る恐れのある毎月分配型のような商品を顧客側が購入してしまうことなども問題となっている[64]。

【図表12】金融リテラシーの国際比較(Global Financial Literacy Rate)



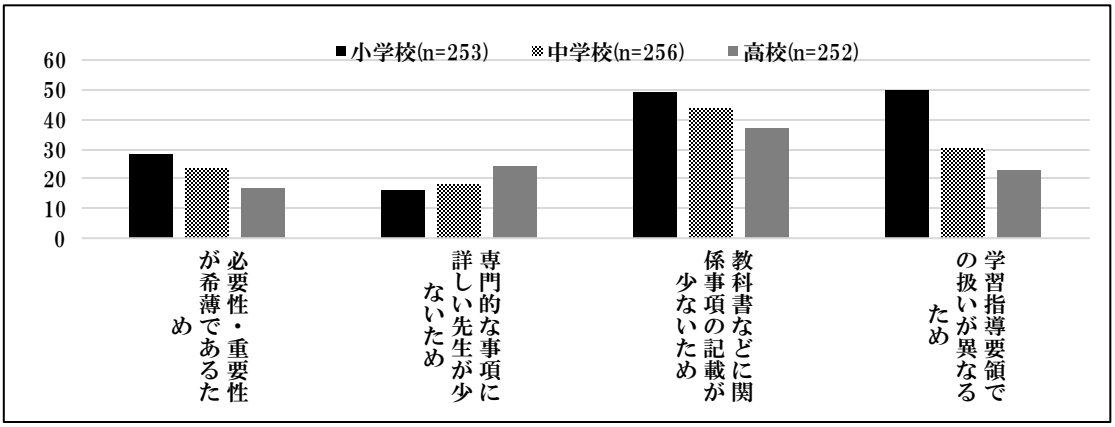
出所）「Standard & poor’s financial literacy around the world 」・Global Financial Literacy Excellence Center(GFLEC)・2015年・pp.23－25より作成
URL）http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_single s.pdf

このような日本人の金融リテラシーが低い理由の１つは、提供された比較情報を正しく理解し金融商品を購入するために必要不可欠と考えられる金融教育への官民をあげての取り組みが、欧米諸国と比較し著しく劣後していたことである[65]。日本の小学校・中学校・高校全体の 42%は実施、7%は実施を検討しているが、48%は実施しておらず、諸外国と比べ実施具合はかなり低い。

また、【図表 13】より約半数の学校が金融教育を実施していない理由として、授業編成やカリキュラムなどの制度上の問題が大きいことがアンケート結果から窺える。また、金融教育を行う上での適切な教材や十分な金融の知識を持った教師が足りていないことなど、周囲のサポート不足も原因の１つである[66]。

加えて、学習内容として用語や制度の解説が中心で実生活とのつながりを感じにくいこと、つまり、子どもにとっての興味・関心の基準から教材が乖離していたことも日本の金融教育の問題点である[67]。

【図表 13】日本で金融教育にまとまった授業時間が当てられない要因



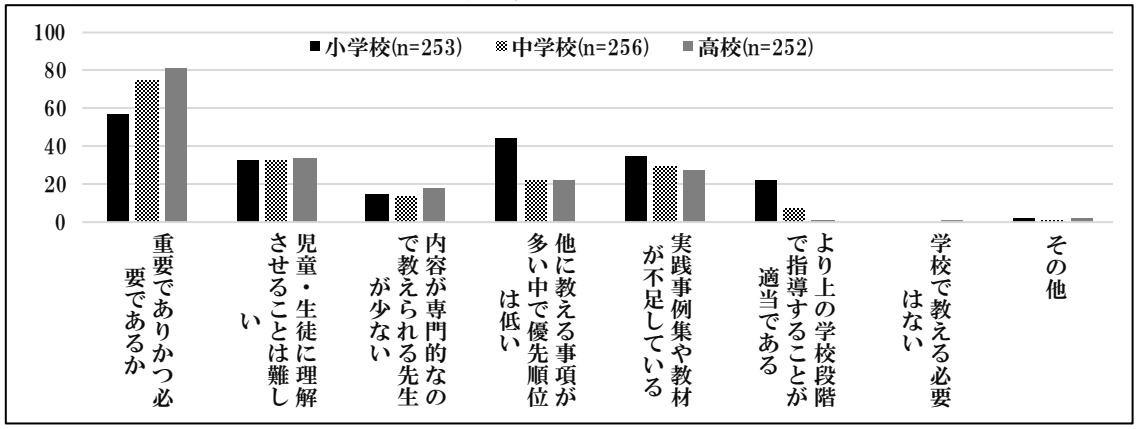
出所）「初等中等教育段階における金融経済教育に関するアンケート」・金融庁・2009 年・p.11,13 より作成

URL) http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_1935302_po_f-20040831-3b.pdf?contentNo=1&alternativeNo

また第１章で述べたように日本は高度経済成長期からバブル経済期には、預金金利で十分利子を得ることができていたため、貯蓄性向が高い。例えば、2014 年に NISA が導入されたが、NISA に加入している国民のうち、金融・投

資教育の経験がある人の割合は 3 割程度に留まっており、かつその内訳をみると「金融・投資に関する書籍・雑誌、インターネットを通じて、自分で学習」が最も高くなっている。さらに、そもそも投資に興味がない無関心者層が全体の 6 割を占めているのが実情である[68]。このことも、日本の金融リテラシーが低い要因となっている。

【図表 14】中学校・高等学校の教員を対象としたアンケート結果



出所）「初等中等教育段階における金融経済教育に関するアンケート」・金融庁・2009 年・p.11 より作成
URL）http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_1935302_po_f-20040831-3b.pdf?contentNo=1&alternativeNo

一方で、教育機関においては、金融教育の必要性は認識されている。【図表 14】は、金融庁が 2009 年に行った『初等中等教育段階における金融経済教育に関するアンケート』の調査結果である。

この図表より中学校・高等学校の教員の 9 割が経済・金融教育の必要性を認識していることが分かる。よって、必要性を認識しながらも半数以上が経済・金融教育を実施できていない状況と、実施していたとしても教育現場で教員自らの教材が自ら時間を都合し教材を工夫することによって行っている状況がある。このように、日本での小学校・中学校・高校での金融教育ではばらつきがみられる。

これに対し、オーストラリアでは、2008 年 12 月に、「教育・雇用・訓練及び若者問題政府協議会（Ministerial Council on Educational Employment

Training and Youth Affairs)」より、「オーストラリアの若者にとっての教育的目標に関するメルボルン宣言（Melbourne Declaration on Educational Goals for Young Australians)」が出された。「経済とビジネス」カリキュラムは、その国家の教育理念実現を確かなものにする役割を担い、21世紀をグローバル経済競争の時代と認識しつつ、オーストラリアの若者がより良い生活を追求できる世界水準かつ未来志向型のものとして施策された。そのため、国家戦略化して「経済」を理論に留めず現実的かつ実践的に将来の労働やビジネスへと結びつけることを意図し、「経済とビジネス」を合科にした小学5年生～高校1年までの必修科目で経済とビジネスを勉強しており、金融リテラシー教育が浸透している[69]。このように、日本の金融教育は、諸外国と比較して著しく劣後しているのである。

さらに、内閣府の「家計の生活と行動に関する調査」から、家計の金融リテラシーとリスク資産投資との関係において、金融リテラシーに関する質問の正答率が高い家計ほどリスク資産への投資割合が高くなっていることがわかる。したがって、金融・IT教育や家計が普段から金融情報に触れるような施策を通じて家計の金融・情報リテラシーを高めることは、投資信託の普及と家計から企業へのリスクマネー供給を促すことにつながると考えられる[70]。

以上のことから、投資信託が家計にとって適切な資産形成手段となるため、また我々が定義する今後望ましい投資信託のあり方を実現するためには現在の日本における金融リテラシーを向上させる必要があると我々は考える。

第3節　顧客利益より優先される販売手数料

日本の投資信託の販売において顧客にとって望ましい投資信託の販売が行えているとは言えないということが問題点として挙げられる。金融庁では、平成24年12月7日に発行された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」において「第一に、販売手数料収入が重要な収益源である販売会社が商品供給に大きな影響力を有している実態により、投資期間の短期化等の問題を招きかねず、投資信託商品の開発・販売において必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されていないとの指摘がある。そのため、投資信託商品の開発・販売に当たっては、顧客（投資家）本位の目線が一層必要

である。」（「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ最終報告　金融庁」（2012）、p.2 より引用）と述べている。ここで、銀行による投資信託の窓口販売について見ると、2009 年～2014 年の 5 年間で投資信託販売額は 2.2 倍に拡大している一方で、投資信託残高は、2009 年の 23 兆円から 2014 年の 24 兆円へと、1 兆円しか増えていない。

このことから、投資信託が短期的なリターンを狙う回転売買の商品として使われ、長期的な資産形成に資する商品として十分活用されていないことが窺われる[71]。

【図表 15】規模の大きい投資信託の日米比較（純資産額上位 5 銘柄）

	規模（純資産）の平均（兆円）	販売手数料	信託報酬（年率）	収益率（年率）
		平均		過去 10 年平均
日本	1.1	3.20%	1.53%	▲0.11%
米国	22.6	0.59%	0.28%	5.20%

出所）「平成 28 事務年度　金融行政方針　主なポイント　平成 28 年 10 月」・金融庁・2016 年・p.5 より作成
URL) http://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-3/01.pdf

また、日本には諸外国に比べて大量販売・大量解約の傾向が見られる。10 年間の平均を算出すると、販売率（各年販売額の各年平均残高に対する比率）は日本が 47.6%、米が 30.5%、英が 28.3%、独が 40.0%であり、解約率（各年解約額（日本は償還額を含む）の各年平均残高に対する比率）は、日本が 37.1%、米が 29.1%、英が 23.9%、 独が 39.5%となっている[72]。そして、日本の投資信託商品は米国に比べて手数料が高く、収益率が低いことが分かる。

以上のことから、投資信託の販売において、「販売会社は手数料の高い商品を販売している」、「短期間での乗り換え売買が続いている」、「既存商品を育てないで新商品を売っている」などの指摘が多くなされている[73]。

このような事態が起こっているのは、日本の販売会社の報酬体系が、より多くの利益を得るために、本数ベースであるコミッション型を主流としているからである。コミッションとは、投資信託の販売手数料及び解約手数料のことである[74]。日本の販売会社の評価方法が募集手数料ベースというフローの概念のままであることから、募集手数料を重視するために、販売会社は利益が出ているファンドから先に解約を推奨して、乗り換えてもらわざるを得ない状況にある。つまり、販売会社は顧客利益より販売手数料を優先させてしまっているのだ。ではなぜ日本の販売会社の報酬体系はコミッション型を主流としているのだろう。その理由は、投資信託の量的拡大が途上にあり、現在の規模では経費を投資信託の残高に連動した信託報酬で賄い切れず、また、株式売買手数料や利ざやといった従来の収益源が不振となっている金融機関にとって投資信託の手数料は、重要となっていることである[75]。つまり、コストの高い、短期的な運用である投資信託商品を販売することにより、個人投資家にとって、投資信託の長期的保有が行われず、顧客本位の業務運営が構築されていないのだ。

こういった問題は日本だけでなく、欧米諸国でも問題視されており、欧米の資産運用業界では、報酬体系を、販売手数料を重視する募集手数料ベースから、資産残高ベースへ移行するという風潮が生まれてきている。

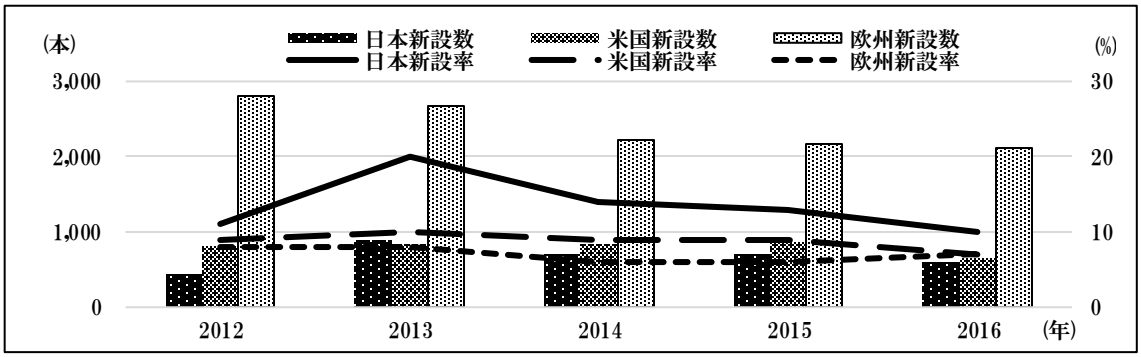
第4節　小規模ファンドの乱立

前節で問題点と指摘した通り、これまで販売会社は販売手数料を重視し、投資家の投資意欲に働きかけやすいような市場の動向に応じた新しいテーマに基づく新商品を次々と設定・販売してきた。しかし、このことが投資信託の累増・小規模化を招いた[76]。金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第3回）でも、「日本の投資信託における大きな問題のひとつにファンドの併合が進んでおらず、小規模ファンドが乱立している点が挙げられる。」（「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ　第3回　議事録　金融庁」（2012）より引用）と指摘されている。

【図表16】は新設ファンド数（縦棒）と前年末ファンド数に対する新設ファンド数の割合を新設率（折れ線）として示している。この図表が示す通り、諸外国に比べ日本の新設率の高さが目立ち、やはり新商品に偏った営業が行

われていたことを窺わせる。

【図表 16】日・米・欧のファンド新設数・新設率



出所)「投資信託の制度・実態の国際比較（第 1 部)」・日本証券経済研究所・杉田浩治・2017 年・p.17 より作成

URL) http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf

また【図表 17】は主要 5 か国のファンド数の現況をまとめたものである。現在、日本では 6,000 本以上のファンドが運用されている。日本は残高規模との相対比較でファンド数が多く、1 本当たり金額はの規模は 5 か国中最低である。 ファンド一本当たりの金額は 2016 年末時点で 159 億円と、米国のおよそ 20 分の 1 にとどまる規模だ。このように日本ではファンド数の多さに加え、1 本当たりの資産が小規模であることが分かる。

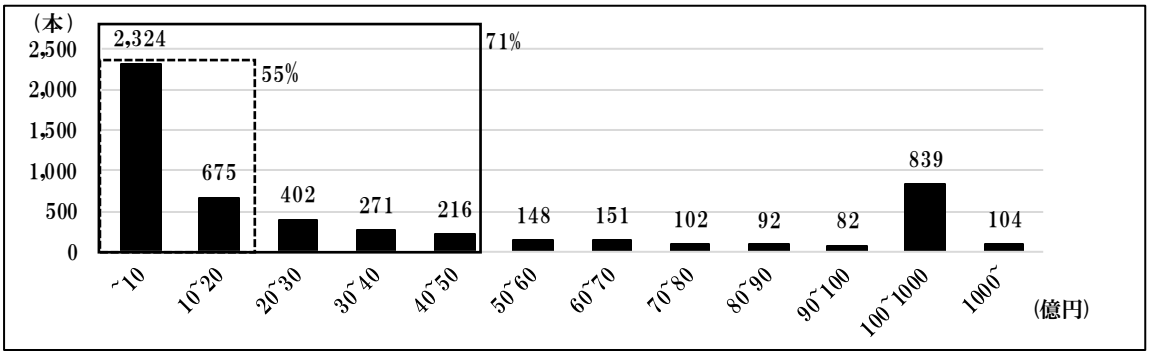
【図表 17】公募・証券ファンド数と 1 本当たりの金額の比較（2016 年末）

	ファンド数	純資産 (百万ドル)	純資産 (円換算,億円)	1 本当たりの金額 (円換算,億円)
日本	6,060	-	966,415	159
米	9,782	18,868,105	22,096,438	2,259
英	2,802	1,510,976	1,769,504	632
独	1,834	375,253	439,459	240
仏	10,952	1,880,355	2,202,060	201
世界合計	92,218	36,815,649	43,114,807	468

出所)「投資信託の制度・実態の国際比較（第１部)」・日本証券経済研究所・杉田浩治・2017 年・p.16 より作成
URL) http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf

また、下記の図は公募株式投資信託（除く ETF）の規模別分布状況である。日本では投資信託を運営する上での「採算ライン」とされる 50 億円を下回る投資信託が全体の 7 割以上を占める[77]。

【図表 18】公募株式投資信託 1 本当たりの純資産



出所)「『家計の安定的な資産形成に関する有識者会議』（第２回）事務局説明資料」・金融庁・2017 年・p3 より作成
URL) http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf

小規模ファンドが乱立することの問題点は運営が非効率・高コストになることである。運用会社が投資家に送付する運用報告書などの作成費用は、投資家が運用会社に支払う信託報酬でまかなわれる。運用会社はファンド１本１本、監査法人の監査を受ける必要があり、顧客向けの報告書なども作成しなければならない。したがって規模の小さいファンドほど監査など管理費の負担は重くなり、投資家が支払う手数料が増えるもとになるのである[78]。

これらのことから、多くのファンドは運用コストが運用報酬を上回る状態に陥っており、公募投資信託の本数ベースで 8 割が赤字という指摘もある[79]。投資信託のひとつのメリットとして分散投資効果が挙げられるが、残高が少なく運用効率の良くないファンドは家計の資産形成の中核商品になり得ていないと言えるだろう。

第4章　提言

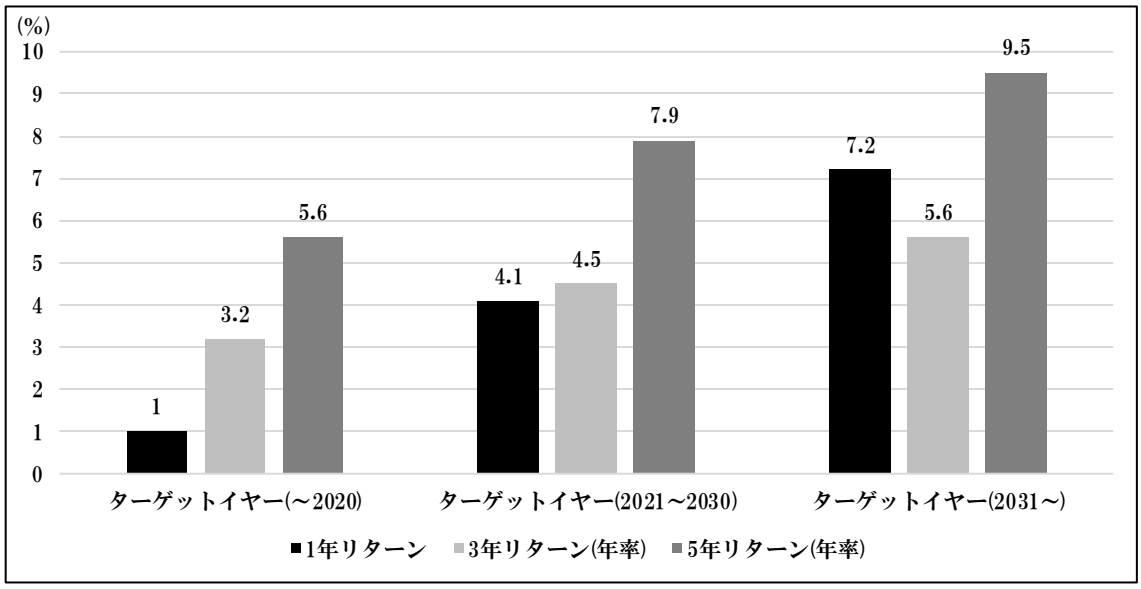
第 3 章では、日本の投資信託が家計の長期的な資産形成手段として十分に機能するために解決すべき問題点を、顧客側・供給側の観点からそれぞれ明らかにした。本章では、それら問題点を解決するための具体的な解決策をそれぞれの観点から提言する。

第 1 節　確定拠出年金制度の改善

第 3 章第 1 節では、現在の企業型確定拠出年金において、指定運用方法で設定されている商品の多くが元本確保型であり、その運用利回りの低さから家計の資産形成手段として十分に機能していないことを問題点として挙げた。よって我々の定義する今後望ましい投資信託のあり方を実現するためには、より個人がリスクをとって長期的な資産形成を行っていくことが必要となる。そこで我々は、デフォルト商品としてターゲットイヤーファンドを設定することを提言する。

ターゲットイヤーファンドとは、「望ましい資産構成は、その人の年代によって強く影響をうける」、という考え方を基本とし、あらかじめ目標とする年（ターゲットイヤー）を決め、最初は積極的な運用を行い、ターゲットイヤーに向けて積極運用の割合を引き下げていき（安定運用の割合を引き上げていき）、ターゲットイヤーに達したら、完全な安定運用に切り替わる投資信託のことである。例えば、若いときには今後収入が増加していくことが期待でき、かつ長期の運用が可能となり、大きなリスクをとることができるため、株式などのリスク資産により多くの資産を配分することとなる。一方退職が近くなると保有する金融資産は大きくなっているものの、将来に見込める収入は年金などに限定されて行き、残りの運用期間は短くなるため、退職後のことを考慮し、リスクをあまりとらずに今ある資産を安定的に運用する[80]。

【図表 19】ターゲットイヤーファンドの利回り



出所）「iDeCo でほったらかし運用?!「ターゲットイヤーファンド」の実力とは」・MORNINGSTAR HP・2017 年より作成

URL) https://ideco.morningstar.co.jp/column/000680.html

このように、ターゲットイヤーファンドを利用することによって、リスクをとりながらも、それを年齢ごとに配分することで、長期的・安定的な資産形成を可能とすることができる。

米国ではすでに我々の提言と類似するデフォルト商品の設定が行われている。米国では 2007 年に、適格デフォルト選択肢（QDIA）が提示され、ターゲットデートファンドとバランス型ファンドが的確な商品カテゴリーとして例示されると、ターゲットデートファンドのデフォルト商品設定が増加した[81]。このことから、日本においても同様に、デフォルト商品をターゲットイヤーファンドに設定する企業が今後増えることで、家計がよりリスクをとって確定拠出年金を運用することとなり、投資信託が家計の長期的な資産形成手段としての役割を高めることとなるだろう。

第 2 節　金融リテラシーの向上

第 3 章第 2 節で述べたとおり、金融リテラシーを身に付けるためには、学校教育での金融教育が必要である。しかし日本では第 3 章第 2 節で述べたよう

な官民挙げての取り組みが十分でなかったといった問題点から、金融教育が浸透せず、成果を上げられなかった[82]。また、教育内容に関しては、私生活とのつながりを感じにくいものであり、教材が子供にとっての興味・関心からかけ離れていたことを問題として挙げた。

そこで、日本の金融教育内容を改善するためにオーストラリアのメルボルン宣言にある教育内容を参考にすることを提言する。その内容は、経済を理論だけに留めず現実的に将来の労働やビジネスに結びつけようとする明確な意図を持ったうえで、労働者の視点・生産者の視点、そして消費者の視点に焦点をあてた教育である。労働者・生産者の視点からは「仕事」「ビジネス」、消費者の視点からは「消費」「パーソナルファイナンス」を重点的に扱う。さらに、生徒の自発的な学習となるようなアクティブな方法で教育を行う。例えば、資料の収集・分類、解釈・費用便益分析など確かな根拠に基づく意思決定と応用、討論や結果の再検討などが中心であり、日本特有の教員主導の教育形式とは対極である[83]。具体的には、オーストラリア証券投資委員会（ASIC）が中心となって、政府のカリキュラム設定機構（ACARA）が提供するマネースマート・ティーチング[84]を教材として利用することや、その時の問題や出来事など身近なことをケーススタディにして考えさせている[85]。マネースマートは、全てのライフステージにわたる人々を対象にオンラインの学習ツールを提供している。例えば若者向けには、クレジットカードによる浪費の問題を回避し目標貯蓄額を達成する方法や、将来貰える年金総額の計算など、明確で分かりやすい様々な種類のガイダンスが提供されている[86]。

以上のような教育方法を採用すれば、能動的な金融教育を通して自然に基本的な経済やビジネスの概念を習得することができる。さらに子どもの金融や経済に対する興味にも働きかけ、自発的な学習を可能とし、教員側の教える負担も軽減できる。また、日本の教育現場では時間に余裕がなく、なかなか金融教育が行えていないことが問題の１つとして挙げられる。そこで日本の教育現場の問題を踏まえ、より有効的に金融リテラシーを身に付けさせるために、本稿においては、短時間で金融教育を行うことを提言する。具体的には、小学校・中学校・高校の授業が始まる前の時間に短時間で授業を実施することで、他の科目に支障をきたすことなく金融の知識を自然に定着させることができ

る。その際、先ほど例に挙げたオーストラリアの教育内容のように、日本の各政府機関や日本証券業協会などが提供するような教材を有効活用しながら、日本で実際に取り上げられている問題やケーススタディなど通して自発的に考えさせることが重要である。

このように金融リテラシーを学校教育段階から身に付けることでより幅広い資産形成手段と豊かな生活基盤を築くことができる国民が増える。その結果国民は、販売会社との問題であった情報の非対称性を改善することが可能になる。このようにリスクマネーを適切に選ぶことができるようになるため、投資信託を資産形成手段として選び、運用する国民が増加する。

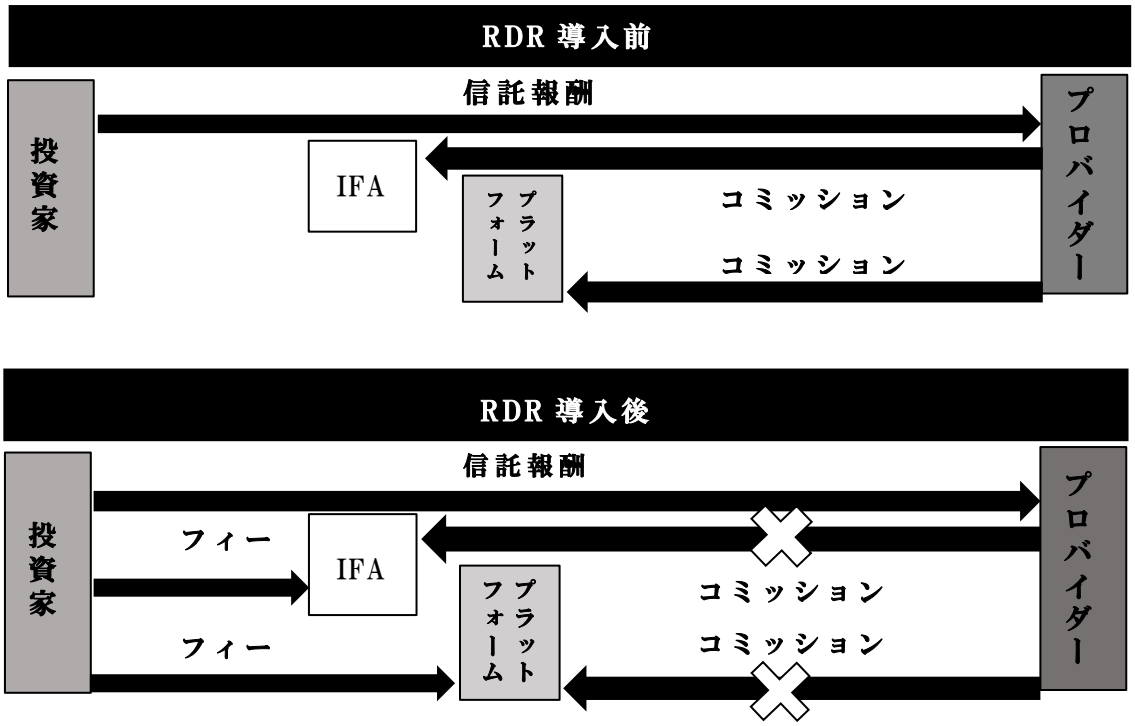
第 3 節　残高ベースの報酬体系への移行

第 3 章第 3 節では、日本の販売会社の報酬体系が、より多くの利益を得るために、本数ベースであるコミッション型を主流としていることから、顧客本意の投資信託商品の販売が行われていないことを問題点として挙げた。

こういった問題を解決するために、販売会社の報酬体系を本数ベースのコミッション型から残高ベースのフィー型へ移行することを提言する。具体的には、2012 年に導入された英国の個人向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review：RDR）を一部適用する。RDR とは、コミッションの多寡により商品選択をしているのではないかという懸念を払拭するため、金融サービス機構（Financial Services Authority：FSA）によって、アドバイザー全般に対するコミッションの支払い禁止が導入されたものである[87]。

【図表 20】は英国における RDR 導入前と導入後の手数料の流れである。英国における RDR 導入以前の独立系フィナンシャルアドバイザー（Independent Financial Advisor：IFA）、プラットフォーム（ネット証券）は、投資家からの信託報酬を受け取る際、プロバイダー（資産運用会社）を通してコミッションを受け取っていた。しかし、RDR 導入後、プロバイダーからのコミッションを禁止し、IFA とプラットフォームへの報酬を投資家から直接受け取るフィー型へ移行した。

【図表 20】英国における RDR 導入前と導入後の手数料の流れ



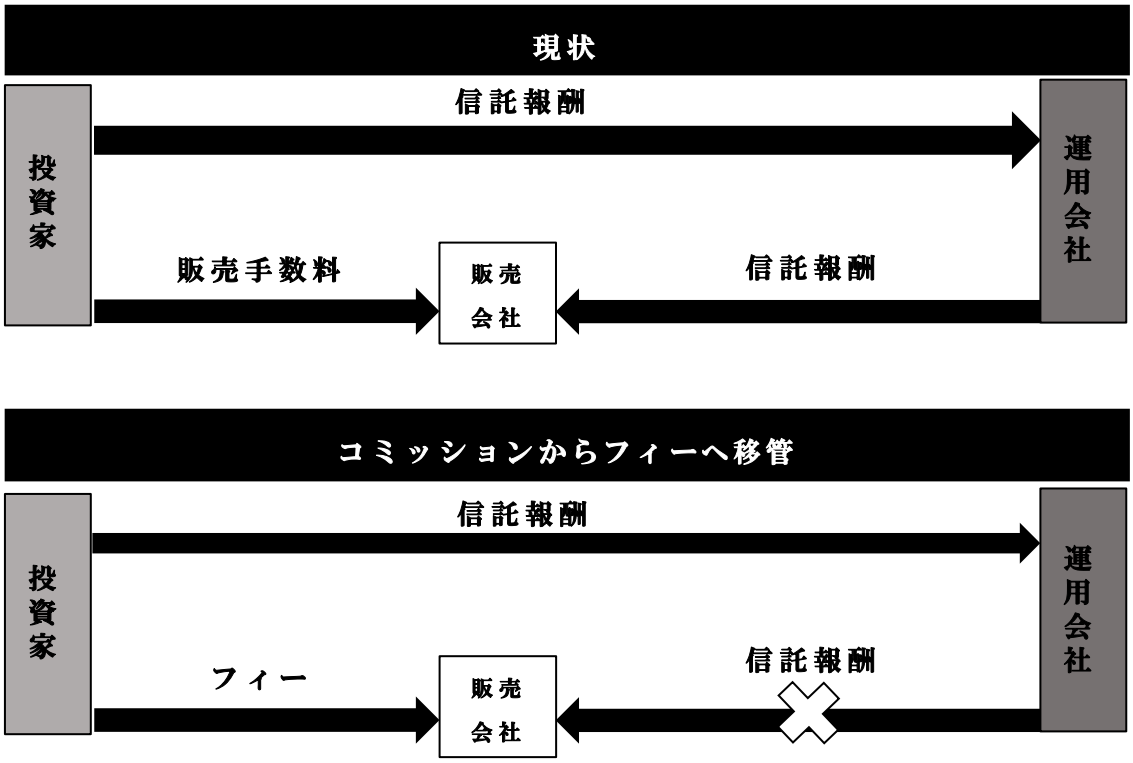
出所）「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」・野村資本市場研究所・2013 年・p.6 より作成

URL) http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr03web.pdf

一方で、日本の販売会社の報酬体系は第 3 章第 3 節の通り、信託報酬では収益が見込めず、販売手数料で稼ぐという本数ベースのコミッション型である。【図表 21】は日本における販売会社の報酬体系を示したものである。

日本の現在の販売会社の報酬体系は投資家から運用会社を通して受け取る信託報酬と投資家から直接受け取る販売手数料を受け取るものである。RDR の一部を適応することにより、販売会社には現状の問題点で挙げられている売買回転数を増やして、利益を得ようとするインセンティブが無くなると考える。そうすれば、販売会社は長期的運用で利回りが得られる投資信託商品を販売するようになり、顧客にとって望ましい資産形成手段となる投資信託商品の販売が可能となる。

【図表 21】日本における販売会社の報酬体系



出所）「投資信託　基礎と実務」・田村威・2016 年・p.305 より作成

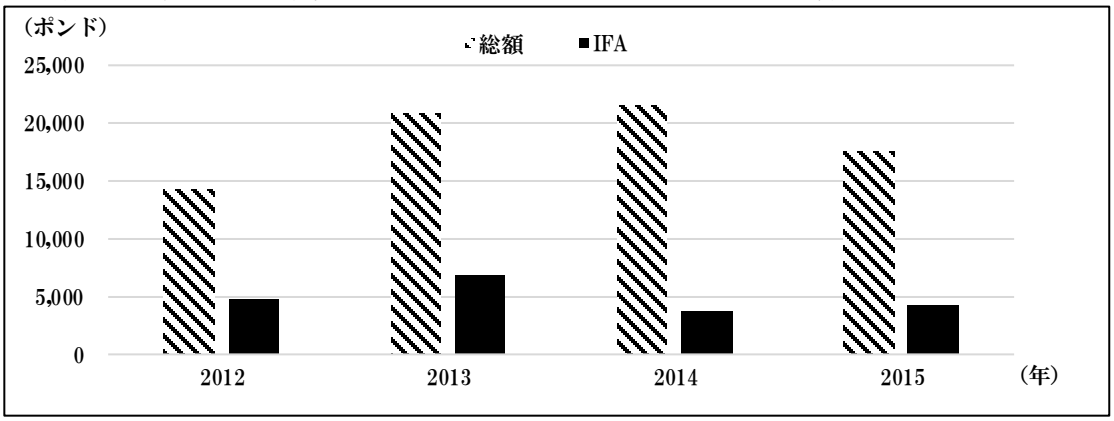
また、RDR の導入にあたり、販売会社にはさらなる顧客本位の販売が求められるため、英国では金融機関がさらなる対策を講じている。具体的には大手プロバイダー（運用会社）の１つであるフィデリティが、2011 年にナレッジ・ハブ・ウェビナーズというアドバイザー向けにオンライン上で金融知識を高められる講座を受けられるツールを開発した[88]。このような動きが見られることから、日本においても RDR の一部適用によりさらに販売会社のアドバイザーの金融知識を高める意識が高まり、顧客本位の業務運営に近づくと考える。

また、コミッション型の報酬体系のもとでは、販売会社は運用会社から投資信託商品を取り扱う際、手数料が高い商品を先行的に取り扱う傾向にあった。そこで、報酬体系を残高ベースであるフィー型に移管することで、残高が増加していく長期的運用で利回りが得られる商品を先行して扱うようになる。このことから、運用会社にはさらなる運用能力の向上が問われるようになる。

さらに、【図表 22】より、2012 年の RDR 導入後、2013 年の IFA の販売金

額は増加していることから、供給サイドにも良い影響をもたらした。このように、報酬体系をコミッション型からフィー型へ移行することによって、投資信託は家計にとって望ましい資産形成手段になると考える。

【図表 22】英国籍投資信託におけるリテール向け販売金額



出所）「SUMMARY OF DOMICILED UNIT TRUST/OEIC RETAIL SALES BY DISTRIBUTION CHANNEL 2010-2016」・Investment Association・2016 年より作成

URL）https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima_files ecurity/secure.php?f=press/2016/stats/stats0116-04.pdf

第 4 節　小規模ファンドの計画的整理

第 3 章 4 節で述べた通り、日本の投資信託商品の問題点として採算ラインに満たない小規模ファンドの乱立が挙げられる。残高が少なく運用効率の良くないファンドが乱立していることによって、投資信託が家計の資産形成の中核商品になり得ていないという問題を解決するためには小規模ファンドの整理を進めていくべきである。

そこで我々は韓国の事例を手本とする、ファンドの償還手続きの簡素化、及び、計画的な小規模ファンドの整理を提言する。小規模ファンド乱立の問題点は以前から議論されていた。投資信託の併合は 2007 年の改正投資信託法の施行で事実上、日本でも解禁された。しかし投資信託の併合は、投資信託によっては数十社の金融機関が販売会社として名を連ねており、投資信託保有者の承諾を取るなどの事務作業が煩雑であるために同制度の実施には実務的な困難も

あることから、過去に一度も実現したことはない[89]。

同様のことは韓国でも起きていた。韓国投資信託市場では、2011 年 5 月時点で追加型公募投資信託 3,318 本中、1,882 本が 50 億ウォン未満であり、小規模ファンドが乱立していた。そこで、韓国では政府、業界共に小規模ファンドの整理が「投資家保護の観点から必要である」という認識を共有した上で、自主規制機関である韓国金融投資協会（Korean Financial Investment Association、以下、KOFIA）主導の下、2011 年 6 月から 12 月にかけて資産残高 50 億ウォン未満の小規模投資信託を、繰り上げ償還あるいは併合により整理するという活動が推進されてきた[90]。

KOFIA は 2011 年に加盟会社に対し整理計画の提出を求め、同年末までに合計 644 本を整理するという計画的な目標を掲げた。その結果、目標には及ばないものの年末までに 504 本が整理された。そして、2011 年に 1,000 本超あった小規模ファンドは、2016 年時点には 200 本まで急減している[91]。

その結果、世界の投資信託市場がいかに投資家に対して望ましいかに関して、投資家保護や透明性、手数料、税制、販売を基準に米国モーニングスター社が行った Morningstar Global Fund Investor Experience Study を見てみると、この小規模ファンド整理により、韓国の投資信託の評価は上昇したことが読み取れる。

【図表 23】世界投資信託市場調査における手数料の国際比較（2013 年）

A	アメリカ					
A-	オーストラリア	タイ				
B+						
B	インド	韓国	ノルウェー	スウェーデン		
B-	中国	デンマーク	フランス	南アフリカ	スペイン	スイス
C+	ドイツ	オランダ	台湾			
C	ベルギー	香港	ニュージーランド	シンガポール	イギリス	
C-	イタリア					
D+	日本					
D						
D-						
F	カナダ					

出所）「Global Fund Investor Experience Study2013」・Morningstar・2013 年・p.13 より作成

URL) http://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocument

s/FactSheets/Global-Fund-Investor-Experience-Report-2013.pdf

【図表 24】世界投資信託市場調査における手数料の国際比較（2015 年）

A	オーストラリア	オランダ	アメリカ		
A-					
B+	韓国				
B	デンマーク	ニュージーランド	南アフリカ	スウェーデン	イギリス
B-	フィンランド	インド	ノルウェー	スペイン	スイス
C+	フランス	タイ			
C	ベルギー	ドイツ	イタリア		
C-	シンガポール				
D+	中国	香港	日本	台湾	
D					
D-	カナダ				
F					

出所）「Global Fund Investor Experience Study2015」・Morningstar・2015 年・p.20 より作成
URL）https://corporate.morningstar.com/US/documents/2015%20Global%20Fund%20Investor%20Experience.pdf

また、KOFIA が毎年発行している「KOREAN CAPITAL MARKET ANNUAL REVIEW 2015」によれば、小規模ファンドの計画的償還が行われた 2011 年以降、運用会社側の純利益も増加している[92]。

日本の投資信託が家計の資産形成手段としてなり得るため、そして投資信託業界の健全な発展のためには、期待に反して成長しなかったファンドの整理は必要な機能である。韓国では、小規模ファンドの償還手続きの簡素化を推進したが、日本でも一定額以下の場合の償還の簡素化を行うべきである。

現行の日本の投資信託及び投資法人に関する法律では、重大な約款変更には、受益者による書面決議が必要である。その上、議決権の 3 分の 2 以上の賛成が必要である。しかし、多くの投資信託は後の約款変更を避けるため、幅広な権限を認める形で約款の記載がなされる傾向にあることなどが弊害となり、手続きを行いにくい状況にある[93]。このように、現在の制度は実務と乖離し、却って制度が形骸化してしまっているのだ。非効率な運用を余儀なくさせる小規模ファンドを投資家に持たせたままにすることは、投資家保護の観点か

らすれば不適切である。そこで、日本においても【図表 18】で示した規模別分布で 42.2%を占める元本 10 億円未満の小規模投資信託の償還に関しては、例外的に書面議決を不要とするべきである。その上で、KOFIA と同じ役割を日本で担う投資信託協会が計画的な小規模ファンドの整理のために、加盟会社に対し整理計画の提出を求め計画的な目標を掲げるべきである。

このような計画的な小規模投資信託の整理により、投資信託の本数が減れば、採算が改善し運用成績の向上や投資信託保有者の支払う手数料を減らせる。その結果、投資家のムダな乗り換えを防ぎ、長期運用を促しやすくなる。また、運用会社にとっても人材を効率的に配置できるようになり、コスト削減や運用能力の底上げを実現できるだろう。

おわりに

本稿では、我々の定義する今後望ましい投資信託のあり方を実現するために、まず第1章では投資信託の意義と必要性を述べ、第2章では日本の投資信託市場が現在にいたるまでの経緯を述べた。日本の投資信託は金融ビッグバン以降、様々な制度改革や規制緩和によって、その普及と制度整備が進められてきたが、一方でその大幅な規制緩和は、必要以上の商品増加やそれに伴う運用効率の低下といった問題も現在に残した。これ以外にも、いまだに日本の投資信託には改善すべき点が残されており、これまで家計の長期的な資産形成手段として十分に機能してこなかったことを明らかにした。

そこで第3章では、以上で明らかとなった問題点、すなわち、我々の定義する今後望ましい投資信託を実現するために解決すべき問題点を顧客側と供給側の視点に分けることによって、具体化した。その内容は、顧客側の金融リテラシーの低さと、それにより確定拠出年金の運用において適切な商品選択がなされず利回りの低いデフォルト商品に運用が集中してしまうことや、確定拠出年金に限らず、投資信託商品の購入の際に十分に利回りが得られない商品を購入し不利益を被ってしまうことであると述べた。それに対し供給側の問題点は、報酬体系が本数ベースであることにより、販売会社が顧客の利益よりも手数料による収益を優先させ、顧客本位とはいえない回転売買を行っていること、加えて、そのことにより個々の投資信託商品の資産残高が伸びず、小規模ファンドが乱立し経費率と手数料が上昇しまっていることであると述べた。よって、これらの問題点を解決し、我々の定義する今後望ましい投資信託のあり方を実現するためには、顧客側はより良い商品を見極めるための金融リテラシーの向上を、販売者側は顧客の最善の利益を追求した業務運営を徹底することで、家計にとって魅力的な投資信託市場を構築する必要があるということを我々は導き出した。

そのために、第4章ではまず、他国の金融教育方法を参考にした金融教育を行うことで長期的に日本の金融リテラシーを向上させながら、確定拠出年金制度におけるデフォルト商品をターゲットイヤーファンドに設定することを提言した。このことは、確定拠出年金制度における投資信託の運用を、より家計の長期的な資産形成に適した運用利回りの良いものへと改善させていくだろ

う。また、供給者側の問題点を解決するために、販売会社の報酬体系を残高ベースに移行することと、小規模ファンドを計画的に整理することを提言した。このことは、顧客の利益が重視される販売、また、既存の投資信託商品の資産残高の増加と運用効率の向上をもたらすだろう。

以上の解決策を実現することは、我々が定義する、今後望ましい投資信託のあり方である「家計の長期的・安定的な資産形成手段として十分に機能することに加えて、貯蓄から投資への流れを促進し、経済の好循環を促すこと」へ繋っていく。

〈脚注〉
[1] 橋本[2000]p.1 を参照。
[2] 投資信託協会 HP を参照。
[3] 日本証券業協会[2012]pp.141-142 を参照。
[4] 野村證券 HP を参照。
[5] 田村侑一[2000]p.12 を参照。
[6] 日本証券業協会[2011]p.139 を参照。
[7] 日本銀行 HP を参照。
[8] 大和総研 HP を参照。
[9] みずほ総合研究所 HP を参照。
[10] 大和総研 HP を参照。
[11] コーポレートガバナンスとは、株式会社における CEO(最高経営責任者)を始めとする業務執行者のみならず、株主を始めとするさまざまな利害関係者(ステークホルダー)の立場からも、会社が法令を遵守し、効率的な業務執行がなされるようにコントロールしたり、モニタリングしたりする仕組み・体制のことである。
[12] 日本証券経済研究所[2014]p.216 を参照。
[13] 國枝[2015]p.107 を参照。
[14] 橋本[2000]p.1 を参照。
[15] 杉田[2017]p.5 を参照。
[16] IMF-GATT 体制とは、第二次世界大戦後、アメリカ主導の下に創設された国際的自由組。IMF が自由貿易を円滑にするための各国間の安定的な為替レートを設定し、GATT 障害を除去するという両輪によって、自由貿易体制が推進されていった。
[17] 落合[2016]p.187 を参照。
[18] 田村威[2016]p.35 を参照。
[19] 田村威[2015]p.36 を参照。
[20] 田村威[2016]p.45 を参照。
[21] SMBC 日興証券 HP を参照。
[22] 米澤[2006]p.35 を参照。
[23] 日本証券業協会[2012]p.26 を参照。
[24] 田村威[2016]p.37 を参照。
[25] 杉田[2011]p.5 を参照。
[26] 米澤[2006]P.36 を参照。
[27] 資本の自由化とは、広義には、対外資本取引に係る規制を緩和・撤廃することで、資本の流入、流出の両面についての自由化をいうが、狭義には外国資本の流入、外国企業の進出を自由に認めることをいう。
[28] 稲富[2001]pp.203-211 を参照。
[29] 田村威[2016]pp.54-55 を参照。
[30] 日本証券業協会[2012]pp.26-27 を参照。
[31] プラザ合意とは、1985 年 9 月 22 日にニューヨークのプラザホテルで開催された先進 5 ヵ国蔵相・中央銀行総裁会議 G5 で討議されたドル高是正のための一連の合意事項 をいう。当時、アメリカは巨額の財政赤字や高金利を背景にドルの独歩高を通じて膨大な貿易収支の赤字を発生させ、世界的な対外不均衡が問題となっていた。
[32] 米澤[2006]p.38 を参照。
[33] 杉田[2011]p.6 を参照。
[34] 重田[2009]pp.105-106 を参照。
[35] 内閣府 HP を参照。
[36] 金融庁 HP を参照。
[37] 内閣府 HP を参照。
[38] 杉田[2011]p.7 を参照。
[39] 永沢[2017]p.23 を参照。
[40] 投資信託協会[2014]pp.8-9 を参照。
[41] 田村[2016]p.75 を参照。
[42] 永沢[2017]pp.21-26 を参照。
[43] ETF とは、特定の指数、例えば日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）等の動きに連動する運用成果を目指し、東京証券取引所などの金融商品取引所に上場している投資信託のことである。
[43] 首相官邸 HP を参照。
[43] 大崎[2003]p.2 を参照。
[43] 三菱東京 UFJ 銀行 HP を参照。
[43] 田村[2016] p.43 を参照。
[43] 杉田[2014]pp.4-11 を参照。
[43] 日本証券業協会 HPp.5 を参照。

[44] 首相官邸 HP を参照。
[45] 大崎[2003]p.2 を参照。
[46] 三菱東京 UFJ 銀行 HP を参照。
[47] 田村[2016] p.43 を参照。
[48] 杉田[2014]pp.4-11 を参照。
[49] 日本証券業協会 HPp.5 を参照。
[50] 政府広報オンライン HP を参照。
[51] 千葉銀行 HP を参照。
[52] 金融庁 HP pp.3,4,7 を参照。
[53] 是枝[2017]p.2 を参照。
[54] 大和証券 HP[2017]を参照。
[55] りそな銀行確定拠出年金 HP を参照。
[56] 三井住友銀行 HP を参照。
[57] 企業年金連合会 HPpp.14.29 を参照。
[58] 野村総合研究所 HP p.25 を参照。
[59] 梅内[2017]p.34 を参照。
[60] 厚生労働省 HPp.61 を参照。
[61] 日本証券業協会 HP を参照。
[62] 野村総合研究所 HP を参照。
[63] 金融庁 HP を参照。
[64] 金融審議会[2013]を参照。
[65] 佐藤[2012]p.26 を参照。
[66] 日本証券業協会 HP を参照。
[67] 栗原[2014]p.25 を参照。
[68] 全国銀行協会[2017]pp.15-17 を参照。
[69] 栗原[2014]p.25 を参照。
[70] 内閣府 HP を参照。
[71] 金融庁[2016]p.3 を参照
[72] 日本証券経済研究所[2016]p.14 を参照
[73] 日本証券経済研究所[2016]p.2 を参照。
[74] 投資信託事情[2017]p.12 を参照。
[75] 金融庁[2012]p.2 を参照。
[76] 金融審議会[2012]HP p.3 を参照。
[77]『日本経済新聞』(2017/3/8) 電子版を参照。
[78]『日本経済新聞』(2016/11/23) 朝刊 1 面を参照。
[79] 金融審議会[2012]HP を参照。
[80] 投信資料館[2017]HP 参照。
[81] 野村亜紀子[2016]p.176 を参照。
[82] 日本証券業協会[2014]p.5 を参照。
[83] 栗原[2014]p.20 を参照。
[84] マネースマート・ティーチングとはオーストラリアの証券投資委員会とオーストラリア政府が提供する、金融面でよりよい判断を行い易くするための無料で幅広いオンラインの教育ツールである。
[85] ACARA HP 野村[2014]p.7 を参照。
[86] MONEYSMART HP を参照。
[87] 野村資本市場研究所[2013]p.1 を参照。
[88] 野村資本市場研究所[2013]p.5 を参照。
[89]『日本経済新聞』(2017/3/8) 電子版を参照。
[90] 野村[2012]p.1 を参照。
[91]『日本経済新聞』(2017/11/23) 電子版を参照。
[92] Korea Financial Investment Association[2015]p.17 を参照。
[93] 金融審議会[2012]を参照。

＜参考文献＞

稲富信博[2001]「第 2 次世界大戦後の資本移動の自由化」『經濟學研究』(九州大学) 68 巻 2 号
梅内俊樹、松下雅幸[2017]「実質価値の維持に注目したデフォルト商品選定について」『年金と経済』2017.7 Vol.36 No.2
落合功[2016]『入門日本金融史』
金融調査研究会[2017 年 7 月]『持続可能な社会保障制度に資する金融のあり方』全国銀行協会
佐藤保久[2012]『金融自由化と金融経済教育』関西学院大学出版会
重田正美[2009]「戦後の金融改革の流れ」国立国会図書館調査及び立法考査局
杉田浩治[2011]「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託」日本証券経済研究所
_____[2014]「投資信託の 14 年改革と今後の課題」『月刊資本市場』2014.7 (No.347)

田中健太郎[2013]「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」『野村資本市場クォータリー』2013 spring、野村資本市場研究所
田村威[2015]『十二訂　投資信託基礎と実務』
_____[2016]『十三訂　投資信託基礎と実務』
田村侑一[2000]『投資信託入門』
日本経済新聞[2016/4/2]朝刊 17 面
_____[2016/11/23]朝刊 1 面
_____[2017/05/12]朝刊 7 面
日本証券業協会[2011]『新・証券市場 2011』
_____[2012]『新・証券市場 2012』
日本証券経済研究所[2014]『日本の証券市場 2014 年度版』、公益財団法人
野村亜紀子[2016]「改定確定拠出年金法の成立 - 資産形成制度の新時代到来の可能性」『野村資本市場クォータリー』2016 Vol.20-1 summer、野村資本市場研究所
_____[2016]「先進諸国における私的年金改革の動き」『年金と経済』2015.1 Vol.33 No.4
橋本正明[2000]『投資信託～商品と仕組みのすべて～』
松尾健治[2017]「欧米で注目を集めるコミッションとフィーの意味を理解、世界的に成長著しい ETF のコミッション等の中身をしっかり理解」『投資信託事情』第 60 巻 第 5 号
米澤康博[2006]『証券市場読本』

＜参考資料＞
ACARA HP　http://www.acara.edu.au/
MONEYSMART HP　https://www.moneysmart.gov.au/
Investment Association HP　https://www.theinvestmentassociation.org/
Korea Financial Investment Association HP　http://eng.kofia.or.kr/index.do
MORNINGSTAR HP　http://www.morningstar.com/
大和総研 HP　http://www.dir.co.jp/
金融庁 HP　http://www.fsa.go.jp/
厚生労働省 HP　http://www.mhlw.go.jp/
SMBC 日興証券 HP　http://www.smbcnikko.co.jp/index.html
首相官邸 HP　http://www.kantei.go.jp/
政府広報オンライン HP　http://www.gov-online.go.jp/
千葉銀行 HP　http://www.chibabank.co.jp/
投信資料館 HP　http://www.toushin.com
投資信託協会 HP　https://www.toushin.or.jp/
内閣府 HP　http://www5.cao.go.jp/
ニッセイ基礎研究所 HP　http://www.nli-research.co.jp/?site=nli
日本銀行 HP　https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/faqsj.htm/
日本経済新聞社 HP　https://www.nikkei.com/
日本証券経済研究所 HP　http://www.jsri.or.jp/
野村證券 HP　https://www.nomura.co.jp/
野村資本市場研究所 HP　http://www.nicmr.com/nicmr/
野村総合研究所 HP　https://www.nri.com/jp/
みずほ総合研究所 HP　https://www.mizuho-ri.co.jp/index.html
三井住友銀行 HP　http://www.smbc.co.jp/
文部科学省 HP　http://www.mext.go.jp/
ゆうちょ銀行 HP　http://www.jp-bank.japanpost.jp/
りそな銀行確定拠出年金 HP　http://www.resona-tb.co.jp/401k/index.html

ACARA（Australian Assesment and Reporting Authority）カリキュラム設定機構
https://www.australiancurriculum.edu.au/f-10-curriculum/learning-areas/
Australian Securities & Investments Commission MONEYSMART
https://www.moneysmart.gov.au/
Investment Association[2016]「SUMMARY OF DOMICILED UNIT TRUST/OEIC RETAIL SALES BY DISTRIBUTION CHANNEL 2010-2016」
https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima_filesecurity/secure.php?f=press/2016/stats/stats0116-04.pdf

Korea Financial Investment Association[2015]「KOREAN CAPITAL MARKET ANNUAL REVIEW 2015」
http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjk7Peyyo_XAhULgbwKHXinC0cQFgg4MAI&url=http%3A%2F%2Feng.kofia.or.kr%2Fbrd%2Fm_20%2Fdown.do%3Fseq%3D21%26file_seq%3D1%26data_tp%3DA&usg=AOvVaw3QNwahM0bPn87_LKgCyl_B
MORNINGSTER[2013]「Global Fund Investor Experience Study2013」
https://corporate.morningstar.com/us/documents/MethodologyDocuments/FactSheets/Global-Fund-Investor-Experience-Report-2013.pdf
_____[2015]「Global Fund Investor Experience Study2015」
https://corporate.morningstar.com/US/documents/2015%20Global%20Fund%20Investor%20Experience.pdf
_____[2017]「iDeCo でほったらかし運用?!『ターゲットイヤーファンド』の実力とは」
https://ideco.morningstar.co.jp/column/000680.html
Standard &Poor’s「Standard&Poor’s financial literacy around the world」
http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf
井潟正彦、野村亜紀子、神山哲也[2013]「我が国に求められる義務教育・高等学校での金融経済教育強化」野村総合研究所
http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013aut07.pdf
運営管理機関連絡協議会[2016] 「確定拠出年金統計資料」企業年金連合会 HP
https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf
SMBC 日興証券 HP「追加型投資信託」
http://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/tsu/J0144.html
大崎貞和[2003]「金融所得一元課税への第一歩となる税制改正」野村資本市場クォータリー
http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2003/2003win01.pdf
金子久、竹端克利[2015]「確定拠出年金の利用実態調査(2015/3)報告」野村総合研究所
https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf#search
神尾篤史[2017]「上場企業の資源配分の現状と家計の資産形成開始のタイミング」大和総研 HP
http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20170814_012212.pdf
企業年金連合会 HP[2017]「2015（平成 27）年度決算確定拠出年金実態調査結果（概要)」
https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2015_1.pdf
金融経済教育を推進する研究会[2014]「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」日本証券業協会
http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf
金融審議会[2012]「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第 2 回）議事録
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/gijiroku/20120413.html
_____[2012]「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第 3 回）議事録　金融庁
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/gijiroku/20120413.html
_____[2012]「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ　最終報告」金融庁
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf
_____[2013]「投資信託法制の見直し等に関するワーキング・グループ」（第 3 回）金融庁
http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/files/toushinwg03shiryo.pdf
金融庁[2009]『初等中等教育段階における金融経済教育に関するアンケート』
http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_1935302_po_f-20040831-3b.pdf?contentNo=1&alternativeNo
_____[2016]「NISA 制度の効果検証結果」
http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf
_____[2016]「平成 28 実務年度 金融行政方針 主なポイント 平成 28 年 10 月」
http://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-3/01.pdf
_____[2016]「より良い資金の流れの実現に向けて」Bloomberg グローバルセミナー第 8 弾「The future of Japan’s Economy.日本経済、次のステージへ」における森金融庁長官基調講演
http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20161005.pdf

_____[2017]「『家計の安定的な資産形成に関する有識者会議』（第 2 回）事務局説明会資料」
http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf
_____HP「ビッグバンの背景」
http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb2.htm
栗原久[2014]「海外教育における金融経済教育の調査・研究報告書」日本証券業協会
http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/k_report.pdf
厚生労働省 HP[2014]「Ⅳその他　確定拠出年金における運用について」
http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000065603.pdf
國枝繁樹[2015]「公的基金積立金運用のあり方について;予備的考察」全国銀行協会
https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news270918_14.pdf
是枝俊悟[2017]「2018 年、つみたて NISA（積立 NISA）導入で NISA はこう変わる」大和総研
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20170426_011939.pdf
首相官邸 HP[2001]「緊急経済対策」
http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2001/0406kinkyukeizai.html
杉田浩治[2017]「投資信託の制度・実態の国際比較（第 1 部）」日本証券経済研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf
_____[2016]「投資信託の販売を巡る世界の動向」日本証券経済研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf
スッキリ年金＆老後のお金 HP[2015]「確定拠出年金(401k)が生まれた背景と必要性」
http://sukkiri-nenkin.com/401k/%E7%A2%BA%E5%AE%9A%E6%8B%A0%E5%87%BA%E5%B9%B4%E9%87%91%EF%BC%88401k%EF%BC%89%E3%81%8C%E7%94%9F%E3%81%BE%E3%82%8C%E3%81%9F%E8%83%8C%E6%99%AF%E3%81%A8%E5%BF%85%E8%A6%81%E6%80%A7/
政府広報オンライン HP[2017]「暮らしに役立つ情報『資産づくりの第一歩に、投資優遇制度「NISA(ニーサ)」があります』」
http://www.gov-online.go.jp/useful/article/201306/3.html
泰松真也[2013]「家計金融資産の有効活用に向けて」みずほ総研 HP
https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r130401point.pdf
大和証券 HP[2017]「『つみたて NISA』制度のポイント」
http://www.daiwa.jp/nisa/tsumi_nisa/#qanda
千葉銀行 HP[2017]「個人投資家向けの新しい非課税制度 NISA(ニーサ)」
http://www.chibabank.co.jp/kojin/saving/isa/point.html
投資信託協会[2016]「投資信託に関するアンケート調査報告書」
https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/
_____HP「投信の仕組み」
https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/
投信資料館 HP[2017]「ターゲット・イヤー型ファンドとは？」
https://www.toushin.com/faq/type-faq/target-year-fund/
内閣府 HP[1996]「わが国金融システムの活性化のために」
http://www5.cao.go.jp/j-j/keikaku/kinyu1-j-j.html
日本銀行調査統計局[2017]「資金循環の日米欧比較」日本銀行 HP
http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf
日本経済新聞電子版［2017/3/8］「電子版を参照投信、魅力向上へ併合促す　協会が指針公表へ」日本経済新聞
https://www.nikkei.com/article/DGXMZO13812570Y7A300C1000000/
日本経済新聞電子版［2017/11/23］「『ゾンビ投信』改革先進国、韓国金融投資協・黄会長に聞く 市場の力学(中)」日本経済新聞
https://www.nikkei.com/article/DGXMZO09547160V11C16A1000000/
日本証券業協会 HP
http://www.sda.or.jp/manabu/word/word73.html
_____HP「NISA(少額投資非課税制度)に関する Q＆A」
http://www.jsda.or.jp/sonaeru/oshirase/files/qa.pdf
内閣府 HP[2008]「平成 20 年度 年次経済財政報告」
http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08b02050.html

野村亜紀子[2012]「韓国の小規模投資信託整理の動き」野村資本市場クォータリー2012年春号、野村資本市場研究所
http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012spr07.pdf
_____[2014]「オーストラリアの『国家金融リテラシー』戦略―鍵を握る学校教育への取り込み―」野村資本市場クォータリー2014年冬号、野村資本市場研究所
http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014win02.pdf
野村證券HP「市場型間接金融」
https://www.nomura.co.jp/terms/japan/si/A02781.html
三井住友銀行HP「確定拠出年金 特徴」
http://www.smbc.co.jp/kojin/401k/kakutei_hojin/kigyougata4.html
三菱東京UFJ銀行HP[2013]「証券優遇制度は新たなステージへ」
http://www.bk.mufg.jp/isa/your/pdf/mamechishiki_01.pdf
文部科学省HP[2014]「文部科学省における金融経済教育の取組について」
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/saimu/kondankai/dai04/siryou7.pdf
永沢裕美子[2017]・「投資信託(1)の現状と課題」季刊 個人金融 2017 春
http://search.yahoo.co.jp/r/FOR=Djtha_JV3ijHE0RmwOEARPUdqrkLz39IDU.gm.cjPbaSJ6nt03R47oFhejyBOyLwOzdp.eUxDDnrzOrAOyJWAP4WwYjy_1nIi_VblIidwbrWGAQvRuPuYsmQNrCAlYi0LR93vpdnr1bM3B9XbxkOOmpQ2Xjj9H1zpmIGoYC626tJM.LTtHtZpdsWA7XTkeWHSpBiYsueA34dFQ6WADbfZrpQ9Hsu2vXosHbvddno0oN6Rg22auqrZB_TtJbgbnJf9ZGtfgzz0LP6Zq.FVqhr5U1xrC8Z5vc-/_ylt=A2RCCbqsOPJZwUMATieDTwx.;_ylu=X3oDMTBta2xuN2pnBHBvcwM1BHNlYwNzcgRzbGsDdGl0bGU-/SIG=18msjndc5/EXP=1509147244/**https%3A//www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature_articles03.pdf%23search=%27%25E6%258A%2595%25E8%25B3%2587%25E4%25BF%25A1%25E8%25A8%2597%25E3%2581%25AE%25E7%258F%25BE%25E7%258A%25B6%25E3%2581%25A8%25E8%25AA%25B2%25E9%25A1%258C%27
りそな銀行確定拠出年金HP「確定拠出年金制度導入の背景」
http://www.resona-tb.co.jp/401k/dc/haikei.html