

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

5

第 2 テーマ 「家計の資産形成の手段としての投資信託」

10



15

立教大学 亀川ゼミナール 向島班

目次

	はじめに	4
	第 1 章 投資信託について	5
	第 1 節 投資信託とは	5
5	第 2 節 投資信託の必要性	6
	第 3 節 今後望ましい投資信託のあり方	8
	第 2 章 投資信託の歴史と新しい金融	10
	第 1 節 投資信託の歴史	10
	1 項 導入から高度経済成長期までの投資信託	10
10	2 項 バブル時代の投資信託	12
	3 項 低金利時代の投資信託	13
	4 項 近年の投資信託	14
	第 2 節 新しい金融	15
	1 項 FinTech	15
15	2 項 オルタナティブ投資	17
	第 3 章 税制優遇制度について	19
	第 1 節 NISA	19
	第 2 節 確定拠出年金	21
	第 4 章 投資信託の現状と問題点	24
20	第 1 節 資産形成の重要性への理解不足	24
	第 2 節 投資信託のハードルの高さ	27
	第 3 節 金融機関のフィデューシャリーデューティの問題	32
	1 項 販売手法の問題	33
	2 項 信託報酬の問題	35
25	第 5 章 提案	38
	第 1 節 キャリア教育の導入	38
	第 2 節 確定拠出年金における制度改革	39
	1 項 運用商品における説明方法の改善	39

2 項	デフォルト商品の対象商品内容の変更	42
第 3 節	フィデューシャリーデューティの改善	43
1 項	KPI の開示義務化	43
2 項	信託報酬の成果報酬化	47
5	終わりに	51

はじめに

投資信託が発足した当初の日本は高度経済成長期にあったため、投資信託が家計の資産形成手段としての役割を担う必要性は限られていた。しかしながらバブル経済の崩壊を契機に高金利時代は終焉を迎え、預金による資産形成は実質的に不可能となった。そこから今日に至るまで、投資信託が家計の資産形成手段となる必要性が高まっている。しかしながら日本の家計資産保有割合をみると預貯金が半数以上を占め¹、投資信託を含めたリスク性資産の保有割合は依然として低いままである。このような現状は少子高齢化が進む我が国において由々しき事態である。今後も少子高齢化が進んだ場合、2065年には1.3人の現役世代で1人の高齢者を支えなくてはならない状態に陥ると予測されている²。そうなった場合、公的年金制度は限界を迎え、生活に十分な額を受け取ることができなくなる可能性は否定できない。

そこで金融庁は「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを掲げ、国民の自助努力による資産形成を推し進めてきた。さらに政府は確定拠出年金やNISAといった税制優遇制度を拡大し、国民の資産形成を後押ししている。その一方で投資信託の良し悪しの根本を担う運用会社と販売会社にはいまだ数多くの問題がある。また昨今では、銀行で投資信託を購入した投資家の半数近くが損失を計上していたこと³や、日銀が投資信託の家計保有残高をおよそ33兆円過大計上していたこと⁴まで発覚した。このように投資信託が国民に浸透するには依然として多くの課題があるといえる。

そこで本稿ではまず第1章で投資信託の必要性とともに、今後の望ましい投資信託のあり方を述べる。続いて第2章で投資信託がこれまでどのような歴史を辿っていったのかを述べ、第3章で近年の税制優遇制度についてその詳細を述べる。第3章までの内容を踏まえ、第4章では投資信託に必要な課題を洗い出し、第5章でその課題についての解決策をそれぞれ述べていく。

¹ 日本銀行調査統計局(2018)「資金循環の日米比較」を参照。

² 内閣府「平成30年版高齢社会白書(概要版)」を参照。

³ 朝日新聞デジタル(2018/7/5)「銀行の投資信託、46%の個人が『損』 金融庁問題提起」を参照。

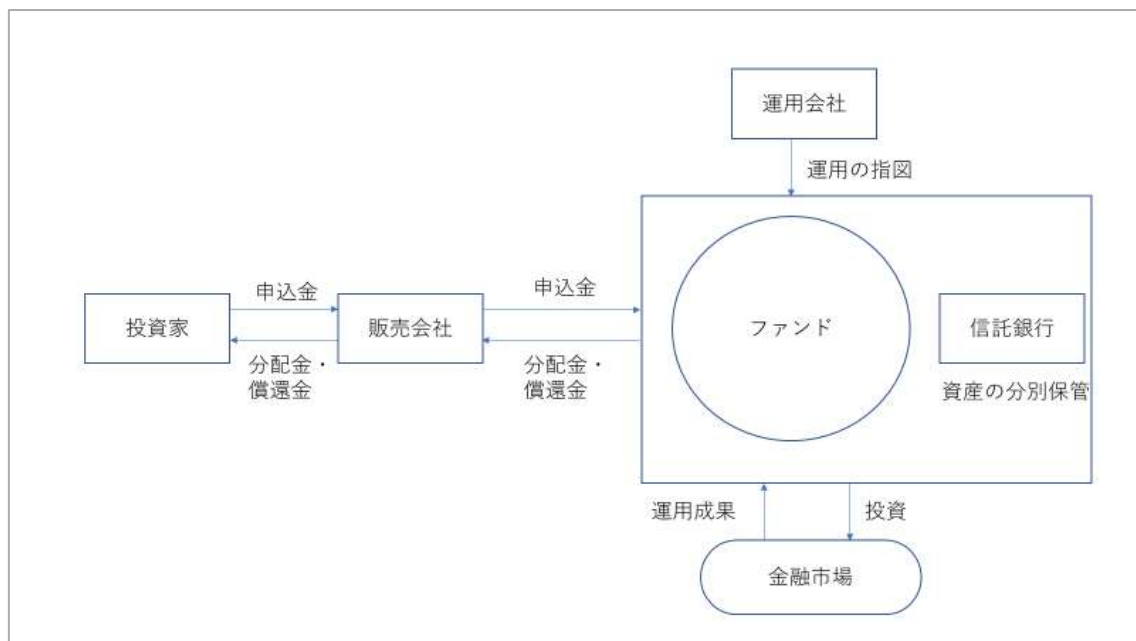
⁴ 毎日新聞(2018/7/23)「家計保有額、30兆円以上過大計上 日銀」を参照。

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、多数の投資家から集めた資金をファンド（基金）とし、証券運用の専門機関が主として証券に分散投資を行うものである。そして投資家の
5 所有数に応じてその利益を分配する金融商品のことである⁵。

〔図表 1〕 投資信託の仕組み



出典：投資信託協会「投資信託の仕組み」より筆者作成

10

投資信託は「投資信託運用会社」で設定され、証券会社や銀行、郵便局などの「販売会社」を通じて販売される。販売を通じて得た資金を、資産管理を専門とする「信託銀行」が保管する。その保管された資金の運用方法を「運用会社」が考え、投資の実行について信託銀行に運用指示する。そして「信託銀行」

15

はその運用指示に基づいて株式や債券の売買を行う。つまり、投資信託とは「投資信託を販売する会社（販売会社）」、「資金を管理する会社（信託銀行）」、「投資信託の運用を行う会社（運用会社）」の三社がそれぞれの役割を果たすことで

⁵投資信託協会ホームページを参照。

構成される金融商品である。

投資信託の特徴としては大きく三点があげられる。

第一に「少額の資金でも分散投資によるリスク管理が可能」という点である。

5 一般的な投資においては、多くの資産に分散投資をしようとする多額の資金が必要となる。しかし、投資信託では多数の投資家から資金を募ってファンドを形成し、その資金を基に分散投資を行う。そのため1人当たりの投資家の投資額は少額なまま、分散投資のメリットを享受することができる。

10 第二に「的確な投資を行ってもらうことへの期待ができる」というものである。「投資の正解を選ぶ」ということは経済、金利、企業の高度な分析、また知識が必要とされる。そのための的確な投資を行うのは難易度が高い。しかし投資信託においては専門家によって運用されるため、投資対象の分析や投資判断等を委ねることができる。そのため結果的に的確な投資を期待することができる。

15 第三として「投資家保護制度」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、手厚い投資家保護が図られている⁶。

第2節 投資信託の必要性

20 日本では金融庁を中心に「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを掲げ、国民に対して資産形成を促してきた。ではなぜ資産形成の必要性が訴えられているのだろうか。日本におけるさまざまな歴史的背景と今後起こりうる社会や経済の変化をもとに資産形成の必要性について述べる。

25 私たち人間は生活する中で結婚、子育て、住宅の購入などさまざまなライフイベントを経験し、それぞれにおいて多額のお金を消費する。また、退職した後の老後の生活においても多額のお金を要する。それに加え、生活する中で人間はさまざまなリスクを抱えており、それを予測することは大変難しい。リスクを抱えた将来に向けて個人で備えるには限界があるため、公的年金制度が社会保障の観点から制定された。

しかし、現在日本では少子高齢化が進み、年金の負担者側と受給者側のバラ

⁶ みずほ銀行ホームページを参照。

ンスが崩れてきている。1950 年には 1 人の 65 歳以上の高齢者に対して 12.1 人の現役世代で支えていたため現役世代の負担は比較的小さかったといえる。だが、2015 年には 2.3 人の現役世代で 65 歳以上の高齢者を支えなくてはならなくなり現役世代の負担が大きくなった。今後も少子高齢化が進んだ場合、2065

5 年には 1.3 人の現役世代で 65 歳以上の高齢者を支えなくてはならない状態に陥ると予測されている。将来的に、年金の支給開始年齢の引き上げや受給年金の減額の可能性もあり公的年金制度にも限界がある。そこで 2001 年に私的年金制度である確定拠出年金が施行された。運用の結果次第で将来受け取ることのできる年金の額が変動する制度であり、この詳細については第 3 章で述べる。

10 また経済状況の変化も資産形成の必要性に大きく関係している。2002 年からスタートした安倍内閣によるアベノミクスの影響で、2007 年 1～3 月期の日本の GDP 速報値は年率換算で 2.2%増となっており、緩やかではあるがインフレーションに向けて回復基調が継続している⁷。ゆえに今後もアベノミクスの影響によりインフレーションが起こる可能性が高い。その中で日本人は保有資産割合

15 を見直す必要がある。図表 2 をみると、日本は諸外国と比較して保有資産に対する現金・預金の割合が著しく高いことがわかる。インフレーションが起きた場合、現金・預金の価値は目減りするため、今後の状況を考えると株式や債券などのリスク性資産の保有割合を増やす必要があるといえよう。

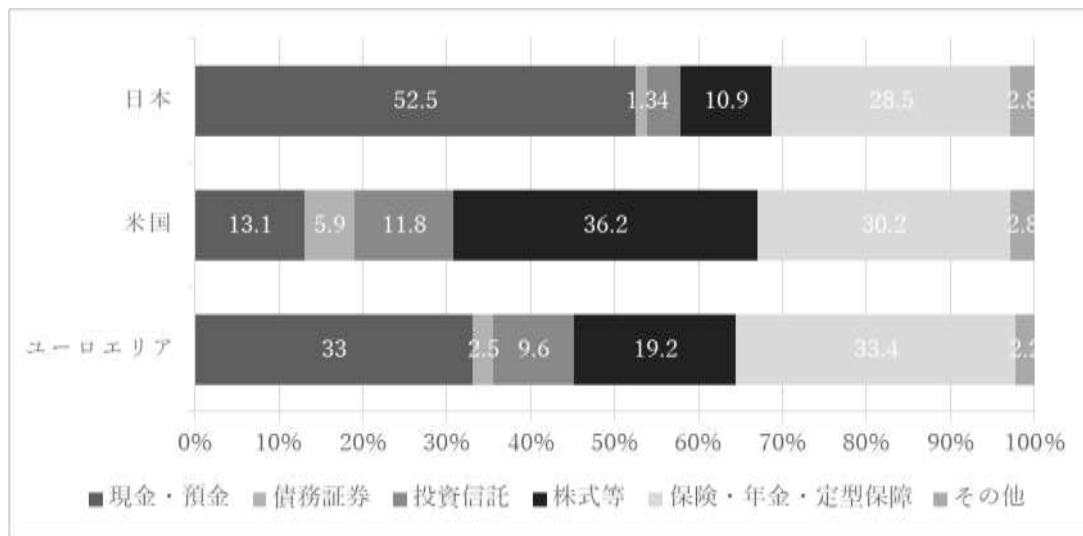
株式・債券・投資信託など資産形成手段としてのリスク性資産は数多く存在

20 している。その多様な選択肢の中でも投資信託の意義とは、第 1 節で述べたように的確な投資を行うには難易度が高いと感じる投資家にとって専門家が運用を行ってくれる点だと我々は考える。保有資産が現金・預金に偏っている日本において、投資信託はリスク資産の皮切りとしての役割を担う商品になりうる。つまり自助努力による資産形成を行う際に投資信託が必要であると考える。

25

⁷ NewSphere「”アベノミクスは正しかった” GDP 年率 2.2%増、海外メディアが安倍首相の手腕を再評価」を参照。

[図表 2] 家計の保有資産割合

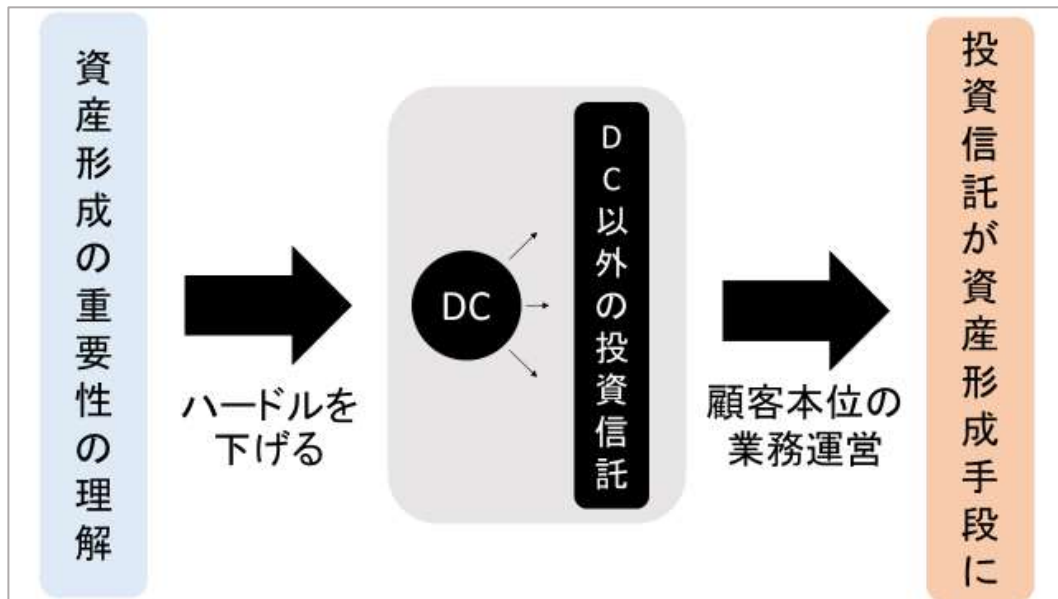


出典：日本銀行調査統計局(2018)「資金循環の日米欧比較」より筆者作成

5 第3節 今後望ましい投資信託のあり方

我々は今後望ましい投資信託のあり方を「投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立している状態」と定義する。そして、この状態を実現するために次の三点が必要であると考え。一点目は「国民が自助努力による資産形成の必要性を認識すること」、二点目は「投資信託を行う上でのハードルを下げること」、三点目は「すべての金融機関の目的が運用成績の向上に合致し、投資家の利益の最大化に寄与すること」である。しかしながら我々が定義する望ましい投資信託のあり方とはかけ離れているのが現状だ。この現状を打開するために解決すべき問題点をさまざまな側面から洗い出し、それらを解決するための提案を第5章で行う。我々の考える投資信託の望ましいあり方を実現する流れは次のようになる。

[図表 3] 実現の流れ



出典：筆者作成

第1章 投資信託の歴史と新しい金融

第1節 投資信託の歴史

本章では投資信託が誕生してからの日本経済と証券市場がどのように関わっていたのかについて述べていく。バブルの崩壊を契機に高金利時代が終焉を迎え、銀行預金では資産形成が成り立たなくなった結果、投資信託が家計の資産形成を担う必要性が高まった。よって1項および2項では投資信託の始まりからバブル時代までの日本経済の変化と投資信託の純資産残高との関わりを述べ、第3節および第4節で低金利時代から現在までの投資信託について、その純資産残高がどのように変動していたかに着目する。これらを通じて、投資信託が家計の資産形成手段として成り立っていたのかを検証していく。

1項 導入から高度経済成長期までの投資信託

投資信託の歴史をさかのぼるとその始まりは1860年代のイギリスとされている。産業革命後、世界経済を牽引していたイギリスで、投資リスクを可能な限り回避しつつ収益を追求していく中で、自然発生的に生まれたものが投資信託である。その後1920年代にアメリカに輸入されることになる。同国では1940年には「投資会社法」も成立し、以後投資大国としての位置づけを現在まで担ってきた⁸。

日本の投資信託の始まりは1941年に、野村證券を委託者、野村信託を受託者としたものといわれている。第二次世界大戦の終結にともなって一旦募集が打ち切られたが、1948年の証券取引法や1951年の証券投資信託法の制定によって再び日の目を見ることになる⁹。日本の投資信託が欧米と大きく異なるのは、投資家の収益追求のために自然発生的に生まれたものではなく、産業資金の調達のための政治的要請によって生まれた点である。そのため、投資に不慣れた一般市民にも投資がしやすい仕組みを構築することが重要であった。その結果考案されたのが単位型投資信託である。この投資信託は現在のような追加型の投資信託ではなく、一度設定されると追加募集は一切行われず、その代わりに

⁸ 田村威(2016)p34 を参照。

⁹ 田村威(2016)p35 を参照。

同一の投資方針の新しいファンドが毎月募集されるという仕組みになっていた。外国ではあまりみられない方式であったが、定期預金にも似たこの仕組みは一般民衆の資金流入を促すことに成功し、投資信託の拡大につながった¹⁰。

1950年代後半からの日本は神武景気¹¹や岩戸景気¹²、さらに1964年に開催された東京オリンピックによるオリンピック景気など、日本の歴史上類を見ない好景気の時代を迎えていた。これにともない株価は高騰を続け、1950年代後半から1960年代にかけて投資信託の純資産残高は20倍近くまで増大した。しかし東京オリンピックが終わると、一転して日本経済に暗雲が立ち込めることになる。同年にはサンウェーブや日本特殊鋼が倒産、翌年1965年には山陽特殊製鋼が倒産するなど、オリンピックに関連する建設産業を中心に不況が訪れた。これを受け日本企業の株価は一斉に下落し、投資信託の純資産残高も3,000億円ほどの減少を余儀なくされた。いわゆる40年証券不況である¹³。大手証券会社は軒並み赤字へと転落していき、なかでも野村、日興、大和と肩を並べ四大証券とされていた山一証券が最も大きな痛手を受けた。山一証券の経営難が報じられると、投資家が各支店に殺到し、取り付け騒ぎが引き起こる。この事態を憂慮した日本政府が山一証券に対し、無制限・無担保の日銀特融を実行することで倒産の危機をкаろうじて脱した。その後日本政府はさらなる株価の下落を防ぐために、戦後初めて赤字国債を発行することを決定した。この決定が功を奏し証券不況を脱却した。以後再び日本を高度経済成長へとシフトさせている¹⁴。

この一連の騒動を契機に株式投資信託の安定性強化が謳われ、単位型株式投資信託の株式組入比率を70%未満とするように制度改革が行われた。その後の日本は資本自由化の時代に入り、外国資本による会社設立が行われるようになった。これにより、外国株式を主要な投資対象とした投資信託が発足し、外国

¹⁰ 田村威(2016)p36を参照。

¹¹ 1954年12月から57年6月まで続いた景気拡大のことであり、日本国始まって以来の好景気ということからその名前が付けられた。

¹² 1958年7月から61年12月まで続いた景気拡大のことであり、神武景気を凌ぐほどの大型な景気から天の岩戸神話にちなんでその名前が付けられた。

¹³ 田村威(2016)p37を参照。

¹⁴ 投資用語集「証券不況」を参照。

投資信託の国内販売が解禁された¹⁵。

2 項 バブル時代の投資信託

- 1985 年に行われたプラザ合意で円高ドル安が急速に進んだことを発端に、
- 5 1980 年代後半から 1990 年代前半にかけてバブル経済が広がることとなる。円高不況を回避する目的で公定歩合を大幅に引き下げ、株価は急速に上昇した。さらには土地の価格は上昇を続けるという間違った定説が信じられていたことから、不動産の価格も上昇した。このように株式や不動産の価格が下がることはないと思っていた投資家の金融リテラシー不足によって、金融資産が本来の
- 10 価値とはかけ離れた価格になりバブル経済が訪れる。その後日銀が公定歩合の引き上げと不動産融資の規制を進めるとバブルは容易に崩壊した。1989 年のピーク時はおおよそ 58 兆円まで増大した投資信託の純資産残高が、株式市場の急落を受け、1992 年には 38 兆円ほどにまで減少した¹⁶。

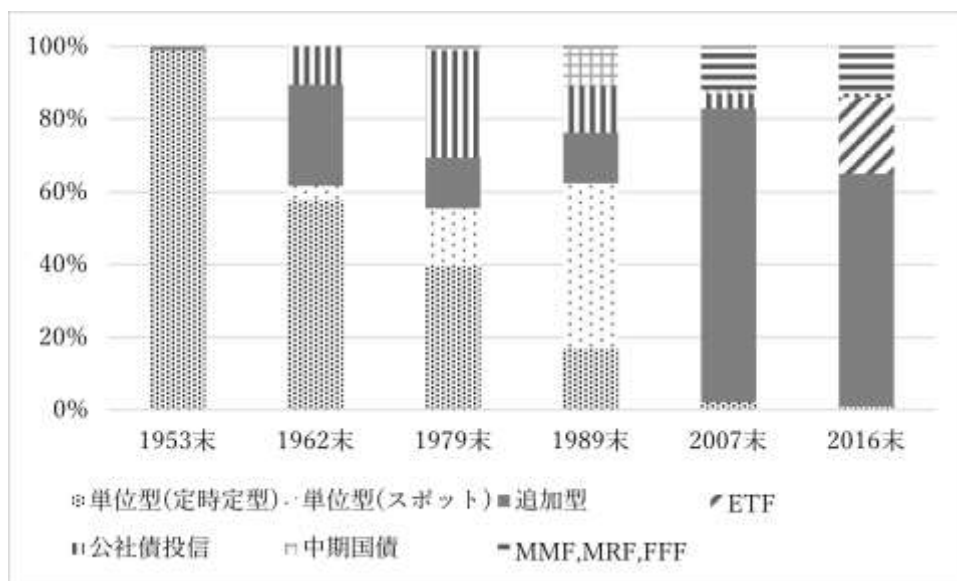
- バブル経済の全盛期ではインデックス・ファンドや長期国債ファンドなどと
- 15 いった新しいタイプのファンドも発足したが、販売の中核は依然として単位型投資信託であり、追加型投資信託の占める割合はわずかなままであった。しかしバブル経済の崩壊にともなって追加型投資信託へとその中心が移行していくこととなる¹⁷。

¹⁵ 投信資料館「投資信託の歴史(1970 年～1979 年)」を参照。

¹⁶ 田村威 (2016) p39 を参照。

¹⁷ 田村威 (2017) p47-49 を参照。

[図表 4] 投資信託商品の構成比



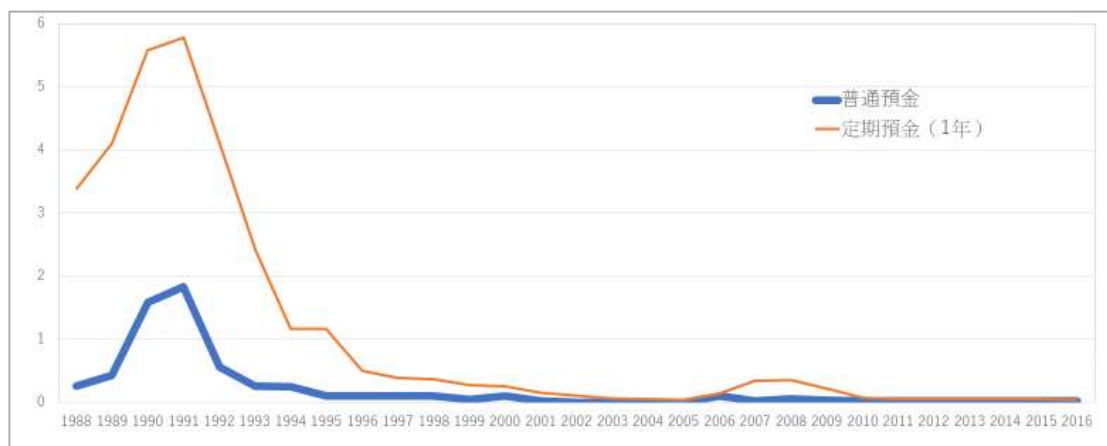
出典：田村威(2017)「十四訂 投資信託基礎と実務」p.48 より筆者作成

5 3項 低金利時代の投資信託

日本版金融ビッグバンを背景に「貯蓄から投資へ」の流れが推し進められてきた。図表5からわかるとおりバブル時代までの日本では預金が資産形成手段として成り立っていたが、バブルの崩壊とともにその定説は覆されると同時に、今日まで続く低金利時代を迎えることになる。

10

[図表 5] 銀行預金の金利推移



出典：日本銀行ホームページ「統計 金融市況」より筆者作成

この状況を背景に、比較的安全に運用ができる MMF や公社債投資信託の需要が高まり、バブルの崩壊によって激減した投資信託の純資産残高も 1999 年末には 51 兆円ほどまで回復した。2000 年初頭、米国のエンロン社の不正発覚に起因する若干の資産残高の減少はあったものの、確定拠出年金や ETF など、現在の投資信託の中核を担う制度が発足し、着実に投資信託は家計の資産形成手段として広まっていった。しかし 2008 年に入ると米国のサブプライムローン問題を発端に、リーマンショックが引き起こされた。この 100 年に 1 度とまでいわれた世界的金融危機は、多くの家計が損失を生む形となってしまった。この金融危機は日本国民に「投資は危険だ」という認識を植え付けることとなった¹⁸。

4 項 近年の投資信託

近年では、2014 年に少額投資非課税制度（NISA）の開始、2017 年 1 月に個人型確定拠出年金（iDeCo）の対象拡大、さらに 2018 年 1 月にはつみたて NISA が開始され、投資信託を国民の資産形成手段とするためのさまざまな制度が発足されていった。さらには FinTech やオルタナティブ投資が出現し、投資の幅も広がってきた。FinTech とオルタナティブ投資については次節でその詳細と現状を述べていく。

しかしながら制度等が充実していくなかで投資家の金融リテラシーは依然として低いままであり、その結果販売会社は販売手数料で儲けるために短期的な売買を推奨するビジネスモデルを確立したことで、利害関係の不一致という新たな問題が発生した¹⁹。日本では販売会社の実権が強い傾向にあるため、この問題をさらに深刻化させてしまった。これにともない 2010 年に交付目論見書の簡素化、2014 年 12 月から運用報告書の二段階化、トータルリターン通知制度の導入など、投資家と金融機関との間の情報の非対称性を解消するための法整備が進められた。こうした流れが相まって 2017 年度末の投資信託の資産残高は 110 兆円となり、「貯蓄から資産形成へ」の流れは確実に進んでいると思わ

¹⁸ 田村威（2016）p40-43 を参照。

¹⁹ 宇野淳（2010）p68-71 を参照。

れた²⁰。

ところが 2018 年 7 月に発表された資金循環統計によると、2018 年の 3 月末の投資信託の家計保有残高は 76 兆円となり、日銀は家計保有残高をおよそ 33 兆円過大計上していたことが判明した。この事態は資産残高の信頼性を極めて損なうものであり、これまでの「貯蓄から資産形成へ」の流れが進んでいるという通説に再考の余地があると認識を改める必要性が生まれた。このようにいまだ投資信託は家計の資産形成手段としては成立していないことがわかる。

第 2 節 新しい金融

10 1 項 FinTech

フィンテック (FinTech) とは、金融 (Finance) とテクノロジー (Technology) を組み合わせた造語で、IT を駆使した金融サービスを指す。代表例としてはビットコイン、ロボアドバイザー、モバイル POS やアプリを用いた家計管理などがあげられる。なかでもロボアドバイザーは投資において今後重要な役割を担っていく分野であるとされている。

ロボアドバイザーは投資理論に基づいてシステム化された運用アドバイスを行うサービスのことで、2015 年頃から注目され始めた比較的新しい概念である²¹。金融リテラシーの問題が叫ばれているなか商品銘柄の増加などから投資信託は複雑化し、不透明になりつつある。それに対し、ロボアドバイザーの利用方法はいたって明快だ。まず、手順は大きく分けて三点ある。一点目はプロファイリングというもので、サービス利用者が自身の資産に関する簡単な質問に答え、ロボアドバイザーはその回答結果を分析する。二点目はアルゴリズムというもので、ユーザーの回答結果の分析と過去の金融データの分析を照らし合わせてロボアドバイザーがユーザーに向けたポートフォリオを提示する。三点目はオンライン完結で、申し込みや入金手続きをロボアドバイザーが担う。実際に利用者が行う作業は簡単な質問に答えることだけであり、ある程度知識が

²⁰ 日本経済新聞 (2018/4/13)「投信残高、110 兆円で最高」を参照。

²¹ 野村総合研究所 (NRI)「米国のロボ・アドバイザーによるヒトとの競争と共生」を参照。

求められる対面販売形式とは一線を画する。

ほかに、従来の対面販売とは異なる箇所がいくつかある。たとえば人が行うには手間のかかるようなリバランスも、ロボアドバイザーの場合は比較的低い手数料で、人的ミスなく自動で行われる。これにより運用コストの大幅な削減が見込めると同時に、サービスの均質化が期待できる。また、従来の対面販売ではしばしば回転数を増やすことで手数料を得る運用が行われていたが、手数料が少なくなる分、ロボアドバイザーサービスが利益を上げるには利用者に信用されるような高い運用成績を追求することが不可欠となる。そのため、恣意性のあった従来の対面販売と比べると中立性がある。ロボアドバイザーとは
5
10
15
20
25
いわば「人がやってしまうことをせず、人ができないことができるサービス」なのである。

ロボアドバイザーの課題としてローリターンであることや元本割れのリスクがあることを主張する者もいるが、ローリターンであることに対しては長期的な利用を前提としていること、元本割れのリスクがあることに対してはすべての投資にいえるということを考慮すれば、従来の投資信託運用と比較してもさ
15
20
25
ほど大きな問題ではないとするのが妥当である。

また、ロボアドバイザーと対面の相乗効果についても触れておきたい。完全非対面のロボアドバイザーだけでも投資は完結するが、ロボアドバイザーにポートフォリオを提示してもらった段階で、対面で人に相談して最終的に判断すること
20
25
することも選択肢のひとつである。

以上がロボアドバイザーの特徴である。では、近年注目を浴び始めたロボアドバイザーの市場規模はどのように変遷しているのか。米国では 2011 年よりウェブサービスとして紹介され、2015 年には 4 兆円の産業に成長した。さらに 2020 年には 22 兆円を超える産業になると予測されている。日本においても成長は著しく、2020 年の推定運用資産額は 2016 年時点での約 240 億円から年平均
25
30
35
プラス 172% の約 1 兆 1,400 億円である。2020 年の推定運用件数についても、2016 年時点の約 26,000 件から 5 年で 40 倍の約 1,050,000 件と、大幅な市場拡

大が予測されている²²。

このように、ロボアドバイザーのもつ特徴や市場規模からして、ロボアドバイザーが担う資産形成における役割は今後ますます大きくなっていくと考えられる。

5

2 項 オルタナティブ投資

オルタナティブ投資とは、伝統的資産（国内株式、海外株式、国内債券、海外債券）以外の投資対象・手法を用いた投資形態である²³。具体的な投資対象には不動産、コモディティ（農産物、鉱物など）や未公開株があり、投資手法にはヘッジファンド（先物、オプション、スワップ）やマネージドフューチャーズ²⁴などがある。また、従来とは異なる投資形態であるという意味で、従来行われてこなかった新興国への投資などもオルタナティブ投資に分類されることもあり、線引きはやや曖昧な部分がある。一般に、伝統的資産投資が市場全体の動きを示す指標との比較で運用成果を測るため為替の影響を受けやすいのに対して、これらの資産投資は市場リスクとは連動しないため市場低迷時にも高いリターンを実現することができるといった違いがある。実際に海外投資家は、為替変動の影響を軽減したり分散投資をしたりする目的でオルタナティブ投資を投資信託のひとつの選択肢としている。

各投資対象には複数の投資手法がある。たとえば一口に不動産を投資対象にするといっても、直接実物不動産に投資する方法、上場された REIT（不動産投資信託）に投資する方法や不動産の小口化商品に投資する方法など、選択肢はさまざま。そのため、投資対象と投資手法の組み合わせを工夫することで選択肢が大幅に拡大し、投資家はさまざまな相場の局面で利益を得られる。同様に選択手段が多いため、買いだけでなく売りの取引を行うことが可能になり、値上がりしていない場合であっても利益を得られる可能性がある。このように、

25

²² PR TIMES（2016）「ロボ・アドバイザーの日本での運用資産は1兆円を超える見通し」を参照。

²³ 野村證券「証券用語解説集 オルタナティブ投資」を参照。

²⁴ マネージドフューチャーズとは、世界中の多様な先物・オプションを投資対象とし、相場の上昇・下降の両局面で利益を追求する投資手法、並びにファンドのことである。（金融経済用語集より一部引用）

リスク軽減だけでなく、選択肢の広さもオルタナティブ投資が注目されるゆえ
5 んである。

一方で選択肢が広がるがゆえに、商品設計が複雑になり個人投資家にとって
わかりづらいといった側面がある。特にヘッジファンドや証券化商品は高度な
5 手法を用いた取引であると同時にそのわかりづらさから、どのような状況で値
動きが発生するのかなどリスク性向が判断しにくく、2008年のリーマンショッ
クを招く一因となった²⁵。わかりづらさでいうとほかにも、妥当な資産価格の
目安や水準となるものがない資産もあり、割安なのか割高なのかを判断する指
標がなく資産価格の妥当性が不透明である。個人投資家にとってはやはり判断
10 の難しい不透明な投資手段は選びづらく、オルタナティブ投資が広く浸透しな
い要因となってしまうと考えられる。さらに、売買取引や運用管理など
の手数料が高いことや流動性の低さから思いどおりのタイミングで売却・換金
ができないことなどの問題も孕む。

オルタナティブ投資はたしかに伝統的資産投資とは相容れない固有の投資形
15 態によってメリットを備えてはいるものの、個人投資家に対してそれが十分に
発揮されているかという点にはやや疑問が残る。したがって、オルタナティブ
投資の浸透に加えメリットを発揮できるよう個人投資家を見据えた商品設計を
行うことが今後の課題である。

²⁵ よい家計（2017）「オルタナティブ投資の特徴や種類・メリットとデメリット」を参照。

第3章 税制優遇制度について

前章で述べたとおり、政府は投資信託が家計の資産形成手段となることを目指し、さまざまな制度を導入してきた。その中でも近年導入された NISA と確定拠出年金は国民にとって投資信託を身近にする大きな役割を果たしている。よ
5 って本章ではこのふたつの制度にクローズアップし、その詳細を述べていく。

第1節 NISA

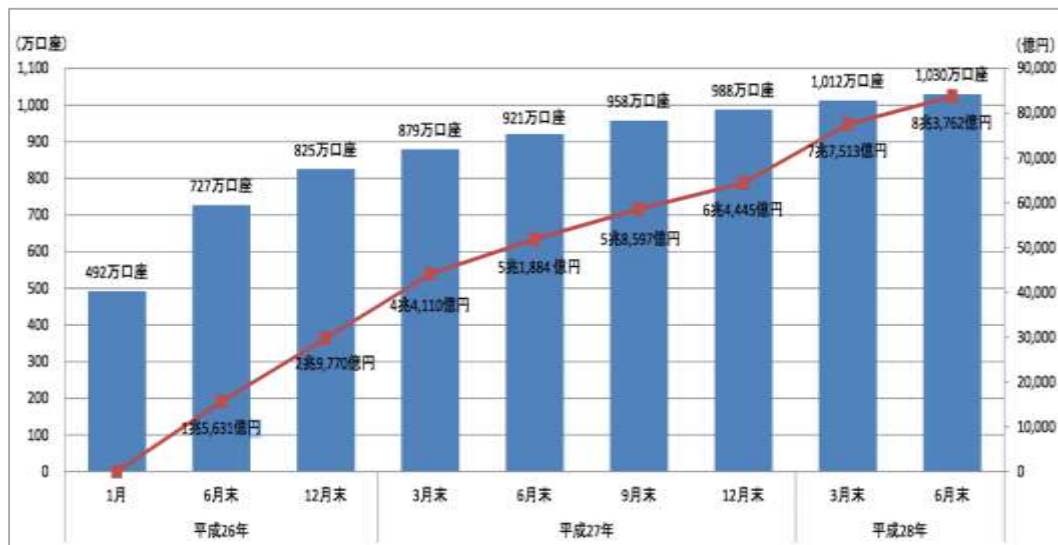
少額投資非課税制度 (NISA) とは、2014 年 1 月に開始された個人投資家のための税制優遇制度であり、金融商品から得られる利益のうち、本来では 20.315%
10 かかる税金が非課税になるというものである²⁶。非課税投資枠は毎年 120 万円与えられており、非課税期間は最長 5 年である。投資対象は、上場株式(株式・REIT・ETF)や公募株式投資信託などの金融商品に限定され、非上場株式、預貯金、債券、公社債投資信託などは非課税の対象外である。日本が諸外国と比較して預貯金の保有率が高いことは第 1 章 2 節で述べた。そこで政府は、将来の
15 資産形成となる「貯蓄から投資へ」の自助努力の支援として、イギリスの ISA(Individual Saving Account)を模倣して NISA を導入した²⁷。しかし、NISA は資産形成において現時点で十分な制度とはいいがたい。家計の資産形成における投資信託のあり方として長期投資が適しているが、NISA の非課税期間はわずか 5 年である。また、移行(ロールオーバー)を行ってしまうと、投資額を繰
20 り越すために非課税枠を消費することになり、積立投資が行えないというデメリットもある。図表 6 からわかるとおり NISA の口座数および買付額は増加傾向にあるものの、NISA 口座の稼働率は平成 27 年 12 月末時点で 46.5%²⁸であり、過半数が非稼働口座である。このように口座が上手く活用されていない一方で、NISA 口座内の金融商品残高の約 70%は投資信託が占めている。つまり、NISA は
25 現状長期投資には適していない制度ではあるが、NISA を活用して投資信託を購入する人は少なくないことがわかる。

²⁶ 金融庁「NISA の概要」を参照。

²⁷ 大和総研「英国の ISA との制度比較」を参照。

²⁸ 金融庁「NISA 制度の効果検証結果」p. 2 を参照。

[図表 6] NISA 口座開設数および買付額の推移（平成 28 年 6 月末時点）



出典：金融庁「NISA 制度の効果検証結果」（平成 28 年 10 月）p. 3 より引用

- 5 そこで政府は、2018 年 1 月につみたて NISA を導入した。導入の背景には、現行 NISA が積立での投資に不向きであることから、本来の目的である家計の資産形成のために、より少額で、積立・分散投資を促進させる狙いがある。現行 NISA とつみたて NISA の特徴は図表 7 のとおりである。現行の NISA が年間投資上限額 120 万円であることと比べると、つみたて NISA は 40 万円と 3 分の 1 であるが、非課税期間が現行 NISA の最長 5 年に対して、つみたて NISA は最長 20 年と 4 倍になっている²⁹。基本的な仕組みは現行 NISA と同様であるが、つみたて NISA はファンドの申込時に対象銘柄と買い付け金額を設定して定期的な自動買い付けを行うことができる。また、非課税の対象となる商品は長期・積立・分配投資に適したものとして一定の条件を満たす投資信託に限定される。一定
- 10 の条件というのは、信託契約期間が無期限または 20 年以上であること、毎月分配型でないこと、ヘッジ目的の場合を除いてデリバティブ取引による運用を行っていないことなどがある³⁰。このように条件が細かく決められているため、
- 15

²⁹ 金融庁「つみたて NISA の概要」を参照。

³⁰ 金融庁「つみたて NISA の概要」を参照。

2018 年 9 月 28 日現在の対象商品は投資信託全体の約 2%に当たる 161 本のみ³¹である。現行 NISA よりも商品は少ないが、その一方で定期的に積み立てられるので一括購入するよりも低リスクで運用できる。これらのことから、つみたて NISA は長期的な資産形成のための制度として期待でき、今後さらに普及していくことが予想される。

〔図表 7〕 NISA とつみたて NISA の特徴一覧

	NISA	つみたて NISA
口座開設者	日本国内に住む 20 歳以上の成人	
非課税対象	株式・投資信託など	一定の条件を満たした投資信託
新規投資可能期間	10 年(2014～2023 年)	20 年(2018～2037 年)
非課税期間	最長 5 年間	最長 20 年間
年間投資上限額	120 万円	40 万円
運用管理者	本人	
金融機関の変更	年ごとに変更可能	
払出し	払出し制限なし	

出典：金融庁「NISA の概要」、「つみたて NISA の概要」より筆者作成

10 第 2 節 確定拠出年金

確定拠出年金はアメリカの 401k を基にしてつくられ、現役時代に掛け金を拠出し、運用した成果を老後に受給できる制度である。確定拠出年金が導入さ

³¹ 金融庁「つみたて NISA 対象商品届出一覧(運用会社別)」を参照。

れた背景には我が国の年金制度をめぐる環境の変化が三点あげられる³²。

第一に公的年金をめぐる環境の変化である。我が国では少子高齢化の影響で生涯に受け取ることのできる年金の額が減少していくことが予想される。そのため将来を見据えた自助努力による資産形成が必要になった。

- 5 第二に退職給付会計の導入である。その主流であった確定給付制度は企業が積立の責任を負うものであるが、超低金利の長期化にともない企業の負担が増大していたため新たな企業年金制度が求められた。

第三に雇用をめぐる環境の変化である。人材派遣や契約社員の活用により雇用が流動化、多様化したためそれに対応する年金制度が必要になった。

- 10 そこで導入された確定拠出年金のメリットは拠出時、運用時、受取時にそれぞれ税制優遇が存在することである。拠出時には、限度額はあるものの掛け金の全額が所得税と住民税の控除対象になる。また通常、運用の際に得られた収益に対して源泉分離課税が発生するが、確定拠出年金制度を利用して得られた運用益は非課税の対象になる。つまり、運用で得た利益をそのまま受け取ることができるのである。受取時には、運用した成果を年金か一時金の形で受け取ることになる。年金の場合、ほかの公的年金の額と合算して公的年金控除が受けられ、一時金の場合には、退職金などと合算し退職所得控除が受けられる。このように確定拠出年金は節税の面で多数のメリットがあることがわかる。しかし、毎月の手数料の発生、60歳まで解約不可能という流動性の低さ、給付額
15 が支給額を下回るリスクなど注意しなければならないことも多数ある。メリットだけに踊らされるのではなく、デメリットも考慮したうえで上手く運用していく必要がある。

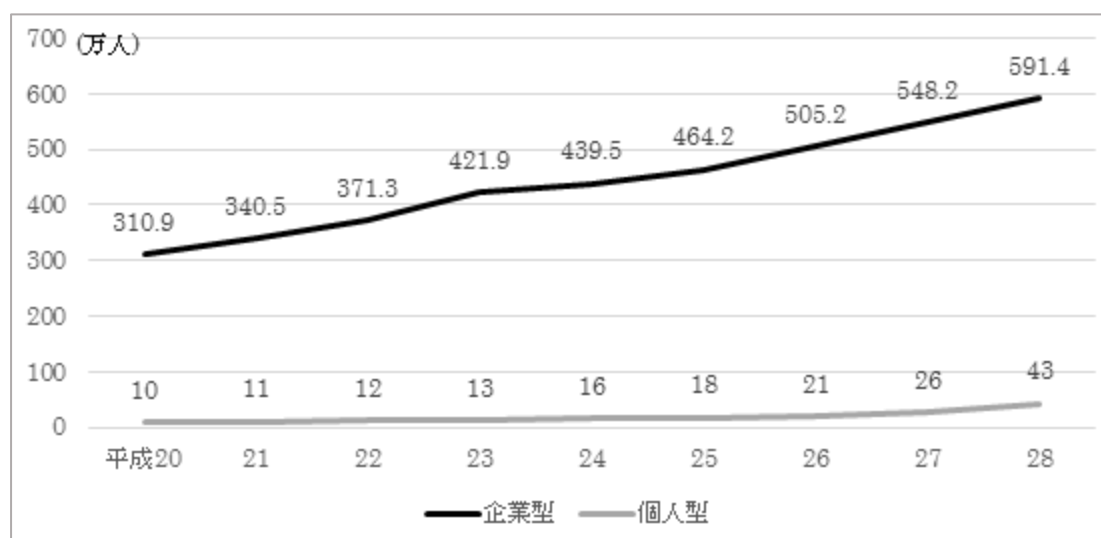
- 20 確定拠出年金には大きく分けて個人型確定拠出年金と企業型確定拠出年金が存在する。図表8が示しているように確定拠出年金全体の加入者は増加傾向にある。また、iDeCoと呼ばれる個人型確定拠出年金は29年1月の法改正により
25 例外はあるものの、20歳以上から60歳未満までのほぼすべての国民が加入できるようになった³³。企業型確定拠出年金と比較すると、個人型確定拠出年金

³² リソナ銀行「確定拠出年金制度導入の背景」を参照。

³³ リソナ銀行「確定拠出年金を始めよう！」を参照。

の加入者は依然として少ないが、法改正によって加入対象となった国民にどれほどの広がりを見せるのか期待したい。

〔図表 8〕 確定拠出年金の加入者の推移



出典：企業年金連合会「確定拠出年金の統計」より 筆者作成

本章では税制優遇が受けられるふたつの制度について述べてきた。しかしながら、現在の日本の家計におけるリスク性資産の保有割合は諸外国と比べると大幅に低く、これら税制優遇制度の恩恵を十分に受けることができていない。我々が理想としている「投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立している状態」を実現するために、次章では投資信託が抱えている問題を、第5章ではその問題に対応する解決策を順に述べていく。

第4章 投資信託の現状と問題点

第1章3節で述べたとおり、私たちの目指す理想の状態である「投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立している状態」になりうるためには、大きく三点のことが必要であると考ええる。一点目は「国民が自助努力による資産形成の必要性を認識すること」、二点目は「投資信託を行う上で5のハードルを下げること」、三点目は「すべての金融機関の目的が運用成績の向上に合致し、投資家の利益の最大化に寄与すること」である。しかし、現状ではこれら三点が達成されていない。そのため本章ではそれぞれの現状と問題点について述べていく。

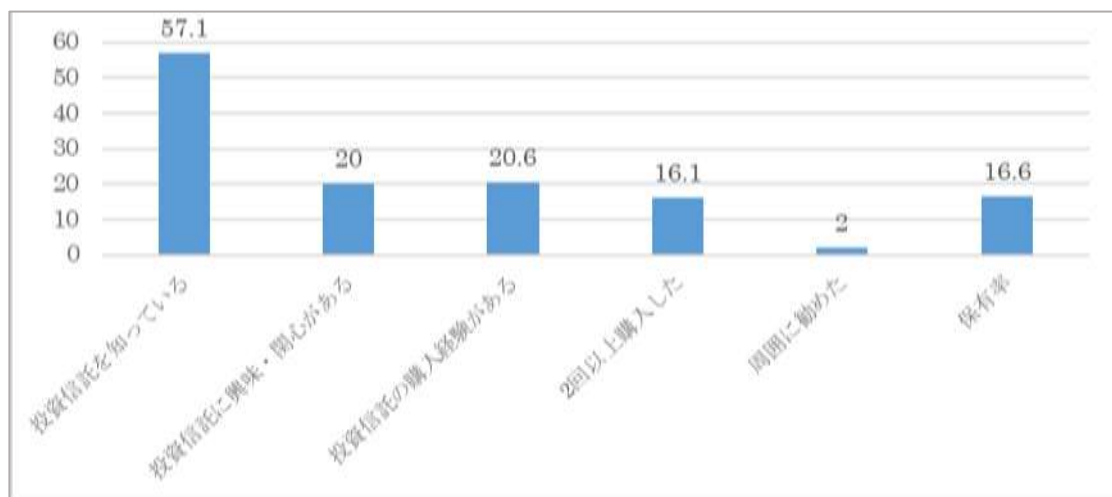
10

第1節 資産形成の重要性への理解不足

現状、日本において投資信託という資産形成手段を選択していない人は、資産形成を行うという目的への動機付けが不十分、ないしは行われていない可能性が高いと考えられる。動機付けとは、「行動主体が何らかの目標に向かうエネルギー」のことである³⁴。

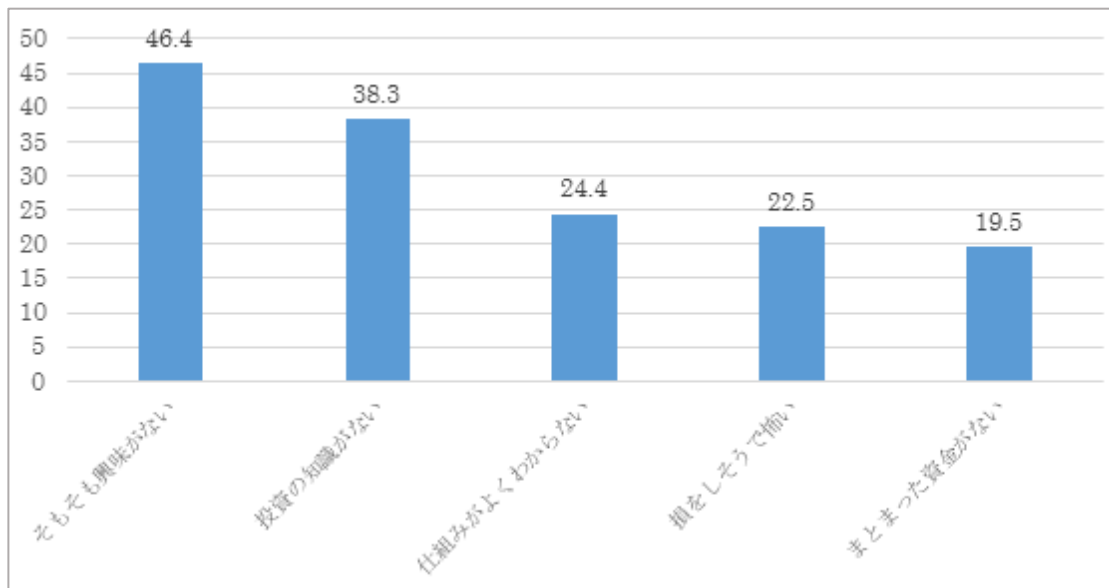
15

[図表 9] 投資信託の認知から購入行動まで



³⁴ 速水敏彦（2014）「動機づけの正体 ―主に感情の役割に注目して―」 P44を参照。

[図表 10] 投資信託の非購入理由

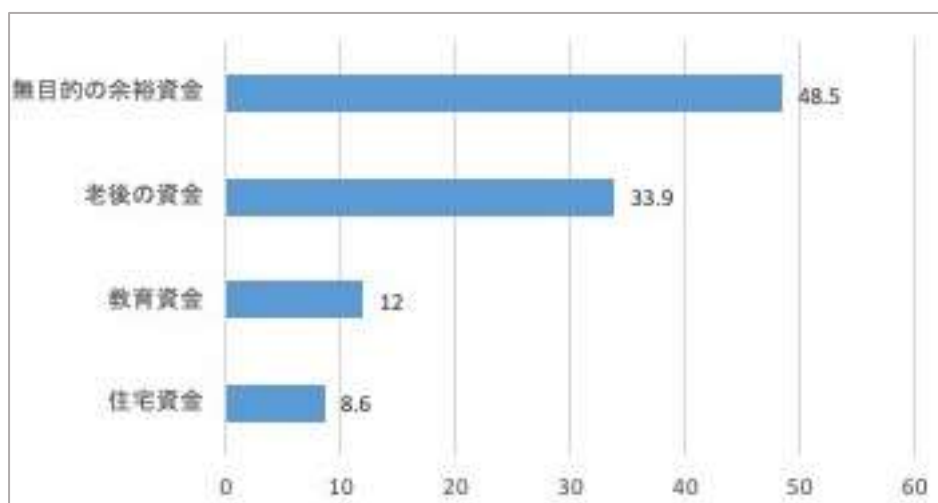


出典：投資信託協会 2018 投資信託に関するアンケート調査より筆者作成

- 5 図表 9 および図表 10 からわかるように、日本人は投資信託に対して興味・関心が薄い。このことから、投資信託が私たちの掲げる理想の状態に行き着いていない表層の要因は、資産形成のために投資信託を行うことに興味・関心が向いていないということである。

- 10 それではなぜ、日本人は資産形成のために投資信託を行うことに興味・関心が向いていないのだろうか。要因のひとつとして、資産形成ということへの意味や重要性に気づいていないことが考えられる。つまり日本人は資産形成を行うという目的を見いだせていない問題点があるのである。

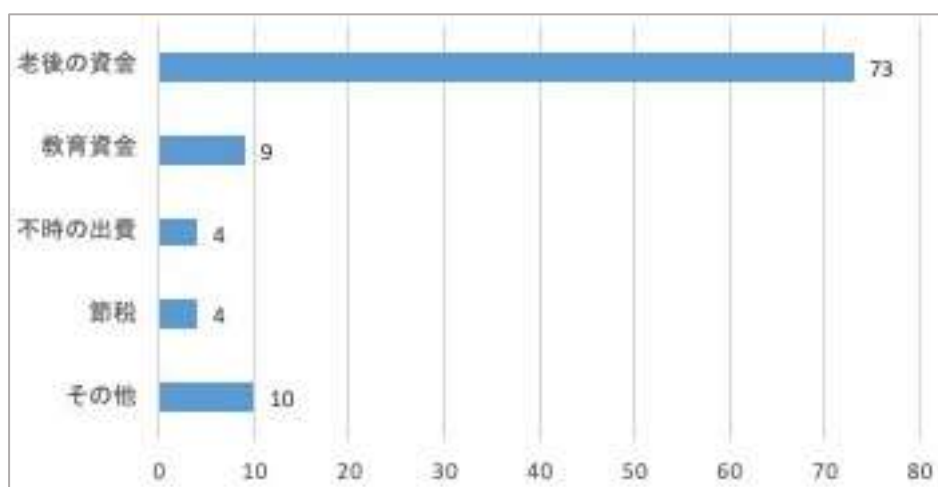
[図表 11] 日本人の投資信託購入理由



出典：K-ZONE Money 「まず投資目的をはっきりさせよう」 - 投資信託（第2回） - ビギナー・基礎知識より筆者作成

5

[図表 12] 米国人の投資信託購入理由



出典：同上

- 10 図表 11 ならびに図表 12 は投資信託協会による日本と米国の投資信託の目的に関する調査である。これら図表を比較してわかるとおり、投資大国といわれる米国においては資産形成という目的のある投資が行われている。つまり動機付けがある投資を行えているからこそ、投資大国となっていることが考えられる。一方で日本では投資を行っている人でさえ、半数近くが無目的の余裕資金

作り、つまりは生活における余剰資金を投資に回しているにすぎないのである。

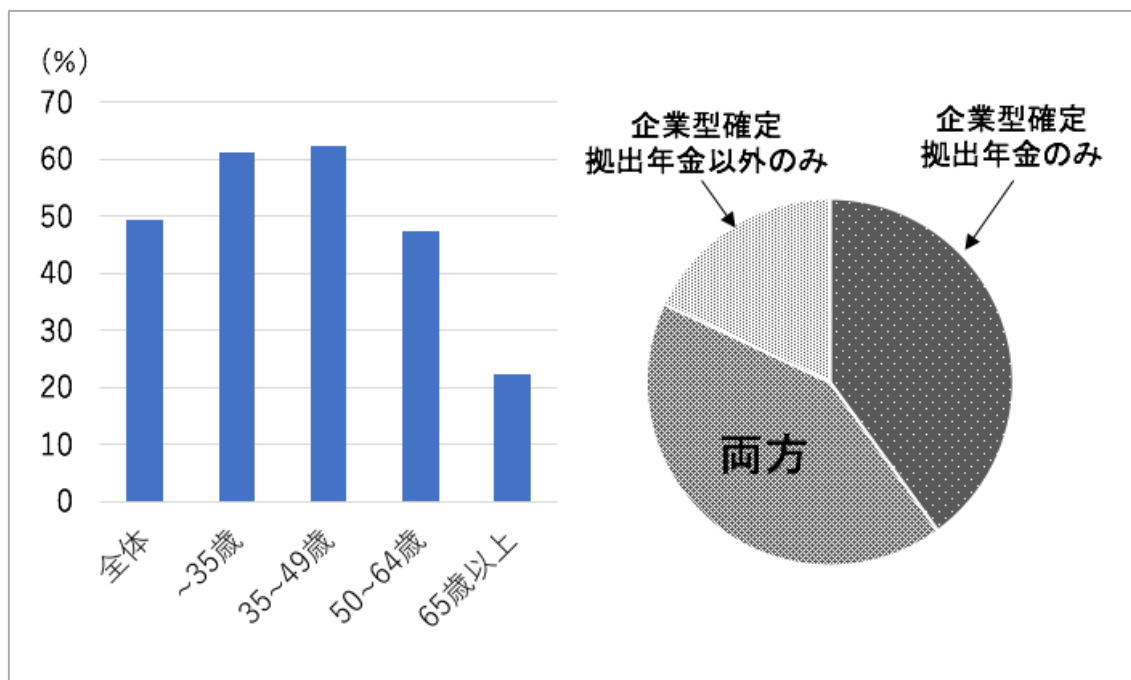
これらのデータを踏まえると、投資信託が私たちの掲げる理想の状態に行き着いていない根本的な要因は、資産形成を行うという目的を自身に落とし込めていないからこそ、資産形成を始めるという行動を起こさないということが考えられる。

以上のことから、私たちの掲げる理想の状態である「投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立している状態」に行き着くためには、第一に、資産形成を行うという目的を落とし込むことで、投資信託を購入する動機付けを行う必要があると考える。

第2節 投資信託のハードルの高さ

投資信託を購入する動機付けが行われた後に生まれる問題が投資信託のハードルの高さである。我々は投資信託のハードルの高さを考える上で、現状最もそのハードルが低く、投資信託の拡大につながる可能性が高い制度は確定拠出年金であると考え。米国の同制度を例にみると、図表13からわかるとおり、最初の株式投資は確定拠出年金を通じての株式投資であった投資家の割合は非常に高い。また、投資信託の保有形態の調査結果をみると、確定拠出年金単独の保有者よりも、確定拠出年金と投資信託の両方を保有している投資家の割合のほうが若干ながら多くなっている。すなわち確定拠出年金が新たな投資信託の購入のきっかけをつくっているといえる。

〔図表 13〕 最初の株式投資が雇用者年金プランを通じた株式投信の購入だった米国の個人投資家の割合および米国家計の投資信託保有形態



出典：福原敏恭 「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」

5

我が国でも確定拠出年金に投資への入り口としての役割を持たせることは大きな意味をもつのではないだろうか。しかしながら現状ではその役割を担っているとはいえない。そこで現在の確定拠出年金において、投資信託が選ばれない現状とその要因を述べていく。

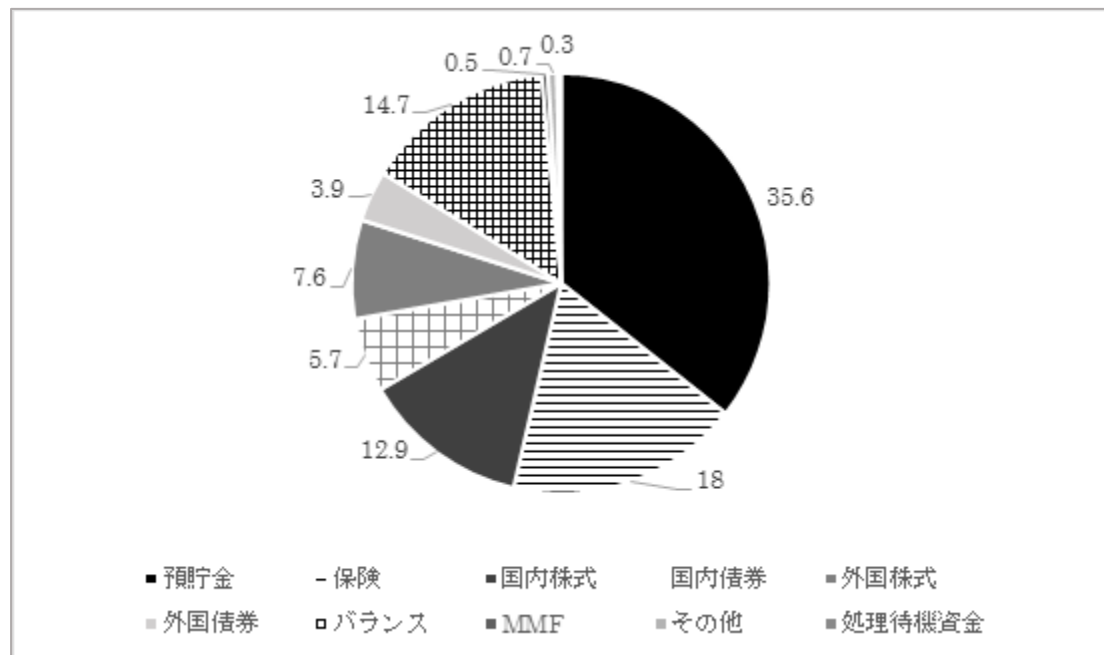
10 第1章2節で述べたように確定拠出年金は、国民が自助努力によって老後の資産を形成するために導入された制度である。加入者は年々増加しており、対象者の幅も広がっている。しかしながら、この制度には効果的な資産形成が行われていないという現状がある。

15 企業型確定拠出年金における加入者の保有商品の割合は、図表14のとおり元本確保型が53.6%、それ以外の投資信託商品等が46%である。

また、確定拠出年金全体のデフォルト商品の適応割合は約9.5%であり、企業の95%以上がデフォルト商品を元本確保型に設定している現状を考えると、

不指図により元本確保型で運用している人はおよそ 9%となる³⁵。つまり、元本確保型で運用している加入者の多くは不指図によるものではなく、あえて選択しているということがわかる。

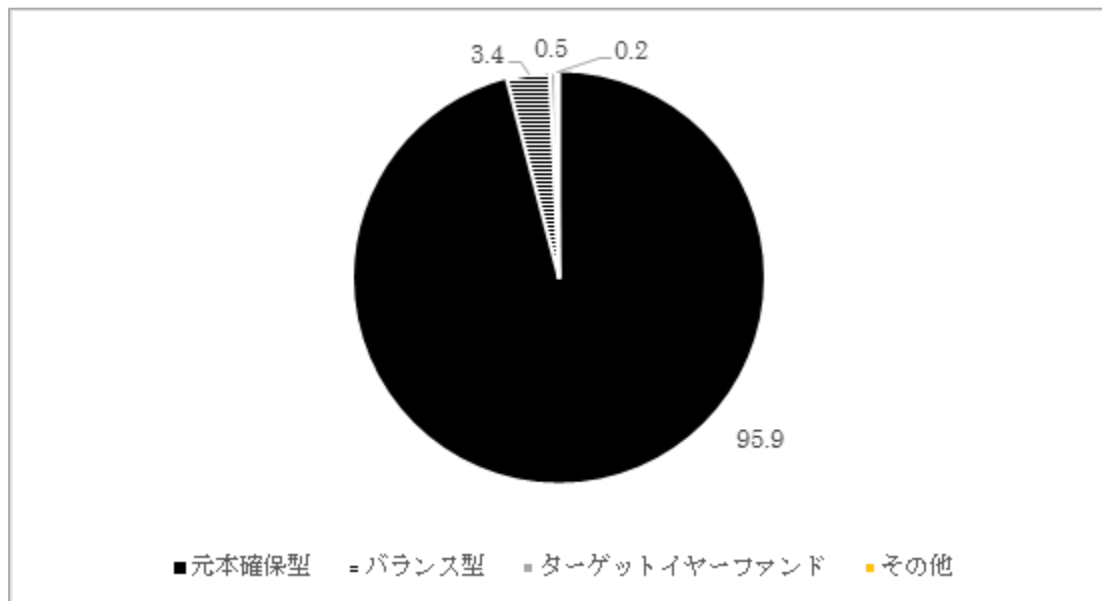
5 [図表 14] 企業型確定拠出年金における保有割合



出典：運営機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料 2002年3月末～2017年3月末」より筆者作成

³⁵ 厚生労働省「指定運用方法の基準に関する論点及び資料」を参照。

[図表 15] デフォルト商品の設定状況



出典：企業年金連合会「2016（平成 28）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」より筆者作成

5

元本確保型はその名のとおり元本割れを起こすことなく安全に運用できる商品である。しかし注意しなくてはいけないのが、実際には毎月の運用手数料がかかっていることである。保険商品の場合、売却の際に解約控除を差し引かれることがあり、結果元本割れの商品を選択してしまう可能性がある³⁶。元本確保型だと聞いて安易に信用してしまうのは危険なのである。

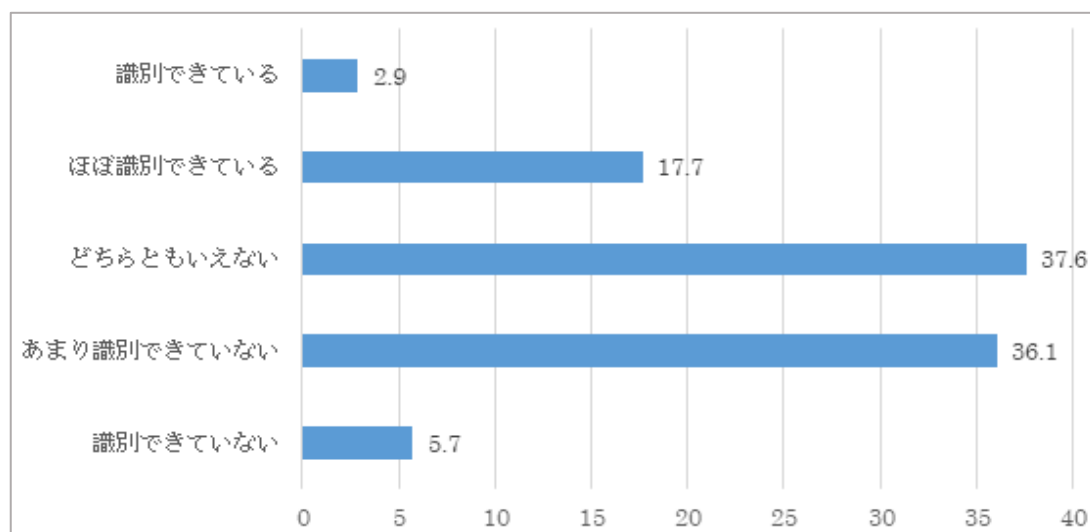
10

そんな元本確保型の保有率が高まる要因は裏を返せば加入者が投資信託を選ばないことにある。図表 16 のとおり、企業は加入者の多くが運用商品を「あまり識別できていない」または「識別できていない」としていることがわかる。商品の特性がわからなければ選択が困難になり、リスクの不明確な投資信託を購入するよりも、リスクの低い元本確保型に落ち着いてしまうのは当然の結果であろう。

15

³⁶ ZUU online「確定拠出年金元本確保型の落とし穴 良い面ばかりが強調？」を参照。

[図表 16] 加入者は運用商品の特性を識別できているか



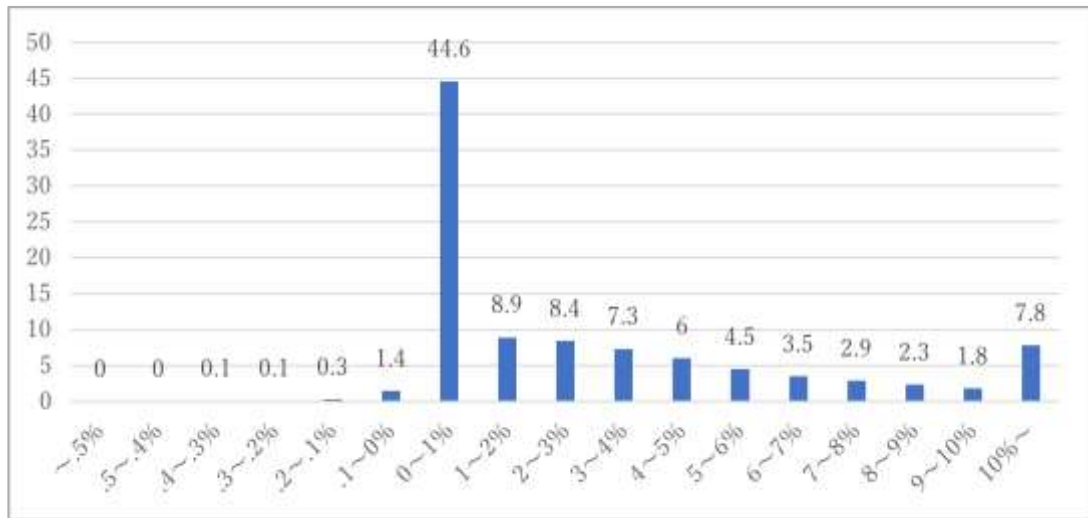
出典： NP0401k 教育協会 確定拠出年金に運用に関する調査 2015 調査報告書
(サマリー) より筆者作成

5

また前述したとおり、企業型確定拠出年金においてデフォルト商品が元本確保型に設定されている企業は 95%以上存在する。不指図による元本確保型での運用者は少数ではあるが、一定数存在することは間違いない。元本確保型の商品は利回りが低いことに加えて、その商品で運用する人が多いために、確定拠出年金制度全体の利回りが低くなっている。図表 17 のとおり、確定拠出年金全体の利回りは 0%～1%が最も多く、加入者が得られる利益は微々たるものであると考えられる。

10

[図表 17] 確定拠出年金における利回りの分布



出典：厚生労働省「確定拠出年金における運用について」より筆者作成

- 5 以上のことから確定拠出年金制度における問題は、商品識別できないため、元本確保型という不利な商品を選択する加入者が多いこと、また、運用を行わないものが一定数存在するにもかかわらず、デフォルト商品が元本確保型に設定されていることである。元本確保型では利回りが低く、将来の物価上昇があった場合の資産の目減りを防ぐことができない。また、株価が上昇したとしてもその恩恵としての資産の増加は見込めない。つまり、元本確保型というリスクのない運用では将来に備えた資産形成は行えないのである。
- 10

第3節 金融機関のフィデューシャリーデューティーの問題

- 確定拠出年金の問題を改善し、投資信託の入り口としての役割を担うことにつながったとしても、投資信託全体の運用成績が悪ければ、家計の資産形成手段としてはなり得ない。運用成績が芳しくない現状に対し、我々は金融機関のフィデューシャリーデューティーに問題があると考え、本節では主に、販売手法の問題と信託報酬の問題について述べていく。
- 15

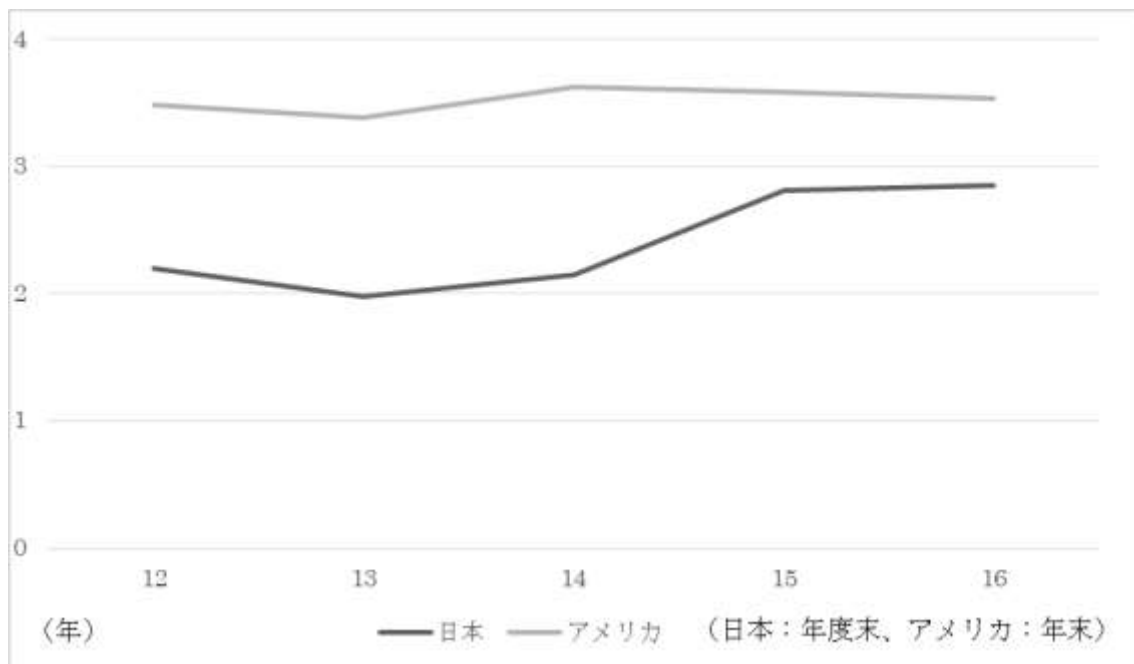
1 項 販売手法の問題

近年では投資信託の販売形態は銀行や証券会社だけでなく、ネット上で投資信託を購入できるネット銀行やネット証券など多様化が進んでいる。ネット上の販売形態においては、手軽に利用できることや手数料が安いことなどさまざまなメリットがあるため利用が広がっている。しかし、ネットを使い慣れていない高齢者や販売員に相談をした上で投資信託を購入したいと考える投資家など対面販売を必要としている人も一定数存在する。このような状況の中ではたして販売会社は投資家のニーズに沿った顧客本位の商品販売を行っているのだろうか。

- 10 今年の7月には金融庁が、主要銀行と地本銀行を含む29の銀行で投資信託を購入した投資家の46%の運用損益がマイナスになっているという調査結果を発表した。日経平均株価が上昇傾向にあり、損をしにくい環境であるにもかかわらずこのような結果になったのは販売手法が関係していると考えられる。

- 15 図表18のとおり、投資信託の平均保有期間は少しずつ伸びているものの、アメリカと比較した場合3年未満と依然として短く、販売会社が手数料目当てで頻繁に売買を行ういわゆる回転売買が行われているのではないかと疑問視されている。つまり販売会社が手数料を追い求めるあまり、投資家の長期投資を妨げている可能性がある。

[図表 18] 日米の投資信託の平均保有期間の推移



出典：東京証券取引所(2018)「家計の資産形成等を巡る状況と課題」より筆者作成

5

一方で、販売される商品自体にも問題があり、金融機関で販売される商品に占める毎月分配型の割合が高い状態となっている。毎月分配型は月ごとに分配金が支払われるため投資家にとっては使い勝手のよいもののように思える。しかし実際は分配金が元本を切り崩して返却されることや、それによって複利効果が働かなくなるなどのデメリットがあり、長期的な資産形成を行うには適さない商品である。

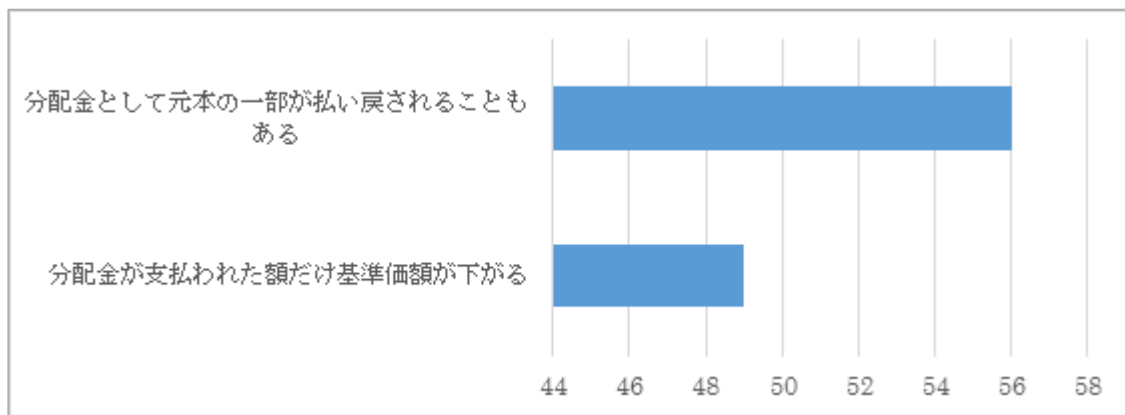
10

また、これらのデメリットを理解している投資家は少なく、図19のとおり「分配金として元本の一部が払い戻されることもある」ことを認知しているのは毎月分配投信保有者の56%しかおらず「分配金が支払われた額だけ基準価額が下がる」ことを認知しているのは49%と半数弱しかいない。このように商品特性を伝えられず、長期的な資産形成を促す商品を販売できていない。

15

そして毎月分配型は販売手数料や信託報酬が高いため販売会社にとって「売りたい」商品であり、顧客本位の販売ができていないといえる。

〔図表 19〕 毎月分配型投資信託保有者の分配金に対する認知度



出典：金融庁(2017)「金融レポート平成28事務年度」より筆者作成

- 5 問題があるといえる商品は毎月分配型だけではない。テーマ型ファンドの投資信託も問題がある商品のひとつである。テーマ型ファンドとはあるテーマに関連した企業の株式を投資先としているファンドであり、例としてバイオやAIなどがあげられる。テーマ型ファンドは価格変動が大きく、収益率が悪化した場合次々と新たな別のテーマ型ファンドが登場する。テーマ型ファンドは期待
- 10 収益率が高く見えるように作られており、高い販売手数料を得やすくなっている。それに加えて投資先がわかりやすく勧めやすい商品となっている。このように毎月分配型と同様にして、投資家のニーズに沿った商品販売ではなく販売会社が「売りやすく儲かりやすい」商品を販売しているのである。

- 投資信託商品を作るのは運用会社であるが、運用会社は販売会社の系列会社である場合が多く、歴史的に見ても販売会社の実権が強い傾向にある。そのため、販売会社が利益を得やすい商品を作っているのである。本来ならば投資家の長期的な資産形成に適した商品を作らなければいけない運用会社に系列関係の圧力がかかり、顧客本位の業務運営ができていない。これらの現状を改善し、運用会社と販売会社がともに顧客本位の業務運営を行うようになることで、投資家の運用成績の向上につなげることが必要である。
- 15
- 20

2 項 信託報酬の問題

投資信託は投資家自身が運用を行わず、専門家である運用会社が行う。その

ため、投資家はファンドの運用・管理にかかる費用として運用会社に信託報酬を支払っている。信託報酬は「保有期間中の日々の純資産総額×信託報酬率(年率)」で計算され、手数料は投資信託の保有期間中に継続してかかるため、わずかなコストの差が将来のリターンに大きな影響を与える。

- 5 昔と比べてインデックスファンドにおいて、信託報酬は減少傾向にある³⁷が、依然として日本はアメリカと比較して信託報酬が高い³⁸。

次に信託報酬とリターンの関係について述べる。アクティブファンドは日経平均株価などの市場の平均の指標よりも高いリターンを目指すファンドであるため、情報収集や繰り返しのファンドの売買など手間がかかりインデックスファンドよりも平均して信託報酬が高くなっている。図表 21 が示すように信託報酬が 1.5%を超えるものもあるが、はたしてコストに見合ったリターンを出しているのだろうか。

まずは図表 21 の平均リターンをみる。信託報酬が最も低い区分の 0.5%超 1%以下が最も平均リターンが高くなっている。信託報酬が 1%超 1.5%以下の区分と 1.5%超 2%以下の区分もほとんど平均リターンは変わらない。次にリターンがマイナスであった割合をみる。信託報酬が高くなるにつれてマイナスになる割合は高まっていることがわかる。信託報酬が 1%超 1.5%以下の区分と 1.5%超 2%以下の区分においては 40%弱ものファンドのリターンがマイナスになっている。

20

³⁷ 日本経済新聞(2018)「保有コスト『信託報酬』に注目(投信観測所)」を参照。

³⁸ 松尾 健治、窪田 真美「【投信調査コラム】日本版 ISA の道 その 132 投信コストの長期国際比較～英国籍投信・ISA ファンドのチャネル別フローと日本籍投信の購入時手数料別フロー付き～」を参照。

[図表 20] 信託報酬とリターンの相関関係

国内株式アクティブ運用 投資信託		信託報酬（税抜き、年率）		
		0.5%超 1%以下	1%超 1.5%以下	1.5%超 2%以下
全本数		36 本	104 本	141 本
リターン	0%未満	4 本	38 本	53 本
	0%以上 5%未満	32 本	56 本	71 本
	5%以上 10%未満	0 本	9 本	16 本
	10%以上	0 本	1 本	1 本
平均リターン		2.03%	1.26%	1.27%
リターンがマイナスであった割合		11.1%	36.5%	37.6%

出典：金融庁(2016)「説明資料 資料 3」より筆者作成

- 5 これらを総合してみると高い信託報酬に対してそれに見合ったリターンを出せていないといえる。また、前述したように信託報酬は「保有期間中の日々の純資産総額×信託報酬率（年率）」で計算されるため、損失が出て純資産総額が下がった場合運用会社の利益は減るもののペナルティなどはない。今後、運用会社は投資家から預かっている資産を運用していることを再認識し、運用成績の向上に尽力することが必要であると考ええる。

第5章 提案

本章では、第4章で述べた問題について、その改善提案を述べ、投資信託が家計の資産形成手段へととなりうる状態に変えていく。はじめに問題点とそれぞれにあたる提案を以下にまとめる。

5

〔図表 21〕 問題点と提案のまとめ

問題点	提案
資産形成の重要性を理解していない	キャリア教育の導入
投資信託のハードルが高い	確定拠出年金の制度改革
フィデューシャリーデューティの不足 ① 販売手法の問題 ② 信託報酬の問題	① KPI の開示義務化 ② 信託報酬の成果報酬化

出典：筆者作成

第1節 キャリア教育の導入

10 第4章1節にて日本人は資産形成を行うという目的を見いだせておらず、投資信託を行う動機付けが不十分であることが日本人の投資信託への興味が薄い原因であると述べた。この問題を解決するために、投資の動機付けを目的として、新社会人を対象としたキャリア教育を提案する。

15 一般的なキャリア教育は、学生を対象とした「一人一人の社会的・職業的自立に向け、必要な基盤となる能力や態度を育てることを通して、キャリア発達を促す教育」³⁹と定義されているが、今回私たちが提案するキャリア教育とは社会人を対象とした「一人の人間として歩みたい人生を明確化し、それを達成するための資産形成を促す教育」と定義し、行っていくことを考えている。

20 概要としては、日本証券業協会、日本投資信託協会、全国銀行協会が主催を担い、確定拠出年金を導入している企業の新入社員を会場に招集し、投資教育の一環としてセミナーを行う。確定拠出年金の導入率が今後上昇していくこと

³⁹ 文部科学省（2011）「キャリア教育とは何か」P14 より引用

を踏まえるとセミナーの参加者も増加していくと考えられる。

プログラム内容としては、大きく 4 つのステップに分けられる。まず、全国銀行協会が提供している「くわしくシミュレーション」を一部改変し、キャリアプランの理想像と現状との差を認識させる。具体的には人生の三大費用とい

- 5 われている、マイホーム、子供の教育、老後の費用に加え、結婚、マイカーにかかる費用の予測、また購入などを希望する年齢をフォーマットに記入する。それと同時に自身が勤める企業の平均的な年収推移をフォーマットに記入する。これらの数値から、AI 分析でライフシミュレーションを行う。その結果、現状と理想との決して小さくはない差が出てくることが予想される。その結果を受
- 10 講者に提示し今のままでは理想にたどり着かないという意識付けを行う。

次に将来の現金価値の予測を説明する。これにより、現状存在している差は預金のみでは埋められないことを説明し、資産形成の重要性に気づかせる。

以上のふたつのステップを経て資産形成を行う動機付けをし、興味を持たせたところで投資信託、確定拠出年金の説明を行う。

- 15 これらの一連のプロセスによって日本人は資産形成を行うという目的を見いだせておらず、投資信託を行う動機付けが不十分であるという現状の問題点を解決する。その結果として資産形成の重要性を理解させ、投資信託を行う意義を個々人に落とし込み動機付けを与える。

20 [図表 22] キャリア教育のプログラムと期待する効果

プログラム	期待する効果
AI ライフシミュレーション	危機感の醸成
現金価値の推移予測	現金以外の資産形成の重要性理解
投資信託・DC の説明	投資信託・DC への興味形成

出典：筆者作成

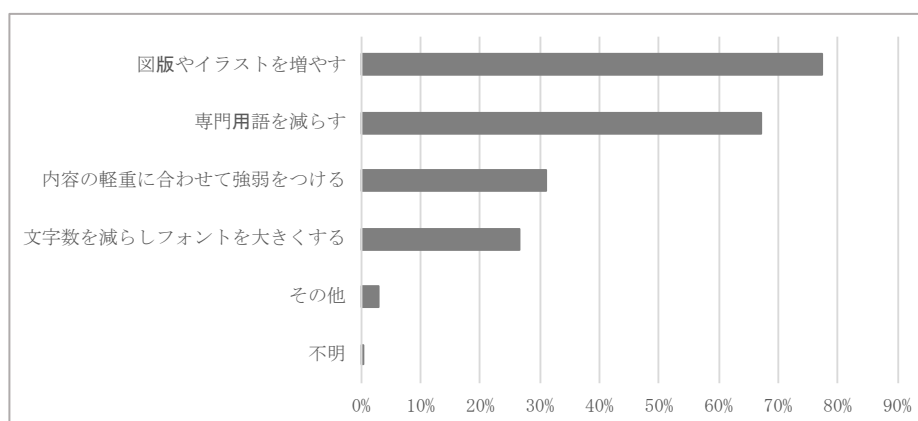
第 2 節 確定拠出年金における制度改革

1 項 運用商品における説明方法の改善

- 25 確定拠出年金の加入者は、セミナー形式の説明会参加時に配布される資料や、

社内で掲載される資料等から商品情報を得ている⁴⁰。しかし第4章2節で述べたとおり、実際には自分に適した商品を選択できていない状況である。そのため、加入者にとってわかりやすい情報を提供するためには、資料内容の改善が必要である。資料の改善点に関する調査では、「図版やイラストを増やす」が8割弱、「専門用語を減らす」が7割弱あげられた。これらのことから、投資に詳しくない加入者でも理解できるように、専門用語を用いた説明ではなく、イラストなどを用いてイメージを掴ませる表記方法に変える必要があることが伺える。

10 [図表 23] 商品パンフレットや実績データが有効に活用されるための改善事項とは



出典：NP0401k 教育協会「確定拠出年金の運用商品に関する調査 2015 調査報告書(サマリー)p.10 より引用

15

現在の商品説明はどのようなになっているのか。下の図表 24 は東京海上日動の運用商品一覧である。現在のファンドの性質に関しては商品概要の欄で詳しく説明がなされているが、これらのみでは投資に詳しくない加入者にとってわかりやすい情報とはいえない。投資初心者にとって最も必要な情報は、運用する上でのリスクに関する項目である。そのため、図表 25 のようにファンドご

20

⁴⁰ NP0401k 教育協会「確定拠出年金の運用商品に関する調査 2015 調査報告書(サマリー)」 p.10 を参照。

とにリスクおよびリターンの数値を表示し、星マークを用いてリスク評価を可視化させることで、それぞれの加入者に合った商品を選択してもらうようにする。また、商品を組む際のリスクの指標として、図表 26 のようなリスク別にあらかじめ組んだ三段階のアセット・アロケーションの事例を提示する。

5

〔図表 24〕 確定拠出年金 運用商品一覧

	区分	商品コード	売買順	商品名	商品概要
元本確保型商品	保険	00059	17	東京海上日動のねんきん博土5年	●保険料払込みの都度、保証期間に応じた保証利率を保証期間満了まで上乗せる積立傷害保険です。 ●保証期間満了時に保証利率分を元本に組み入れて、同一期間の保険に自動継続します。 ●保証期間満了時の元本および保証利率分の支払いは、東京海上日動火災保険が保証します。制度上の支払い(老齢年金・老齢一時金・障害給付金・死亡一時金・脱退一時金・転職のための解約)時にも元本および保証利率分を保証します。 ●傷害事故で死亡した場合、死亡日の前月末残高に10%上乗せした金額を保険金として支払います。
投資信託商品	国内債券パッシブ型	00954	2	東京海上セレクション・物価連動国債	●主に日本の物価連動国債に投資します。 ●将来のインフレリスクを回避することにより実質的な資産価値の保全を図りつつ、安定した収益の確保を目指すします。
	バランスアクティブ型	01535	13	東京海上・円資産バランスファンド(年1回決算型)	●主に国内の複数の資産(債券・株式・不動産投資信託)に分散投資し、信託財産の著実な成長と安定した収益の確保を目指します。 ●当ファンドの運用は、ファミリーファンド方式により行います。
	国内株式アクティブ型	00056	8	東京海上セレクション・日本株式	●主に日本法人の株式に投資します。 ●中長期的にベンチマークを上回る投資成果を目標とします。
	外国株式アクティブ型	00058	10	東京海上セレクション・外国株式	●主に外国の株式に投資します。 ●ベンチマークに連動する投資成果の達成を目標とします。

出典：東京海上日動火災保険「確定拠出年金 運用商品ガイド」（2015 年 11 月）より一部引用

10

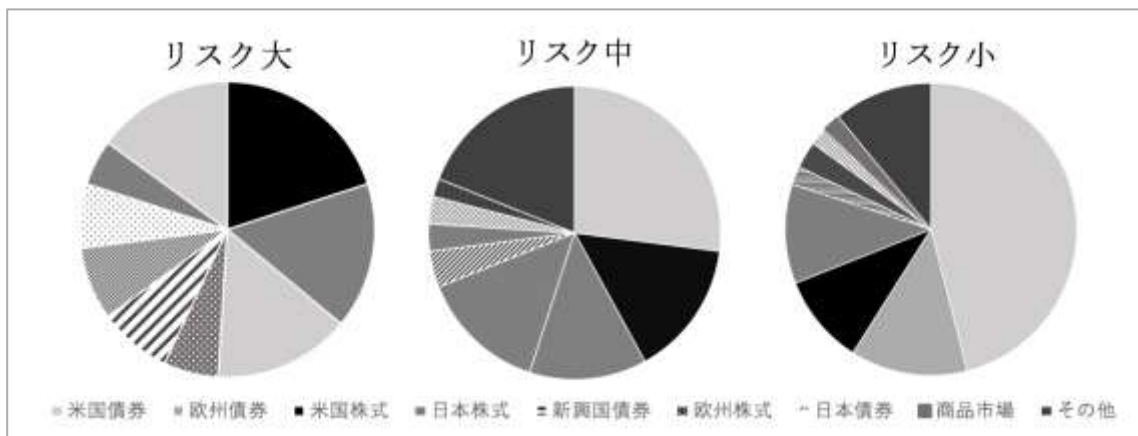
〔図表 25〕 リスク評価付きの運用商品一覧

	区分	リスク評価	リスク・リターン数値	商品名	商品概要
元本確保型商品	保険	☆☆☆ ☆☆	100	東京海上自動のねんきん博土5年	●保険料払込みの都度、保証期間に応じた保証利率を保証期間満了まで上乗せる積立傷害保険です。 ●保証期間満了時の元本および保証利率分の支払いは、東京海上日動火災保険が保証します。制度上の支払い(老齢年金・老齢一時金・障害給付金・死亡一時金・脱退一時金・転職のための解約)時にも元本および保証利率分を保証します。
投資信託商品	国内債券パッシブ型	☆☆☆ ☆	102-99	東京海上セレクション・物価連動国債	●主に日本の物価連動国債に投資します。 ●将来のインフレリスクを回避することにより実質的な資産価値の保全を図りつつ、安定した収益の確保を目指します。
	バランス アクティブ型	☆☆☆	108-95	東京海上・円資産バランスファンド(年1回決算型)	●主に国内の複数の資産(債券・株式・不動産投資信託)に分散投資し、信託財産の著実な成長と安定した収益の確保を目指します。 ●当ファンドの運用は、ファミリーファンド方式により行います。
	国内株式アクティブ型	☆☆	115-90	東京海上セレクション・日本株式	●主に日本法人の株式に投資します。 ●中長期的にベンチマークを上回る投資成果を目標とします。
	外国株式アクティブ型	☆	130-80	東京海上セレクション・外国株式	●主に外国の株式に投資します。 ●ベンチマークに連動する投資成果の達成を目標とします。

出典：東京海上日動火災保険「確定拠出年金 運用商品ガイド」（2015 年 11 月）より筆者作成

15

〔図表 26〕 リスク別の資産構成割合



出典：トラノコ「各ファンドの資産構成割合」より筆者作成

5 2 項 デフォルト商品の対象商品内容の変更

第 4 章 2 節で述べたとおり、企業型確定拠出年金において 95%以上の企業がデフォルト商品を元本確保型に設定している。第 4 章 1 節で提唱した資産形成の重要性の認識を目的としたキャリア教育を行うことで、投資家は家計の資産形成において元本確保型では効果が十分に得られないことが理解できる。あくまでもデフォルト商品の設定は、指図しなかった加入者のために用意された措置である。理想としては加入者自身に適した商品を選んでもらうことであるが、不指図によってデフォルト商品で運用する人も一定数いる。

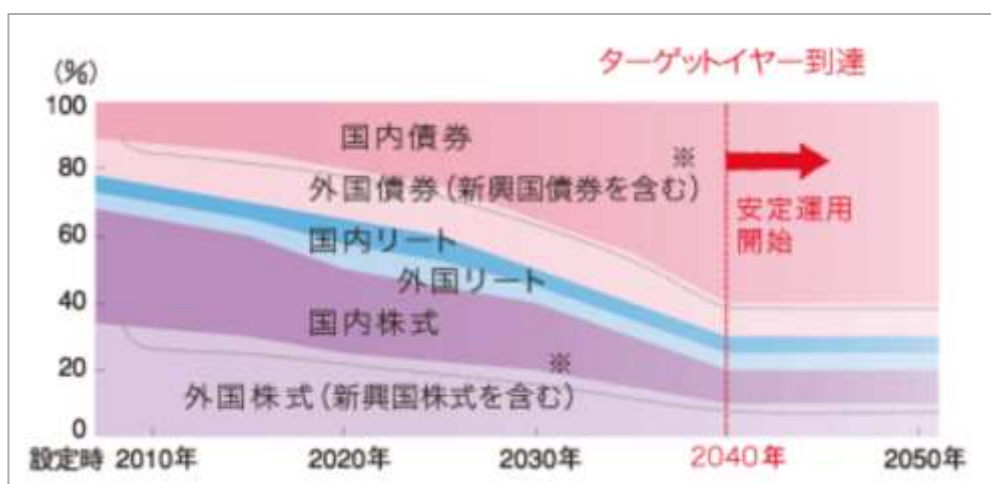
そこで、デフォルト商品から元本確保型商品を廃止し、代わりにターゲットイヤーファンドを組み込むことを提案する。ターゲットイヤーファンドとは、リタイアメントに向けた資産形成とリタイアメント後の資産活用を目的とした投資信託のことを指す⁴¹。1990 年代前半にアメリカで誕生し、比較的若いときから取り組める金融商品として、確定拠出年金制度を通じて急激な拡大をみせているファンドである。日本においても、少子高齢化や低金利、公的年金への不安などを背景に注目が高まっている。投資家のリタイアメントの時期がターゲットイヤーとなるので、「2040 年ファンド」というように目標年次を示して構成される。一般的に、投資家の年齢が若いうちは株式の比率を高めに、債券

⁴¹ ゆうちょ銀行「ターゲットイヤーファンドの特徴」を参照。

の比率を低めにしてリスクをとり、年齢を重ねるにつれて株式の比率を低めに、債券の比率を高めにしてリスクを低く抑える。このよう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ことで、利回りの低さの解決が期待できる。

5

〔図表 27〕 基本投資割合の推移イメージ



出典：ゆうちょ銀行「ターゲットイヤーファンドの特徴」より引用

10 第3節 フィデューシャリーデューティの改善

1 項 KPI の開示義務化

第4章3節で述べたとおり、現在投資信託に関わる金融機関がそのフィデューシャリーデューティを果たしているかは疑問が残る。こうした実態を危惧し、金融庁は販売会社に対し、KPIの開示を求めてきた。KPIとはkey

- 15 performance indicatorの頭文字をとったものであり、企業の成果方針と訳される。KPIを開示することにより、販売会社の実態が表面化することになる。しかしながら販売会社が自主的に開示しているKPIは内容が区々であり、顧客がこれを用いて投資判断を下すことは容易ではないというのがこれまでの課題であった。これを改善するために、現在金融庁は、よりわかりやすく、かつ比較が可能な「共通項目」を設けることでリスクとリターンの関係の可視化をよ
- 20

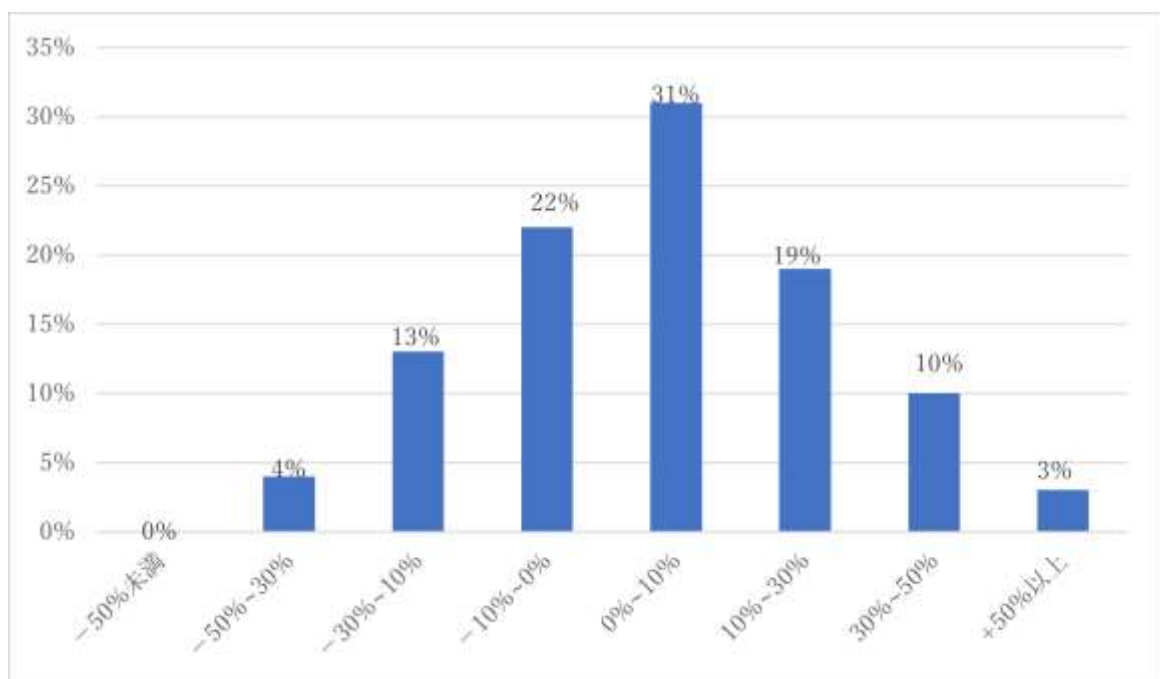
り一層進める必要性を説いている。現在金融庁が比較可能な共通項目として掲げているものが次の3項目である⁴²。

- ① 運用損益別顧客比率
- 5 ② 投資信託預り残高上位20銘柄のコスト・リターン
- ③ 投資信託預り残高上位20銘柄のリスク・リターン

それではこの項目が開示されることでどのような比較が可能になるのか、簡単に検証したいと思う。以下は運用損益別顧客比率の例である⁴³。

10

〔図表 28〕 A社の運用損益別顧客比率

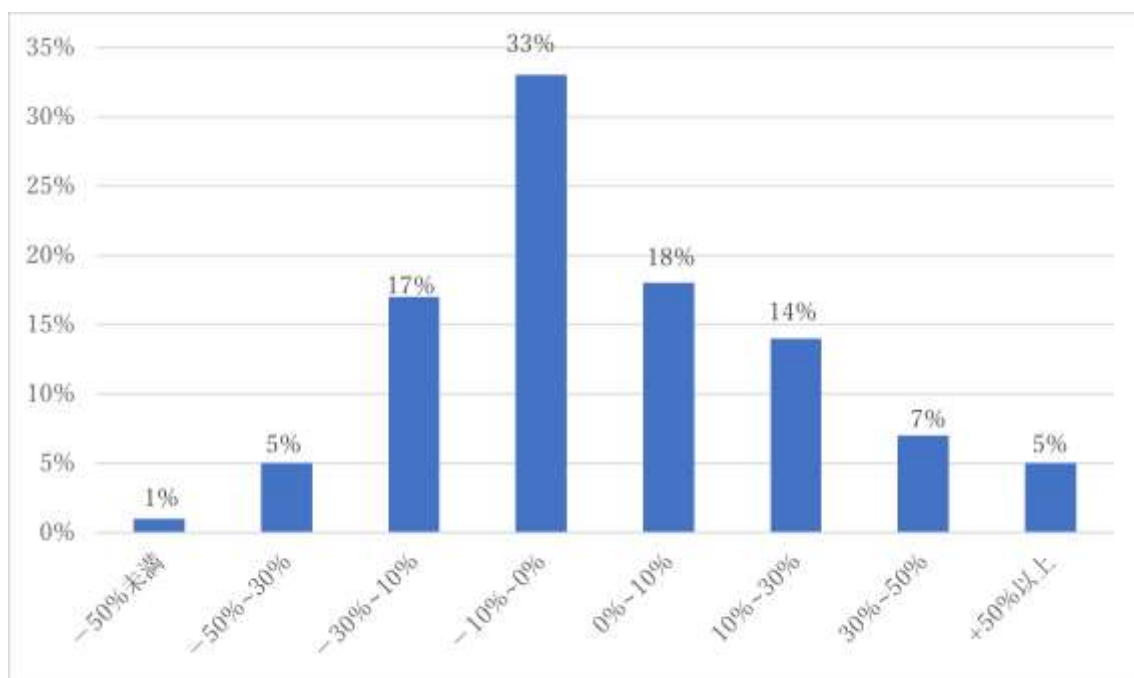


出典：筆者作成

⁴² 金融庁ホームページを参照。

⁴³ A社およびB社については架空の会社である。

[図表 29] B 社の運用損益別顧客比率



出典：筆者作成

- 5 この 2 社のグラフを比較すると、A 社では利益を計上している顧客が 60%を超えているのに対し、B 社では 60%近い顧客が損失を計上していることがわかる。このように、販売会社ごとにその成績を比較することが可能になり、顧客の投資判断に大きな影響を与えることになる。ただし、現在 KPI の開示は任意であるため、この三点の指標を開示している販売会社は極めて少ない。さらに
- 10 投資家がこの指標を見る機会は乏しく、あまり大きな意味をなしていないのが実態である。

- この実態を変えるべく、我々は KPI の共通項目の開示の義務付けを行い、その上で同数値を記載した資料をあらかじめ投資家に交付することの義務付けを提案する。また、顧客資産預り残高が 1 兆円を超えている販売会社について、
- 15 金融庁はその KPI をひとつの資料にまとめた「大規模販売会社 KPI 比較表」を作成する。販売会社は、この資料についてもあらかじめ顧客に交付することが義務付けられる。すると比較方法は以下のとおりになる。

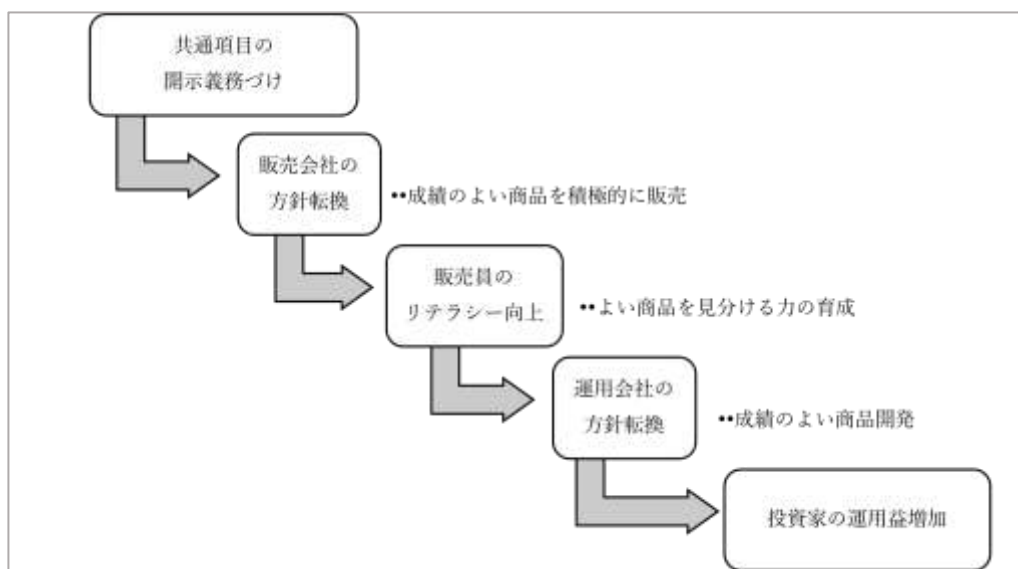
預り資産残高 1 兆円以上の販売会社→「大規模販売会社 KPI 比較表」においての比較

上記以外の販売会社→「大規模販売会社 KPI 比較表」と自社の KPI の比較

これにより、KPI の比較も容易に行うことが可能になる。また現在預り資産残高が 1 兆円を超えている証券会社は 20 社ほどであり⁴⁴、これに都市銀行などを加えれば十分な比較が可能であるといえよう。

- 5 それではこの提案によって得られる効果について順を追ってみていく。まずは KPI の共通項目が投資家の目に必ず入ることになり、さらにほかの販売会社との比較が必ず行われる。そのため販売会社の目的が「どんな商品でもとにかく売ること」であったのが、「運用成績のよい商品を売ること」へと変わり、運用成績を高めるための販売会社間の競争が強まる。これにともないよい商品を見分ける力が要求されるため、社内での教育が進められることが期待され、販売員のリテラシー向上へとつながる。さらに、運用会社の商品設計の本質も、
- 10 「販売会社が売りやすい商品開発」から、「運用成績のよい商品開発」へと改善されていくと考えられる。

〔図表 30〕 KPI 開示にともなう改善の流れ



出典：筆者作成

⁴⁴ アセットサテライトホームページを参照。

ただし、この制度は 2020 年 4 月 1 日から施行することとする。なぜなら現状の共通項目を開示すると、その成績の悪さから顧客の不信感が高まり投資家の減少を誘発する恐れがあるからである。これを回避するため、制度の施行まで 1 年ほどの猶予を持たせることで、少しでもその数値を改善した上で開示し、この流れを確立していくこととする。

2 項 信託報酬の成果報酬化

第 4 章 3 節で示したとおり、現在の信託報酬は米国と比較し割高な傾向にあるが、その運用成績は芳しくないというのが大きな問題点である。またその報酬体系はあらかじめ設定された割合を徴収する形となっている。つまり純資産総額の変動による影響はあるが、割合そのものは運用結果には左右されないのである。そのためすでに損失を計上しているのにもかかわらず割高な信託報酬が徴収され、投資家に大きな負担がのしかかることもある。このような現状が投資信託への資金流入を阻害していることは容易に考えられる。

そこで我々が提案するのが、アクティブファンドの信託報酬の成果報酬化である。一言でいえば運用成績によって報酬の額を変動させる方式である。市場平均と同じ値動きをさせることが目標であるインデックスファンドとは異なり、利益を追求していく必要があるアクティブファンドでは、高い運用成績を残すことが責務であるといえよう。すなわち、高い運用成績を残すことが会社の収益に直結する仕組みを構築することは理にかなっている。こういった変動型の信託報酬体系は現在ヘッジファンドで取り入れられているハイウォーターマーク方式が主流であろう。しかしこの提案ではハイウォーターマーク方式とは異なり、前期末の売買基準価額を計算の基準として、運用結果によって、あらかじめ設定した基準報酬に成果報酬倍率を乗じる形となっている。

$$\text{信託報酬} = \text{基準報酬} \times \text{成果報酬倍率} \times \frac{1}{365}$$

具体的な信託報酬の計算式は以下のとおりである。

- ・ 基準価額倍率が 120% 以上のとき… 基準報酬 $\times 125\% \times \frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 105~120% のとき… 基準報酬 $\times 115\% \times \frac{1}{365}$

- ・ 基準価額倍率が 95~105%のとき…基準報酬×100%× $\frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 80~95%のとき…基準報酬×90%× $\frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 80%未満のとき…基準報酬×80%× $\frac{1}{365}$

* 基準価額倍率 = $\frac{\text{当日の売買基準価額}}{\text{前期末の売買基準価額}}$ 、上記報酬は日々の料率

基準報酬を 2018 年 6 月現在のアクティブファンドの信託報酬の残高加重平均である 1.56%⁴⁵として上記の式によって計算すると、以下のとおりになる。

- ・ 基準価額倍率が 120%以上のとき…1.95%× $\frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 105~120%のとき…1.794%× $\frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 95~105%のとき…1.56%× $\frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 80~95%のとき…1.404%× $\frac{1}{365}$
- ・ 基準価額倍率が 80%未満のとき…1.248%× $\frac{1}{365}$

現在の日本のファンドの分布は以下のとおりになっている。信託報酬が 1%以下のファンドの多くがインデックスファンドであることを考慮すれば、アクティブファンドの大半が 1%~2%の間に属していると考えられる。そのため仮に基準価額が減少したとしても運用会社の損失は限定的であり、かつその信託報酬の割合はアクティブファンドの一般的な報酬の範囲内であるため、倒産の恐れは少ないといえる。

10 [図表 31] 追加型株式投資信託の信託報酬の分布

信託報酬	ファンド数
0.5%以下	223
0.5%超 1%以下	655
1%超~1.5%以下	1227
1.5%超~2%以下	2220
2%超	65
合計	4390

⁴⁵ 日本経済新聞（2018/7/30）「保有コスト『信託報酬』に注目（投信観測所）」を参照。

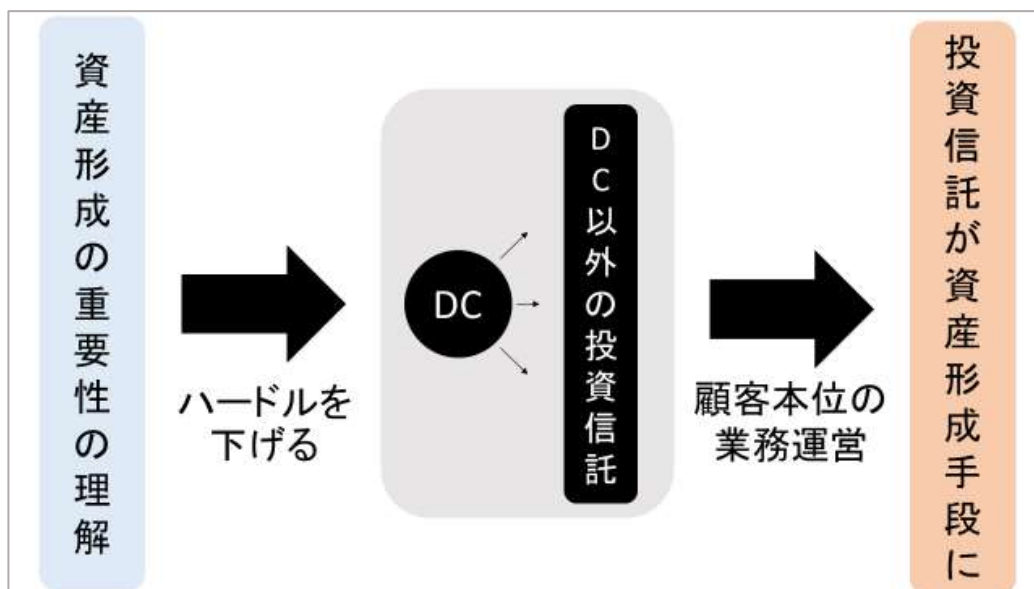
出典：田村威(2017)「十四訂 投資信託基礎と実務」P305 より筆者作成

このように現在の固定型の信託報酬に一石を投じ、報酬体系を一新することは大きな意味をもつであろう。なぜならこれにより運用成績の悪いファンドは、運用会社並びに販売会社の収入源になりにくくなり、早期償還につながるといえる。すなわち問題視されている小規模ファンドの乱立を抑制することができる。前項で行った KPI の開示義務化により、運用成績のよい商品が求められるようになる。この提案により、運用成績に見合った報酬が受け取れるようになるため、より一層質のよい商品開発の必要性が高まるといえよう。

10

本章では投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立している状態となるように、現状の課題を解決する提案を行ってきた。ここで改めて我々の考える理想の状態への実現の流れをみてみる。

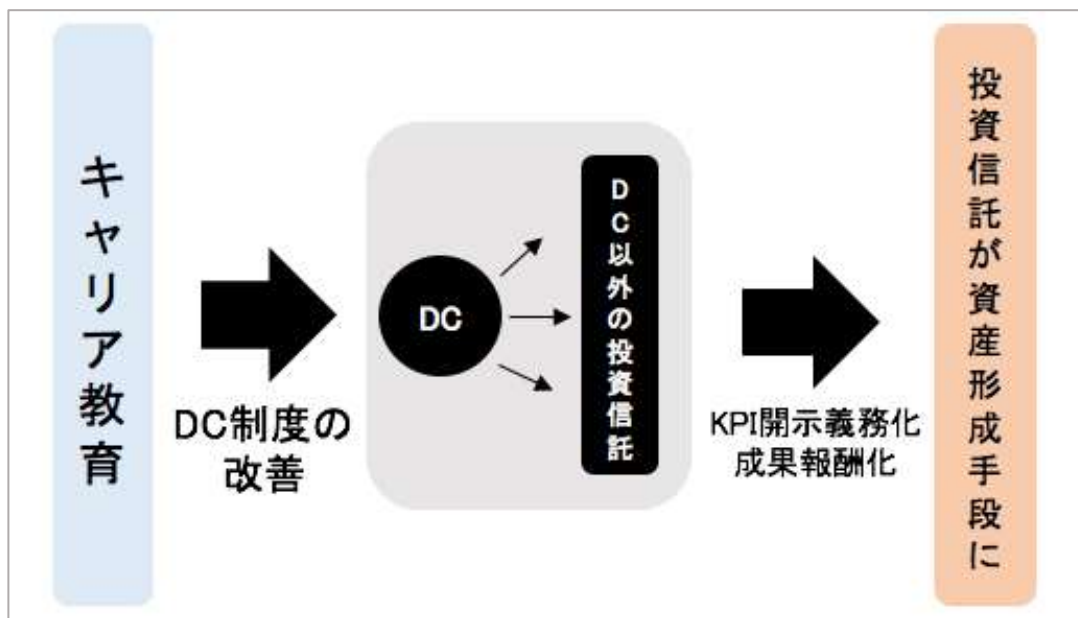
15 [図表 32] 実現への流れ



出典：筆者作成

ここに本章で行った提案を当てはめると以下のとおりになる。

[図表 33] 提案の流れ



5 出典：筆者作成

まずはキャリア教育を行うことで資産形成の重要性を理解させる。その後、確定拠出年金における投資信託のハードルを下げることで元本確保型に偏っている現状を打開する。また確定拠出年金が投資への入り口的な機能を担うことで、

10 確定拠出年金以外の投資信託購入につなげていく。その上で KPI の開示、成果報酬の導入により運用成績を高めることで投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立することを目指していく。

終わりに

本稿において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べく議論を展開した。まず第 1 章では投資信託の仕組みや意義について述べ、第 2 章では投資信託の誕生から現在までの歴史について述べた。第 3 章では「貯蓄から資産形成へ」の流れを促すべく導入されたふたつの制度について論述した。

第 4 章では今後望ましい投資信託のあり方を実現するために必要だと考える「国民が自助努力による資産形成の必要性を認識すること」、「投資信託を行う上でのハードルを下げること」、「すべての金融機関の目的が運用成績の向上に合致し、投資家の利益の最大化に寄与すること」の三点を軸とし投資信託における課題を明確化した。そして第 5 章では第 4 章であげた投資信託の課題を改善するための提案を行った。提案とその詳細は以下のとおりである。

[図表 34] 提案まとめ

提案	提案詳細
キャリア教育の導入	新入社員を対象としたセミナーの実施 投資信託を行う動機付け
確定拠出年金の制度改革	運用商品のリスク評価の可視化 デフォルト商品の変更
KPI の開示義務化	KPI に関する資料の投資家への事前交付 KPI 比較表の作成
信託報酬の成果報酬化	運用成績に応じた報酬体系への変更 小規模ファンド乱立の抑制

出典：筆者作成

以上の 4 つの提案を行うことで、我々が定義する今後望ましい投資信託のあり方である「投資信託が家計の長期的かつ安定的な資産形成手段として成立している状態」を実現し、ひいては金融庁が掲げるスローガンの「貯蓄から資産形成へ」の流れへと導いていく。

参考文献

朝倉智也(2016)『図解 はじめての確定拠出年金』学研プラス
宇野淳(2010)『アセットマネジメントの世界』日本証券投資顧問業界・投資信託協会
お金のデザイン(2016)『ロボアドバイザーの資産運用革命』きんざい
新保恵志(2012)『金融・投資教育のススメ』一般社団法人金融財政事情研究会
竹川美奈子(2018)『税金がタダになる、おトクな「つみたてNISA」「NISA」活用入門』ダイヤモンド社
田村威(2017)『十四訂 投資信託 基礎と実務』経済法令研究会
田村威(2016)『十三訂 投資信託 基礎と実務』経済法令研究会
中野晴啓(2016)『図解 お金持ち入門 (お金のきほん)』学研プラス

参考資料

朝日新聞デジタル「銀行の投資信託、46%の個人が『損』 金融庁問題提起」
<<https://www.asahi.com/articles/ASL755DSNL75ULFA023.html>>2018年10月24日アクセス
アセットサテライト 「一目でわかる証券会社ランキング」
<<https://asset-slt.com/証券/一目でわかる証券会社ランキング/>>2018年10月24日アクセス
臼杵政治「米国の401(k)プランにみる個人投資家の行動と日本への示唆―行動ファインランスの観点から―」
<http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37093_ext_18_0.pdf>2018年10月24日アクセス
運営機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料 2002年3月末～2017年3月末」
<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf>2018年10月24日アクセス
お金を増やすブログ マネーハッカー「ロボアドバイザーのメリットとデメリットを解説」
<<https://money-hacker.com/advantages-of-robot-adviser/>>2018年10月24日アクセス
株式会社インテージ「国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査(2016年2月) - 結果報告書 -」
<<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20161021-1/01.pdf>>2018年10月24日アクセス
カメの歩み「昔の金利ってこんなに高かったの?! 預金金利の推移を調べてみました。」
<<http://kame-no-ayumi.com/2016/12/11/interest-rate-transition/>>2018年10月24日アクセス
企業年金連合会「確定拠出年金の統計」
<<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/suii/suii03.html>>2018年10月24日アクセス
企業年金連合会「2016(平成28)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_chosa_kessan2016_1.pdf>2018年10月24日アクセス
金融広報中央委員会「『金融リテラシー調査』の結果」

https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「平成 28 事務年度 金融レポート」
<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「事務局資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー②）」
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「つみたて NISA 対象商品届出一覧（運用会社別）」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-2/24.pdf>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「つみたて NISA の概要」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/overview/index.html>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について」
<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20180629-3/01.pdf>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI の定義」
<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20180629-3/02.pdf>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI を用いた分析」
<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20180629-3/03.pdf>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「NISA 制度の効果検証結果」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「NISA の概要」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/overview/index.html>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 金融庁「説明資料 資料 3」
<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf#search=%27E9%87%91%E8%9E%8D%E5%BA%81+%E8%AA%AC%E6%98%8E%E8%B3%87%E6%96%99+%E8%B3%87%E6%96%993+%E5%B9%B3%E6%88%9029%E5%B9%B4%27>>2018 年 10 月 24 日アクセス
 窪田 真美「【投信調査コラム】 日本版 I S A の道 その 232 日本の金融庁共通 KPI は顧客の利益に焦点！ KPI を業界全体で見てわかる事 ～今後、販売会社の販売・運用姿勢や商品の利益を中心とした品揃えがより重要になりそう～」
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180730.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
 厚生労働省「確定拠出年金における運用について」
https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000068905.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス
 厚生労働省「指定運用方法の基準に関する論点および資料」
https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000164623.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス

佐々木信司 「確定拠出年金における 継続教育の実態と今後のあり方について」

<<https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2012/11/NowFuture.pdf>>2018年10月24日アクセス

杉田浩治「投資信託の制度・実態の国際比較」

<<http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g26/g26.pdf>>2018年10月24日アクセス

全国銀行協会「くわしくシミュレーション」

<<https://www.zenginkyo.or.jp/special/lps/advance.html>>2018年10月24日アクセス

大和総研「英国のISAとの制度比較」

<https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/nisa/20140213_008215.pdf>2018年10月24日アクセス

東京海上日動火災保険「確定拠出年金 運用商品ガイド」

<<http://401k.tokiomarine-nichido.co.jp/personal/pdf/tmnf-guide.pdf>>2018年10月24日アクセス

東京証券取引所「家計の資産形成等を巡る状況と課題」

<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu0000033ry6-att/20180126_2.pdf>2018年10月24日アクセス

投資信託協会「2017年（平成29年） 投資信託に関するアンケート調査 調査結果サマリー」

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2017/index.php?eID=tx_nawsecured1&u=0&file=/fileadmin/open/kouhou/file/statistics/report/2017%E4%BF%AE%E6%AD%A3/2017%E5%B9%B4%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E3%82%A2%E3%83%B3%E3%82%B1%E3%83%BC%E3%83%88%E8%AA%BF%E6%9F%BB%E7%B5%90%E6%9E%9C%E3%82%B5%E3%83%9E%E3%83%AA%E3%83%BC0919.pdf&t=1540456585&hash=fa18177e3908c2e861651a31db37792f>2018年10月24日アクセス

投資信託協会「資産運用の必要性」

<<https://www.toushin.or.jp/start/why/>>2018年10月24日アクセス

投資信託協会「投資信託の税率」

<<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/costtax/tax/>>2018年10月24日アクセス

投資信託協会「つみたてNISAってなあに？ー概要としくみー」

<https://www.toushin.or.jp/nisa_contents/tsumitatenisa/>2018年10月24日アクセス

投資用語集「証券不況」

<<https://www.glossary.jp/econ/economy/securities-depression.php>>2018年10月24日アクセス

投信資料館「テーマ型ファンドとは？」

<<https://www.toushin.com/faq/type-faq/thematc-funds/>>2018年10月24日アクセス

投信資料館「金融庁が金融レポートで示した投資信託の問題点について」

<<https://www.toushin.com/trend/others/fsa-report/>>2018年10月24日アクセス

投信資料館 「投資信託の歴史（1970年～1979年）」

<<https://www.toushin.com/beginner/history/history-1970/>>2018年10月24日アクセス

トラノコ「各ファンドの資産構成割合」
 <<https://toranoko.com/stocked/funds.html>>2018年10月25日アクセス
 内閣府「平成30年版高齢社会白書（概要版）」
 <<http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2018/gaiyou/pdf/lsls.pdf>>2018年10月24日アクセス
 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」
 <<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>>2018年10月24日アクセス
 日本銀行ホームページ 金融経済統計月報「公表データ 金融1」
 <<https://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/data/sk2.pdf>>2018年10月24日アクセス
 日本銀行ホームページ「統計 金融市況」
 <<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/note/notest2.htm/>>2018年10月24日アクセス
 日本経済新聞「金融庁の『共通 KPI』、顧客のリターンに焦点」
 <<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ032873310R10C18A7000000/>>2018年10月24日アクセス
 日本経済新聞「保有コスト『信託報酬』に注目（投信観測所）」
 <<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ033425520W8A720C1000000/>>2018年10月24日アクセス
 日本経済新聞「投信残高、110兆円で最高」
 <<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ029318350S8A410C1MM8000/>>2018年10月24日アクセス
 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」
 <http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20160930_isikichousa.pdf>2018年10月24日アクセス
 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（調査結果概要）」
 <<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>>2018年10月24日アクセス
 日本証券業協会「『毎月分配型の投資信託』とは？」
 <<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/risk/bunpai/>>2018年10月24日アクセス
 野村証券「証券用語解説集 オルタナティブ投資」
 <<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/o/alternative.html>>2018年10月24日アクセス
 野村総合研究所(NRI)「米国のロボ・アドバイザーによるヒトとの競争と共生」
 <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2015/03/201503_5.html>
 2018年10月24日アクセス
 林 俊宏「なぜ投資信託には複数の会社が絡むのか？ 知っておきたい基礎知識 いまさら聞けない！ 委託会社、販売会社、受託会社の役割とは」
 <<https://limo.media/articles/-/2747>>2018年10月24日アクセス
 速水敏彦「動機づけの正体 ―主に感情の役割に注目して―」
 <https://www.imsar.jp/pdf/imsar04/imsar_04_08.pdf>2018年10月24日アクセス
 福原敏恭「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」
 <https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2016/data/ron160224a.pdf>2018年10月24日アクセス
 毎日新聞「家計保有額、30兆円以上過大計上 日銀」

<<https://mainichi.jp/articles/20180724/k00/00m/020/130000c>>2018年10月24日アクセス

松尾健治、窪田真美「【投信調査コラム】日本版ISAの道 その132 投信コストの長期国際比較～英国籍投信・ISA ファンドのチャネル別フローと日本籍投信の購入時手数料別フロー付き～

<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160222.pdf>2018年10月25日アクセス

マネとも！ーお金は友達ー「ロボアドバイザーのデメリットを解説！本当に信頼できるの？」

<<https://monetomo.com/roboadvisor-demerit>>2018年10月24日アクセス

みずほ銀行ホームページ「投資信託のしくみと特徴」

<<https://www.mizuhobank.co.jp/retail/learn/fund/structure/index.html>>2018年10月24日アクセス

みんなの投資online「オルタナティブ投資とはなに？初心者にもわかりやすく解説」

<<https://mintou-online.com/blog/new-toushi/asset-management/365>>2018年10月24日アクセス

文部科学省「キャリア教育とは何か」

<http://www.mext.go.jp/component/a_menu/education/detail/_icsFiles/afieldfile/2011/06/16/1306818_04.pdf>2018年10月24日アクセス

ゆうちょ銀行「ターゲットイヤーファンドの特徴」

<https://www.jp-bank.japanpost.jp/kojin/shisanunyou/toushin/study/kj_suy_ts_std_tyfund.html>2018年10月24日アクセス

よい家計「オルタナティブ投資の特徴や種類・メリットとデメリット」

<<https://fromportal.com/kakei/invest/alternative/alternative-assets.html>>2018年10月24日アクセス

りそな銀行「確定拠出年金制度導入の背景」

<<https://www.resona-tb.co.jp/401k/dc/haikai.html>>2018年10月24日アクセス

りそな銀行「確定拠出年金、どんな人が加入できるの？」

<<https://www.resona-tb.co.jp/401k/begin/who-can-join-401k.html>>2018年10月24日アクセス

BRAVE ANSWER「オルタナティブ投資（代替投資）とは？わかりやすく解説【入門】 意味、メリット、リスク、市場の動向」

<<https://brave-answer.jp/17414/>>2018年10月24日アクセス

DIAMOND on-line 「1960年代高度成長期にやってきた『昭和40年不況』なぜたった1年で日本経済は復活できたのか」

<<https://diamond.jp/articles/-/12020>>2018年10月24日アクセス

K-ZONE money 「『まず投資目標をはっきりさせよう』－投資信託（第2回）－ ビギナー・基礎知識」

<<https://www.k-zone.co.jp/study/learning/know/toshin/02.html>>2018年10月24日アクセス

NewSphere「“アベノミクスは正しかった” GDP年率2.2%増、海外メディアが安倍首相の手腕を再評価」

<<https://newsphere.jp/economy/20170520-1/>>2018年10月24日アクセス

NP0401k 教育協会「確定拠出年金に運用商品に関する調査 2015 調査報告書（サマリー）」

<https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2015/10/DC_Item_2015_summary.pdf>2018 年 10 月 24 日アクセス

PR TIMES「ロボ・アドバイザーの日本での運用資産は 1 兆円を超える見通し」__
<<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000012.000009837.html>>2018 年 10 月 24 日アクセス

ZUU online 「『毎月分配型投信』の落とし穴 あなたの分配金は大丈夫ですか？」

<<https://zuuonline.com/archives/82924>>2018 年 10 月 24 日アクセス

ZUU online 「確定拠出年金『元本確保』の落とし穴 良い面ばかりが強調？」

<<https://zuuonline.com/archives/130558>>2018 年 10 月 24 日アクセス

ZUU online 「『人生の 3 大費用』が何か分かりますか？ 答えられる人は 2 人に 1 人」

<<https://zuuonline.com/archives/122642>>2018 年 10 月 24 日アクセス