

平成 29 年度「証券ゼミナール大会」

第 2 テーマ C ブロック

家計の資産形成手段としての投資信託



明治大学 三和ゼミナール 浅沼班

目次

はじめに.....	4
1章 我が国の家計の資産構成.....	4
1-1 資産とは.....	4
1-2 家計の資産構成比率.....	6
2章 我が国の投資信託の現状と販売における問題点.....	9
2-1 投資信託とは.....	9
2-2 我が国の投資信託の現状.....	11
2-2-1 資産残高.....	11
2-3 投資信託の現在の保有状況.....	15
2-4 投資信託の問題点.....	17
2-4-1 販売上の問題.....	17
2-4-2 信託報酬.....	19
2-5 まとめ.....	22
3章 我が国の投資信託と投資信託規制の歴史.....	23
3-1 投資信託の発祥.....	23
3-1-1 イギリスとアメリカの投資信託.....	24
a. イギリス投資信託の携帯.....	24
b. アメリカの投資信託の始まり.....	24
3-2 我が国の投資信託の始まり.....	25
3-2-1 投資組合の機構.....	25
3-2-2 投資組合の終焉とその意義.....	25
3-3 戦争と投資信託.....	26
3-3-1 旧投資信託の操業.....	26
3-3-2 戦前の投資信託との違い.....	26
3-4 償還問題.....	27
3-4-1 旧投資信託の償還問題.....	27
3-4-2 ユニット償還延長とオープン（1954～1956）.....	28
3-4-3 戦後2度目の償還延長.....	28
3-4-4 元本割れで戦後3度目の償還延長.....	29
3-5 規制緩和による運用の多様化.....	30
3-5-1 緊急経済対策としてのETF.....	30
3-5-2 ETF実現に立ちはだかる投信法.....	31
3-5-3 5銘柄の上場とETFの多様化.....	32
3-5-4 ETFの現状.....	33

3-6	小括	33
3-7	投資信託と規制	34
3-7-1	94年の投信法改正	34
3-7-2	2000年の投信法改正	35
3-7-3	金融庁アクションプラン	36
3-8	投資信託と規制のまとめ	37
4章	資産運用業の国際比較	37
4-1	日本と海外の運用パフォーマンス比較	37
4-2	確定拠出型年金（DC）プランと投資信託	40
5章	提言	42
5-1	投資信託の問題点	42
5-1-1	投資信託販売方法の改善	43
5-1-2	パフォーマンスベースによる信託報酬	43
5-2	投資信託の規制の改正	44
5-3	投資信託のファンド規模の拡大	44
5-4	DCプランの活用	45
	おわりに	46

はじめに

- 日本では、これまで「貯蓄から投資」への流れを促す政策の1つとして投資信託の普及が行われてきたが、家計にとっての長期・安定的な資産運用手段としての役割を十分に果たしてきたとは言えない。そこで、今後、日本において家計の安定的な資産形成手段として投資信託が普及していくために、どのような問題や課題を解決していくことが必要であるかを考える。そして、それらを解決するための具体的な対処法としてどのようなものがあるのかということについて考察していく。
- 10 初めに、1章で我が国の家計の資産構成について明らかにしていく。次に2章で投資信託の現状を明らかにし、それとともに投資信託の問題点についても言及していく。3章では投資信託の歴史について述べていく。その中で、我が国の投資信託の規制という観点からの問題点を明らかにする。そして、4章では投資信託について、諸外国との比較を行う。その中から我が国の投資信託が
- 15 参考にできることはないか考える。最後に5章で提言として2~4章で述べてきた内容に対してどのように接していくことが望ましいかを述べる。

1章 我が国の家計の資産構成

20 1-1 資産とは

- 我が国の家計の資産構成について論ずる前に、資産について考えたい。資産は大きく2つに分けることができる。実物資産と金融資産である。実物資産と金融資産は対になっている。実物資産とは形があり、その物自体に価値がある資産のことである。物自体に一定以上の価値があるため、株式や債券などのように
- 25 に会社の倒産により価値が消えることはない。実物資産の例を挙げると、金、不動産、美術品などがある。実物資産に対し金融資産とは、その物自体には価値がなく、資産の価値を特定の機関が保証しているようなものを言う。代表的な金融資産は、預貯金、株式や債券などの有価証券、外貨預金などがある。

- まず、実物資産について論述する。実物資産に投資するメリットとしては「インフレーションに強い」、「資産価値がある」などが挙げられる。実物資産は、価値があ
- 30

る物への投資であるため、インフレになり、お金の価値が下がれば、相対的に実物資産の価値が上がることになる。インフレの時は、お金をそのまま置いておくと、その価値が減ってしまう。特に、現在の日本では2%のインフレ目標を掲げている。これはお金の価値を2%下げると言っているようなものである。

- 5 そのため、もし、銀行に現金を預けたままにしておくと、資産価値は減ってしまう。したがって、実物資産に投資してインフレ対策をしていくことは重要であると思われる。

- 株式投資の場合、その株式を発行する企業が破綻してしまうと、株式の価値は消えてしまう。また、紙幣も国の信用力がなければ紙切れ同然である。その
10 点、実物資産は特定機関の信用力が無くても、それ自体に価値がある。

- 実物資産に投資するデメリットとしては、「流動性が低い」、「収益性の期待値が低い」などが挙げられる。株式や投資信託などの金融資産は、市場で換金しようとするればすぐに現金化することが可能であり、手続きも簡単である。一方で、例えば実物資産の中の不動産の場合、換金するまで最短でも一週間程度は
15 かかってしまう。実物資産に投資する際には、万が一に備えてお金を手元に残しておく必要がある。株式投資であれば配当金、預貯金や債券であればわずかではあるが利子を受け取ることができるが、金やプラチナといった貴金属などの実物資産は所有しているだけでは利益が生じない。利益を生むためには実物資産を売買する必要がある。ただし、実物資産の中でも不動産の場合は入居者
20 からの家賃収入が入ってくるため、所持しているだけで利益を生むことができる。

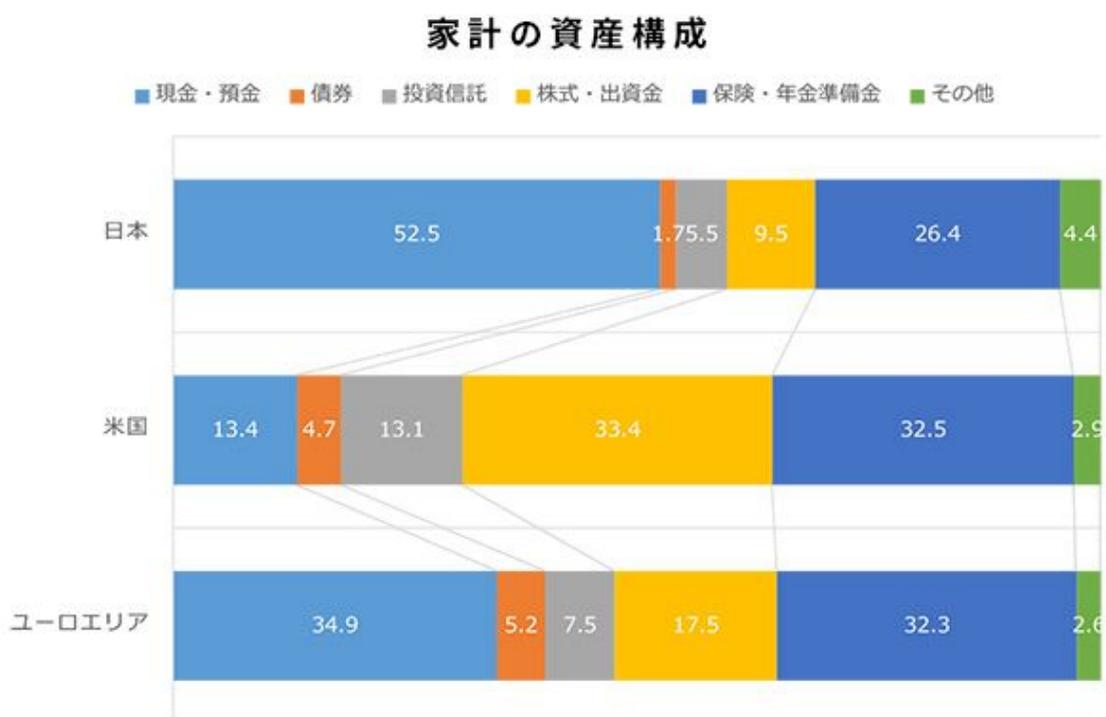
- 次に金融資産について論述する。金融資産は実物資産に比べ、ハイリスク・ハイリターンである。また運用益が出ないなどのデメリットも存在する。上記で述べたように、その株式を発行している会社が倒産した場合、株式の価値は
25 消えてなくなる。また金融資産の外貨通貨においてもインフレによって貨幣価値が下がってしまうため、リスクが高い。このように、金融資産は実物資産に比べてリスクが高いと言える。現金・預金は保有していても運用益が出ない。そのため、効率的な資産形成ができないことが挙げられる¹。

¹ <https://incomlab.jp/real-assets-4747> 取得日 2017年9月20日

1-2 家計の資産構成比率

2016年の日本における家計の金融資産構成比率は、「現金・預金」が51.8%と半数以上を占めている。しかし一方、「投資信託」は5.5%、「株式等」は9.7%と非常に低い。それに比べて、アメリカの「投資信託」は13.0%、「株式等」は34.2%と日本と比べ、高い割合を占めている。またユーロ圏と比較しても低いことがわかる。(図表1)

図表 1



10 出所：

https://www.ownersbook.jp/blog/very_basics/differences_in_money_education_between_japan_and_western_countries/ 取得日 2017年9月20日

上記のことを踏まえ日本人の資産に対する傾向について述べていく。日本版金融ビックバンに伴い、金融のグローバル化によるグローバル・スタンダードの金融システムが構築された。当時、このようなアメリカやロンドンに匹敵する金融システムが出来上がれば、金融システムの最終的な使用者である個人・預金者の資産選択においても選択肢が広がり、金融資産分布の不平等化が解消

されると考えられていた。日本の個人・家計の金融資産選択は、安全性が第一で、収益性の比重は低い。金融のグローバル化により、収益性を加味した金融資産が幅広く供給されるようになり、金利選好が高まると思われていた。しかし結局、収益性重視もしくは危険資産への選好度が著しく高まることはなかった。これは想像以上に日本人の貯蓄好き傾向が強いからだと考えられる。

5

日本人が現金や預貯金で金融資産を保有するスタイルは、マイナス金利の影響で預金金利がほとんど付かなくなっても変わっていない。これは、長年の貯蓄方法として浸透しているだけではなく、人口の高齢者比率が高いことも大きく影響している。高齢者の傾向として、リスクをとらない、安定した資産保有

10

を選ぶ人が多くなるからである。

なぜ、ここまで日本人は貯蓄性向が高いのだろうか。理由のひとつに超少子高齢化社会であることが挙げられる。65歳以上になると、医療・介護費は高額になる。さらに高齢者が増加するにつれて、自己負担は増えていく傾向にある。75歳以上が対象の後期高齢者医療制度でも、自己負担割合が増える制度改正が

15

されている。医療・介護の自己負担が増える一方で、老齢年金は減額されてしまう。高齢者がリスクをとらない預貯金で資産を保有するのは、このような生活不安からであると考えられる。

そして社会保障制度を維持させるためには、現役世代の負担も重くせざるをえない。そのため、社会保険料、国民年金保険料は年々上がり続けている。それだけの負担を強いられているにもかかわらず、将来高齢者になった時には十分な額を受け取れないのではないかと不安に感じている若者は少なくない。このようなことが日本人の貯蓄性向に繋がっていると思われる。しかし、日本人が貯蓄に走る直接的な最大の原因はリスクを好まないことである。

20

また、最近日本人の貯蓄率の減少が起こっている。それについて下記で詳しく検討する。

25

家計の可処分所得は、一方で消費に回され、他方で貯蓄される。消費に回される分の比率を消費性向と呼び、貯蓄に回される比率を貯蓄率と呼ぶ。消費性向と貯蓄率は足して1となるものである。貯蓄に回された部分は、銀行預金を通じて、あるいは直接的な社債や株式の購入によって、企業の投資原資となる

ので、産業の発展を国内で支える基盤となるものとして重要視される²。

家計の貯蓄率の低下理由としては下記のことが挙げられる。

多くの日本人は現役時代に貯蓄をして、退職後に貯蓄を取り崩して生活している。高齢化社会の現在では、貯蓄に励む勤労世代の人口が減り、貯蓄を取り崩し生活している高齢者の人口が大幅に増えているため、貯蓄できる家庭の割合が減少している。そのため、家計の貯蓄率が低下している。

長引く不景気で給料が伸び悩んでいるにも関わらず、社会保障や税金の負担は増え、手取り収入は減ってしまっている。また、契約社員、派遣など非正規雇用で働く人やパート・アルバイトが増え、1人当たりの所得が減少しているのも大きく影響している。そのため、貯蓄に回せる比率が減り、貯蓄率の低下が加速してしまった³。

前述してきたような日本の家計における資産構成を変えるべく、政府が2014年1月にNISA制度を導入した。NISAとは、株や投資信託などの運用益や配当金を一定額非課税にする制度である。NISA口座で取引をすると、税金面で大きなメリットを受けられる。

2016年の1月から、毎年120万円までの非課税投資枠が設定され、投資金額120万円分までの株式投資や投資信託にかかる値上がり益や配当金が非課税となった。

2014年から制度が始まり、2023年までの10年間、毎年新たに120万円の非課税枠が追加される。非課税の期間は、それぞれ最大5年間となっており、途中で売った場合は、非課税枠を使ったとみなされ、再利用をすることができない。さらに、非課税枠を使っただけの投資総額は合計600万円までとなっており、それ以上の金額は非課税対象とはならない。

NISA導入の目的は主に「家計の安定的な資産形成」と「経済成長に必要な成長資金の供給拡大」である。

金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」によると、平成24年度における2人以上世帯で金融資産が0の世帯は全体の4分の1以上にせま

² 村本孜著、『日本人の金融資産選択』、東洋経済新報社、pp.11~22

³ 日本の貯蓄率はフランスの7分の1に低下

る。NISAは、若者の投資のきっかけを呼びかける目的がある。近年は世帯あたりの所得水準の減少傾向が顕著になっている。特に20、30代の若者層の給与は芳しくない。そこで、自身での資産形成を主体的に行うことで、将来のライフスタイルを見据えた設計が重要になってくる。NISAはその一役となるべく作られた制度でもある。

欧米諸国と比較して日本では投資よりも貯蓄に回っている家計の金額が非常に多い。しかし、この家計にたまっているお金を投資に回してそれを企業へ円滑に回してし、経済を活性化させようという狙いがある。

個人が貯蓄を投資することによって、金融機関へ個人から投資資金が集まる。金融機関はそのお金を貸付やその他投資に回し、市場に出回るお金が増える。そして、一般企業にもお金が入り、一般企業の設備投資・事業投資が増える。最終的に、仕事や給料が増え、失業率も減る、というイメージである⁴。

15 2章 我が国の投資信託の現状と販売における問題点

1章で述べたように日本の資産構成は貯蓄に重きを置いているが、家庭の貯蓄率は低下している。そこで今回のテーマである投資信託がその現状を打破できるかどうか検討する。

20

2-1 投資信託とは

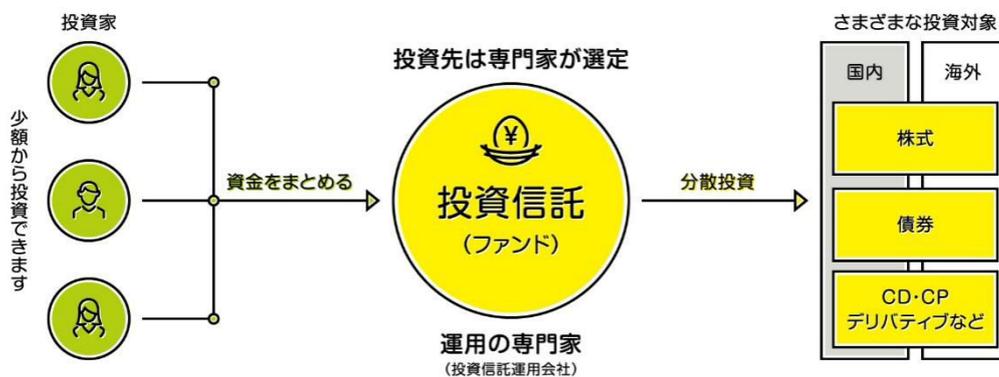
まず投資信託とは何かについて確認する。投資信託（ファンド）とは、投資家から集めたお金をひとつの大きな資金としてまとめ、運用の専門家が株式や債券などに投資・運用する商品で、その運用成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品である。集めた資金をどのような対象に投資するかは、投資信託ごとの運用方針に基づき専門家が行う。投資信託の運用成績は市場環境などによって変動する。投資信託の購入後に、投資信託の運用

⁴ NISAとは？ <http://kabukiso.com/idiom/nisa.html>

取得日 2017年9月20日

がうまくいって利益が得られることもあれば、運用がうまくいかず投資した額を下回って、損をすることもある。このように、投資信託の運用によって生じた損益は、それぞれの投資額に応じてすべて投資家に帰属する。つまり、投資信託は元本が保証されている金融商品ではない。この点は銀行の預金などとは違
 5 違うところである⁵。

図表 2 投資信託の流れ



(出所) 投資信託協会

10 <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

取得日 2017年9月9日

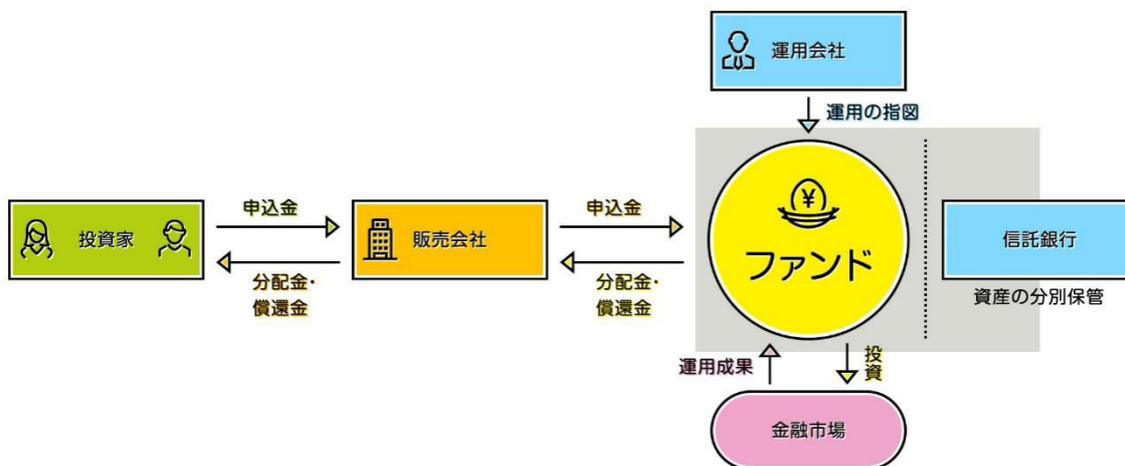
投資信託は「投資信託運用会社」で作られ、主に証券会社、銀行、郵便局などの「販売会社」を通じて販売され、多くの投資家からお金を集める。投資家
 15 から集めたお金はひとつにまとめられ、資産管理を専門とする、「信託銀行」に保管してもら
 う。運用会社は、集めたお金をどこにどうやって投資するのか考え、その投資の実行を、お
 金を管理している信託銀行に指図する。このことを運用指図といい、運用会社はその権限
 20 を持っている。そして、信託銀行は運用会社の指図を受けて、株や債券の売買を行う。投
 資信託は、販売・運用・資産の保管などの業務を行い、それぞれ専門の機関が役割を果
 たすことで成り立つ金

⁵ 投資信託協会 <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

取得日 2017年9月9日

融商品である⁶。

図表 3 投資信託の運用の流れ



(出所) 投資信託協会

5 <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

取得日 2017 年 9 月 9 日

2-2 我が国の投資信託の現状

2-2-1 資産残高

10 続いて、我が国の投資信託の現状について述べていきたい。まず、投資信託の全体の純資産総額については以下のグラフで表した通りである。(図表 4)

このグラフで表されているように、日本の投資信託の純資産総額は増加傾向である。2010 年には百兆円を超えており、2016 年には約 180 兆円まで到達している。

15 次に、公募投資信託⁷と私募投資信託⁸に分けて現状を見ていきたい。

初めに、公募投資信託について述べていく。図表 5 で示したように公募投資信託の純資産総額は 2011 年から 2015 年にかけては増加してきたが、2015 年から 2016 年にかけては横ばいとなっている。また、ファンド数については図 6 で示されているように 2008 年から 2016 年にかけて増加傾向にある。

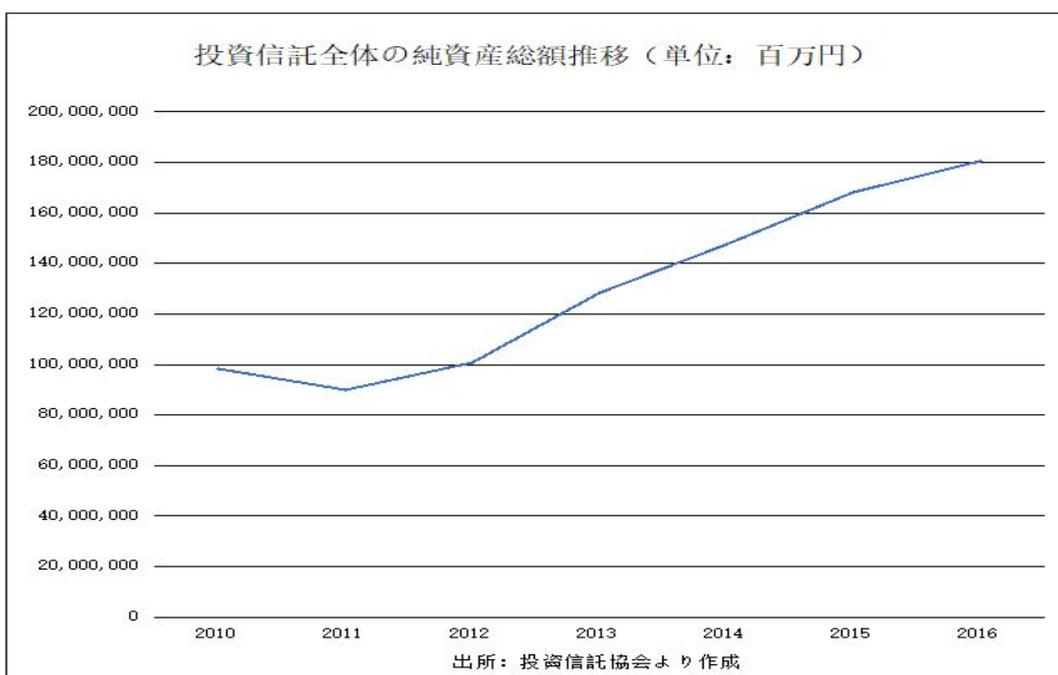
⁶ 同上 <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

取得日 2017 年 9 月 9 日

⁷ 不特定多数の投資家に向けて募集する投資信託

⁸ 少人数または適格機関投資家など特定の投資家向けに募集する投資信託

図表 4



https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I011BJ_y.xlsより筆者作成

取得日 2017年9月29日

5

次に、私募投資信託について述べる。私募投資信託については図7で示したように、2008年から2016年まで増加傾向にある。また、ファンド数については図8で示されているように、2013年から2016年まででは増加してきている。

10

15

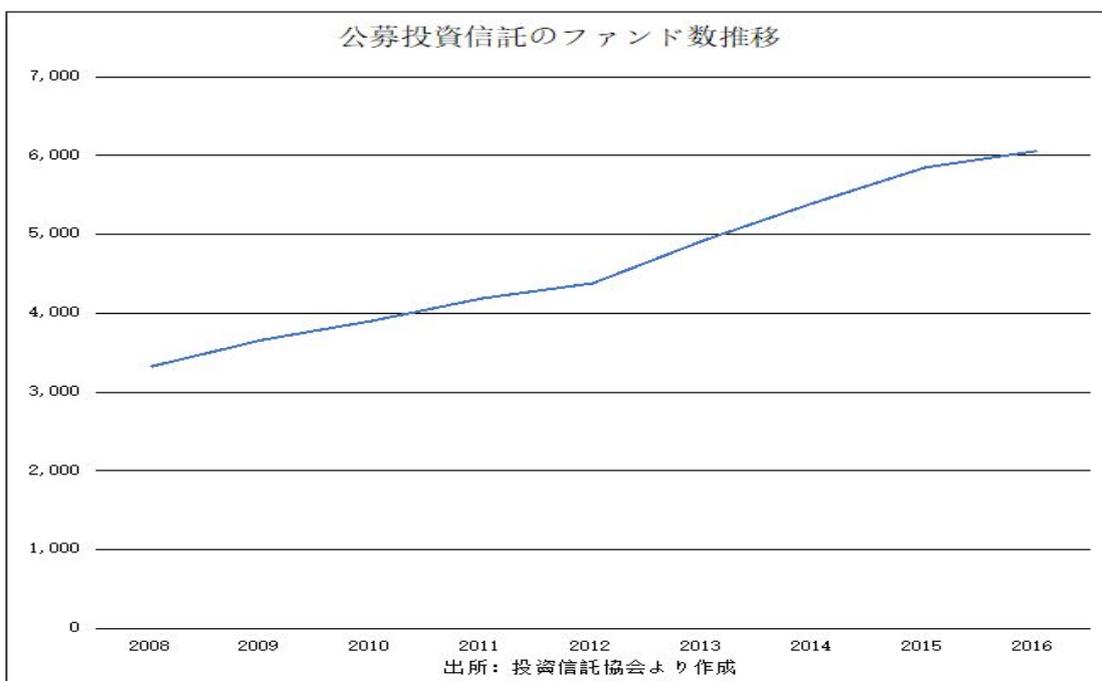
図表 5



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

より筆者作成 取得日 2017年10月1日

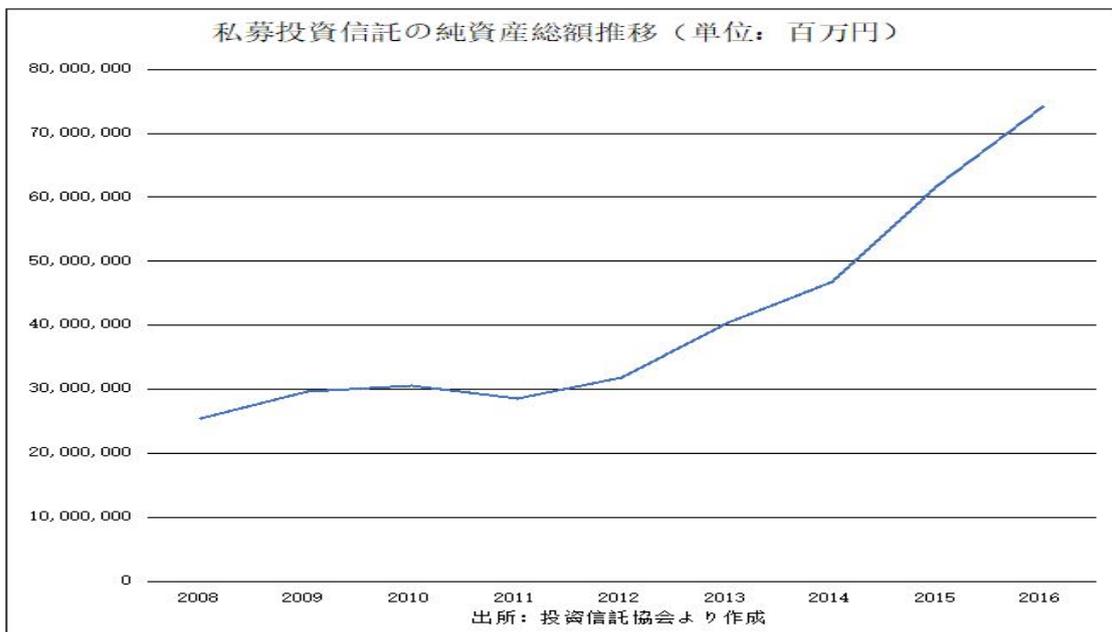
5 図表 6



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

より筆者作成 取得日 2017年10月1日

図表 7

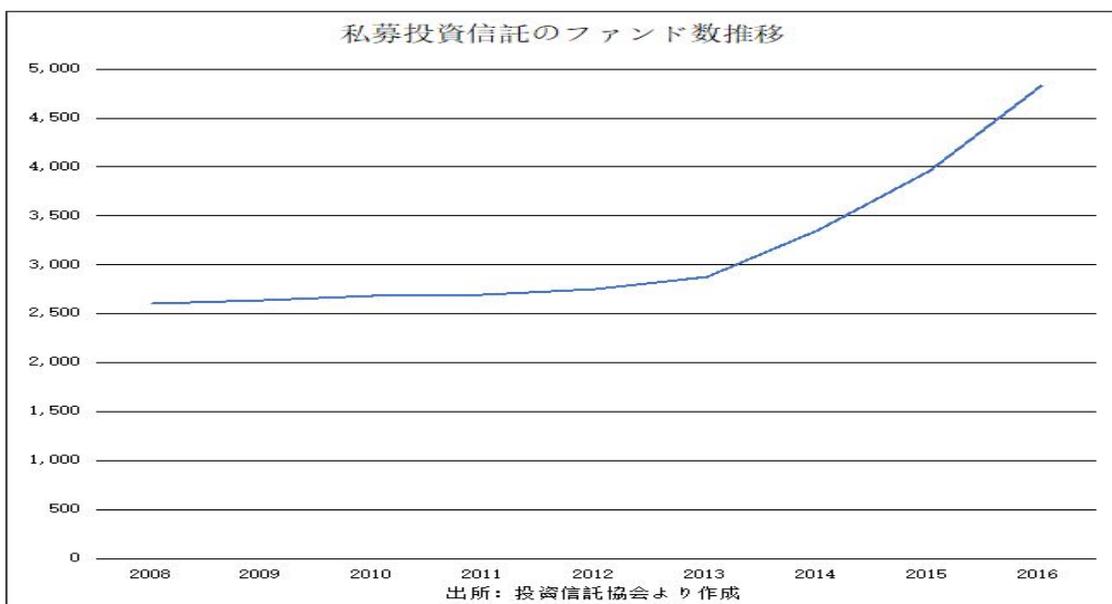


https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I0112B_pri_y.xlsより筆者作成

取得日 2017年10月1日

5

図表 8



https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I0112B_pri_y.xlsより筆者作成

取得日 2017年10月1日

10

2-3 投資信託の現在の保有状況

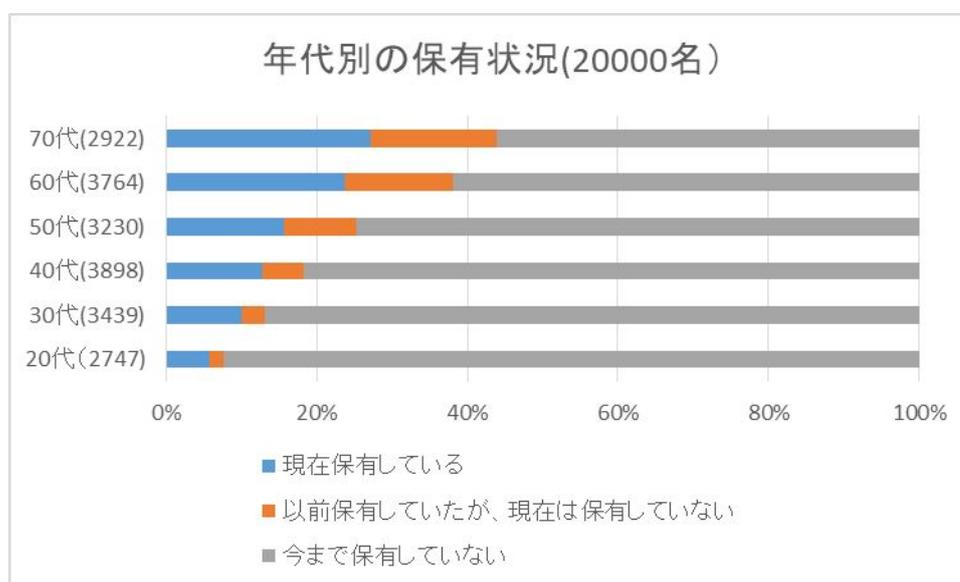
ここでは、年代別、年収別で投資信託の保有状況を見ていきたいと思う。下記の図表は平成 28 年に投資信託協会が行った投資信託に関するアンケート調査報告書に記載されていたものを基に作り上げた。

- 5 図表 9 は年代別の投資信託の保有状況を表しており、この図表からわかるように若い世代ほど投資信託の保有率が少なく、高齢な世代ほど投資信託を多く保有している。図表 10 は年収別の投資信託の保有率を示しており、年収が低いほど投資信託の保有率が少なくなり、高いほど保有率も多くなる。図表 11 は投資信託現在保有層の年代構成であり、高齢な人ほど投資信託を保有していることがわかる。

以上のデータより、現状の投資信託の保有率は、高齢者の保有率は高いが、若者の保有率が低いということが明確である。

図表 9

15



20

25

(出所) 投資信託協会

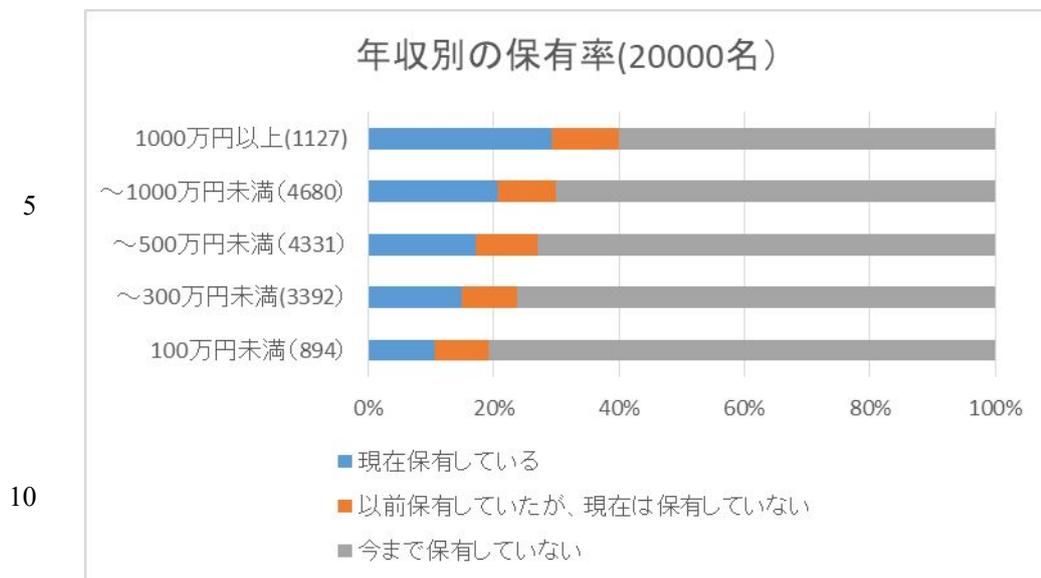
<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/>

「投資信託に関するアンケート調査報告書-2016年(平成28年)投資信託全般」

より筆者作成 取得日 2017年9月29日

30

図表 10



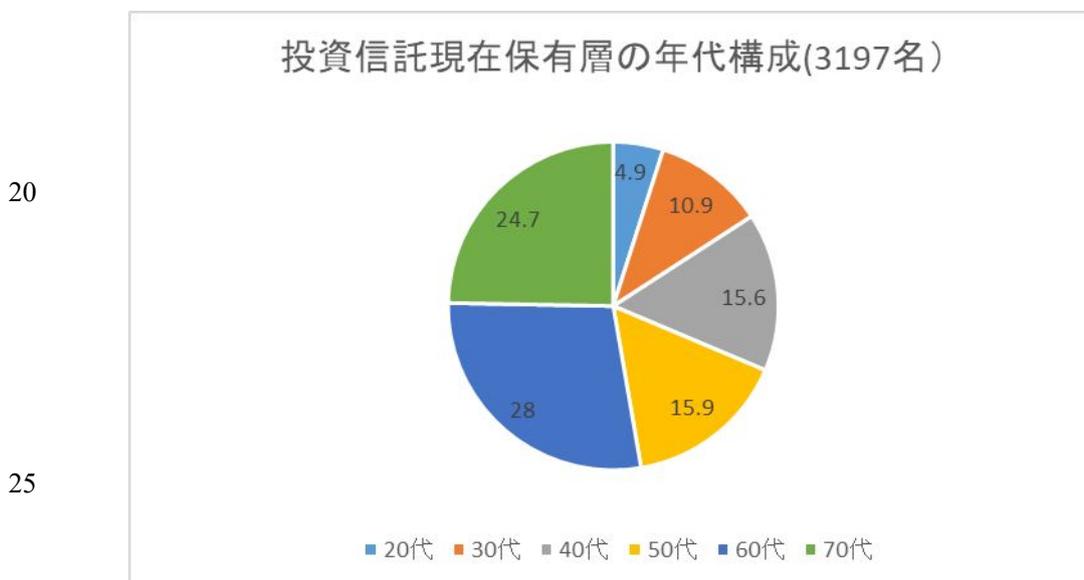
(出所) 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/>

「投資信託に関するアンケート調査報告書-2016年(平成28年)投資信託全般」

より筆者作成 取得日 9月29日

図表 11



(出所) 投資信託協会より筆者作成 取得日 2017年9月29日

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/>

「投資信託に関するアンケート調査報告書-2016年(平成28年)投資信託全般」

2-4 投資信託の問題点

これまで投資信託の現状について述べてきた。本節では我が国の構造的な問題点について大きく分けて二つの観点から述べていく。

5 2-4-1 販売上の問題

まず、一つ目は投資信託には勘違いさせる構造があるということである。それについて述べていく。

日本において、個人投資家は投資信託に騙されていると言わざるを得ない状況になっている。営業マンの考え方としては当然顧客に喜んでほしいという思いもあるだろうが、同時に会社にも評価されないといけないからだ。営業マンにとって、売れる商品はいい商品であると言える。

では、売れる商品はいい商品と言えるのだろうか。一般の商品であれば、ユーザーの評判がいいからたくさん売れているのだろうと考えることもできる。しかし、投資信託に関してはこのような考えが通用しないことに注意が必要である。投資信託は本来、長期の資産形成のためのツールであり、結果が出るのに時間がかかる。日本で人気になるのは新しい投資信託ばかりで、長期的な結果も出てないが売れているのが実態だからである。これが、投資信託に騙される構造である。

ではなぜ評価が定まっていない商品が一番人気になるのだろうか。それは、銀行や証券会社が頑張って売っているからである。初めて投資をしようという方にとって、自分で投資信託を選ぶのは難しいものである。結局、売り手がセールスに力を入れる期待の新商品が人気商品となり、それが売れるとさらに、「今、一番人気の投信です」として売られることになる。

営業マンは、意図的に個人投資家を騙しているわけではないだろう。営業マンは投資家ではなく売らなければならないというノルマばかりを見ており、売れている商品はいい商品と信じ込んでいるのである。

日本の投資信託は新商品がどんどん発売され、人気の商品も次々と入れ替わっている。投信の寿命は非常に短くなっており、長期投資の手段にできるものは非常に少ないという現状がある。投資大国であるアメリカの場合、ロングセラーになっている大規模な投資信託がたくさんあることを考えると、日本の状

況は非常にいびつだと言える。このような状況になっているのは、日本の金融機関の投信販売方法に問題があるためである。

5 営業マンは売った投資信託の運用成績がいかどうかに関わらず、乗り換えを勧めて別の投資信託を買わせようとする。営業マンはなぜ乗り換えを勧めるのだろうか。それは、投資信託の多くに販売手数料があり、営業マンが投信を
10 売るたびに販売金融機関に手数料収入が入るからである。個人投資家が投資信託をずっと保有し続けていれば金融機関には販売手数料が入ってこない。手数料を稼ぐためには同じ投資家に何度も投資し投資信託を乗り換えさせる方法が効率的であると言える。一人の投資家をカモにして、このようなやり方を行う
15 ことは非常に問題のある営業手法である。

投資信託の販売手数料は上昇傾向にある。信託報酬も上昇している。その理由として、金融機関は「最近の投信は仕組みが複雑でお客さまに説明する手間が増えている」ということを挙げている。確かに、近年は仕組みがわかりにくい投資信託が増えており、個人投資家にわかりやすく説明するためには労力と
20 時間がかかる。それに対する対価という意味では販売手数料を悪と決めつけることはできない。しかし、金融機関の本音を推測すると、販売手数料が高騰しているのは儲かるからではないだろうかと考えられる。

株式売買手数料の自由化とネット証券の台頭により、証券会社は株式の取引で手数料を稼ぐことが難しくなっている。1999年の株式売買委託手数料完全自由化の前は、100万円で1.5%の手数料がかかっていたため、1万1500円のコ
25 ストが加算された。現在のネット証券の場合、100万円の取引で500円から1500円程の手数料であるため、証券会社が販売手数料で稼げる収入は激減している。一方、投信の販売手数料は2~3%である。投資信託を100万買ってもらえば2~3万円の販売手数料収入が得られる。

25 このように、投資信託については販売側の姿勢に大いに問題があると言える。しかし一方で、購入する側がなぜ営業マンの言葉に引っかかってしまうのかも考えなくてはならない。

日本の投資信託業界の問題点として、前述してきたように、投資信託の運用会社より販売会社のほうが主導権を持っていることが挙げられる。これは、販
30 売会社が親会社で運用会社は小会社というケースが多いからである。これが、

アメリカでは、まず運用会社があり、そこに設立理念があって、販売会社に販売を委託するという構造になっており、日本とはまったく逆である。

日本の状況は、運用会社は一般の個人投資家ではなく、販売会社のほうばかり見て営業することになる。運用会社の販売会社重視・個人投資家軽視というスタンスは、投信の寿命にも表れている。

5 アメリカでは、長いものなら70年以上運用が続いている投信もあるが、日本では長寿の投信はごくわずかである。これは日本で、前述したような回転売買が行われるため、一定期間を過ぎた投資信託からは資金が流出しやすいことが原因の一つとなっている。

10 古くなり、純資産が減少した投資信託は売りにくい。一方で、セールトークで「新商品です」と言えれば、それだけで投資信託を売りやすくなる。このため、日本では販売会社が回転売買をするために運用会社に新商品をどんどん作らせることが常態化している。

15 運用会社が本分を忘れ、販売会社の顔色ばかり窺っている状況がある一方で、近年になって運用会社が個人投資家に投資信託を直接販売する「直販投信」が増えてきていることはお客様のために運用するという運用会社本来の役割に注力できるスタイルという点で注目するに値するだろう⁹。

2-4-2 信託報酬

20 一つ目の問題点を踏まえた上で、二つ目の問題点について述べていく。ここでは投資信託の投資信託報酬について述べていく。

投資信託にかかるコストは、まず購入時のみ必要な販売手数料がある。販売手数料は無料（ノーロード）のものもあるが、多くの投信は2～3%程度が中心である。

25 このほか、残高に応じて毎年加算される信託報酬がある。信託報酬は保有期間中ずっとかかり続けるもので、運用会社、販売会社、管理会社で分け合う。信託報酬は、投資信託の運用スタイルなどによって幅があるが、低いものでは

⁹ 後田亮, 渋沢健著、『金融のプロに騙されるな』、朝日新聞、pp77～122, 155～180.

0.5%を切り、高いものだと2%を少し超えるくらいである。

また、投資信託によっては解約するとき0.3~0.5%程度の信託財産留保額という残高を残さなければならない。こうしたコストについては、規制により情報開示しなければならないため、目論見書を見ると確認できる。

- 5 投資信託は、本来、金融機関がライフプランナーのような立場で投資家の人生とお付き合いできる商品と言える。長く保有してもらい、投資信託の価値が増え続けると、個人投資家にとっても運用会社にとっても大きなメリットがあるからだ。投資信託の純資産が増え、基準価格が上がれば、その分だけ受け取れる信託報酬が増えるわけである。そのため、運用会社はファンドの価値を上げようと努力し、資金の流出はできるだけ抑えたいものである。

- 10 しかし、販売会社には投資家の人生とおつきあいするといった意思はないだろう。本来、販売会社は信託報酬の一部を代行手数料として受け取っているため、個人投資の資産を育てることは販売会社にとってもメリットがあるはずであるが、販売会社は販売手数料によって、大きく儲けることができるという実情がある。販売手数料さえ得られれば効率よく稼げるため、個人投資家に長期で保有してもらい、ファンドを育てていこうという考えが生まれにくいのだらう。

- 20 販売会社は商品によっては販売手数料を2~3%取っている。一方、販売会社が信託報酬から得られる代行手数料は信託報酬の5割程度である。1%の信託報酬の場合、代行手数料は年間で0.5%であるため、販売会社が手っ取り早く稼ごうと思えば投資家に投資信託を転売させて、次々と乗り換えさせたほうが儲かる¹⁰。

- 25 続いて、一つ一つの投資信託ではどのような現状にあるかみるために、信託報酬率の平均について述べていく。投資信託協会が公表したデータ「公募株式投信（追加型）における運用管理費用（信託報酬）の状況」によると、追加型の公募株式投資信託（対象ファンド数：4,981本）の信託報酬率の平均は2016年12月末現在、1.12%（税抜き）であり、最も高かったファンドは2.38%、

¹⁰ 後田亮, 渋沢健著、『金融のプロに騙されるな』、朝日新聞、pp155~180.

最も低かったファンドでは 0.03%であった¹¹。(図 12)

図表 12

	国内株式	国内債券	国内不動産投信	国内その他資産	国内資産複合
最大	2.15	1.27	1.35	1.89	1.70
最小	0.03	0.05	0.16	0.45	0.21
平均	1.09	0.38	0.72	1.18	1.00

(出所) 投信資料館

- 5 https://www.toushin.com/faq/cost-faq/houshu_average/

取得日 2017 年 9 月 21 日

海外に投資するタイプの投資信託の信託報酬率は、国内の投資信託に比べて高く、平均で 1.18%であった(2016 年 12 月末現在、対象ファンド数 2,400 本)。

- 10 資産別では、株式に投資するタイプの平均が 1.31%と最も高く、海外の債券に投資するタイプの信託報酬率の平均が 1.08%と最も低くなっている¹²。(図 13)

図表 13

	海外株式	海外債券	海外不動産	海外その他資産	海外資産複合
最大	2.38	1.90	1.85	1.89	2.06
最小	0.06	0.10	0.27	0.24	0.46
平均	1.31	1.08	1.17	1.10	1.28

(出所) 投信資料館

- 15 https://www.toushin.com/faq/cost-faq/houshu_average/

取得日 2017 年 9 月 21 日

国内外の資産に分散投資するタイプの投資信託では、信託報酬率の平均は 1.12% (対象ファンド数: 1,429 本)であった。資産別に見ると、最も高かつ

¹¹ 投信資料館 https://www.toushin.com/faq/cost-faq/houshu_average/

取得日 2017 年 9 月 21 日

¹² 同前

たのは内外の株式に投資するタイプで、信託報酬率の平均は 1.30% だった。一方、最も低かったのは内外の債券に投資するタイプで、信託報酬率は 1.01% であった¹³。(図表 14)

5 図表 14

	内外株式	内外債券	内外不動産投信	内外その他資産	内外資産複合
最大	2.20	1.80	1.80	1.84	2.20
最小	0.23	0.11	0.23	0.31	0.09
平均	1.30	1.01	1.15	1.14	1.07

(出所) 投信資料館

https://www.toushin.com/faq/cost-faq/houshu_average/

取得日 2017 年 9 月 21 日

- 10 国内資産に投資する投資信託の信託報酬率の平均 0.99% が最も低いことが分かった。投資信託は短期では効果が出にくいいため、中長期での運用が必要となる。そのため、毎年約 1% の信託報酬を取られるということは、投資信託を利用し資産を増やしていく過程で大きくマイナスの影響を及ぼす。

- 15 例えば、毎年のリターンが 5% である投資信託が 2 つあるとする。それぞれの信託報酬はそれぞれ 0.5% と 1.5% であるとする。それらの投資信託に 100 万円ずつ投資する。そうしたときの 5 年後のリターンの差は約 6 万円であり、10 年後では約 14 万円の差が生じる。さらに、15 年後と 20 年後の差はそれぞれ約 26 万円と約 42 万円となる¹⁴。

- 20 このように、たった 1% でここまでの差が生じる。そのため、信託報酬を軽視することはできない。

2-5 まとめ

投資信託の現状としては純資産高とファンド数どちらも増加傾向にあった。

¹³ 同前

¹⁴ 投信資料館 <https://www.toushin.com/faq/cost-faq/shintaku-houshu/>

取得日 2017 年 9 月 21 日

また、公募投資信託と私募投資信託どちらも上記の傾向は当てはまる。

5 世代別の投資信託の保有率については、若い世代ほど投資信託の保有率が少なく、高齢な世代ほど投資信託を多く保有している。また、年収別の投資信託の保有率は、年収が低いほど投資信託の保有率が少なくなり、高いほど保有率も多くなる。つまり、現状の投資信託の保有率は、高齢者の保有率は高いが、若者の保有率が低い。

投資信託はこう言った現状にあるということが分かった。次に問題点について二つの観点から述べた。

10 まず一つ目は投資信託は、日本の投信業界の問題点として、投資信託の運用会社より、販売会社のほうが主導権を持っていることが挙げられる。投資家に投資信託を、次々と乗り換えさせることで手数料が効率よく稼げるということが原因であると言える。

15 また二つ目として、投資家は購入時の手数料や解約時の信託財産留保額、さらに信託報酬を払わなければならないことだ。これは投資家として軽視してはならないものである。

3章 我が国の投資信託と投資信託規制の歴史

20 3-1 投資信託の発祥

投資信託の始まりには諸説あるが、大衆資金を結合した資金を分散して運用するという投資信託の理念を形づけた組織としては、1868年ロンドンで設立された The Foreign and Colonial Government Trust が真のパイオニアであるという説が最も有力な説とされている。これを含めた有力な説は、投資信託の始
25 まりを1860～1870年頃と唱えており、このころに世界初の投資信託がイギリスで誕生したのであろう。日本では明治維新前後に当たる。

1865年にアメリカで南北戦争が終結すると、鉄道建設を中心とした復興需要が製鉄業の発展を促して、一連の鉄道ブームが起きた。1873年に、スコットラ
30 ンド初のトラストで、主にアメリカの鉄道債に投資する The American Investment Trust が設立され、当初予想の倍額を発行しても応募超過となるほ

どの人気であった。ここに、海外投資に関する高度な知識・情報を持つ専門家の存在と、危険分散と効率的投資に必要な程度の資金が求められた。これを満たすのに、まさに投資信託の仕組みこそうってつけであり、その後イギリスが海外へ巨額の資金を投じていくのに極めて重要な役割を果たしていくことになる。

3-1-1 イギリスとアメリカの投資信託

a. イギリス投資信託の携帯

イギリスの当初の投資信託は、同国の普通法（Common Law）に準拠した契約型の普通法信託（Common Law Trust）で、運用裁量の自由がない固定型（Fixed）であり、また追加設定および解約を許さない単位型（Unit）に近い形態であった。この投資信託は、単純に信託観念を投資の分野に導入したものであり、“Investment Trust”と称された。ところが1879年、この契約型に対し、株式

10 会社法が求める登録がなされておらず、非合法という判決が下された。後年、この判決は控訴の結果破棄されるが、これを機に、契約型は1つを除き全てが解散または会社型に改組した。会社型とは、有価証券投資を目的とする事業会社で、換言すれば、支配を主目的としない持株会社で、”Investment Trust Company”と称され、これ以降、現在に至るまでイギリスの主流となった。この会社型はアメリカにも輸入され、彼の地でも繁栄するのである。

20

b. アメリカの投資信託の始まり

アメリカの投資信託は、1920年代初期にイギリスから輸入されたと言われる。1921年、アメリカに輸入された会社型はThe International Securities Trust of Americaで、のちにクローズド・エンド型と分類された。一番の特徴は資本

25 構成で、普通株、優先株、社債を発行して調達した。株主は会社に対して、株式の償還を直接求めることはできないので、クローズドと呼ばれる。また、会社型は運用裁量に制約のない管理型（Management）である¹⁵。

¹⁵英米における投資信託の起源については、『大和証券投資信託委託50年史』、大和証券投資信託委託株式会社、pp2-4.を参照した。

3-2 我が国の投資信託の始まり

我が国の投資信託は1937年7月17日、大阪の藤本ビルブローカー証券（現大和証券グループ本社。以下、藤本）が創始した「藤本有価証券投資組合（以下、投資組合）」が実質的始まりといえる。その設立趣旨に「目下英国に於いて急速度の発展を見ているユニット・トラストに範をとれる」もので「少額投資家が一定殖を計らうと云ふのが、目的であります」と記述している。

3-2-1 投資組合の機構

投資組合は、投資信託法がない当時に、法曹界の権威である松本蒸治・毛戸勝元両博士の指導の下、法的には民法上の組合形態をとった。

藤本は投資組合の組成に際して組合員の斡旋役として行動し、また組成後は投資組合から委託を受けて一切の事務を一定手数料で代行した。更に、藤本は必ず組合員として参加することで各投資組合の幹事代表として組合内部の事務を執行した。但し、この投資組合の仕組みは藤本が斡旋役である点について問題視されることとなった。

まず、投資組合の斡旋組織という業務は、本来信託に属するものであり、信託法の精神に背反するとの疑義。次に、投資組合の初回設立の翌1938年7月に施行された有価証券引受業法上の疑義。つまり証券引受業者である藤本がこれをなすことは、同法上の他業として許可を受けるべきものに当たるのに、許可を得ていないという点である。

3-2-2 投資組合の終焉とその意義

これらの疑義は1940年6月25日の大蔵省指令で現実となる。同司令は、投資組合の募集は本6月限りで中止すること、今後は信託会社と連携し、委託者の募集の斡旋、信託会社の証券投資事務処理の範囲内において、ユニット・トラスト型の投資信託に関与することは差し支えないこと、またこれらは有価総研引受法上の他業となるため、定款の目的に投資信託に関する業務の処理をなす旨を追記すること、を命じている。要するに、藤本は、疑義のある投資組合は止めて、信託会社と連携した投資信託ならば始めても良い、という指令であ

った¹⁶。

3-3 戦争と投資信託

日中戦争の拡大と共に戦費調達のため大衆資金の吸収が国家的課題となつて
5 いた当時、投資組合の果たしている役割が極めて適切且つ重要であるとの認識
から、これを禁止することによってではなく、むしろ法的根拠を与えて一般化
しようとの意図があった。これにより投資組合は、約3年間でその役割をひと
まず終える。

10 3-3-1 旧投資信託の操業

藤本に投資組合の中止を命ずる大蔵省指令の出た1941年12月、太平洋戦争
が始まる。この頃、戦費調達のために公債の消化、軍需会社の増資新株の消化、
満州等占領下も国策会社株式の消化等への対応が喫緊の国家的問題であった。
ところが、株式市場は1940年5月頃には、軍需工業に対する利潤統制強化の発
15 表で低迷していた。そこで、1941年3月末に株価安定機関である日本共同証券
(翌年、戦時金融金庫に包摂される)を設立し、さらに同年8月末には株価統
制令を発して株価の最低限を定める等、株価維持を国家政策としていた。この
ような背景の下に、時代の要請として投資信託は待望されることとなった。

なお、旧投資信託は、国策に沿って浮動株吸収に努める目的で投資資金の70
20 ~80%を株式に投資していたため、株式市場では、日本共同証券を包摂した戦
時金融金庫の指値買いと共に安定した買い方であった¹⁷。

3-3-2 戦前の投資信託との違い

戦後に復活した投資信託は、戦前のものと比較して以下の点で違っていた。
25 第1に根拠法規として、戦前は信託業法と民法に準拠していたが、今回は単
独法が制定された。それにより、特に委託者、受託者、受益者の法的関係が明
確になった。また、受益証券の発行体は、戦前の信託業法を準用するときには

¹⁶我が国の投資信託の始まりとその意義については、同書、大和証券投資信託委託株式会社、pp6-8を参照した。

¹⁷ 同書、大和証券投資信託委託株式会社、p9.

受託者（信託会社）であったが、新法施行後は、委託者（証券会社）が発行し受託者が認証することを約款上で明記した。

5 第2に期中の買戻しと一部解約が認められ、換金性が向上した。戦前は、受益者が、他に譲渡するか、委託者に買い取ってもらうか、売却斡旋を依頼するしかなかった。

第3に受益証券は証券取引法上の有価証券となり、且つ無記名式になった。戦前は記名式であったため譲渡には名義変更が必要要件であったが、無記名式となったことで流通性が向上した。

10 第4に戦前特有の事情を反映した規定を廃止した。まず委託者の損失補償2割と利益参加1割という預金的色彩の規定が廃止された。次に、国債の強制組み入れ1割以上、株式組み入れ7割未満等の、戦時経済上の要請による運用制約が取り除かれた¹⁸。

3-4 償還問題

15 3-4-1 旧投資信託の償還問題

41年11月に始まった旧投資信託は、45年8月の終戦時点には、前135ユニットで設定総額5億2,850万円（既償還600万円を含む）、受益者延べ15万6,000人余であった。

20 喫緊の課題は、償還対応であった。旧投資信託の信託期間は5年（または3年）であるため、46年末から48年にかけて、すべて償還期限を迎えることになっていた。そして投資信託約款（以下、約款）には、受益者の損失額の20%を委託者が保証するとの特約が明記されていたのである。戦時中の旧投資信託は、国策的貯蓄増強運動の一環に組み込まれていたため預金的性格が濃厚で、損失補償特約もその表れであった。

25 他方、償還に際する投資証券の売却にも支障があった。終戦後の特殊な経済立法に制約されて、戦時金融債権や満州関係証券等、売買を禁止されていた組合銘柄も少なくなかったからである。更に、旧投資信託は信託業法に基づく特定金銭信託とされていたために、預金封鎖の対象とされた。このような状況から、委託・受託両会社は関係当局とも協議の末、償還は事実上困難と判断し、

¹⁸ 同書、大和証券投資信託委託株式会社、pp26-27.

不可抗力的事態を理由に信託期間を延長した。

幸いなことに、激しいインフレが招いた貨幣不信による「換物運動」は株式ブームを生じさせ、それが49年3月のドッジ・ライン公表後の5月頃まで続いたことで旧投資信託の償還は実現できた¹⁹。

5

3-4-2 ユニット償還延長とオープン（1954～1956）

スターリン暴落（53年）を機に不振に陥る株式市場を受け、54年から55年半ばにかけて、ユニットは元本割れによる償還延長を余儀なくされた。これを契機に証券業界では、ユニットの問題点と投資信託の本来あるべき姿に関しての議論が始まった。

10

ユニットの問題点としては、信託期間が2年では株価変動の一循環ですら乗り切ることが難しいこと、追加信託がないため部分解約で信託財産は減少するばかりであること等の運用制約的問題と、委託会社が多数のユニットを管理・運用するための煩雑さ等の問題が挙げられた。

15

本来あるべき投信としては、当初、会社型証券投信の研究もなされた。しかし関係法規の複雑な調整を含む抜本的法整備が必要とされ、早期実現は困難と考えられたため、55年春には、会社型と実質同じ機能を持つオープンへと関心は移った。ただオープンにしても、従来の扱いはユニットに準じるばかりで十分な法整備がないため、急遽投信法の一部規制案が国会審議にかけられるのだが、審議未了で廃案となった。そこで当局は法改正によらず、56年12月、大蔵通達「追加型証券投資信託について」の中で、大和オープンを参考にして細部にわたる取扱いを規定し、オープンの全面的改正を行ったのである²⁰。

20

3-4-3 戦後2度目の償還延長

証券不況は、65年7月以降に信託期間の5年を迎えるユニット投信にも元本割れという事態の続出をもたらした。相場上昇期の60年以降に設定されたユニット型投信の基準価額は、その後の株価の下落により元本割れの状態となったのである。そこで65年6月、投信協会は基準価額が元本割れのまま償還期限を

25

¹⁹ 同書、大和証券投資信託委託株式会社、pp22-23.

²⁰ 同書、大和証券投資信託委託株式会社、pp40-41.

迎えるユニットの信託期間を、1年延長することに決定した。その1年の延長期間でも額面を回復できないユニットもあり、66年9月には、元本割れのまま6年目の償還期限を迎える延長ユニットは、信託期間をさらに1年債延長することを決定した。その際、再延長期間は信託報酬を辞退し、また組入株式の売買委託手数料は所定の半額にする等の措置を講じた²¹。

図表 15 残存元本推移表

【投信全社】 (単位：億円〈単位未満切捨〉)

	1963(昭和38)				1964(昭和39)				1965(昭和40)						
	元本状況			残存元本	純資産	元本状況			残存元本	純資産	元本状況			残存元本	純資産
	設定	解約・償還				設定	解約・償還				設定	解約・償還			
総合計	4,417	3,361	13,491	11,561	4,524	4,237	13,705	12,061	3,174	5,021	11,858	11,356			
株式投資信託計	3,318	2,921	11,703	9,781	3,301	3,389	11,615	9,890	1,968	3,920	9,663	9,081			
単位型	2,875	1,550	8,832	7,542	1,745	2,136	8,442	7,187	1,837	2,782	7,497	7,153			
追加型	443	1,370	2,871	2,238	1,555	1,253	3,173	2,703	130	1,138	2,165	1,928			
公社債投資信託計	1,098	710	1,715	1,779	1,223	848	2,090	2,170	1,206	1,101	2,195	2,275			
単位型	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
追加型	1,098	710	1,715	1,779	1,223	848	2,090	2,170	1,206	1,101	2,195	2,275			

	1966(昭和41年)				1967(昭和42年)				1968(昭和43年)						
	元本状況			残存元本	純資産	元本状況			残存元本	純資産	元本状況			残存元本	純資産
	設定	解約・償還				設定	解約・償還				設定	解約・償還			
総合計	2,914	4,445	10,328	10,053	3,360	4,231	9,456	9,004	4,426	5,003	8,879	9,511			
株式投資信託計	2,040	3,695	8,008	7,652	2,153	3,456	6,704	6,163	2,318	3,869	5,153	5,664			
単位型	1,680	3,072	6,105	5,972	1,330	2,701	4,734	4,473	1,507	2,898	3,343	3,800			
追加型	360	623	1,902	1,680	822	755	1,970	1,690	810	970	1,810	1,863			
公社債投資信託計	873	749	2,320	2,400	1,206	775	2,751	2,841	2,108	1,134	3,726	3,846			
単位型	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
追加型	873	749	2,320	2,400	1,206	775	2,751	2,841	2,108	1,134	3,726	3,846			

筆者作成(同書、p74参照)

3-4-4 元本割れで戦後3度目の償還延長

国内の投信業界では、90年に入ってから株価急落を受けて、単位型株式投信の元本割れが急増していた。これを受けて委託会社は92年1月、65年の「証券恐慌」以来となる戦後3度目の償還延長措置をとる事態となった。その内容は、要約する以下のとおりである。これを受けて委託会社は92年1月、65年の「証券恐慌」以来となる戦後3度目の償還延長措置をとる事態となった。その内容は、要約すると以下のとおりである。

①延長期間は各社各ファンドとも3年とする。

²¹ 同書、大和証券投資信託委託株式会社、p74,

②延長期間の信託報酬については、各社各ファンドとも委託会社が受ける運用報酬の全額と証券会社の受ける事務代行手数料相当額の半額を辞退する。

③当社の信託期間終了後に解約請求してくる受益者に対しては、各社各ファンドとも当該終了日にファンドに帰属するすべての有価証券を処分するに要すると認められる手数料等に相当する金額を控除した残額によって算出する価額を支払う。

④各社は上記尾等の内容を盛り込んだ信託期間延長広告を当初の信託期間満了日の1カ月程度前に実施し、受益者に延長を希望するか、当初の予定通り償還を希望するかを選択してもらう所要の措置を講じる。また、取扱証券会社においては営業員が直接受益者を訪問する等して延長することとなったファンドの状況や延長についての内容を説明し、十分理解を求めると共に、受益者の意思の確認に努める。

しかし、償還延長後も株式市場を取り巻く環境は依然厳しく、最終的に元本を回復できずに償還を迎えるファンドも増えていった²²。

3-5 規制緩和による運用の多様化

3-5-1 緊急経済対策としてのETF

バブル崩壊から10年近く経過しても日本経済の回復の糸口は見え、日銀は、物価下落と景気悪化が相互に影響を及ぼして進捗していく「デフレスパイラル」の危機を回避しようという意図から、99年2月以来ゼロ金利政策を続けていた。その後、ITバブルにより景気回復兆しが見えたこと等から、日銀は2000年8月にゼロ金利政策を一旦解除するが、これが事態を悪化させた。即ちこの解除は、株式市場が同年4月をピークにしたITバブル崩壊の最中のこととなった多摩、株価の下落を加速させる結果となり、10月には千代田生命、協栄生命の経営破綻が相次ぎ信用不安が再燃した。翌01年3月に日銀は実質ゼロ金利政策を復活させるものの、デフレスパイラルの懸念は終息しそうになかった。

一方、バブル崩壊後の不良債権処理に苦しむ金融機関は、持合い等で保有する大量の株式も処分して資産圧縮を図ろうとしたが、安易な売却はできずにい

²² 同書、大和証券投資信託委託株式会社、pp181-182.

た。そこでその受け皿として期待されたのが個別株同様に取引所に上場されて
売買される投資信託である ETF (Exchange Traded Funds 指数連動型上場投資信
託)であった。

5 こうした状況の下、01年4月に政府が打ち出した緊急経済対策の1項目とし
てETFは実現するのである。金急性を要した政策課題であったことから、法令
や証券取引所の上場規則の手当では急ピッチで進み、当社をはじめとする委託
会社における検討も急展開した。ただ、委託会社として、金融機関の意のまま
に保有株式を受け入れるようなETFは、投資家保護の面から許容できず、株価
指数に連動するインデックス型のものに限ることとした。

10

3-5-2 ETF 実現に立ちはだかる投信法

ETF取引は、株式と同様に発行市場および流通市場で構成される。発行市場
では、機関投資家等の売却する株式バケットを指定証券会社が受けて、ETF管
理会社(委託会社)に拋出する。その見送りに発行された受益証券は流通市場
15 で取引されることとなる。

ETFは、公募投信に比べると、販売会社報酬がないため信託報酬が割安なこ
とや、追加設定・解約は現物の拋出・交換で行うため株式売買が不要となるこ
と等から運用コスト面で有利となる。一方、流動性が低下すると市場価格は基
準価額が下回る可能性があり、換金を希望する投資家に不利となる。

20 この様な特徴ETFの実現には、なおも法令上の難題が控えていた。前述の背
景からして、ETFの応募(認定)を現物拋出とすれば株式売買手数料を支払わ
ずに済み、これが望ましかったが、その反面、現物拋出となれば金銭信託では
なくなり、2000年12月の投信法改正による金銭信託以外の投資信託の原則禁
止に抵触してしまうのである。

25 そこでこれも、指数を構成する現物株式バスケットを拋出し、株価指数に連
動すること等を要件とした法令の例外措置を認めることでETFを解禁した。同
様に「日経300株価指数連動型上場投資信託」(以下、日経300)も例外措置が
認められたが、設定を現金拋出によって行う点で、この時に解禁されたETFと
大きく違っていた。

30

3-5-3 5 銘柄の上場とETFの多様化

こうして、緊急経済対策のわずか3か月後の01年7月13日に、当社では、「ダイワ上場投信ートピックス」を東京証券取引所へ、「ダイワ上場投信一日経225」を大阪証券取引所へ上場した。同時に上場したETFは、野村、日興のファンドを含め計5本である。

当社ではその後、02年3月29日に「ダイワ上場投信ートピックス・コア30」「同一東証電気機器株価指数」「同一東証輸送用機器株価指数」（05年8月27日上場廃止）「同一東証銀行業株価指数」を東証に上場、更に08年7月23日には、東証の業種別株価指数に連動する「ダイワ上場投信・TOPIX-17」シリーズ計17本の東証への上場を実現している。

当初は、取引所の上場基準により、ETFの投資対象は株式に限定され、且つ株価指数に連動するものに限られていた。しかし、07年に基準が見直されて債券（指数連動債）も投資対象となったことで、金価格や海外株式指数に連動するETFが登場する。ただこれは、日経300同様の現金拠出型でのみ可能であった。現物拠出型ETFは、投信法施行令により、投資対象が株式に制限され、連動対象指標も金融庁指定の指数に限定されていたので、国内株価指数連動型以外の現物拠出型ETFの登場はこれらの改正を待たねばならなかった。

07年12月、金融庁の「金融・資本市場競争力強化プラン」によりETF市場の拡大方針が公表され、以降、法令、取引所制度の変更による規制緩和が進められ、08年6月の投信法施行規制の変更を以て現物拠出型への制限は撤廃された。

また同年12月には、金融商品取引法改正により投資信託が商品先物に投資することも可能となった。しかし、現金、現物いずれの拠出型ETFであっても解約は現物との交換となるため、これに商品先物を対応させることは非現実的であった。そこで、必要な法令等の整備を経て金銭解約を可能とする金銭信託型ETFが認められた。更に09年7月の取引j歩規則改正で現実に上場が可能となると、商品設計の自由度が一層高まった²³。

²³ 同書、大和証券投資信託委託株式会社、pp269-271.

3-5-4 ETF の現状

2016年以降、日本銀行とGPIFによる事実上のPKO（Price Keeping Operation＝株価維持策）が行われている。

たとえば、日銀はETF（Exchange Traded Fund＝上場投資信託）の年間購入額を今年7月29日に3兆3000億円から6兆円に増やし、9月は15日までに733億円ずつ6回にわたって買い入れた。ETFは日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）などと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で、個別に投資先の会社を選ぶ必要がない。GPIFは約130兆円の年金積立金のうち約2割を国内株式に振り向けており、JPX日経インデックス400（日本取引所グループ、東京証券取引所、日本経済新聞社が共同で開発し、2014年1月から公表が始まった株価指数。400銘柄が対象）などをベンチマーク（指標）として運用している。

ただし、最近の運用実績は惨憺たるものだ。国内外の債券や株式などを合わせた年金積立金全体で、2015年度は134兆7475億円を運用して5兆3098億円のマイナス、2016年度第1四半期は129兆7012億円を運用して5兆2342億円のマイナスとなっている。

つまり、私たちの年金積立金はこの1年3か月の間に10兆5000億円以上も減ってしまったわけだ。市場運用を開始した2001年度以降の累積収益額は約40兆円のプラスだが、この調子では累積収益をすべて溶かしてしまいかねない²⁴。

20

3-6 小括

そもそも投資信託とは、イギリスで生まれ、アメリカを経て、日本に広がった。

日本の投資信託の特徴として以下の点が挙げられる。

- 25
- ・日中戦争の戦費調達のために投資信託が利用された
 - ・償還期限を迎えても投資家に償還期間が返還されないという「償還問題」が3度も起こった。

²⁴ 「日銀とGPIFが日本を爆買いしてもなぜ株価は上がらない？ | NEWSポストセブン」、http://www.news-postseven.com/archives/20161012_455959.html、（アクセス日 2017年10月16日）

- ・緊急経済対策としてのETFとして使われた

家計の資産運用としての位置づけとして希薄であったということは明白である。

3-7 投資信託と規制

- 5 我が国の投資信託は家計第一ではなかった。前述してきたような特徴を持つ投資信託だが、政府は国民の中に浸透させていこうと抜本的な改正を行うのであった。

3-7-1 94年の投信法改正

- 10 昭和26年以来の抜本的改革である1994年以降の投資信託と規制について述べていく。

- 94年6月の投資信託研究会の報告書を受け、投信協会では、常設委員会の下に7つの専門委員会を設けて細部の詰めを行い、同年12月12日にその内容を「投資信託改革の実施について」として発表した。同日、大蔵省も「投資信託
- 15 改革の概要について」を発表、その中で「今般の改革は昭和26年に証券投資信託法が制定され、投資信託についての法制度の整備が行われて以来の抜本的な改革であり、当省としては今般の一連の施策により投資信託が投資者の信頼を
- 20 勝ち得、個人投資家に対して間接的な形で簡便で効率的な証券投資への道を開くという投資信託に期待される機能・役割が十分に発揮されることとなり、証券市場のすそ野の拡大、個人投資家の証券市場への参加が促進されることを期待するものである。」として、51年の証券投資信託法制定以来の抜本改革である旨を宣言した。

- その抜本改革の中でも投資信託市場に最も大きい影響を与えた改革は、何といっても先物・オプション取引の利用についてヘッジ目的以外の多様内容が認め
- 25 られたことであろう。これにより、委託会社各社は、先物・オプション取引を積極的に用いるハイリスク・ハイリターン型の商品開発競争を繰り広げることになる。また、デリバティブ（金融派生商品）取引を積極的に活用するためには、委託会社内にリスク管理体制が整備されていることが条件となっていた

め、その整備も同時に進んでいく²⁵。

3-7-2 2000年の投信法改正

2000年5月に成立した金融インフラ3法案の内の「特定目的会社による特定
5 資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」により、投信法は98年に
続いて再度全面的な見直しが行われた。

法律の名称自体が98年の「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」から
「証券」の文字が消えて「投資信託及び投資法人に関する法律」となり、内
容的にも投資対象の拡大や新たなスキームの導入を含めた大規模な法改正であ
10 った。同法は、関係政省令の整備とともに2000年11月30日に施行された。投
信業界は、僅か2年の間に、業界を律する基本法が2度も改正されるという変
革を経験することとなった。主な改正内容以下の通りである。

「投資信託及び投資法人に関する法律」の概要

- 15 ① 投資信託、投資法人とも投資対象を不動産等も含めた幅広い資産に拡大す
る。
- ② 受託者が委託者の指図に基づかず自ら運用を行う「委託者非指図型」の投
資信託を創設し、従来からある委託者の指図に基づく投資信託を「委託者
指図型」の投資信託と位置付ける。
- 20 ③ 不動産が投資対象として追加されることから、不動産等に投資するファン
ドを運用する投資信託委託会社については、宅地建物取引業法上の免許取
得等の認可要件を加える。
- ④ 投資信託の投資対象資産に不動産等の流動性の低い資産が加わるることか
ら、一部の投資対象資産については、取引価格等の調査義務を課す。
- 25 ⑤ 流動性の低い一部の投資対象資産の委託会社またはその利害関係人等と
の取引等利益相反の恐れがある取引が行われる場合に、投資家に取引が行
われる旨が記された書面交付を行うことを義務付ける。
- ⑥ 信託約款の重大な内容の変更を行う場合、およびファンドを繰上償還する
場合において書面交付義務を課し、これに反対する投資家には買取請求権
を付与する。

²⁵ 『大和証券投資信託委託50年史』p. 191

⑦ 委託会社の受益者に対する義務として、従来からの忠実義務に加え、善管注意義務を規定する。

⑧ 金銭信託以外の投資信託を禁止する²⁶。

5 3-7-3 金融庁アクションプラン

金融庁は 2010 年 12 月に「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」を公表した。このアクションプランには、「国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備」の一環として、「投資信託・投資法人法制の見直しの検討」が盛り込まれており、金融審議会は「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」を設置し、2012 年 12 月に「最終報告」（以下、最終報告という。）を公表した。これをうけて金融庁より 2014 年 4 月 25 日に「平成 25 年金融商品取引法等改正（1 年半以内施行）等に係る政令・内閣府令案等」が公表された。また投資信託協会より 2014 年 5 月 1 日に「交付目論見書の作成に関する規則」および「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」などの一部改正案が公表された。

（1）国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化

最終報告では、次の 6 つの点から、主に国際的な規制動向および経済社会情勢の変化を勘案した規制の柔軟化について言及している。なお、同一投資信託における複数の報酬体系などの容認および外部委託に関する規制の明確化に関する提言については今回の改正に含まれていない。

- ・ 効率的な投資信託運営のための受益者書面決議制度の見直し
→運用会社の事務的負担の軽減
- ・ 同一投資信託における複数の報酬体系などの容認
- ・ 外部委託に関する規制の明確化
- ・ 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化
→非効率性解消
- ・ 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大
- ・ その他の施策

²⁶ 『大和証券投資信託委託 50 年史』 pp. 262～263

(2) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

最終報告では、次の5つの点から、主に一般投資家の理解に資するための情報提供や一般投資家の保護などについて言及している。

- 5
- ・運用報告書の改善など
 - ・トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入
 - ・販売手数料・信託報酬などに関する説明の充実
 - ・販売・勧誘時などにおけるリスクなどについての情報提供の充実
 - ・運用財産の内容についての制限（一定の類型のリスクに対する規制）²⁷

10

3-8 投資信託と規制のまとめ

歴史的に政府主導で日本の投資信託は進んできた。そのうえで、貯蓄から投資へ促すための規制改革は家計を中心に考えたものではなく、ファンド側のことを考えたものが多い。規制改革において、家計の資産形成のためというところが欠けているように感じられる。

15

4章 資産運用業の国際比較

20 4-1 日本と海外の運用パフォーマンス比較

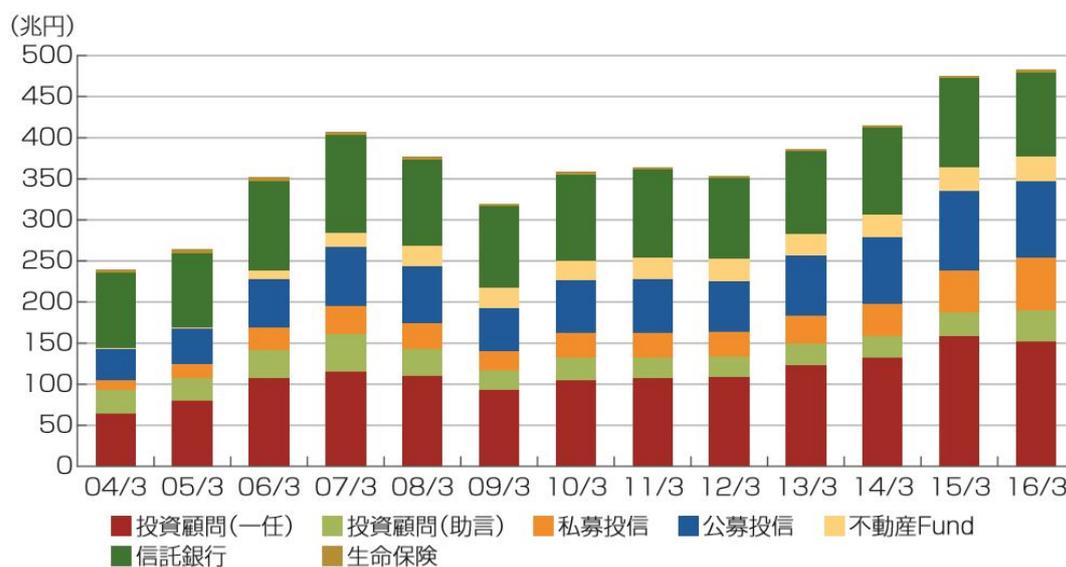
図表16は、金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書、投信協会、投資顧問業協会などの資料をもとに野村総合研究所が作成した、日本の投資信託の規模を表す投資信託残高の推移である。2004年から増加してきた投資信託残高は2007年で一度ピークを迎え、2012年にかけて低迷や横ばいの数値を記録してきたが、2012年から2016年3月にかけては年々規模を拡大している。

25

27

<https://www.pwc.com/jp/ja/assurance/research-insights-report/assets/pdf/fundnews37-act-on-investment-trusts.pdf>（取得日 2017年9月7日）

図表 16 日本の投資信託残高の推移



(注) 生保は特別勘定の確定給付年金受託残高。予定利率の決まっている一般勘定を含まない

(出所) 野村総合研究所

http://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu_itf/2016/itf2016

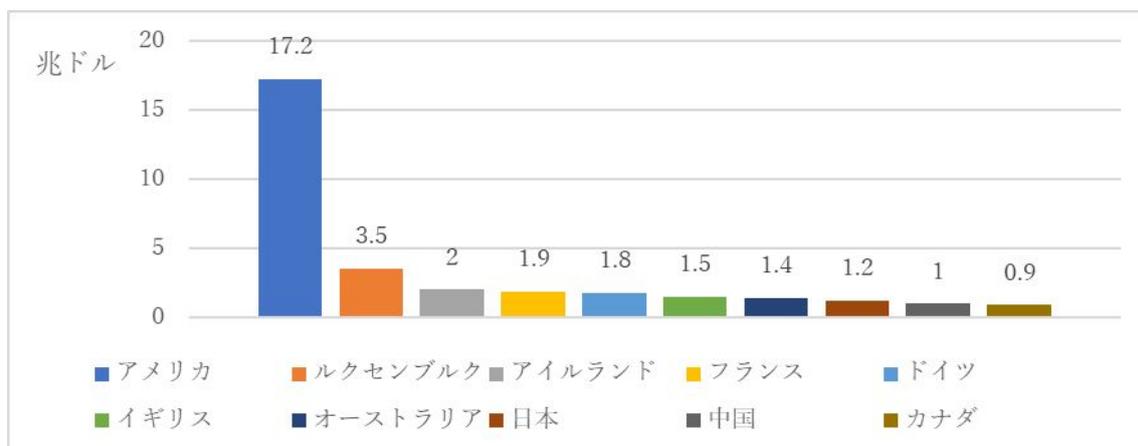
5 [sp.pdf](#) 取得日 2017年9月25日

このように、2012年から成長をし続けている資産運用ビジネスだが、海外と比較するとまだまだ遅れている。図表 17 は 2015 年 9 月末の投資信託残高の上位 10 カ国を示したものだが、日本は上位 10 位にランクインはしているものの、日本より人口の少ない諸外国に投資信託残高で劣っている。投資信託残高はアメリカが、次に投資信託残高の高いルクセンブルクと圧倒的に差をつけて、約 17.2 兆ドルを保有している。日本の運用資産は 1.2 兆ドルと、投資信託残高 1 位であるアメリカの約 14 分の 1 にすぎない。

15

20

図表 17 投資信託残高の上位 10 カ国 (2015 年 9 月末)



(出所) The International Investment Funds をもとに筆者作

取得日 2017 年 9 月 25 日

5

※人口参照

(アメリカ)約 3 億 2218 万人 (ルクセンブルク)約 58 万人 (アイルランド)約 473 万人

(フランス)約 6472 万人 (ドイツ)約 8196 万人 (イギリス)約 6579 万人

10 (オーストラリア)約 2413 万人 (日本)約 1 億 2775 万人 (中国)約 14 億 350 万人

(カナダ)約 3629 万人

(出所) GLOBAL NOTE <https://www.globalnote.jp> 取得日 2017 年 9 月 28 日

15 日本とアメリカの投資信託残高の差が大きい理由は、1つに人口の違いが挙げられるが、他の理由として柴田(2016)は、「日本の投資信託業界は、1本当たりの規模としては小さすぎるファンドを、多数、一生懸命運用している。投資家の利益を促進する観点からみても、非効率な実態だ」²⁸と述べている。ここで投資信託協会のホームページによると、2017年7月時点の日本の総ファンド

²⁸ 柴田拓美 (2016) 『日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆』 pp.18-19

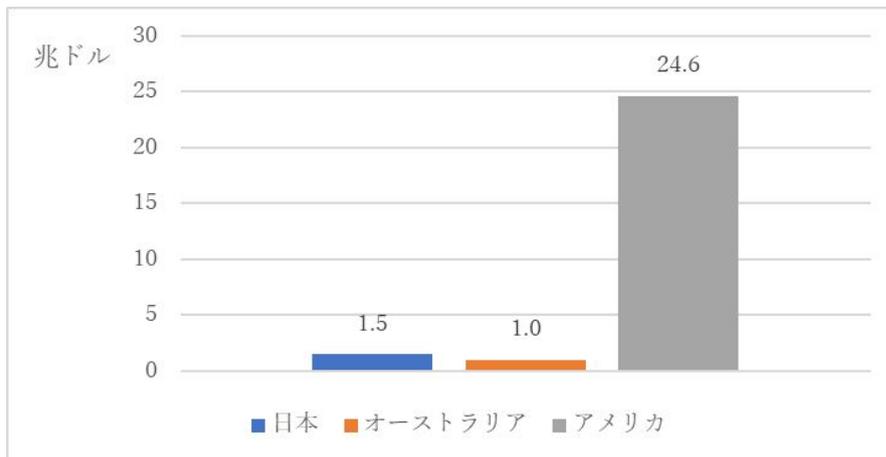
日本証券アナリスト協会

本数は 11358 本と、投資信託（図表 16 では投資顧問にあたる）の純資産総額約 190 兆に対して、1 本平均約 167 億である。対してアメリカは、純資産総額は約 2000 兆円、ファンド数約 9000 本と、ファンド 1 本平均約 2222 億である。また、「小規模ファンド乱立の裏には、ファンド同士の合併のハードルが高いなど、必ずしも投資家の利益に結び付かない仕組みがあり、これは業界として変えていく必要がある」²⁹としている。

4-2 確定拠出型年金（DC）プランと投資信託

図表 18 は 2015 年時点での日本の年金市場規模を示している。一見、日本とオーストラリアでは日本の方が年金市場規模で優っているようだが、年金市場規模を各国の人口で割ると、日本は 1 人あたりに約 1 万 1742 ドル、オーストラリアは約 4 万 1442 ドルと劣っている。また、GLOBAL NOTE の 2016 年の人口統計によると、65 歳以上の日本人の人口は約 3394 万人、アメリカは約 4843 万人と、各国の全人口に比べて差が小さい。これより、日本は他国に比べ年金市場規模で劣っていることが分かる。

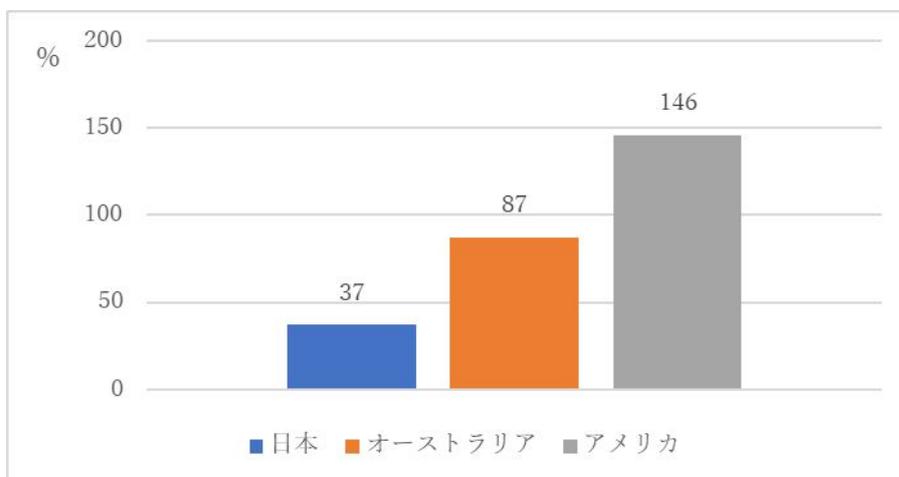
図表 18 年金市場規模（年金資産）（2015 年）



（出所）証券アナリスト協会「日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆」より筆者作成

²⁹ 柴田拓美（2016）『日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆』 p.19

図表 19 年金資産÷国内総生産（GDP）（2015年）



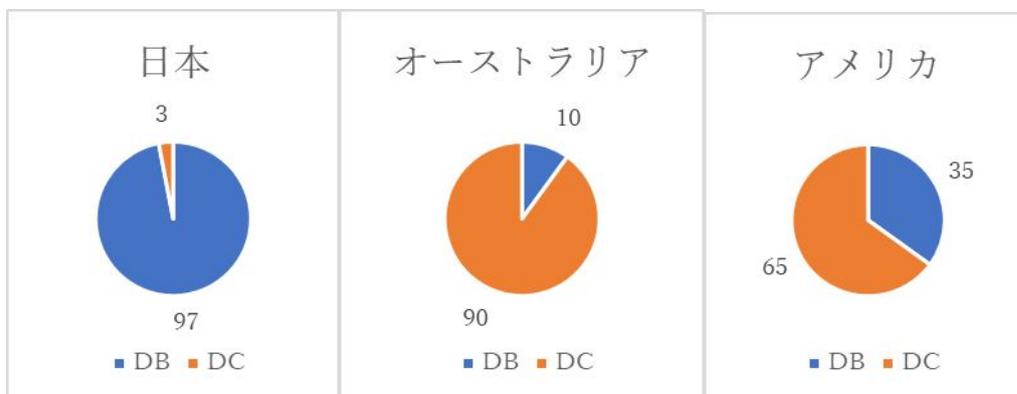
（出所）証券アナリスト協会「日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆」より筆者作成

5

さらに図表 19 を見ると、国内総生産（GDP）と比べた年金資産の割合が年金資産で同じくらいであったオーストラリアにも大きく劣っていることが分かる。これは国内総生産のうちの年金資産の割合が少ないことを示しているが、今のところの日本では年金資金が増えていく見込みは立っていない。日本の公的年金では年間約 54 兆円の給付金が支払われているが、入ってくる保険料は 34 兆円に過ぎず、不足分の帳尻合わせとして政府が約 12 兆円、年金積立管理運用独立行政法人（GPIF）が約 7 兆円を負担しているのである。

10

図表 20 各国の確定給付型年金（DB）と確定拠出型年金（DC）の割合



15

（出所）柴田拓美（2016）『日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆』 日本証券アナリスト協会

また、上の図表 20 によると、日本は他国に比べて DC の割合が極めて低い。オーストラリアやアメリカでは DC が主体となっている。日本で DC は 2001 年に導入されたが、日本人口約 1 億 2775 万人、勤労者約 5000 万人に対して、利用者は 2015 年 12 月末で 530 万人に過ぎない。年間の最大拠出額も一人 66 万円ほどであり、この程度の金額では老後の生活を支えることができない。原因は、5 業界の努力不足のほかに、政府が税収源の保全を重視しすぎて、DC の使いやすさや残高拡大への手当てが後回しになったことが考えられる。マイナス金利の時代に運用対象に定期預金が入るなど DC に必要な社会インフラはできているが、参加者の人数が少なく、一人当たりの拠出金額が少ないため、これを生か10 しきれていない。そのため、現代の日本ではなるべく長く働き、老後に備えた貯蓄によって、自主的に公的年金給付の不足分を補う必要がある。ここで、私たちは若いうちから投資信託を始めることを提言する。投資信託によってお金の自立をすることは、自分の将来の経済性を安定させるとともに、貯蓄によって自立できる高齢者を増やすことで、国家が負担する社会保障などのセーフティ15 ーネットの規模を抑えることもできるので、DC 制度の規模を拡大することも望まれる。

5 章 提言

20

本章では、前述してきたような問題点に対してどのように対処していくことが望ましいかについて述べる。ここで取り上げる論点は大きく分けて四つである。

25 5-1 投資信託の問題点

まず初めに、投資信託の問題点について述べていく。投資信託の問題点は二章で述べたように二つ存在している。販売会社主導の販売姿勢と信託報酬である。では、こういった問題点に対してどのように対処していくことが望ましいかを考察していく。

30

5-1-1 投資信託販売方法の改善

まず、販売会社主導の販売姿勢に対してどのように対処していくことが望ましいかについて述べていく。販売会社主導ということは、投資信託の運用会社ではなく、販売会社が主導であるということである。このような構造によって、
5 投資信託の販売者は投資家に次々と投資信託を乗り換えさせようとする。その際、投資家から手数料をもらい、収益とするわけである。

では、投資家はどのように投資信託を利用すると良いだろうか。筆者が考えた方法は、2章でも少し触れてはいるが、直販投信を活用することである。投資信託は、証券会社や銀行など販売金融機関を通じて販売されるルートと、
10 投資信託を運用している投資信託会社が、自ら自社運用ファンドを販売する直接販売（直販）ルートがある。このうちの後者を直販投信という。

直販のメリットは、銀行や証券会社でファンドを購入する際にかかる購入手数料がかからないことである。前述してきたような、多くの銀行や証券会社では乗り換え営業をかけることにより、手数料収入を増やしてきた。しかし、直
15 販であるとその影響を受けないため、ファンドマネジャーにとっては運用しやすい環境になる。逆に乗り換えが続くと、ファンドマネジャーは解約資金をつくるため、ひたすら組み入れ資産を売却する状況に追い込まれる。それが繰り返されるうちに、運用実績は徐々に劣化する³⁰。

このように、投資信託の購入時の手数料で多くの収入を得ようとするスタン
20 スをとってない直販投信を活用することで、販売会社主導の販売姿勢による問題は回避できるだろう。

5-1-2 パフォーマンスベースによる信託報酬

次に、投資信託を購入し、所持しているだけで年次ごとに必要となる手数料
25 である信託報酬について述べていく。信託報酬は2章でも述べたように、1%の差でも中長期の運用となると、運用益に大きな影響をもたらす。つまり、投資信託購入の際、信託報酬はできるだけ少ない方が良いということは明白である。

そのため、信託報酬を少なくするべきであると考えた。しかし、単に信託報

³⁰ PRESIDENT Online <http://president.jp/articles/-/16085>
取得日 2017年10月20日

5 酬を減らすということは運用会社の収益が減少するため難しいだろう。そこで、投資信託のパフォーマンスを考慮した信託報酬を設定すべきである。現実として、運用成績が良い投資信託も悪い投資信託も存在する。そういった中で、初めから信託報酬率が設定されており、運用成績の良し悪しを無視した手数料

10 が取られるのはおかしいことである。運用成績が良い投資信託にはそれ相応の報酬を支払うべきである。しかし、運用成績が良くない投資信託にも運用成績が良い投資信託と同等の報酬を支払う必要はないだろう。

前述してきたように、信託報酬は初めから定められているものではなく、運用成績によって変動させるべきである。これすることによって、投資信託が家

5-2 投資信託の規制の改正

15 次に3章で述べたことについて述べていく。3章で述べたような最終報告(本文：3-7-3アクションプラン)の中で改正に含まれていない同一投資信託における複数の報酬体系などの容認および外部委託に関する規制の明確化に関する提言についてもファンド運営の効率化につながると考えられている。前者は投資対象が同じであっても、報酬体系が異なれば別々の投資信託として運用しなければならぬものを改善する改革であり、後者は運用指図業務以外の外部委託について、義務・責任について法令上明確化するものである。

20 ファンド数の多さや業務が複雑なことにより管理コストが余計にかかっている。その無駄が積もり積もって、手数料の上昇につながり、貯蓄から投資への流れの妨げになっている。そこで規制緩和を進め、本来実務上あまり必要でない無駄を削減し、業務の簡素化を促すべきであると考えられる。

25 5-3 投資信託のファンド規模の拡大

30 次に4章で述べたことについて触れていく。まず、投資信託のファンドの規模についてである。4章で述べた通り、日本の投資信託業界は、アメリカと比べて規模の小さいファンドを多数運用しており、平均約2000億もの規模の差がある。これでは、1つのファンドを運用したときの収益が0.1%と仮定したとき

30 でさえ、2億の収益の差が出てしまう。このように規模の小さいファンドでは、

いくらファンド数を増やしたところで、投資信託業界の規模を拡大させていくにあたって非効率である。また、個人投資家や機関投資家も新たに株式を始めたときに大きな利益が見込めず、それならば株式を始める必要がないとして、新規顧客が参入しにくい理由ともなりえる。投資信託業界が益々発展していくためには、ファンド数を増やすことよりも一つのファンドの規模を大きくすることにより力を入れていくべきである。

5-4 DCプランの活用

最後に、日本のDCプランの問題における投資信託の活用について述べていきたい。日本はオーストラリアやアメリカといったDC（確定拠出型年金）が主体の国々に比べて、DCの割合が極めて低い。しかし今の日本の年金給付は国民からの税収で賄うことはできておらず、不足分をGPIF（年金積立管理運用独立行政法人）が補って給付している。そのため、税収入をDCの充実に回す財源の余裕はない。したがって、現代の日本では老後に向けて個人で公的年金給付の不足分を補うお金を貯めておく必要がある。老後へお金を貯める方法として、一つに可能な限り長く働き給料を稼ぐことも考えられるが、もう一つに投資信託によって、個人がすでに持っているお金を増やす方法も考えられる。そこで私たちは、まだ若い20代ごろから老後に備えて投資信託を始めるべきであると考える。病気やけがによって長く働けないことがあっても、投資は運用会社に任せることが可能なので、老後のお金の自立をするために投資信託を利用することは、自分の将来の経済性を安定させることにつながりうる。また、自分の貯蓄によって自立できる高齢者を増やすことで、社会保障などをうける高齢者が少なくなれば、国家が負担するセーフティーネットの規模を抑えることもできる。このように今まで社会保障にあてていた予算が削減できれば、国民の税収をDC制度の規模を拡大するためや他の国家的政策に使うことができるであろう。

おわりに

本稿では家計の安定的な資産形成手段として投資信託が普及していくために、どのような問題や課題を解決していく必要があるかを考えてきた。

5 まず、1章では我が国の家計の資産構成について明らかにした。日本の資産構成は貯蓄に重きを置いているが、家庭の貯蓄率は低下していることが分かった。

2章では、投資信託の現状について述べた。投資信託の現状として、投資信託の純資産高とファンドの本数はともに増加傾向にあった。また、投資信託の
10 保有率は、高齢者の保有率は高いが、若者の保有率が低いということが明らかになった。そして、こういった現状にある投資信託の問題点を二つの観点から述べた。投資信託の販売会社主導で販売が行われている点と、信託報酬が運用成績に大きく影響を及ぼすという点である。

次に、3章では投資信託と投資信託規制の歴史について述べた。ここでは、
15 投資信託とは、イギリスで生まれ、アメリカを経て、日本に広がったということが分かった。また、日本の投資信託の特徴として、日中戦争の戦費調達のために投資信託が利用されたこと、償還問題が3度も起こったこと、緊急経済対策としてのETFとして使われたことが挙げられる。さらに、歴史的に政府主導で日本の投資信託は進んできたということが明らかになった。このように、家
20 計の資産運用としての位置づけとして希薄であったということは明白である。

4章では投資信託について諸外国との比較を行った。まず日本の投資信託の規模は海外と比較するとまだまだ遅れていることが分かった。また、日本の投資信託はファンド数が多く非効率な運用を行っている。

最後に、5章では提言として以下のことを挙げた。

- 25
- ・ 投資信託販売方法の改善
 - ・ パフォーマンスベースによる信託報酬
 - ・ 投資信託の規制の改正
 - ・ 投資信託のファンド規模の拡大
 - ・ DCプランの活用

30

【参考文献】

岩間陽一郎 (2015)『資産運用業界の役割と責任—コーポレートガバナンスの強化に向けて—』日本証券アナリスト協会

5

後田亮, 渋沢健著 (2013)、『金融のプロに騙されるな』、朝日新聞

柴田拓美 (2016)『日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆』
日本証券アナリスト協会

10

村本孜著 (1998)、『日本人の金融資産選択』、東洋経済新報社

『大和証券投資信託委託50年史』、大和証券投資信託委託株式会社

15 『日本の資産運用ビジネス 2016/2017』野村総合研究所

http://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu_itf/2016/itf2016sp.pdf

取得日 2017年10月12日

20

「日銀と GPIF が日本を爆買いしてもなぜ株価は上がらない? | NEWS ポストセブン」、http://www.news-postseven.com/archives/20161012_455959.html、
取得日 2017年10月16日

25 <https://www.pwc.com/jp/ja/assurance/research-insights-report/assets/pdf/fundnews37-act-on-investment-trusts.pdf>

取得日 2017年9月7日

https://www.ownersbook.jp/blog/very_basics/differences_in_money_education_between_japan_and_western_countries/ 取得日 2017年9月20日

30

日本の貯蓄率はフランスの7分の1に低下

35 <https://allabout.co.jp/gm/gc/423678/> 取得日 2017年9月20日

N I S A とは？

<http://kabukiso.com/idiom/nisa.html> 取得日 2017 年 9 月 20 日

5 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

取得日 2017 年 9 月 9 日

https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I011BJ_y.xls

取得日 2017 年 9 月 29 日

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

取得日 2017 年 10 月 1 日

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

取得日 2017 年 10 月 1 日

https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I0112B_pri_y.xls

15 取得日 2017 年 10 月 1 日

https://www.toushin.or.jp/tws/toukei_dw/I0112B_pri_y.xls

取得日 2017 年 10 月 1 日

「投資信託に関するアンケート調査報告書-2016 年（平成 28 年）投資信託全般」

20 <https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/>

取得日 2017 年 9 月 29 日

野村総合研究所

http://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu_itf/2016/itf2016

25 sp.pdf

取得日 2017 年 9 月 25 日

<https://incomlab.jp/real-assets-4747> 取得日 2017 年 9 月 20 日

30

投信資料館

https://www.toushin.com/faq/cost-faq/houshu_average/

取得日 2017 年 9 月 21 日

<https://www.toushin.com/faq/cost-faq/shintaku-houshu/>

5 取得日 2017 年 9 月 21 日

<https://www.pwc.com/jp/ja/assurance/research-insights-report/assets/pdf/fundnews37-act-on-investment-trusts.pdf> 取得日 2017 年 9 月 7 日

The International Investment Funds 取得日 2017 年 9 月 25 日

10

GLOBAL NOTE <https://www.globalnote.jp> 取得日 2017 年 9 月 28 日

15