

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

第 2 テーマ 『家計の資産形成手段としての投資信託』

南山大学 山下ゼミ A 班

伊藤良太

根岸圭汰

加藤陽太

須藤颯也

原田大輝

目次	
はじめに	3
第1章 日本における投資信託	4
第1節 投資信託の歴史	4
第2節 日本政府の政策	6
第3節 信託会社の現状	13
第4節 日本人の家計資産構成	16
第2章 諸外国との比較	19
第1節 アメリカの歴史から見る投資信託制度	19
第2節 イギリスの歴史から見る投資信託制度	20
第3節 ドイツの歴史から見る投資信託制度	28
第3章 日本の投資信託における問題点	34
第4章 改善と提案	42
おわりに	46
参考文献	47

はじめに

1990 年代初頭、わが国は未曾有のバブル崩壊を経験した。それ以降、中央銀行である日本銀行の金融政策により、日本の預金金利は低迷し、空前絶後の低金利時代とよばれるほどである。『1990 年には 2% であった普通預金金利だが現在は多くの銀行が 0.001%』¹と、その差は歴然である。それに加え、少子高齢化が進むことで今まで通りの年金受給が困難になることが予想され、新たな資産形成のあり方が求められる。近い将来に到来すると予想される「人生 100 年時代」を踏まえると、資産運用のあり方はバブル崩壊以前と現在で違った形、手段が必要になってくると考えられる。

しかし、依然として日本の家計が有する金融資産における現預金の占める割合は大きく、社会保障制度の展望が開けない将来に対して有効に資産形成ができているとは言い難い。

私たちがこのテーマを選択したのは「働きすぎ」と言われている日本人に投資信託という資産運用方法が相応していると考えたからである。投資信託のプロに任せられるという特徴を活かすことで、多忙で資産運用のノウハウを学ぶ時間がない人にも新たな資産形成のあり方として浸透させることができると推測した。にもかかわらず、上記のように投資信託が利用されていないのは、日本における投資信託の様相に問題の核心があるのではないだろうか。

本稿では諸外国との比較によってその問題の核心に迫り、投資信託を用いて「貯蓄から資産形成へ」を実現するための突破口を切り開く方策を考察する。

第 1 章および第 2 章ではそれぞれ日本と諸外国の投資信託の歴史や現状、家計における金融資産のあり方を述べ、それを用いて第 3 章で問題点を明らかにする。第 4 章ではそれらの問題点に対する解決策を論ずる。

25

¹株式会社アルビノ HP「はじめて個人年金」 参照

<http://www.paci-nenkin.com/bank/2828/>

第1章 日本における投資信託

第1節 投資信託の歴史

- 5 投資信託とは、投資家一人一人から集めた資金をひとまとめにすることで、大きな資金（ファンド）として専門家が株式や債券、不動産などの資産に投資・運用し、その成果を投資家各自の投資額に応じて分配される仕組みを持つ金融商品である。日本の法律において初めて「信託」という言葉が出てきたのは、1900年3月に成立した日本興業銀行法（1950年に廃止。同法は1952年の長期信用銀行に引き継がれている。）であり、同法
- 10 によると「地方債券、社債券及株券ニ関スル信託ノ業務」と記されている。また、1905年に担保附社債信託法、1922年には信託法・信託業法が制定されたことにより、国内の信託における制度の確立がなされた。²会社としては、1906年に国内初の信託会社「東京信託株式会社」が設立された。1941年には野村証券株式会社が証券投資信託を発足、翌年の1942年には当時5大証券会社と呼ばれていた藤本、山一、小池、川島屋、共同が証券
- 15 投資信託業務を開始したことにより、国内の投資信託業務は普及・発展していった。³
- 第二次世界大戦中では、戦時体制の下で経済に関しても厳しい統制が進められるようになり、金融機関や信託会社の統合も進められた。1943年に「普通銀行等ノ貯蓄銀行業務又ハ信託業務ノ兼営等ニ関スル法律」（現在の兼営法）が制定されたことで合併や統合が進み、終戦時には專業信託会社は7社しか残らなかった。戦後は、政府およびGHQの方
- 20 針もあり、1948年の「銀行法」制定によって信託会社が銀行に転換、「兼営法」によって信託業務を兼営する信託銀行となった。1951年に証券投資信託法が施行されたことで、投資信託は財閥解体によって供給過剰状態であった株式の受け皿として期待されたことで、投資信託が活発に取引されるようになった。戦後の経済復興のため、電力や石炭、鉄鋼などの基幹産業に向けた長期にわたる資金の安定供給が必要になったことで、1952
- 25 年に「貸付信託法」が制定された。1990年代に起きた投信改革（日本版金融ビッグバン）

² 信託協会 HP「日本における信託の歴史（信託法と信託業法）」 参照

https://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/history/trusts_japan.html

³ 同上。

によって、投信委託業への新規参入が緩和され、外資系・銀行・保険会社などが参入した。2001年（平成13年）年4月の資産流動化法の改正により、金融機関や企業の財務体質の改善や資金調達の方法として、貸付債権、売掛債権、不動産を流動化する「資産流動化信託（金銭債権の信託、不動産の信託）」の活用が推進された。⁴

5 図1 日本の投資信託の歴史

年	主な出来事
1906	東京信託株式会社の設立
1922	信託法、信託行法の公布、施行
1937	藤本ビルブローカー証券が「藤本有価証券投資組合」を結成し、運用を開始。
1941	野村證券を委託者とし、野村證券を受託者とする証券投資信託が発足。
1942	藤本、山一、小池、川島屋、共同の5大証券会社が、証券投資信託業務を開始。
1948	証券取引法の公布、施行。
1951	証券投資信託法の公布、施行。
1959	投資信託委託業者が証券会社から分離される。
1980	大蔵省、証券会社に対し中期国債ファンドの取り扱いを許可。
1984	内外債権ファンドの誕生。
1985	プラザ合意。
年	主な出来事
1986	長期国債ファンドの誕生。証券投資信託における規制緩和の実施。
1989	大蔵省の投資信託研究会が報告書を公表。 これにより外資系業者の投資信託委託業務参入が可能になる。
1990	日本のバブル崩壊。ゼロ金利政策の実施。
1992	証券会社が短期公社債投資信託の販売開始。
1995	大蔵省が野村証券投資信託と大和証券東夷信託委託に対し 頭身会社としては初めて投資一任業務を認可した。
1998	証券投資信託法が改正。
2000	不動産投資信託の解禁。
2006	金融証券取引法が公布。
2008	リーマンショック。
2011	金融証券取引法施行令の一部改正。
2016	日本銀行がマイナス金利政策を実施。

出所：投信資料館 HP「投資信託の歴史」より著者作成。

<https://www.toushin.com/beginner/history/>

⁴ 信託協会 HP「日本における信託の歴史（信託法と信託業法）」 参照

https://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/history/trusts_japan.html

第2節 日本政府の政策

1. 「貯蓄から投資へ」

- 5 日本政府は、この「貯蓄から投資へ」という言葉をスローガンにして日本の家計金融資産の割合を変化させようとしている。金融庁は、日常生活資金をはじめとしたすぐ必要になる資金は自由に引き出せるお金、すなわち流動性が高い「貯蓄」という形で持っておき、教育や老後資金など今すぐ必要にはならなくても将来の為に増やしていきたいお金は株式や投資信託を利用した「投資」の形で持つのがよいとしている。⁵投資という
- 10 形で金融資産を持つことを政府が推奨するのには、大きく分けて2つの理由がある。

第1の理由は、預金金利の低さである。図2は過去20年間の銀行に普通預金として預けた場合の平均の普通預金金利である。近年は金利の低さが一定しており銀行に預金して利子で資産を増加させることは難しくなっている。

図2 過去20年間の普通預金の金利

年	普通預金の金利	年	普通預金の金利
1998	0.100	2008	0.057
1999	0.050	2009	0.039
2000	0.100	2010	0.020
2001	0.020	2011	0.020
2002	0.003	2012	0.020
2003	0.001	2013	0.020
2004	0.001	2014	0.020
2005	0.001	2015	0.020
2006	0.099	2016	0.001
2007	0.198	2017	0.001

25

出所：日本銀行 HP「金融経済統計月報預貯金金利」より著者作成

<http://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/data/sk2.pdf>

⁵ 金融庁 HP「投資の基本」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/knowledge/basic/index.html>

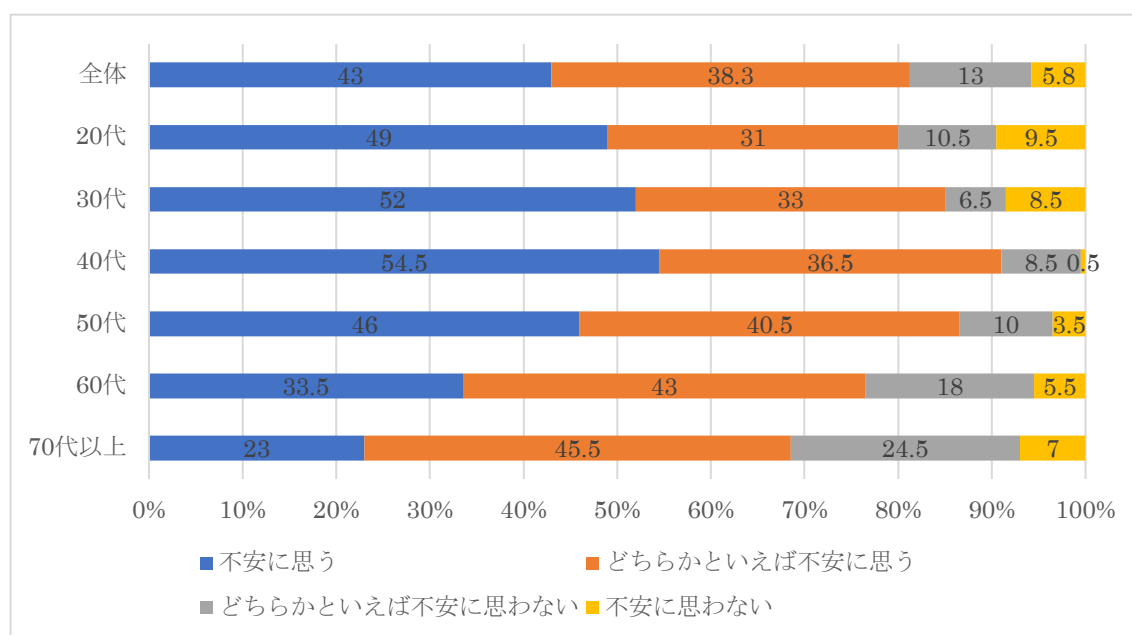
第2の理由は、年金制度に対する不安である。日本の年金制度は基本的に今の現役世代から集めた掛け金を今の年金世代に渡す仕組みになっている。しかし、日本では少子高齢化が急速に進んでおり現役世代が減少し年金受給者が増えたことにより年金制度を維持させることが難しいと考えられ、老後の生活費を年金だけに頼るのは難しいという

5 不安がある。⁶

図3を見ると全ての年代において不安に思う、どちらかといえば不安に思うと答えた合計の割合が60%を超えており日本人全体が老後の生活を不安に感じているということが読み取れる。また不安に思っている人が一番多いのは40代であり合計で91%もある。働き盛りであり企業などで中心になっている世代が一番老後を不安視しているということが分かった。

10

図3 老後生活についてのアンケート調査



出所：日本FP教会「全国の20歳以上男女1200人に聞いた「老後とお金に関する調査」」より著者作成

15 https://www.jafp.or.jp/about_jafp/katsudou/news/news_2016/files/newsrelease20161128.pdf

⁶ 投資信託協会 HP「資産運用の必要性」 参照
<https://www.toushin.or.jp/start/why/>

2. NISA

NISA とは、2014 年 1 月にスタートした、少額からの投資を行う方のための非課税制度である。日本政府は個人の資産づくり促進と、「貯金から投資へ」の流れを促進するためにこの NISA という優遇制度を導入した。⁷

5 図4 NISA の条件

利用できる	非本にお住いの20歳以上の方 (口座を開設する年の1月1日現在)
非課税対象	株式・投資信託などへの投資から得られる 配当金、分配金や譲渡益
口座開設可能数	1 人 1 口座
非課税投資枠	新規投資額で毎年120万円が上限 (非課税投資枠は最大600万円)
非課税期間	最長 5 年間
投資可能期間	2014年から2023年

出所：金融庁 HP「NISA の概要」より著者作成

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/overview/index.html>

10

NISA のメリットは、株式投資や投資信託などの NISA 口座で購入した金融商品の配当金、譲渡益が非課税になる点である。通常は投資で利益が出ると 20%（復興特別所得税を含めると 20.315%）の税金が引かれてしまう。小額から投資が可能であり最長で 5 年間および年間 120 万円の範囲内で購入した株式や投資信託から得た配当金や譲渡益に税

15 金がかからない。非課税期間が終了した後は、保有している金融商品を翌年の非課税投

⁷ 金融庁 HP「NISA の概要」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/overview/index.html>

資枠にロールオーバーすることができる。このロールオーバーする金額に上限はなく時価が 120 万円を超えていてもそのすべてを翌年に移すことができる。⁸

しかし、デメリットも多く見受けられる。1 人 1 口座しか作れないという点、新規での投資が対象であり現在保有している株式や投資信託を NISA 口座に移すことはできないという点、NISA で取引した損益は、他の口座と損益通算ができず、損失を翌年以降に繰り越しすることもできないという点、NISA の非課税期間内に保有資産が値下がりしその後、他の口座に移し値上がりした場合、当初の購入価格と売却価格から見ると損失が出ている状況にもかかわらず課税対象となる点といったことがあげられる。⁹

10 つみたて NISA

つみたて NISA とは、2018 年 1 月からスタートした、特に小額から長期、積立、分散投資を支援するための非課税制度である。対象商品は、手数料が低水準、頻繁に分配金が支払われないなど、長期、積立、分散投資に適した公募株式投資信託と上場株式投資信託（ETF）に限定されており、投資初心者をはじめ幅広い年代の方にとって利用しやすい仕組みとなっている。¹⁰

図 5 は、つみたて NISA の認知度を示したものである。全ての世代における非認知率が半分以上となっている。新しい制度ではあるものの国民の半分が認知していないことは日本人の投資信託に対する関心度の低さがうかがえる。この実状を踏まえると、政府の掲げる「投資から貯蓄へ」の流れが出来ていないことが分かる。つみたて NISA を知らないと答えた人の中では、「漠然としていて何をしたいかわからない」という人が 44.2%存在し、認知度の低さが表れている。しかし、「将来のために資産運用をした方がよいと思う」と答えた人は 36.5%おり、資産運用自体には関心が高いことがうかがえる。このミスマッチを解消できれば、つみたて NISA の利用度向上が期待できる。

⁸ 金融庁 HP「NISA の基礎知識」 参照

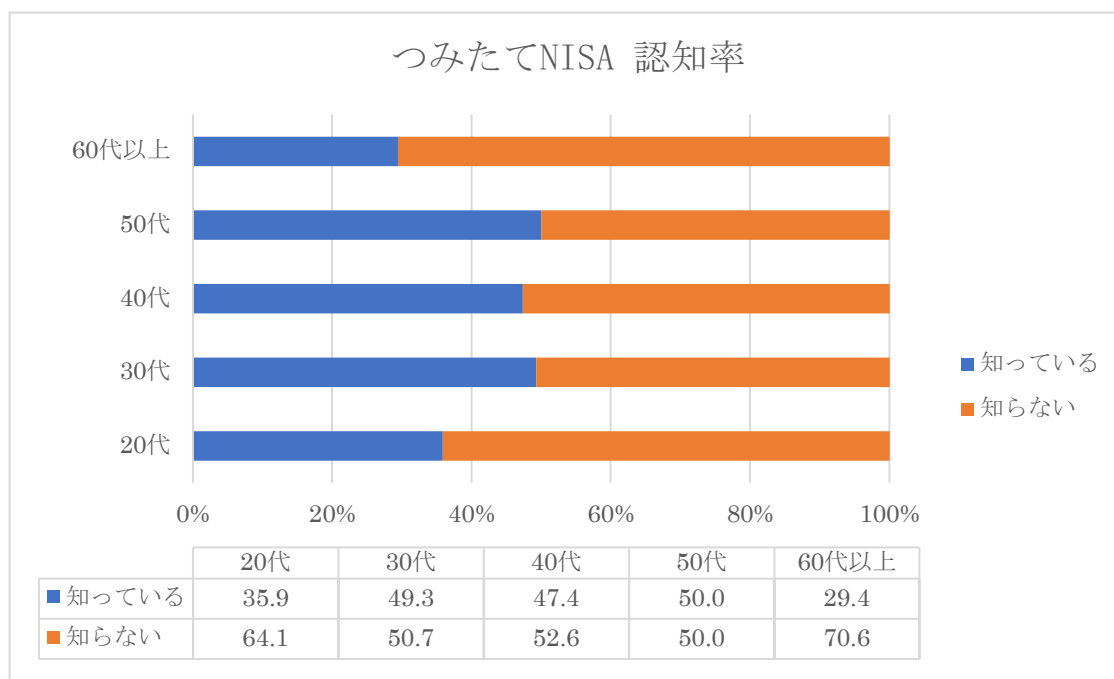
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/knowledge/index.html>

⁹ 同上。

¹⁰ 金融庁 HP「つみたて NISA の概要」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/overview/index.html>

図5 つみたてNISA 認知率



<その他の主な調査結果>

- ① つみたてNISAの特徴を認知した人の29.6%は「つみたてNISAを利用してみたい」と回答。
- ② 将来のマネープランに対する考え方・イメージは、「漠然としていて何をどうすればよいかわからない」が44.2%と最多。ただし、「将来のために資産運用をした方がいいと思う」が36.5%で続く。

出所：三菱 UFJ 国際投信 「つみたて NISA 認知度調査の結果」より著者作成

5 https://www.am.mufg.jp/text/release_180104.pdf

3 金融リテラシー

金融リテラシーとは、お金に関する知恵や能力のことをいい、これは金融商品や金融サービスの選択、生活設計などで適切に判断するために、最低限身につけるべき金融や経済に関する知識や判断力などを指し、社会人として経済的に自立し、よりよい暮らしを送っていく上で欠かせない生活スキルとされている。現在、金融庁では国民一人ひとりがより自律的で安心かつ豊かな生活を送れることを掲げており、最低限身につけるべき金融リテラシーとして4分野・15項目を挙げている。¹¹

¹¹ iFinance 「金融リテラシー」参照

<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/lifeplan/lif160.html>

しかし、金融庁が「最低限身につけるべき金融リテラシー」を掲げているが金融教育が満足に実施されているとは言い難い。日本証券業協会が公表している図7「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」によると、中学校・高等学校の金融教育の授業実施時間は、0時間から5時間程度が、全体の6～9割となっており学校と

5 いう場において金融教育が明らかに少ないことを示している。¹²この状況から教育機関だけに金融教育を頼るのではなく、他の場所でも金融教育を実施し、さらなる金融に関する知識を深めていかなければならない。投資信託の有用性を理解してもらうためにも、金融リテラシーは必要不可欠であり、金融リテラシーが高まれば、投資信託の認知率や実際の保有率にもポジティブな影響が出てくるかもしれない。

10 図6 最低限身につける金融リテラシー

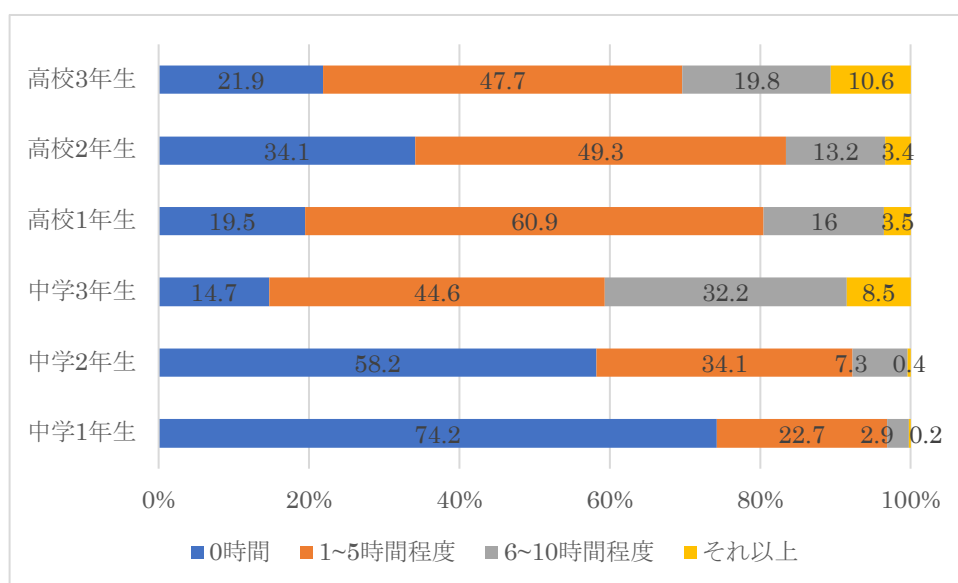
分野		項目
1	家計管理	(1)適切な収支管理
2	生活設計	(2)ライフプランの明確化及びライフプランを踏まえた資金の確保の必要性の理解
3	金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択	<金融取引の基本としての素養> (3)契約にかかる基本的な姿勢の習慣性 (4)情報の入手先や契約の相手方である業者が信頼できる者であるかどうかの確認の習慣 (5)インターネット取引は利便性が高い一方、対面取引の場合とは異なる注意点があることの理解 <金融分野共通> (6)金融経済教育において基盤となる重要な事項や金融経済情勢に応じた金融商品の利用選択についての理解 (7)取引の実質的なコストについて把握することの重要性の理解 <保険商品> (8)自分にとって保険でカバーすべき事象が何かの理解 ¹⁵ (9)カバーすべき事象発現時の経済的保障の必要額の理解 <ローン・クレジット> (10)住宅ローンを組む際の留意点の理解 (11)無計画・無謀なカードローン等やクレジットカードの利用を行わないことの習慣化 <資産形成商品> (12)人によってリスク許容度は異なるが、仮により高いリターンを得ようとする場合には、より高いリスクを伴うことの理解 ²⁰ (13)資産形成における分散の効果の理解 (14)資産形成における長期運用の効果の理解
4	外部の知見の適切な活用	(15)金融商品を利用するにあたり、外部の知見を適切に活用する必要性の理解

¹² 金融経済教育を推進する研究会「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」 参照

出所：金融情報サイト「金融リテラシー」より筆者作成

<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/lifeplan/lif160.html>

5 図7 金融教育実施時間



出所：金融経済教育を推進する研究会「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」より著者作成。

http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf

20

図8は、金融広報中央委員会が、18歳以上の個人のお金や金融に関する知識や行動の特色を把握するために、実施した金融リテラシークイズの問題別正答率である。正誤問題の正答率は55.6%であった。正答率を分野別にみると、「金融取引の基本」が72.9%

25 と最も高く、「金融・経済の基礎」が48.8%と最も低い。

30

図8 各分野の金融リテラシー

項目	正答率 (%)
家計管理	51.0
生活設計	50.4
金融取引の基本	72.9
金融・経済の基本	42.8
保険	52.5
ローン・クレジット	53.3
資産形成	54.3
外部の知見活用	65.3
合計	55.6

出所：金融広報中央委員会 「知るぽると」より著者作成

https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/yoshi.html

5

第三節 信託会社の現状

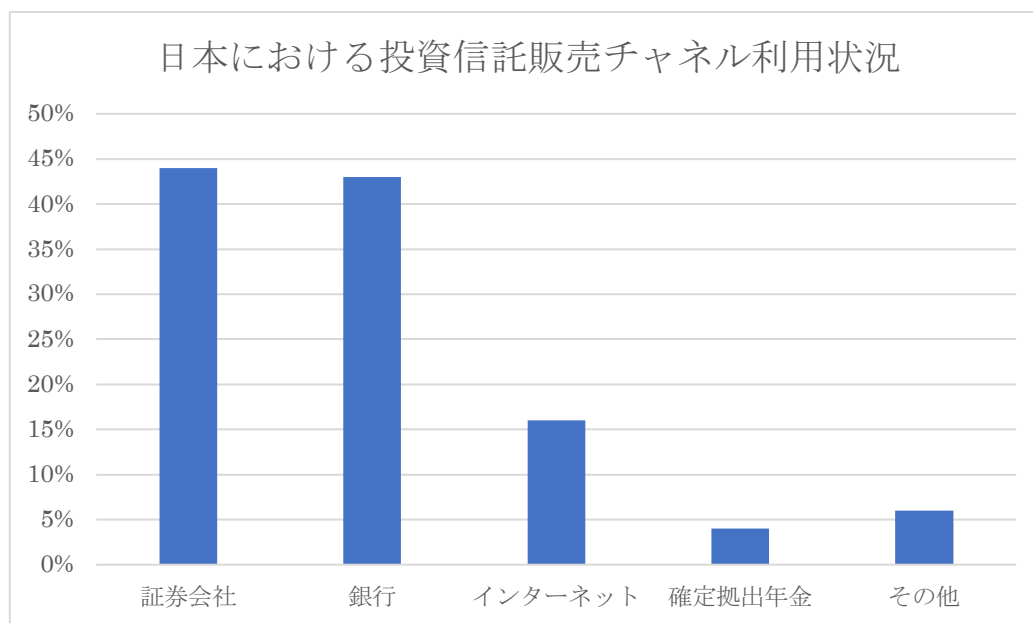
10 信託会社とは、信託業法に基づき内閣総理大臣の免許または登録を受けて信託業を営む株式会社である。その中にも運用型信託会社と管理型信託会社がある。¹³

図7から、日本における投資信託販売チャネル利用状況は証券会社が44%、銀行が43%と、この二つが大半を占めていることが分かる。

15 2018年現在、日本には79社の投資信託会社があるが、運用資産額の上位10社（図8）を見てみると、大手証券会社に続いて銀行が並んでいる。また、上位10社の運用資産合計額を全体の合計額と比較すると、84%を占めていることが分かり、上位数社に集中していることを示している。

¹³iFinance 金融情報サイト「信託会社」 参照
<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/trust/tru069.html>

図7 日本における投資信託販売チャネル利用状況



出所：事務局説明資料「投資信託の販売チャネル」より著者作成。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf#search=%27%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E8%B2%A9%E5%A3%B2%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%8D%E3%83%AB%27

5

10

15

図8 運用資産額規模でみる投資信託会社上位10位

順位	企業	系列	純資産総額(百万円)
1	野村	証券	30,719,449
2	大和	証券	16,134,437
3	日興	証券	4,760,087 ⁵
4	三菱U国際	銀行	10,514,751
5	AM-One	銀行	8,786,525
6	三井住友TA	銀行・保険	3,782,972
7	三井住友TA	銀行	3,227,311 ¹⁰
8	フィデリティ	外資	2,728,224
9	ニッセイ	保険	2,163,809
10	大和住銀	銀行	2,135,331

出所：投資信託協議会公表データより筆者作成。

15

フィデューシャリー・デューティー

20 フィデューシャリー・デューティー (*fiduciary duty*) とは、受託者責任と訳される概念であり、資産を受託した者（受託者）がもともとの資産所有者（委託者）に対して負う責任のことを言う。金融庁の金融モニタリング基本方針（注1）には「家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることが重要である。¹⁴このため、商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）を実際に果たすことが求められる。」と明記されており、フィデューシャリー・デューティーには「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称。」という注釈がついている。つまり、簡潔に述べると、資産を運用する金融機関は、投資家の利益を最大化することに努めるのが義務であり、利益に反するような行動は取ってはな

¹⁴金融庁「検査・監督改革の方向と課題ー金融モニタリング有識者会議報告書ー」 参照
<https://www.fsa.go.jp/news/28/singi/20170317-3/01.pdf>

らないということである。この方針が金融庁の求める「顧客本位の業務運営に関する原則」であり、個々の金融機関は顧客向けに「お客さま本位の業務運営の基本方針」というステートメントをホームページなどで表明している。¹⁵

5

10

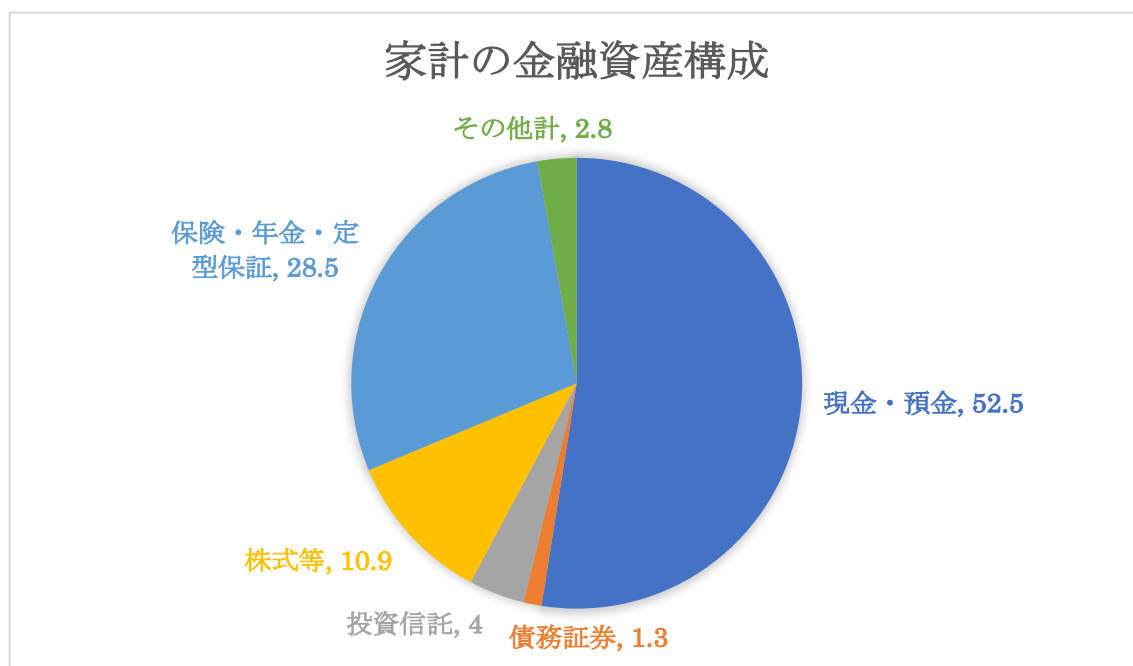
第四節 日本人の家計資産構成

15 個人の保有する金融資産には、現金、株式、債券、投資信託、保険など様々な形態がある。それぞれにリスクがありどのようなバランスで配分するのかを決めるのはとても重要である。図9は日本の家計の金融資産構成をグラフにしたものである。現金・預金が52.5%という過半数を超える高い数値になっており、日本人のリスクを取りたがらない姿勢がうかがえる。リスクマネーである投資信託の割合は4%しかなく、日本人にと
20 って金融商品としての魅力が低いといわざるをえない。

25

¹⁵金融庁「検査・監督改革の方向と課題ー金融モニタリング有識者会議報告書ー」 参照
<https://www.fsa.go.jp/news/28/singi/20170317-3/01.pdf>

図9 家計の金融資産構成



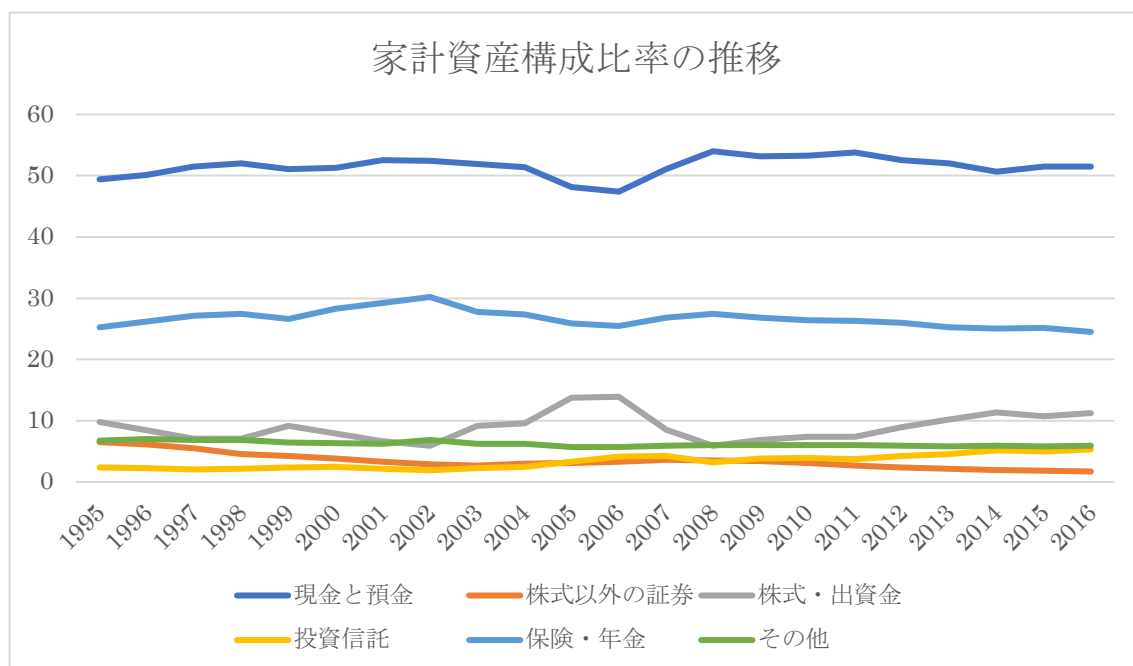
出所：日本銀行調査統計局 2018年8月14日「資金循環の日米欧比較」より著者作成。

5 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

図10は家計資産構成比率の推移である。大きな変化として目に留まるのは、2008年前後で「現金・預金」の比率が伸びていること。貯金額そのものが増えたのも多少の影響はあるがそれ以上に株価の低迷を原因としていえると考えられる。つまり絶対額の増加は影響が小さく、他の要素が減って相対的に「現金・預金」の比率が上がったと考えた方が道理は通る。有価証券などの価格の下落によるさらなる損失を避けるため、売却損を覚悟して売る「株式・出資金」から「現金・預金」へのシフトも多分にある。

15

図 10 家計資産構成比率の推移



出所：「日米の家計資産構成比率の推移をさぐる」より著者作成。

<https://news.yahoo.co.jp/byline/fuwarai/20181018-00100658/>

5

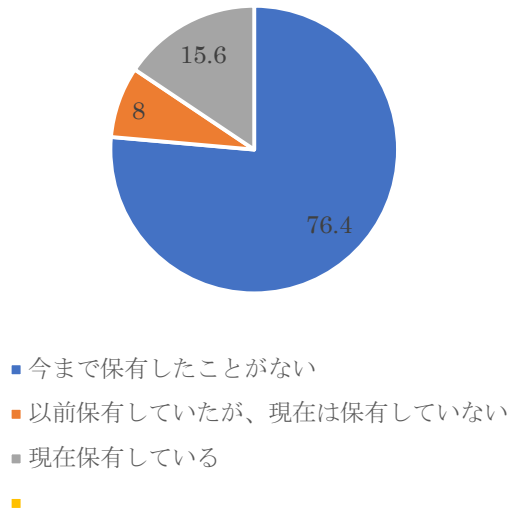
また図 11 は 2017 年の投資信託の保有状況である。今まで保有したことがないと答えた人の割合が 76.4%と非常に高い数値になっている。ただし、「今まで保有したことがない」と回答した人の割合が 4 分の 3 を超えていることは、潜在的な投資信託の成長の可能性を示していると解釈することも可能である。

10

15

図 11 投資信託の保有状況

2017年 投資信託の保有状況



出所：一般社団法人 投資信託協会 HP「投資信託の保有状況（1）」より著者作成。

<file:///C:/Users/harad/Downloads/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>

10 第二章 諸外国との比較

今回、日本と比較する国を3つ用意した。1つ目はアメリカである。理由として投資信託残高の数値が世界で一番高いため選抜した。

2つ目はイギリスである。投資信託が初めに導入された国であり、金融リテラシーが高いため日本が目指す目標となるため選択した。

3つ目はドイツである。日本と人口推移、GDPの数値が近く、経済状況が似ているにもかかわらず家計資産構成における投資信託の割合に差があるためどのような政策を行なっているのか交えながら言及していきたい。

第一節 アメリカの歴史から見る投資信託制度

本節ではアメリカ（以下、米国という。）の投資信託の歴史と投資信託制度について言及していく。

- 5 米国は、オープンエンド型投資会社とクローズドエンド型投資会社の二つが投資会社の主な携帯である。

10 そもそも 1920 年代初頭にイギリスから投資信託制度は輸入されている。それは、借入れや社債発行によりレバレッジを効かせた運用を行えるクローズドエンド会社型ファンドであった。クローズドエンド型のファンドは通常の子会社であり、一般の事業会社と同様、その株式を継続的に売り出したり、また買い戻したりはしない。しかし、それ以外の面においてはクローズドエンド会社の規定はオープンエンド会社のものと類似している。クローズドエンド会社の株式は一般の事業会社の株式と同様に店頭もしくは取引所において売買される。¹⁶

15 世界恐慌前の 1929 年初めにおける米国ファンド全体の資本構成は、普通株 3.37 億ドル、優先株 4.39 億ドル、社債 2 億ドル、その他 0.58 億ドル、合計 10.34 億ドルとなっており、普通株に対し 3 倍程度のレバレッジ（ちなみに、リーマン・ショック前の米国の投資銀行は 30 倍を超えるレバレッジをかけていた）を効かせていた。このため、ファンドの純資産価格は 1929 年 10 月に至る市況常称寺には株価を大幅に上回る値上がりを示した一方、その後市況下落過程では、ダウ平均株価が 1929 年から 1932 年にかけて 10 分の 1 になり、株化以上に大暴落した。¹⁷

25 また、クローズドエンド型であるファンドの持分は、証券取引所で需要・供給を反映した価格で取引されていたから、恐慌前の市況活況時にはファンド純資産価格を上回るプレミアム付き価格で取引されていたが、株価暴落後は一転して純資産価格を下回るディスカウント価格で取引されることになった。

以上の要因（レバレッジ作用も加わったファンド純資産価格の暴落、需供を反映したフ

¹⁶ 欧米の信託事情 149 ページ参照

¹⁷ 杉田浩治 米国の信託事情 アメリカにおける投資信託制度の概要 149 ページ参照
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

ファンドの取引価格の変動、プレミアム付きからディスカウントへの変動)が重なって、ファンドの市場価格は暴落前に比べ 40 分の 1 以下に下落した例もあった。¹⁸

以下のような事態もあり 1940 年に制定された投資会社法は、それまで主流であったクローズドエンド型だけでなく、オープンエンド型ファンドを法の枠組みに取り組んだ。

- 5 オープンエンド型の投資会社は一般に「ミーチュアルファンド」として知られている。ミーチュアルファンドは通常、継続的に株式の販売と買い戻しを行うものである。したがって授權資本及び発行済株式数は通常増加する。しかしながら株式の買い戻しを続ける一方で、一般に対する継続的な販売を注視しているファンドもある。ミーチュアルファンドの株式は、ニューヨーク証券取引所終了後の各営業日に計算された純資産価
- 10 額で販売、買い戻しが行われる。ミーチュアルファンドは一部の信託型を除いて、そのほとんどが会社型である。会社型のファンドは一般の会社同様に各年度毎に株主により選出される取締役会によって運営され、その会社設立州の会社法に準拠している。そしてオープンエンド型ファンドにおいては社債発行を禁止するとともに、投資家が常時ファンドの純資産価値で換金できるよう義務付けた。¹⁹

15

20

- 25 米国においては、1954 年に個人の投信純買付額が株式純買付額を上回った。すなわち、米国投資家は株式投資について、今から 60 年以上も前に、直接投資主体から投信を通じる間接投資主体へ転じていたことになる。

1971 年には MMF (Money Market Fund) の第一号と言われるリザーブファンドが発足した。MMF の発足は投信・証券界にとって三つの意義があった。第一に金利上昇に強いファ

¹⁸ 杉田浩治 米国投信の 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか 4 ページ参照
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

¹⁹ 米国の信託事情 アメリカにおける投資信託制度の概要 150 ページ参照

ンドを持てたことである。それ以前の投信は株式ファンドと長期債権券ファンドであり、いずれも金利上昇時にはパフォーマンスが悪化する弱みがあった（市場金利が上昇すれば投資家は高い利回りを要求する。債券利回りとは債券価格は逆の関係なので、一般的には金利上昇時に債権のパフォーマンスは悪化する）。しかし MMF という短期金利追随

- 5 のいわば金利が上がればファンド利回りも上がる商品を開発したことによって、全天候型の品揃えが整い、それ以降の米国投信の成長を支えた。第二に、証券界にとって強力な新規顧客商品ができたことである。それ以前には、株式などリスク商品を嫌って証券会社との取引を敬遠していた顧客を、「元本の安定性が高く、換金自由、利回りは預金を大きく上回る商品＝MMF」によって証券会社に誘導できるようになった。第三に、証券会社
- 10 社が「株価急変時における顧客資金の一時退避の受け皿」を持てたことである。すなわち、それまでは株価暴落時に銀行預金に資金が流出していたものを、MMF で受けることにより資金を証券会社の預かり資産内に留め置くことができるようになった。

- 米国投信の種類は、1970 年まではアクティブ運用型の株式ファンドと債券（長期債）ファンドに限られていた。しかし前述のように 1971 年に MMF が生まれ、1976 年には地方
- 15 債の免除措置を活用した免税地方債ファンドが発足した。また 1976 年には米国で初めてインデックス・ファンドが公募され、さらに 1993 年に米国発の ETF（Exchange Trade Fund）が上場された。このように、商品ラインアップは 1970 年代以降急速に充実し、投資家の多様なニーズに応えられるようになった。²⁰

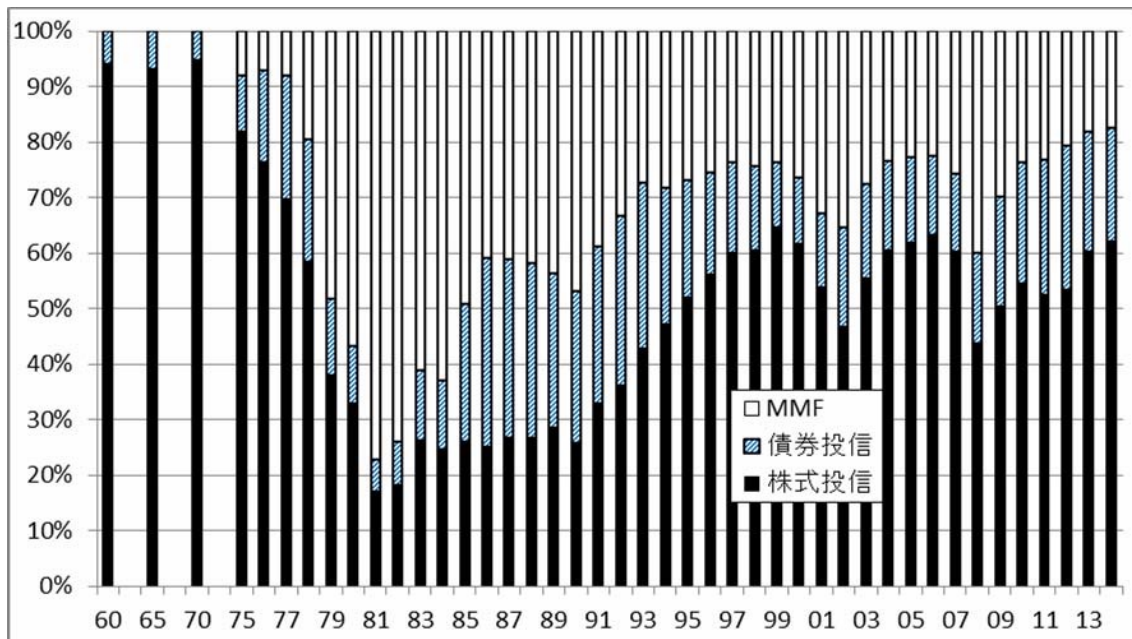
20

25

1980 年以降の投信の商品別構成変化を示したのが以下の図である。

図 12 アメリカ投信の商品別構成の変化

²⁰ 杉田浩治 米国投信の 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか 5 ページ参照
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

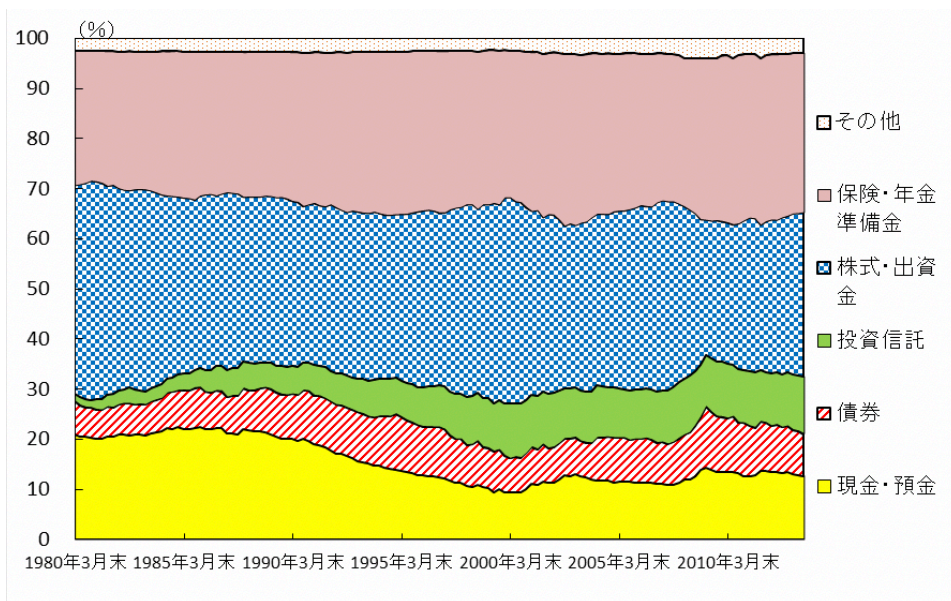


出所：杉田浩治 米国投信の4分の3世紀の歴史から何を学ぶか 9ページ 参照

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

- 図12によれば、株価が長期低迷した70年代には株式投信の残高が大きく減少し、投
- 5 信全体に占める株式投信の比率は70年末の95%から81年末には17%に落ち込んだ。
- そして80年前後の短期金利の急上昇時にはMMFに大量の資金が流入し、81年末には米国
- 投信全体に占めるMMFの比率が77%に高まった。その後、82年から86年にかけて長期
- 金利が13%台から7%台へ低下し債券価格が上昇したときには債権投信の残高が増加。
- 86年には投信全体に占める債権投信の比率が34%に達した。そして米国株価が82年か
- 10 ら長期上昇に転じたことを受け、90年代は一貫して株式投信が急成長した。2000年代に
- 入ると、株式投信は2000年代初頭のITバブル崩壊、2008年のリーマンショックなどに
- より一時的に打撃を受け、特に2008年には1年間で残高が42%減少した。しかし、その
- 後の株価回復とともに14年にかけて堅調な伸びを示し、2014年9月末の株式投信残高は
- 9兆4900億ドルと08年末比2.2倍に増加した。一方で債権投信も特にリーマンショッ
- 15 ク以降根強い人気を維持している。反対にMMFはFRBのゼロ金利政策の影響を受け、09
- 年頃から商品魅力が低下しているが、株価急落時の一時退避手段としての機能は維持し
- ているように思われる。株価や金利の変動を反映して商品構成は大きく変化しており、
- 3商品が補完し合う格好で投信全体の成長を実現してきた。

- 20 図13 アメリカの家計金融資産構成比率の推移



出所：大和証券 4 ページ

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20140130_008155.pdf

5 家計金融資産の残高構成の推移の特徴点としては、図 13 より以下の 4 点があげられる。

第一に、総金融資産に占める現金・預金のウェイトの低下である。同ウェイトは、1980 年代に 20% 台で推移していたが、1990 年代に入り 20% 台を割り込み、2000 年では 10% を割り込む水準に低下した。リーマンショックの影響により 2009 年 3 月末時点で

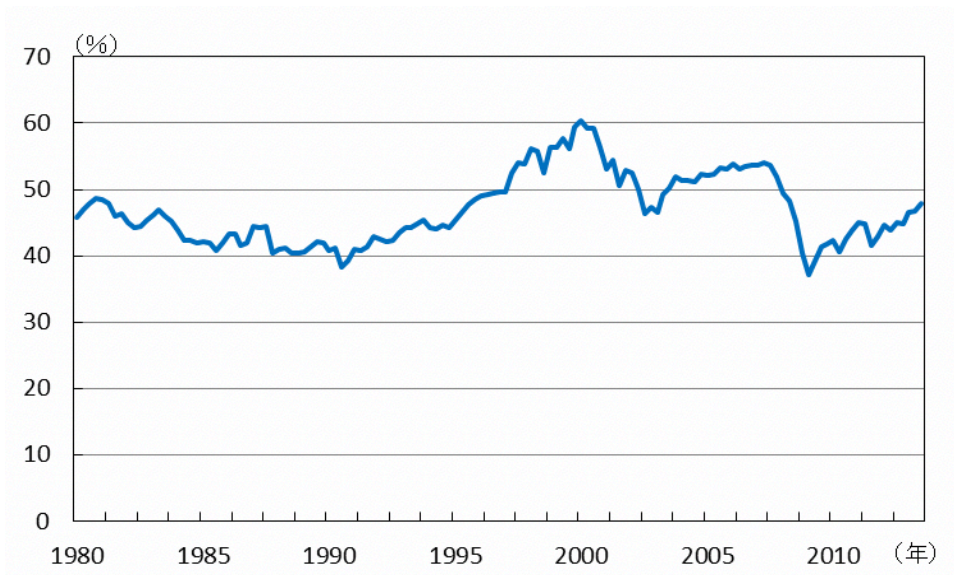
10 14.3% に上昇した後、横ばいで推移している。

第二に、保険・年金準備金のウェイトが上昇したことである。同ウェイトは、1980 年代 20% 台後半で推移していたが、1990 年代に入り 30% 台に達した。なお、同ウェイトは、2008 年 12 月末から 2012 年 12 月末までの間、家計の金融資産の中で最も大きなウェイトを占めていた。

15 第三に、投資信託のウェイトが高まったことである。1980 年では、わずか 1% 台であったのが、直近では 10% を超える水準で推移している。

第四に、株式・出資金のウェイトの低下である。1980 年代初期には 40% 台で推移しており、2001 年の IT バブル崩壊、2008 年のリーマンショックを除き、実額ベースでは増加傾向にあったが(図 13)、同ウェイトは直近で 30% 前半にまで低下している。

20 図 14 米国家計の金融資産総額に占める株式等の比率



出所：大和証券 5 ページ参照

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20140130_008155.pdf

5

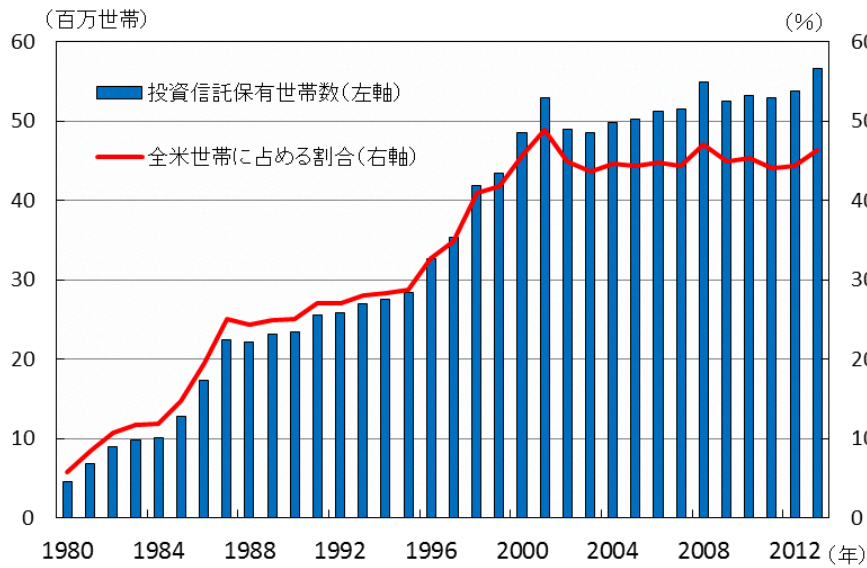
米国家計が生命保険を通じて間接的に保有する株式・出資金は、保有する保険準備金残高（2013 年 9 月末時点の残高：1.2 兆ドル）に生命保険会社の金融資産に占める株式・出資金の比率を掛け合わせるによって推計される。これと同様に、年金準備金については、保有する年金準備金残高（19.1 兆ドル）に、年金基金の金融資産に占める株式・出資金の比率を掛け合わせることで推計できる。また、投資信託については、保有する投資信託残高（6.2 兆ドル）に、投資信託の金融資産に占める株式・出資金の比率（57.3%）を掛け合わせるによって推計できる（図 14 参照）。これら間接的な保有分を合計すると 総額で 9.7 兆ドルとなる。同比率の過去 30 年間の推移をみると、時期によって変動はあるものの、一時期を除くと 40%から 60%の間で推移しており、アメリカ家計のリスク選好は大きくは変わっていないと考えられる。

10

15

20

図 15 投資信託保有世帯数と全米世帯に占める割合の推移



出所：大和証券 7 ページ

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20140130_008155.pdf

5

図 14 によれば、投資信託を保有する世帯数は、5,670 万世帯と全米世帯の 46.3%を占めている。2008 年から 2009 年にかけて 240 万世帯減少したものの、直近の投資信託保有世帯数はリーマン・ショックの年の 2008 年を上回っている。1980 年時点の投資信託保有世帯数は 460 万世帯に過ぎなかったのが、2000 年時点では 4,860 万世帯となり、この間急速に米国家計に投資信託が普及・浸透したことがうかがえる。²¹

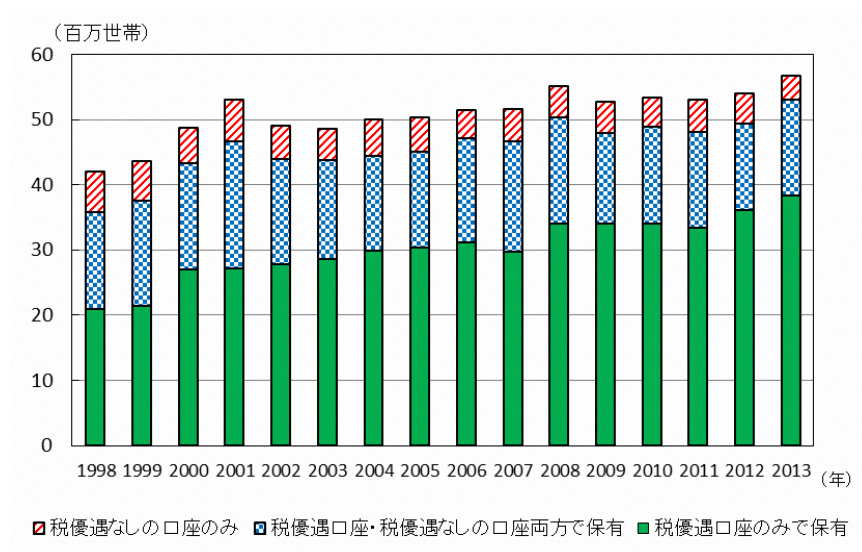
10

15

図 16 投資信託保有世帯の税優遇口座、税優遇なしの口座利用世帯計数の推移

²¹ 米国の家計金融資産の現状と経験

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20140130_008155.pdf



出所：大和証券 8 ページ

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20140130_008155.pdf

5

401K（米国の確定拠出型個人年金制度で、根拠法の内国歳入法の 401（k）という条項名に由来する）や IRA（Individual Retirement Account：個人退職口座）などの上記で述べた 1970 年代に採られた個人の年金形成に対する税優遇措置が整備され、今日に至るまで広く米国家計に普及・浸透したことも、米国家計に投資信託が普及・浸透した要因としてあげられる。近年においても、米国家計が投資信託を保有するに際しては、税優遇口座が大きく寄与していると考えられる。図 16 によれば、1998 年から 2013 年にかけて、投資信託保有世帯のうち約 9 割の世帯が投資信託保有に際して税優遇口座を利用している。逆に税優遇なしの口座のみで投資信託を保有する世帯は少数派である。さらに、税優遇口座のみで投資信託を保有している世帯数は、1998 年に約 2,000 万世帯であったのが、2013 年時点で 4,000 万世帯に迫るくらいに増加している（図 16）。投資信託保有者の税優遇口座の利用率の高さをみても、投資信託を巡る税制が、投資信託の普及・浸透に大いに寄与していたことがわかる。

10

15

20

第 2 節 イギリスの歴史から見る投資信託制度

本節ではイギリス（以下、英国という。）の投資信託の歴史と投資信託制度について言及していく。

英国の投資信託制度は、世界で最も古く、米国等にその仕組みが伝播している。

5

図 17 イギリスの歴史

1863 年	世界初の投資信託 London Financial Association が誕生
1946 年	イングランド銀行が国有化（現在のイギリスの中央銀行）
1976 年	財政破綻により IMF から融資を受ける
1979 年	サッチャーが初の女性首相となる
1987 年	PEP(Personal Equity Plan)開始
1991 年	TESSA(Tax-exempt Special Savings Accounts)開始
1999 年	ISA 創設
2000 年	FSA 創立
2008 年	NEST(National Employment Savings Trust)創設・リーマンショック
2011 年	ジュニア ISA の概要発表
2015 年	金融能力戦略を公表
2016 年	Financial Capability Week を定める・EU 離脱に合意

出所： iFree 大和証券 世界で最初の投資信託より筆者作成

<http://www.daiwa-am.co.jp/ifree/special/column/003.html>

10

図 17 によれば、1863 年に誕生した London Financial Association の仕組みが投資信託の嚆矢である。当時の投資信託は、自社の証券を発行し、それを販売することによって調達した資金を、鉄道事業への貸付で運用するものだった。つまり、純粋な投資信託というよりも、銀行のような色彩が強かったといわれている。また、鉄道事業に集中して貸付を行っていたことから、貸付先である鉄道事業が不振に陥ったとき、そのあおりを受けて業績が大幅に落ち込んだ結果、London Financial Association は経営破綻している。²²

15

²² iFree 大和証券 世界で最初の投資信託 参照

その後、米国の経済発展と反対に、英国経済は斜陽化していく。よく知られている 1976 年の財政破綻は、戦後の長期に渡る墮落から「英国病」と揶揄されるほどの経済が停滞したことに加えて、オイルショックによる高インフレが追い打ちを掛けたことが原因と考えられている。

- 5 次に PEP (Personal Equity Plan) と TESSA (Tax-exempt Special Savings Accounts) について説明する。PEP と TESSA は、それぞれ個人持株プランと非課税特別貯蓄口座と表すことができる。前者は個人による株式投資を促進するための税制優遇制度である。Personal Equity Plan により購入した株式または株式投資信託については、一定の投資額を上限に、キャピタル・ゲイン（譲渡益）に関する税が非課税とされ、また、インカム・ゲイン（配当金等）についても再投資を条件に源泉税が免除されるといった税制優遇措置を受けることができる²³。PEP も TESSA も、サッチャー政権下において、国営企業の民営化に伴う株式の売却と財政支出の削減に向けた、家計金融資産蓄積を奨励するための税制措置として開始された²⁴。この二つの制度の後に ISA (Individual Savings Account) が創設された。ISA とは個人の資産形成促進制度として、それまでの税制優遇措置である PEP と TESSA を発展的に解消・統合する形で 1999 年にスタートしている（いうまでもなく、わが国の NISA は英国の ISA を下敷きにしている）。非課税対象となる年間の拠出金額には制限があるが、非課税期間は当初の期間限定から現在は無期限に恒久化されている。投資対象は大きく株式型と預金型の 2 種類に分かれている。株式型には 18 才以上、預金型は 16 才以上の英国居住者が参加でき、ISA マネジャーとして認可を受けた証券会社や銀行などに口座を開設する。株式型には投資信託や国債なども含まれるものである²⁵。
- 10
- 15
- 20

- 2008 年には NEST (National Employment Savings Trust) が創設された。この制度は公的年金が十分とはいえない中、私的年金の恩恵を受けてこなかった中低所得の雇用者の老後
- 25

<http://www.daiwa-am.co.jp/ifree/special/column/003.html>

²³ Lotus21 PEP 参照

http://www.lotus21.co.jp/data/news/0311/news031105_01.html

²⁴ 諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査 参照

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

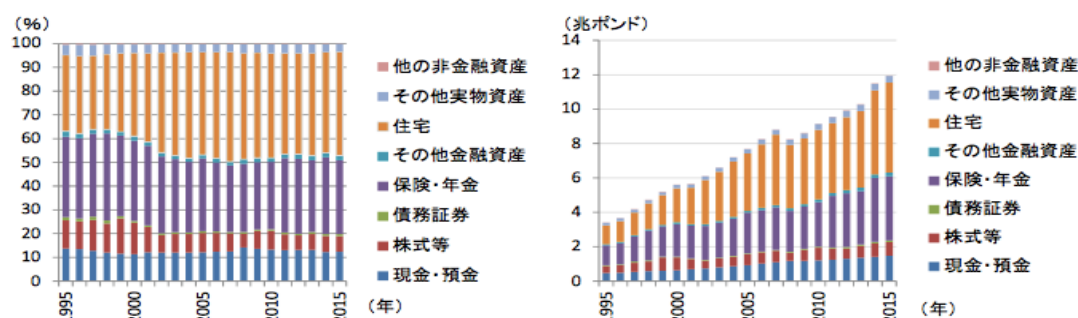
²⁵ 野村證券 用語解説集 参照

<https://www.nomura.co.jp/terms/english/i/A02208.html>

保障を補完する目的で2012年に導入された。労使に賃金の一定割合(2018年以降は計7%)の拠出を義務づけ、国が1%を上乗せし、加入者が選んだ商品で掛け金を運用する、低コストの確定拠出年金である²⁶。また2008年には世界的金融危機であるリーマンショックが起きる。

5

図18 イギリスのアセットアロケーションとその総額



(資料) ONS, "National Balance Sheet"

出所：諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

10

リーマンショックが起きた2008年に注目すると、株式等や債務証券(社債等)が減少しているのがよく分かる。また、アセットアロケーションの中で最も多くの割合を占めるのは保険年金であり、その要因の一つとして PEP, TESSA, ISA, NEST などの制度改革による効果が考えられる。

15

20 2011年にはジュニアISAの概要が発表されている。ジュニアISAとは、18歳未満の子供の将来に向けた資産形成を奨励するための個人貯蓄口座である。仕組みとしては、家計が

²⁶ ニッセイ基礎研究所 行動経済学と確定拠出年金 参照
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=51891?site=nli>

自らの資金をジュニア ISA 取扱金融機関に預託し、様々な金融商品に投資するというもので、同口座で生じた収益（配当、利子、譲渡益）は非課税となる²⁷。

2015 年には金融能力戦略を発表した。このなかで「金融能力」(financial capacity)を 1 知識・スキル、2 マインドセット、3 情報へのアクセシビリティの視点の 18 項目により

5 構成されるものとして定義した。

図 19 イギリス金融能力戦略における「金融能力」の定義

知識・スキル	
知識	銀行預金残高証明書の収支を読み取ることができる。 □ インフレ率 5%、利子率 3%の場合には購買力が低下することを理解している。
スキル	□□毎年 100 ポンド貯蓄、利子率 2%の場合の毎年の残高を計算できる。
マインドセット(態度とモチベーション)	
将来への態度	□□明日よりも今日のために生きることを強く否定する。 □□万が一に備えて貯蓄することの重要性を信じている。 □□退職に備えて蓄えをすることの重要性を信じている。
自信と自己効力感	□□お金を管理することに自信を持っている(10 点満点中 8 点以上)。 □□経済状況に神経質になることを否定している。

²⁷ 米国で導入されるジュニア ISA

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr09web.pdf>

	☐ 経済状況を改善するのは無理だと思っていない。
責任を果たす	収支の推移に絶えず注意することの重要性を信じている。 ☐ 比較することの重要性を信じている。 ☐ 衝動買いをしない。 ☐ 多忙により金融資産を整理することができないと思っていない。 友人、家族、パートナーとお金についてオープンに議論している。 ☐☐ 生活に影響することは細かなことでも調整しようと思っている。
情報へのアクセシビリティ	
	☐☐ 金融商品選択に自信を持っている(10 点満点中 8 点以上)。 ☐☐ 過去 7 日間にネットにアクセスした。 ☐ 銀行オンライン取引を喜んで行う。

出所：諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査 参照
<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

5

2016 年には Financial Capability Week を定め、イベントを開催するとともに、金融に対する能力の重要性も喚起している。

10

第 1 回 Financial Capability Week 2016 における主なイベント

11 月 14 日(月)	子ども、若者とお金	子どもにお金の教育をする
--------------	-----------	--------------

	Children, Young People and Money	理由に関する研究をスタートするための、金融教育に関する超党派議員団による議会レセプション。
11 月 16 日 (水)	職場における金融能力 Financial Capability in the Workplace	職場における金融能力に焦点を当てたパネルイベント。それは人材開発専門家(企業内人事担当者)に向けて、スターバックス社、Money Advice Service など 5 つの組織によるプレゼン。
11 月 17 日 (木)	金融能力カンファレンス The Financial Capability Conference	年次金融能力カンファレンス。 午 前 は Financial Capability Strategy、午後はジェンダー、金融に関する自覚、健康やより良い生活などのセッション。

出所：諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査 参照

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

- 5 イギリスの投資信託における歴史を見ることで、現在の日本で利用されている NISA の元となった ISA が 1980 年代の PEP から始まり、1990 年代初頭の TESSA を経て現在の形が出来上がっていることが分かる。また、ジュニア ISA や Financial Capability Week などの取り組みによって、子供の頃から金融商品に触れたり、金融能力の必然性を考えることを習慣化させることが、日本と違った投資に対するイメージを持つことに繋がっていると考えた。

第三節 ドイツの歴史から見る投資信託制度

2000 年におけるドイツ国内で営業されている投資信託はオープンエンド型投資会社を
採用した契約型の投資信託が中心である。アメリカとは異なり会社型ではなく、日本と同
じ契約型の投資信託である。したがって、ドイツでは投資会社は一般投資家から集めた資
金を特別財産として自己の資産（勘定）から分離して保管しなければならなかった。

また運用は投資会社、管理が受託銀行がおこなっており、日本における投資信託の構造
と共通している。

10 1. 歴史

ドイツの投資信託の歴史を概観すると以下の通りである。

1923 年にツェケルシェ資本組合（Zickeertsche Kapitalverein）が設立されているが、
この組織がドイツ初の投資会社である。リスク分配の法則を含む投資理論がドイツで初め
て採用された事例である。

1926 年には、バイエルン投資株式会社が設立されている。その後、1929 年の世界的な金
融危機（世界大恐慌）による相場の大暴落により、ドイツの主要銀行であるベルリン銀行
の倒産によって清算されている。

1930 年には、ドイツ有限登録組合に移管されている。投資会社の法的形態を有限登録組
合（わが国でいうところの権利能力なき社団）とすることで、法人税の支払いを逃れるこ
とが目的である。

1959 年にはドイツ初のグローバルエクイティファンドが登場している。15 ファンドで現
在の価値で 10 億ユーロ相当を管理していた。

1966 年にはドイツで最初の年金基金が発足している。時を合わせて、オープン不動産フ
ォンドも出現している。

80・90 年代に入ると、セクター（産業別・業種別）や新興市場ファンドなど租税軽減措
置を含む商品が主流となってきた。

2. 政策

ドイツの長期金利が大幅低下し、債券価格が大幅に上昇していた 2001 年に、リースター年金 (Riester Rente) が少子高齢化に伴う公的年金給付水準引下げの補完措置として国庫補助と税制優遇がある個人年金 (職域年金への付加的個人年金とすることも可) としてスタートした。これは個人の自助努力による年金であり、加入者自身が所得の一部を拠出するものであるが、国庫補助と税制優遇といった公的支援付きのものである。

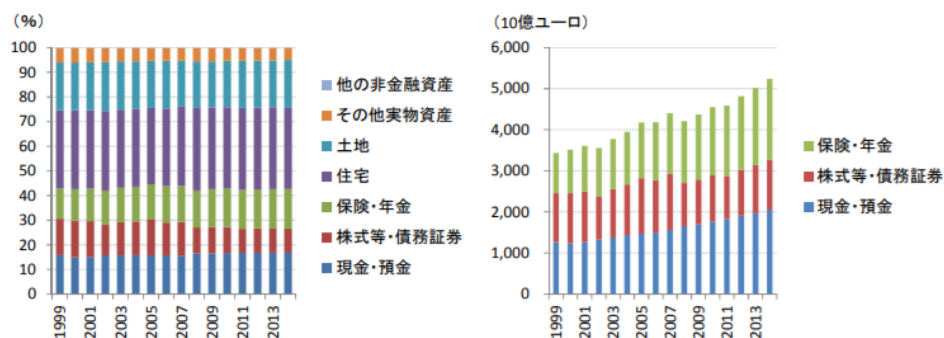
また、家計向けの投資促進に向けた草の根普及啓発活動は、2005 年から本格化した (図 20)。2007 年には Altersvorsorge macht Schule (退職準備学校) も開始しており、全国で多数が参加している。

この年金は、当時の担当大臣の名前をとって「リースター年金」と呼ばれている。個人の自助努力による年金であり、加入者自身が所得の一部を拠出するものであるが、国庫補助と税制優遇といった公的支援付きのものである。リースター年金は、以下のような内容となっている。一人当たり 154 ユーロの国庫補助が付き、子どもには 185 ユーロ (2000 年以降に生まれた子どもには 300 ユーロ) が付加される。高所得者など国庫補助より有利な税制優遇 (所得控除) が適用される場合もある。25 歳未満の加入者には 200 ユーロのボーナスが付加される。年金プロバイダーは、拠出額について元本保証を行うこと。配偶者の死亡の場合には、被保険者としての恩恵を受けることが可能な年金保険タイプの契約が大半を占めるが、2005 年以降徐々に投資信託契約も増加し、2008 年からは、自ら居住する住宅の建築・購入資金向けの制度である住宅リースターも加わった。2000 年代に累次にわたり拠出限度額の引上げが行われたほか、2005 年以降、ドイツ全土での草の根金融教育が広がっている。²⁸

²⁸ 諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組に関する調査研究参照

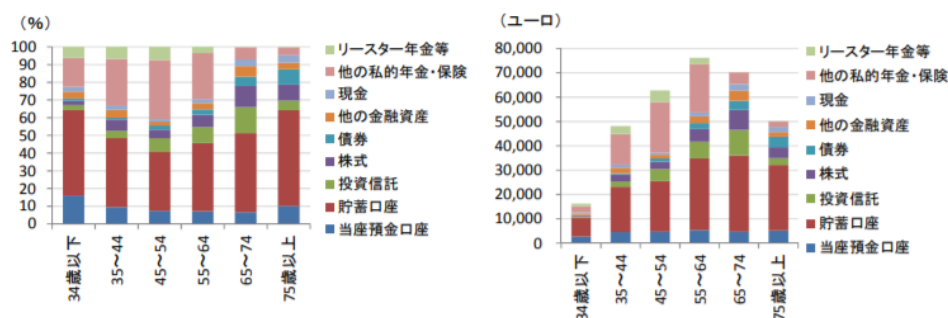
<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

図表 3.4.1 ドイツの家計総資産構成比（左）と金融資産（右）



(資料) Deutsche Bundesbank, "Macroeconomic accounts systems, Balance sheets"

図表 3.4.2 世帯主年齢別の家計金融資産（2014 年、左：構成比、右：総額）



(資料) Deutsche Bundesbank, "Monthly Report, Panel on Household Finance (PHF)" (June 2013, March 2016)

出所：諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組に関する調査研究 参照

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

5

3. 資産構成

ドイツの家計資産のうち、金融資産は4割超を占めており、その傾向は2000年代以降安定している(図表3.4.1)。また、2000年代以降では、有価証券の割合が低下する一方で、年金・保険や現金・預金の割合が上昇している。金額をみても、過去15年間で、現金・預金は約1.7倍の約2.1兆ユーロ、保険・年金は約1.9倍の約2.0兆ユーロまで増加した。その一方で、ITバブルやリーマンショックなどを経たこともあって、株式等・社債等の債務証券などリスク性資産はほぼ横ばいの約1.2兆ユーロにとどまっている。一方で、世帯主年齢別に家計金融資産の構成をみると、任意加入の私的年金であるリースター年金

(Riester Rente) が徐々に浸透しつつあり、40 代の資産形成に寄与しつつある（図表 3.4.2）。今後、リースター年金の普及によって、家計金融資産においては、株式や債務証券などのリスク資産を直接保有するよりも保険・年金などを通じた間接的な保有が拡大する可能性もある。

5

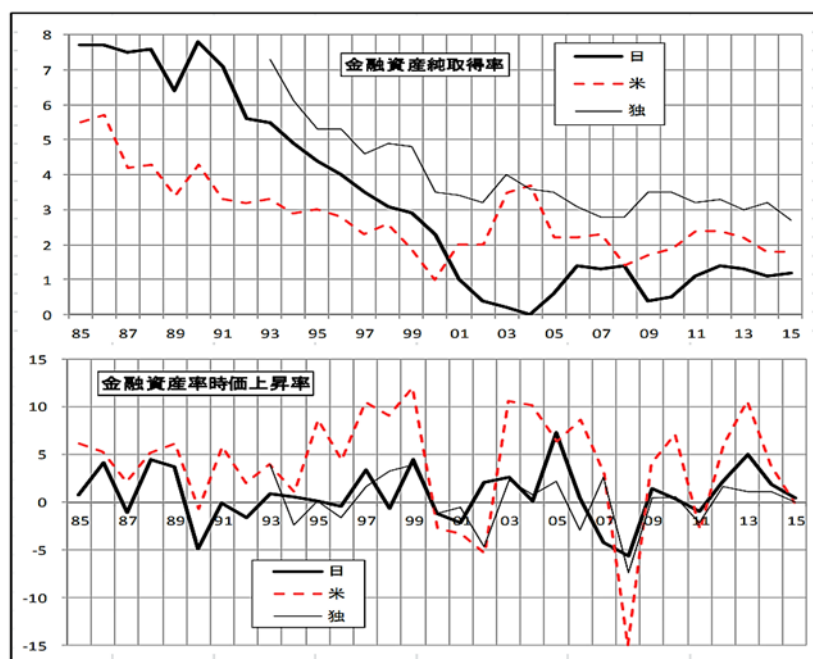
図 20 ドイツにおける投資教育

制度名	Altersvorsorge in acht Schule 退職準備学校	SchulBank-Wirtschaft für den Unterricht 教師と生徒のための銀行・経済の学校	Sparkassen Schulservice 貯蓄銀行学校サービス
実施者	連邦労働社会省、連邦財務省等	Deutscher Sparkassenverlag Stuttgart ドイツ貯蓄銀行出版（シュトゥットガルト）	Bundesverband deutscher Banken ドイツ銀行協会
実施者分類	公共機関（中央政府）	NPO（消費者保護団体を含む）	NPO（消費者保護団体を含む）
訴求対象	若者、成人一般（訴求対象グループ：30～45歳）	子ども、若者（特に教師と生徒）	子ども、若者、成人一般
コンテンツ分野	投資と貯蓄と退職、保証とリスク	銀行口座とお金一般、信用と負債、投資と貯蓄と退職	銀行口座とお金の基本、信用と負債、投資と貯蓄と退職、保証とリスク
場	成人教育センター	教室／大学、自宅、職場	自宅
媒体	リーフレット／プロシユア、印刷ツールキット／ハンドブック、Web、6 コマ12時間コース	リーフレット／プロシユア、印刷ツールキット／ハンドブック、Web、研修コース、生徒コンペティション	リーフレット／プロシユア、印刷ツールキット／ハンドブック、CD-ROM、ゲーム（コンピュータゲーム、ボードゲーム等）、e-ラーニング、研修コース、映画、TV・ラジオ番組
制度概要	「退職準備学校」キャンペーンが2007年スタート、12時間の研修コースにおいて、30～45歳の成人が高齢者の知見（退職向け準備）を学ぶ。研修コースは500か所の成人教育センターで実施されている。2007年には800コースが計画された。	「教師と生徒のための銀行・経済の学校」は、ドイツ銀行協会によって開発されたプログラムであり、20年の歴史を有する。その目標は、若者の経済や金融へのアクセシビリティを高めることである。そのため、①依頼により教師に対して経済、金融リテラシー及びキャリア選択のための教材を提供すること、②学校生徒向け金融リテラシーのコンペ「銀行ゲーム」やフランクフルターアルゲマイネ紙との連携による毎年開催コンペ「若者と経済」といった2大コンペを実施する。1997年以降、200万人を超える生徒や教師がプログラムに参加した。2006年の参加者は20万人を超える。	新旧メディアと多様な活動（教師向け研修）によって、「学校サービス」が若者が社会における役割を果たすことを支援するもの。貯蓄銀行の社会活動の一部として、この枠組みは若者への金融経済教育への貢献を目的としている。このプログラムのトピックスは、株式市場等への楽しい入口を射程としている。2005年、UNESCOの消費者行動と持続可能な家計管理に関する教育に与えられる賞金を授与された。2006年の参加者は12万人である。

出所：諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組に関する調査研究 参照

10 <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

図 21 日米独の家計金融資産純取得率及び時価上昇率の推移（単位：％）



出所：世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題 7 ページ 参照

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1605_01.pdf

5

図 21 は、日本の家計の金融資産純取得率（前年末金融資産残高に対する当年の金融資産純取得額の割合）、および金融資産の時価上昇率（金融資産残高の年間増加額から年間資金フローを差し引いた額（＝価格変化部分）の前年末金融資産残高に対する割合）を米・独と比べたものである。図上段の日本の金融資産純取得率は 1990 年代までは米国を上回

10 っていたが、2000 年代に入ってから 2% 以下に落ち込み、ドイツだけでなく米国をも下回っている。また、図下段の金融資産時価上昇率も米国に比べると著しく低い。1986 年から 2015 年までの 30 年間の時価上昇率を算術平均すると米国の年 3.9% に対し日本は年 0.7% に止まっている。

15

第3章 日本の投資信託における問題点

これまで、日本と海外（米国、英国、ドイツ）の投資信託や金融教育の状況について論じてきた。日本の仕組みや政策を調べ分析し、また、海外と比較することによっていく

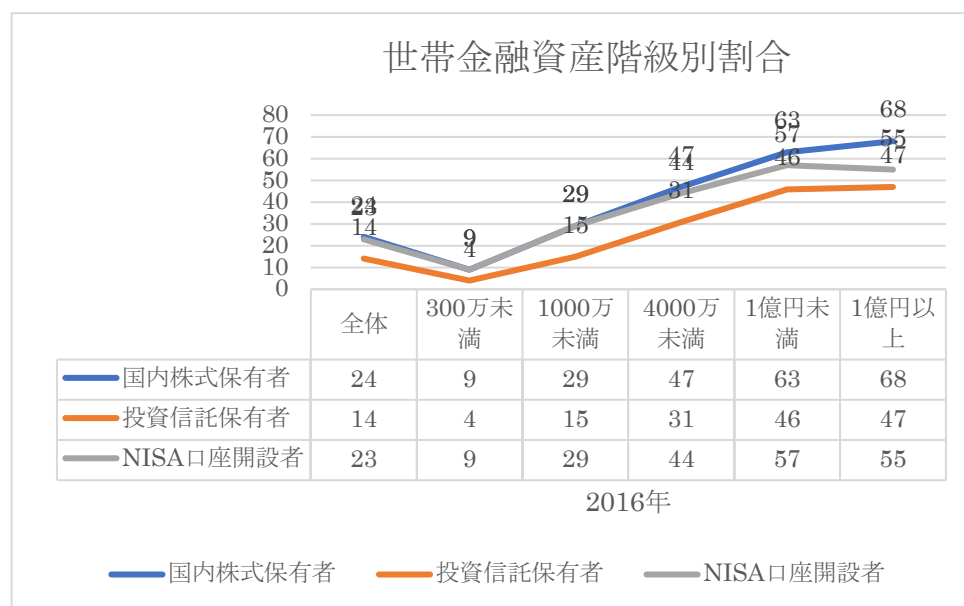
5 つかの問題点が見えてきた。

まず一つ目が、NISA の認知度の低さである。日本の積立 NISA の認知度は日本国民の半分以上が知らないと答えている。国（金融庁）が積極的に推奨している制度ではあるが、日本国民に広く知れ渡っているとは到底言えないであろう。図 X は、各世帯の収入別の金融資産の保有割合である。この結果を見ると、全体では投資信託保有者は 14%、

10 NISA 口座開設者は 23% とかなり低い割合である。アメリカでは投資信託保有世帯が全米世帯に占める割合が 50% に近い数値であり、30% 近い差が出てしまっている。「貯蓄から投資へ」をスローガンに掲げている以上、この割合を上げていくことが必要不可欠になってくる。またこの図から、年収が多い人ほど投資信託や株式を利用していることが分かり、小額からできる NISA を 1000 万未満の収入の家庭に広げる必要があると考えら

15 れる。

図 23 世帯金融資産階級別割合



出所：第9回「NISAに関する意識調査」結果について より著者作成

30 https://www.nomura-am.co.jp/nisa/common/pdf/20160113_64CCD12A.pdf

二つ目は、日本の金融教育の質的・量的な少なさである。一つ目の問題点である認知度の低さの大きな理由でもあるが、日本は他の欧米諸国と比べて金融に関する教育の時間が圧倒的に少ない。まず、海外と日本の金融教育においての大きな違いは、海外では金融教育の大半はパーソナル・ファイナンスと呼ばれる個人がお金を稼ぐ、守る、貯

- 5 蓄・投資する、使う、借りるための知識を教える時間が多く、逆に日本では消費者関連のテーマが高い割合で教えられている一方、「お金の大切さや計画的な使い方」、「働くこととお金」といった生活設計の基礎的な分野の実施が少ないということである²⁹。日本では、消費者として損をしないための教育を行っており、積極的にお金を増やすための教育を行っていない。日本の金融教育においての大きな問題は、根本的な授業時間の不足
- 10 と、金融について教える教員自体の知識不足があると考え。日本では中学や高校では受験に向けての授業が多く、自分の将来についての時間はなかなか割けることができないというのが現状だ。

- 『教育現場では多くの教員の方が金融教育の大切さはわかっているようですが、授業時間が不足しているという状況があったそうです。さらに「生徒にとって理解が難し
- 15 い」ということと「教える側の専門知識が不足している」ために金融教育をおこなうことは難しいと考えている教師も多いようです。教える側の知識という点は、課題としてあるようで、2016年に金融広報中央委員会がおこなった調査によって金融知識、行動特性、考え方をそれぞれ採点したところ、日本は58点だったようです。経済協力開発機構（OECD）に加盟する14カ国の平均は63点で、日本はそれを大きく下回っているよう
- 20 でドイツ（71点）やハンガリー（69点）とも大きくはなされており、日本未満はノルウェー（57点）とポーランド（55点）しかなかったそうです。』³⁰とあるように、日本の教員側の知識は世界平均を下回っており、まずは教える側の知識整備を早急に行う必要がある。イギリスでは、各学校に金融専門のコンサルタントを派遣するなどし、生徒に対して正しい知識を広められるように努めており、まずは教える側の整備が大事だとわか
- 25 る。若い世代は投資信託を選択する割合は少ないが、小学生のうちから段階的な金融教

²⁹ finte「世界と日本の金融教育を徹底比較！日本はどうあるべき？」

<https://www.enigma.co.jp/media/page-11251/>

³⁰ finte「世界と日本の金融教育を徹底比較！日本はどうあるべき？」あなたの金融リテラシーは？ <https://www.enigma.co.jp/media/page-11251/>

育を受けることにより、投資信託を始めてみようというきっかけになるのではないかな。
そして、日本人の中にある、お金儲けの話をするのはタブーという考えを取り払うための仕組みが必要なのではないかな。

3つ目は、手数料が高いことである。投資信託には大きく分けてインデックスファンド（パッシブファンド）とアクティブファンドの2つがある。下の図 24 のように、性質の違う2つの運用方法であるが、銀行や証券会社が積極的に販売しているのは手数料の高いアクティブファンドである。日本では大手銀行や証券会社が絶大な影響力を持っているという歴史からも、アクティブファンドを買わされている投資家が非常に多いという問題がある。実際にアメリカと比べてみると、売れ筋の投資信託は日本ではすべてアクティブファンドなのに対し、アメリカはインデックスファンドである。そのため、手数料でも大きな差が出ており、日本の手数料の高さが際立つ結果となっている。収益率に関しても、日本の投資信託にはマイナスになってものが多くあり、これも日本で投資信託が広まっていない原因なのではないのだろうか。

図 24 インデックスファンドとパッシブファンド

インデックスファンド	アクティブファンド
日経平均株価や TOPIX（東証株価指数）などの指数に連動する	資産運用会社のファンドマネージャーが詳細に銘柄分析をして投資を行う
特定のルールに則ってどの銘柄をどれくらい買うかがコンピューターで算出できるので、運用コストが小さく済む	リターンを追求するために積極的な売買を行うため、売買手数料も大きくなりがち
経済成長の恩恵を受けやすい投資信託	ファンドマネージャーの腕前次第でリターンが決定する投資信託

出所：一億人の投資術 より著者作成

<https://oneinvest.jp/fund-cost/>

第4章 改善と提案

前章では、日本に投資信託が普及していない理由として、投資信託そのものの認知率の低さや日本の仕組みがまだあまり整っていないことがあげられた。日本人の性格として、慎重であり知らないものを恐れて手を出さない傾向がある。そこでどのようにしたら日本人の投資信託に対する不安を取り除き興味を持たせることができるのかを考えることが重要となる。そのためには、教育などで投資信託を文化として定着させる方法と、国の政策などで投資信託のシステム（仕組み）を簡略化して気軽にできるようにする方法の2つがある。子供の頃から投資信託に関する教育を受ける、または、国の積極的な政策があれば、認知率は上がり人々の投資信託への興味も増えると予測できる。この章では、そういった政策や教育方法を考察する。

政策について、私たちは3つ提案したい。一つ目は、「預金から投資信託へ」を実現させる際の障壁の1つであるスイッチングコストを下げる案である。日本の現状を見たところ、現在多くの人々が預金をしていることが分かった。そうした場合、預金から投資信託へと移すのに発生する「費用」「手間」「心配」をなるべく少なくする必要がある。スイッチングコストは大きく「金銭的成本」「物理的成本」「心理的成本」の3つに分類することができる。これらに基づいて、新規利用者を増やすために現在どのような方策が採られているかを分析すると、イオン銀行では、金銭的成本を下げ投資信託の新規利用者を増やすための方法として、投資信託購入時の手数料をWAONポイントで還元するという手法を取っている³¹。楽天証券では、物理的成本を下げるため、投資信託への入金や解約も全てネット上で行うことができるようにしている。これにより、わざわざ銀行などの金融機関へ足を運ぶ必要もなく、スマートフォンからでも操作できる。そのため、物理的成本は銀行のそれと比べても大きな差はないと考えられる³²。

³¹ イオン銀行 投資信託 参照

https://www.aeonbank.co.jp/sp/investment/lp/campaign/170424_01.html?trcd=lc102318835&gcId=EAIaIQobChMInZKc1oGQ3gIViwgqCh21awUNEAAAYASAAEgILOPD_BwE

³² 楽天証券 参照

<https://www.rakuten-sec.co.jp/smartphone/>

心理的コストを下げる手段としてつみたてNISAが上げられる。投資という言葉に対して「リスクがある」「まとまったお金がいる」などのイメージを持っている人が多い。つみたてNISAは少額からでも始めることができるため、心理的コストを下げることを期待できると考えられる³³。このことからわかるように、現在でもさまざまな方法でコストを

- 5 下げる努力がなされている。そこに新たに、会社からの給料の10%を自動的につみたてNISAに入金されるシステムを会社で実施するということを提案する。実際に自分で投資信託を利用することが投資信託に興味を持つ最も早い手段なのではないだろうか。その際の口座開設の手間も会社が負担をすることで、何の気兼ねもなく自然と投資信託に触れることができる。現在は給料の手取額がそのまま自分の銀行口座に入るが、会社のほ
- 10 うから自動的にNISAの口座に入れるようにすることにより、口座振替や新たに口座を開設する手間を省くことができる。その際に会社の負担が大きくなるが、国がサポートすることも重要である。

- このように投資信託をまずは身近なものとして位置付けることが、投資信託の浸透へと繋がると考える。そしてこれらを投資信託会社に任せるのではなく、国の方針として
- 15 会社と手を取り合う必要がある。

- 2つ目は、第3章の問題点でも述べた通り、投資信託の受け皿であるNISAの認知度を上げる案である。今まで考察したことから、NISAによって投資信託を行う際の障壁はそこまで多くないということがわかった。それでも利用者が増えない理由として、根本的に、投資信託自体の認知度が大きな要因だと考えることができる。つまり、認知度を上
- 20 げるための広報方法を考えることが重要になる。そこで私たちは、投資信託を広める手段として、様々なメディアを使って信託会社や運用の専門家をより有名にするという方法を提案したい。用心深いという国民性を持つ日本人にとって、自分の大切な資産を預ける相手を明確に知るということは重要である。また、信託会社の専門家がテレビに出演し知名度が広がれば、投資信託をしたいと思う人が増えるだろう。また、テレビのほ
- 25 かにも、ツイッターやインスタグラム、YOUTUBEなどのSNSを利用してネームバリューのある人が実際に投資信託を行ない、宣伝するという案もある。

³³ 金融庁 NISA とは

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html>

3つ目は、現在日本で主流であるアクティブファンドの手数料を出来高制にする案である。日本では投資信託における手数料が高いという問題があり、第3章でも述べた通り、インデックスファンドとアクティブファンドでは手数料に大きな差異があることを理解しなければならない。証券会社や銀行などの金融機関は、フィデューシャリーデューティーの観点から、顧客を第一に考え、比較的手数料の低いインデックスファンドに変えるというのが望ましい。しかし、証券会社の収益を考えると、すぐに変えるというのは現実的ではないことは明白である。そこで、現状のままで顧客の利益を上げるには、アクティブファンドの手数料の仕組みを考え直すことが現実的であると言える。現在収益率がマイナスになっているのは、投資家の成績に対する手数料が高すぎるというのが原因のひとつである。よって、その投資家の成績に連動して手数料が変動していくような仕組みにすることで、アクティブファンドのままだも収益率が上がる可能性が高いと考察する。

投資信託の教育方法として、私たちは2つの方法を提案したい。1つ目は、小学校のカリキュラムに投資信託という科目を入れる提案である。幼いころから国語や算数と同じように投資信託について学んでいけば、投資信託というものを身近に感じることができ、投資信託をすることが当たり前だという文化を作ることができる。このように、投資信託を文化として浸透させることが大切である。社会のような授業科目として投資信託に関する専門知識を学ぶのもいいが、そのような形式の授業では小学生にとってはまだ難しすぎるかもしれない。なにより小学生が投資信託の授業を楽しいと思わなければ意味がない。簡単、楽しいと思うことが興味に繋がり、その興味が更なる知識の探求を促し、投資信託に関する知識不足の問題を解決するカギになるのである。だから、専門知識は小学生高学年になってから学び、低学年のうちは、小学生が好きな体育や図工の授業に投資信託を交えて楽しく学ぶことが良いのではないだろうか。この段階では知識を学ぶというよりも、投資信託の基本的な型、つまり、自分の資産を多少のリスクはあるが他者に預けて増やしてもらおうという形に慣れさせる必要がある。これに慣れることで、大人になった時に投資信託に対する不安や抵抗がなくなる可能性がある。また、多少のリスクに対する免疫がつくことも期待される。この型が身についた後で、少しでもリスクを減らすために投資信託に関するより専門的な知識を学ぶべきであると感じる。その型に慣れるために体育の授業のように体を動かしながら学ぶ。例えば、複数人の生

徒で何か一對一の勝負を何回もして、最後に各々の合計の勝ち点で競うという状況を作る。勝ち点は教師に預けることができ、教師はその勝ち点を勝つと予想する他の生徒に投資することができる。投資された生徒が勝負に勝つと、元々その勝ち点の持ち主である生徒の勝ち点は増え、負けると減る。預けた勝ち点はいつでも返してもらうことができるが、それが減って0点になっていたら返ってこない。この場合、資産は勝ち点で、信託会社は教師であり、投資家かつ投資先は生徒である。また、預けたら減るかもしれないというリスクもある。このようにすると、スポーツを楽しみながら投資信託と似たような状況を考えることができる。楽しい体育と混ぜ合わせることで投資信託に対するプラスのイメージを持つことができるだろう。そもそも、日本は投資信託を云々する前にお金についての教育もほとんどされてない。これも金融教育が普及していない原因の一つであると考えられる。投資信託の小学校の科目としての導入の提案について前述したが、専門知識を持った指導者の不足という問題も出てくる。この問題の解決案として、教員採用試験で投資信託に関する問題を出題したり、教員が投資信託について学ぶ費用や外部から専門家を雇う費用を賄うための補助金を国が支給したりして、教える側の整備を整えるべきである。投資信託に関する知識が義務教育になり、文化として定着したら、指導者も必然的に増えるだろう。

2つ目はゲームやスマホアプリを利用して投資信託の認知率を高めるという方法である。投資信託のゲームやアプリを流行らせることができれば、一気に若者の興味を引くことができる。例えば、投資信託を行うとキャラクターを取得することができ、預けた資産の変動に伴ってキャラクターのレベルも変わるというゲーム。さまざまなキャラクターを育成しながら疑似的に投資信託をできるため、キャラクターへの愛着とともに投資信託にも親しみを持たせることが期待できる。これによって投資信託の練習になり、認知率も上がるだろう。また、ゲームだけではなく現実の投資信託においても、信託会社が専用のアプリを設け、そこでも投資家がキャラクターを取得できるようにするのも一つの方法であると考える。

おわりに

第1章と第2章で日本とアメリカ・イギリス・ドイツの投資信託の現状を考察することにより、3つの問題点を洗い出した。それは、第3章で論じた「NISA に対する認知度の低さ」「金融教育の僅少さ」「高い手数料」である。そして、これらの問題点に対する解決策を第4章で提案した。認知度の論点においては、金融教育に関しては義務教育に取り入れるという構想を基に、既存の授業科目に投資信託のシステムを採用する目論見や、それに伴い予想される指導者不足について考察した。また、アプリ・ゲームを利用すること、投資信託の専門家をメディアに露出し著名化を図ることなどといった新たな観点からも打開策を論じた。手数料の論点においては、アクティブファンドの手数を出来高制にし、インデックスファンドの手数料との差を縮めることを解決策として導き出した。

冒頭で述べた日本の「空前絶後の低金利時代」の現状を知ることによって私たちは資産形成に対する危機感を抱いた。近い将来、大多数の人たちが身をもってこの危機を体験していくであろう。その際の投資信託のあり方が、これからの日本人の資産形成にとって大きな岐路となることは明白である。われわれの調査研究が投資信託の現状の打破に少しでも寄与し、日本が抱える資産形成の問題を投資信託によって逸早く解決されることを期待する。

20

25

30

参考文献

株式会社アルビノ HP「はじめて個人年金」 参照

<http://www.paci-nenkin.com/bank/2828/>

信託協会 HP「日本における信託の歴史（信託法と信託業法）」 参照

5 https://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/history/trusts_japan.html

投信資料館 HP「投資信託の歴史」より著者作成。

<https://www.toushin.com/beginner/history/>

日本銀行 HP「金融経済統計月報預貯金金利」より著者作成

<http://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/data/sk2.pdf>

10 金融庁 HP「投資の基本」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/knowledge/basic/index.html>

日本 FP 教会「全国の 20 歳以上男女 1200 人に聞いた「老後とお金に関する調査」」より著者作成

https://www.jafp.or.jp/about_jafp/katsudou/news/news_2016/files/newsrelease2016

15 [1128.pdf](#)

投資信託協会 HP「資産運用の必要性」 参照

<https://www.toushin.or.jp/start/why/>

金融庁 HP「NISA の概要」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/overview/index.html>

20 金融庁 HP「NISA の基礎知識」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/knowledge/index.html>

金融庁 HP「つみたて NISA の概要」 参照

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/overview/index.html>

三菱 UFJ 国際投信 「つみたて NISA 認知度調査の結果」より著者作成

25 https://www.am.mufg.jp/text/release_180104.pdf

iFinance 「金融リテラシー」 参照

<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/lifeplan/lif160.html>

金融経済教育を推進する研究会「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」 参照

30 http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf

金融情報サイト「金融リテラシー」より筆者作成

<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/lifeplan/lif160.html>

金融経済教育を推進する研究会「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」より著者作成。

http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf

- 5 金融広報中央委員会 「知るぽると」より著者作成

https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/yoshi.html

事務局説明資料「投資信託の販売チャネル」より著者作成。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160802/02.pdf#search=%

- 10 [27%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E8%B2%A9%E5%A3%B2%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%8D%E3%83%AB%27](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160802/02.pdf#search=%27%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E8%B2%A9%E5%A3%B2%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%8D%E3%83%AB%27)

金融庁「検査・監督改革の方向と課題－金融モニタリング有識者会議報告書－」 参照

<https://www.fsa.go.jp/news/28/singi/20170317-3/01.pdf>

金融庁「検査・監督改革の方向と課題－金融モニタリング有識者会議報告書－」 参照

- 15 <https://www.fsa.go.jp/news/28/singi/20170317-3/01.pdf>

日本銀行調査統計局 2018年8月14日「資金循環の日米欧比較」より著者作成。

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

：「日米の家計資産構成比率の推移をさぐる」より著者作成。

<https://news.yahoo.co.jp/byline/fuwarai/20181018-00100658/>

- 20 一般社団法人 投資信託協会 HP「投資信託の保有状況（1）」より著者作成。

<file:///C:/Users/harad/Downloads/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>

- 25 .pdf

杉田浩治 米国の信託事情 アメリカにおける投資信託制度の概要 149 ページ参照

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

杉田浩治 米国投信の4分の3世紀の歴史から何を学ぶか 5 ページ参照

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

- 30 iFree 大和証券 世界で最初の投資信託より筆者作成

<http://www.daiwa-am.co.jp/ifree/special/column/003.html>

Lotus21 PEP 参照

http://www.lotus21.co.jp/data/news/0311/news031105_01.html

諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査 参照

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

野村證券 用語解説集 参照

- 5 <https://www.nomura.co.jp/terms/english/i/A02208.html>

諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

ニッセイ基礎研究所 行動経済学と確定拠出年金 参照

<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=51891?site=nli>

- 10 米国で導入されるジュニア ISA

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr09web.pdf>

諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた研究調査 参照

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

- 15 諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組に関する調査研究
参照

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

第9回「NISAに関する意識調査」結果について より著者作成

https://www.nomura-am.co.jp/nisa/common/pdf/20160113_64CCD12A.pdf