

平成27年度 証券ゼミナール大会  
第5テーマAブロック

「日本における投資信託の

現状と今後の課題」

関西大学・田村ゼミナールA・小山班

# 目次

	はじめに.....	3
	第1章：投資信託の重要性.....	4
	第1節 投資信託とは何か.....	4
5	第2節 投資信託をめぐる法制度と歴史.....	5
	第3節 投資信託の重要性の高まり.....	6
	第2章：投資信託の現状.....	7
	第1節 日本の投資信託の運用パフォーマンス.....	7
	第2節 諸外国と日本の投資信託との比較.....	10
10	(1) 投資信託保有率.....	10
	(2) 諸外国と日本の投資信託制度.....	12
	(3) 投信残高数.....	13
	第3章：日本の投資信託の問題点.....	14
	第1節 商品の短命化.....	14
15	第2節 投資信託コストが高い点.....	18
	第4章：投資信託の活性化のための方策.....	20
	第1節 確定拠出型年金による投資信託の活性化.....	20
	(1) 確定拠出型年金とは.....	20

(2) 確定拠出型年金による投資信託の活性化方策 .....	24
第2節 投信スーパーマーケットと既存ファンドの育成 .....	29
おわりに .....	32
参考文献 .....	33

## はじめに

日本銀行が2015年9月に発表した資金循環統計によると、我が国の家計の金融資産は1717兆円ある<sup>1</sup>。このうち現金・預金は約50%を占めており、政府が過去10年以上にわたり推奨してきた、貯蓄から投資への移行が進んでいるとは

5 言えない。さらに、少子高齢化の影響から、公的年金受給額減少見込みや、自民党政権化のもとで安倍首相のアベノミクスによる物価2%の上昇が提言されている。こうした状況において、現在の低金利の下では、現金・預金の比率が高い金融資産構成は変化に対応できるものではないと言えるだろう。つまり、

10 中長期的な資産運用がますます求められるようになり、投資信託（以下投信）の必要性が増してきたと考える。しかし、投信大国の米国に比べるとまだまだ日本の投信保有者は少ない上、短期的保有が多い。加えて運用パフォーマンスも米国比べ良いとは言えず、投資家へのリターンが少ない現状である。

以上、投信の現状を踏まえた上で、商品面とコスト面を中心に、投信が家計における中長期投資の中核をなすために解決すべき問題点を考察する。

---

<sup>1</sup> 日本銀行（2015）図表2、2ページを参照。

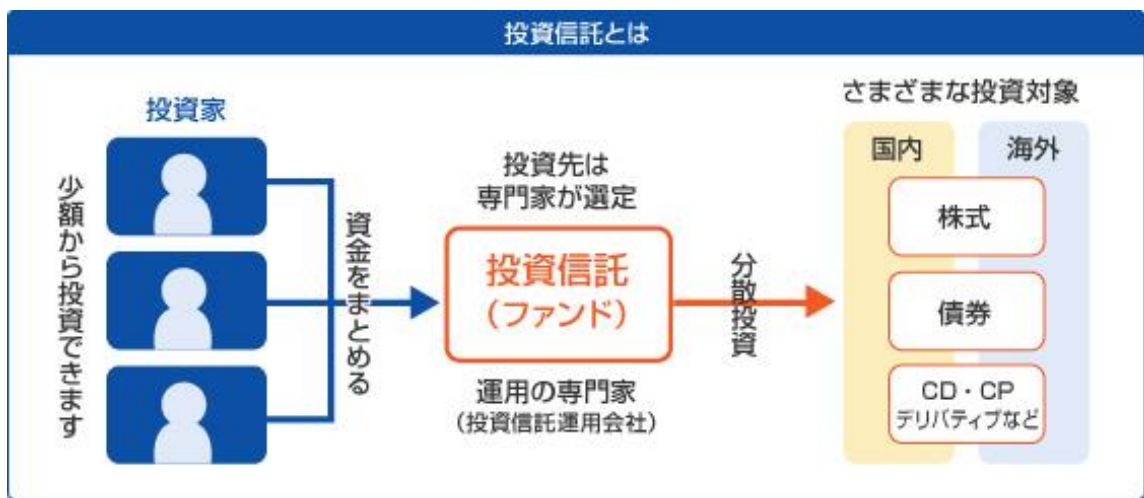
# 第1章：投資信託の重要性

## 第1節 投資信託とは何か

5 投資とは、専門家が投資家から多額の資金を集め、株式や債券などに投資・運用する商品であり、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（図表1）。投資は小口資金を集めて運用するので、分散投資によりリスク軽減が可能になる。また専門家による運用であるため、知識のない個人投資家でも最適なポートフォリオを構築でき、運用のメリットを享受することができる。日々、時価評価に基づいた基準価額が公表されているため、法律に基づくディスクロージャーも充実しており、その透明性が保障

10 されている。

図表1 投資信託とは



出所) 投資信託協会 (2015a) より引用。

15

## 第2節 投資信託をめぐる法制度と歴史

世界初の投信は1868年英国で設立された「フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト」である。その後投信は1920年代に米国に輸入され、ブームを生み出した。一方、日本の投信は1951年から始まっている。

- 5 日本の投信は投資信託法（以下、投信法）とともに拡大している。中でもとりわけ大きな改正は、1998年の日本版金融ビッグバンを目指した金融・証券制度の大改革である。改革の内容は以下図表2の通りである。1998年改正の主旨は、投資家の自己責任性への移行である。

10 図表2 投信法1998年改正の要点

主な改正内容	
1	フリー・フェア・グローバルの原則
2	投信業務参入の自由化や運用規制の撤廃や緩和
3	保護主義から自己責任主義へ移行
4	金融機関の投信窓販の導入
5	約款の承認制から届け出制に改正
6	外部の公認会計士による会計監査制度が導入

出所) 田村威(2014)74～110ページより引用。

- 15 また、2014年には、多様化・複雑化した投信商品に対して、投資家の適切な投資判断を促すためのディスクロージャーも法整備がなされた<sup>2</sup>。改正の内容は以下図表3の通りである。

<sup>2</sup> 田村威(2014)74～110ページを参照。

図表 3 投信法 2014 年改正の要点

主な改正内容	
1	ディスクロージャーの整備
2	運用報告書の二段階化
3	トータルリターン把握のための通知制度導入
4	リスク量の制限

出所) 田村威 (2014)74～ 110 ページより引用。

5

### 第 3 節 投資信託の重要性の高まり

現在、投信の重要性は高まっていると考える。我が国の家計金融資産は 2015 年 9 月時点で約 1717 兆円ある<sup>3</sup>。しかし、家計の金融資産構成は 20 年間ほぼ変化がない。直近では現金・預金が 52% を占めており、株式は 10.6%、投信は

10 5.7% である<sup>4</sup>。米国や欧州圏では投信の割合が高い (図表 4)。2025 年には 65 歳以上が 30% を超え、年金受給年齢の引き上げや給付額の切り下げが見込まれる中、中長期的な資産運用など資産形成への自助努力、すなわち投資の必要性が高まっている<sup>5</sup>。中でも、国内株式のみならず、海外有価証券、債券などへの分散投資ができ、かつ専門家が運用するという機能を兼ね備えた投信が有効

15 であると考え。これは証券市場の活性化にもつながる。近年の株価の上昇により企業の直接金融は増加しているが、家計の資金がさらに証券市場に投入されることで証券市場の活性化が図られ、効率的な資金調達が可能になるだろう。つまり、企業にとっても直接金融への呼び水として投信の重要性が高まっている。

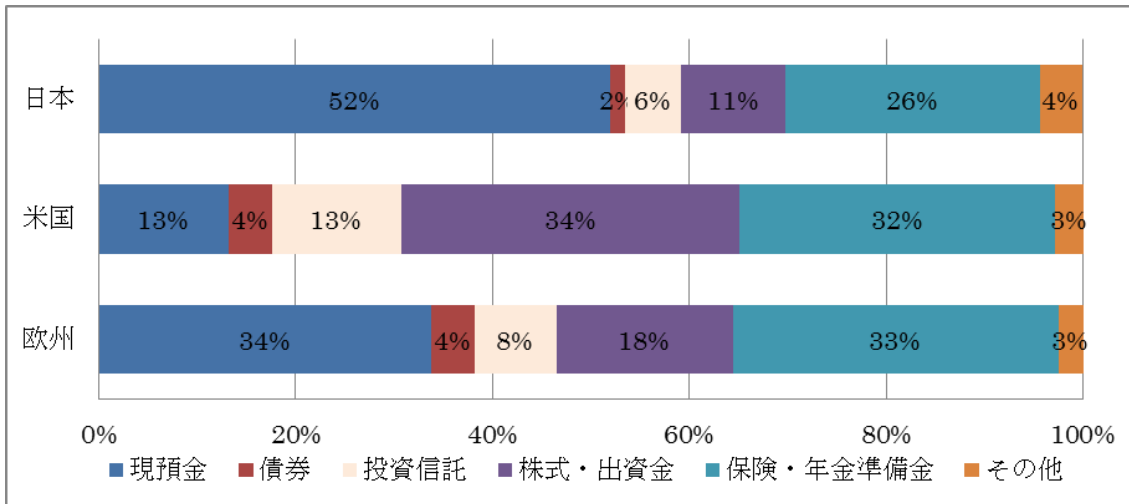
20

<sup>3</sup> 日本銀行 (2015) 図表 2、2 ページを参照。

<sup>4</sup> 同上を参照。

<sup>5</sup> 野村総合研究所 (2015) を参照。

図表 4 日欧米の家計の資産構成



出所) 日本銀行 (2015) 図表 2、2 ページより引用。

5

## 第 2 章 : 投資信託の現状

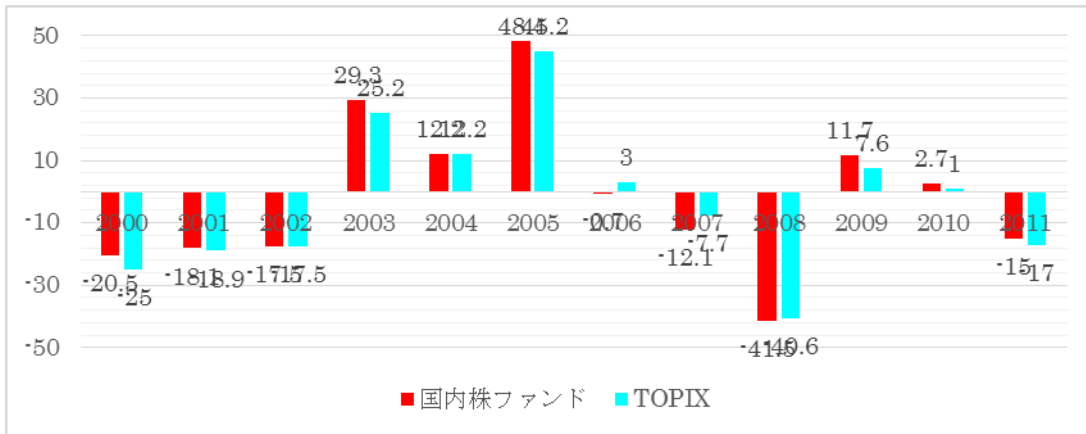
### 第 1 節 日本の投資信託の運用パフォーマンス

10 ファンドの運用パフォーマンスの測定は、単にリターンを測定するだけでは十分とは言えず、他のファンドと比較してどうかということが重要である。そこで、運用の目標基準やパフォーマンスの評価基準を示したベンチマークとの比較する運用パフォーマンスを見ていきたい。投信のベンチマークは一般的な「指数」（日本は TOPIX、米国は SP500）が主に使われている。

15 日・米の国内ファンドの平均パフォーマンスは概してベンチマークの動きを上回っており、2000～2011年の平均収益率をとると、日本は国内株ファンド -1.8%・東証株価指数が -2.7%、米国は国内株ファンドが 4.5%、SP500 が 2.4%となる（図表 5・6）。この期間、我が国ではリーマンショックや東日本大震災の影響で株価が暴落しており、収益率がマイナスとなった。



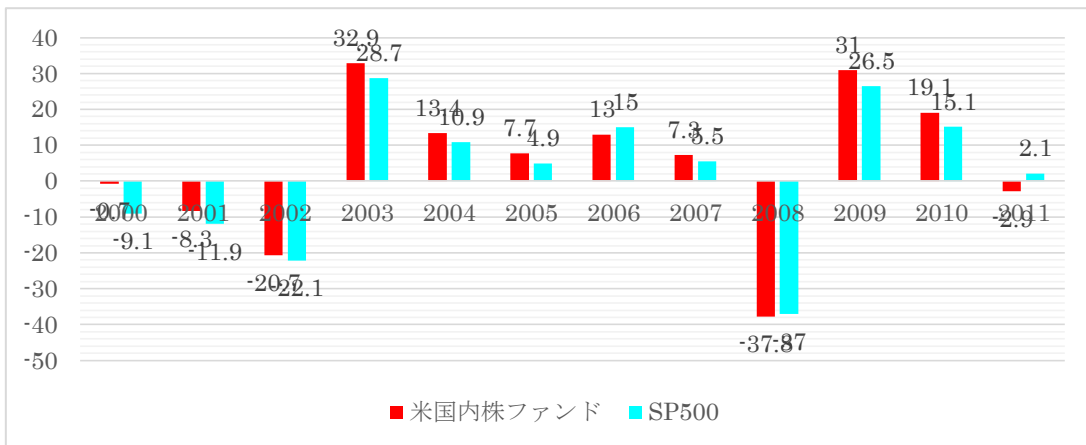
図表5 日本国内株ファンドと東証株価指数の騰落率



出所) 杉田浩治 (2012a)11 ページより引用。

5

図表6 米国国内ファンドと SP500 の収益率



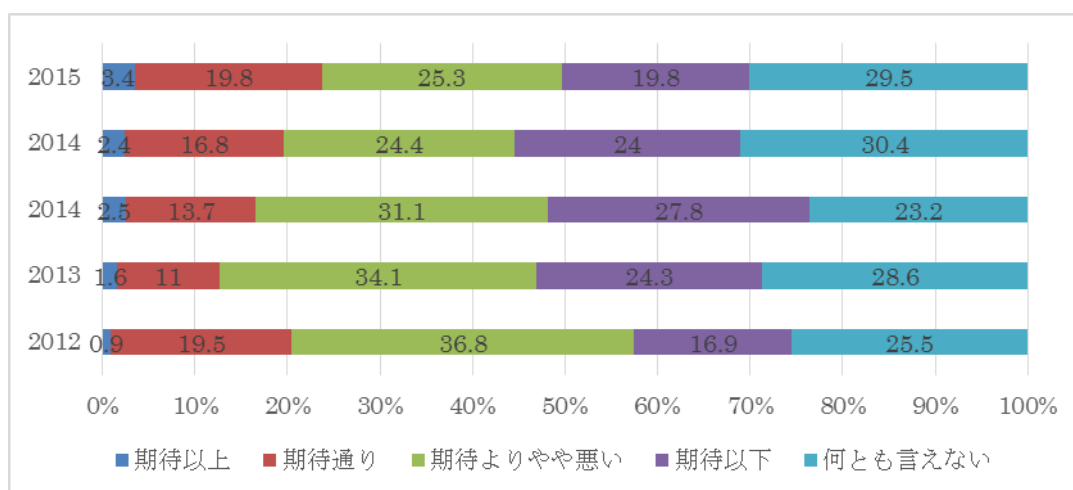
出所) 杉田浩治 (2012a)11 ページより引用。

- 10 また、投信保有者を対象としたアンケートによると運用実績の評価を「期待した以上だった」は 3.4 %、「期待通りの実績だった」は 19.8 %であり、これらを合わせた“期待以上”は 23.2 %である。一方、「期待していたよりもやや悪かった」は 25.3 %、「全く期待はずれだった」は 19.8 %であり、これらを合わせた“期待以下”は 45.1 %とほぼ半数を占め、“期待以上”を大きく上回っ

ている（図表7）<sup>6</sup>。つまり、投資家が運用パフォーマンスに満足しておらず、パフォーマンスが悪いことを示している。

5 日本の投信が米国に比べ発展せず運用パフォーマンスが悪い要因はリーマンショック等の外部要因による株価の下落や低金利などの影響が大きかった点である。図表6からもわかるように米国でも2008年代は収益率がマイナスに落ち込むなど、外部経済からの影響は世界各国の共通課題であるが、図表5と6を比較しても、日本の方が下落率は比較的大きく、回復も遅い。

図表7 我が国における投資信託の運用実績評価



10

出所) 投資信託協会(2014)39ページより引用。

<sup>6</sup> 投資信託協会(2014)39ページを参照。

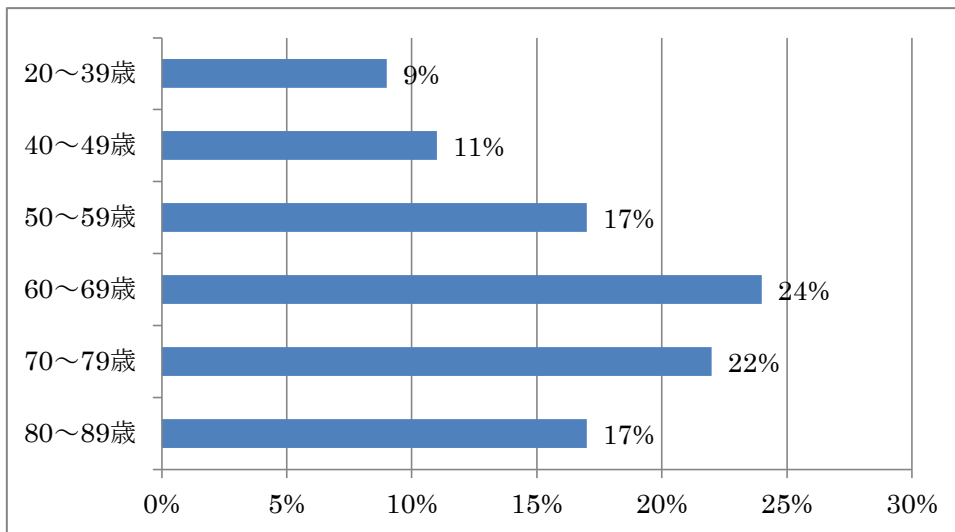
## 第2節 諸外国と日本の投資信託との比較

### (1) 投資信託保有率

我が国の家計の投信の保有率は7.7%となっている<sup>7</sup>。米国では投信の保有率は44%となっており、全世帯の家計の保有率は大きく差が開いている<sup>8</sup>。日米の投信保有率を比較すると、米国は65歳未満の保有率が6割以上と高く（図表9）、一方日本では、60歳以上の保有率が約6割と高い（図表8）。老後の資産構成の観点から考えると、米国の保有構造の方が自助努力のニーズが高いと言える。つまり、我が国では、投信が中長期的な資産運用の中核を果たせていないと考える。

10

図表8 日本の年齢別投信保有割合



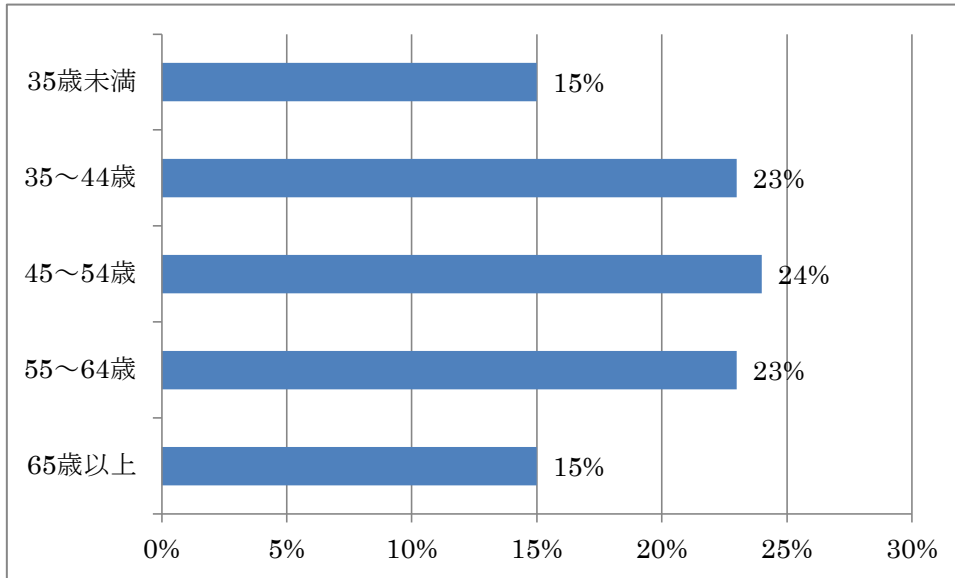
出所) 日本証券業協会(2012)51ページより筆者作成。

15

<sup>7</sup> 日本証券業協会(2012)51ページを参照。

<sup>8</sup> ICI(2012)4ページを参照。

図表9 米国の投信年齢別保有割合



出所) ICI(2012)4ページより筆者作成。

5

家計の保有率が低い原因の1つに、投信の目的が定まらず、長期の資産運用に活かしていない点が挙げられる。図表10によると、投信の購入理由として特に目的がなく投資しているが3割以上を占めている。米国では6割以上が老後の資金の備えとして投信を購入している。しかし、日本では3割しか老後資金のためとしか回答していない。以上から、我が国で投信を普及させるには家計に明確な保有目的を持たせる必要があると考える。

10

図表10 個人投資家の投資信託の購入目的

日本		米国	
特に目的はないが資金を増やしたい	36.70%	退職後の資金	64%
老後の生活資金	30.40%	不時に備えて	9%
資産のリスク分散	17.70%	教育資金	9%
経済の勉強のため	13.5%	現在の収入の補完	5%
子供または孫の教育資金	8.4%	節税	5%
レジャー資金	5.4%	住宅または高額商品購入	5%
住宅資金	1.7%	その他	3%

出所) 投資信託協会(2014)「投資信託に関するアンケート調査報告書」、重複

- 5 回答、上位項目のみ掲載、米国はICI(2014)「Profile of Mutual Fund Shareholders」、主たる目的は何かへの回答より引用。

## (2) 諸外国と日本の投資信託制度

- 10 投信の制度(ファンドの形態)には、信託契約等に基づいて運営される契約型と株式会社に類似した形で運営される会社型がある。米国では会社型が採用されており、最近の傾向としては英国が90年代後半から会社型も導入するなど、会社型が世界的に主流になりつつある。これに対し、日本は契約型である委託者指図型投信を主流となっている。この制度は、委託者(運用会社)と受託者(受託銀行)が信託契約を締結し、生じた受益権を分割して受益証券を発行し、
- 15 販売会社を通して受益者(投資家)に取得される仕組みとなっている<sup>9</sup>。次の図表11は、制度と税制の海外比較をまとめたものである。

<sup>9</sup> 杉田浩治(2014a)を参照。

図表11 投資信託の国際比較

制度	日本	米国	欧州
	契約型	会社型	両形態が主流
	追加型が主流	追加型	追加型が主流
ファンド段階における税制	利益留保可能(非課税)	利益留保不可能(課税)	英国、ドイツ、フランスは留保可能
投資者段階における税制	株式投信は株式並み	収益の源泉別	国によって大きく異なる

出所) 杉田浩治 (2014b) 9 ページより筆者作成。

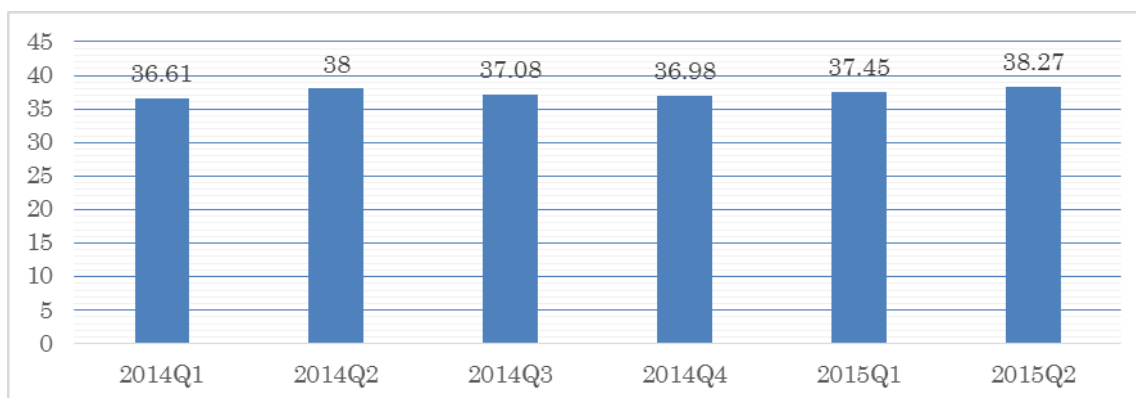
5

### (3) 投信残高数

投資信託協会によると、2015年6月末時点で米国の投信残高数は約18兆ドルあり世界最大のシェア率を誇る「投信大国」と呼べる。一方、日本は約1兆ドルと投信残高数は米国に比べ低い(図表12・13)<sup>10</sup>。

10

図表12 世界全体の投資信託残高(兆ドル、四半期末) 2015年6月末時点



出所) 投資信託協会(2015b)1ページより引用。

<sup>10</sup> 投資信託協会(2015b)1～2ページを参照。

図表13 投資信託残高上位10か国 2015年6月末時点

	国名	残高(10億ドル)		国名	残高(10億ドル)
1	米国	18,222	6	英国	1,662
2	ルクセンブルク	3,691	7	オーストラリア	1,587
3	アイルランド	2,078	8	日本	1,263
4	フランス	1,897	9	中国	1,120
5	ドイツ	1,831	10	カナダ	975

出所) 投資信託協会(2015b)2ページより引用。

5

## 第3章：日本の投資信託の問題点

### 第1節 商品の短命化

我が国の投信は売れ筋が短命で次々入れ替わる。一方、米国では設定年から20年以上など、長期にわたり資産残高を拡大し最大手ファンドとなる「ロングセラー」が存在することが大きな違いとして挙げられる<sup>11</sup>。

投信の人気商品が短命なのは、我が国において長期保有が推奨されていなかったことが原因であると考え<sup>12</sup>。原因は金融機関における投信の販売方法のスタンスに問題があったからである。金融機関側の販売方法として投資家に対し、毎月分配型の人気商品を2～3年で入れ替えるように推奨してきたことが指摘されている<sup>13</sup>。投信の平均保有年数からも、日本の投信保有年数は欧米に比べ短いことがうかがえる(図表14)<sup>14</sup>。

こうした理由として、1つ目に顧客層に高齢者が多いことが挙げられる。基本的に高齢者は長期の資産運用を目的としていないため、毎月分配金を得られ

<sup>11</sup> 野村亜紀子(2012)1ページを参照。

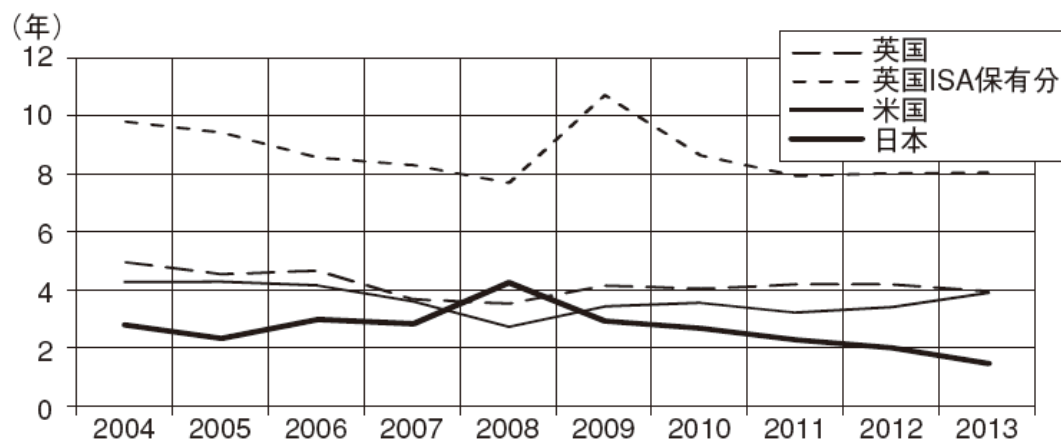
<sup>12</sup> 二上季代司(2015)1～4ページを参照。

<sup>13</sup> 日本経済新聞(2013)および金融庁(2014)86～87ページを参照。

<sup>14</sup> 二上季代司(2015)1～4ページを参照。

る商品設計に魅力を感じやすかったことが考えられる<sup>15</sup>。2つ目に販売手数料目当ての商品の推奨である。毎月分配型ファンドは比較的販売手数料が高く、これを積極的に販売したことで、2011年の毎月分配型のシェアは全体の65%程度にまで高まった(図表15)<sup>16</sup>。金融庁はこうした投信の販売方法に対し難を示してしている。このような高コストの商品を乗換運用する販売方法に従って長期投資した場合、投資家リターンが減少するケースがあり、商品の短命化とそれに伴う保有期間の短縮化は、投資家にとって不利益である(図表16)<sup>17</sup>。

図表14 日欧米の投信平均保有年数



(注) 平均保有期間は(年間平均残高/年間解約額)により算出した。年間平均残高は前年末残高と当年末残高を平均した簡便計算値を用いた。日本は解約額に償還額を含む。英国はデータの制約上全ファンドの平均である。

出所) 杉田浩治(2014a)図表3、10ページより引用。

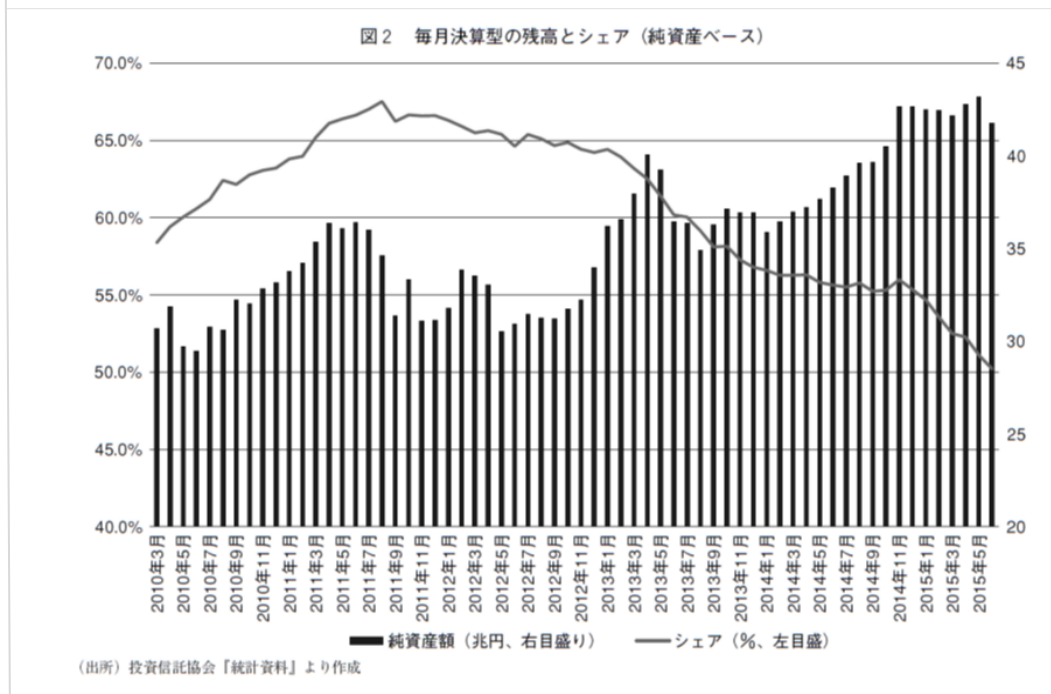
<sup>15</sup> 二上季代司(2015)1~4ページを参照。

<sup>16</sup> 2013年後半から現在にかけては、毎月分配型ファンドのシェアは低下している。これは、毎月分配型にかわってファンド・ラップが増加しているからである。しかしファンド・ラップは最低預かり金額が300万円程度と他の投信に比べ高く、また手数料など預かり資産に対する実質的なコストは高いことが指摘されている。二上季代司(2015)を参照。

<sup>17</sup> 金融庁(2014)88~93ページを参照。



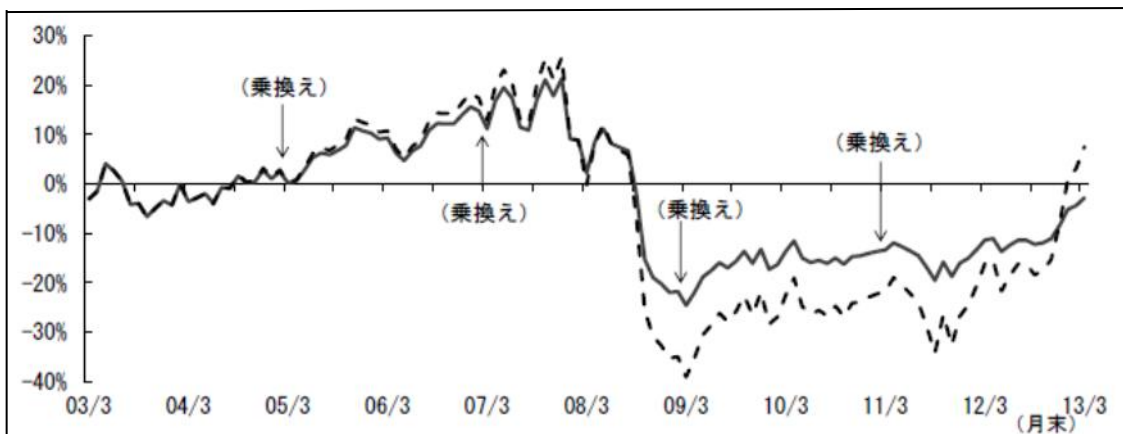
図表15 毎月決算型の残高とシェア



出所) 二上季代司 (2015)5 ページより引用。

5

図表16 人気商品の乗換運用による投資家リターンの推移



出所) 金融庁 (2014)88 ページより引用。

一方、米国では、投資家側が運用実績のある商品を購入することが多く、運用会社側も既存商品を大事に扱うことが根付いていると考えられる<sup>18</sup>。米国では投信の総ファンド数が7000本台に推移しているのに対し、日本では9000本台にまで膨れ上がっている<sup>19</sup>。つまり、我が国の運用会社が新商品頼みの運用を行い、既存商品の育成を図っていないことが原因であると考えられる。図表17・18は2011年の日米の純資産上位ファンドのランキングである。日本では5年前の上位10本のうち3本しか残っていないが、米国では7本もランキング上位にある。米国ではロングセラーとして長期資産運用中核となるファンドが存在している。しかし、日本では人気ファンドが短期間のうちに入れ替わり、米国と違って資産形成の中核となるファンドが存在していない<sup>20</sup>。以上から、我が国でも中長期の資産運用の中核となるロングセラー商品が必要であり、20代から50代の長期投資ニーズに適合した商品設計と販売方法が求められる。

図表17 日本純資産上位ファンド 2011年11月末時点（青の部分が5年前から残っているファンド）

カテゴリー	ファンド名	決算回数	純資産額(億円)
国際債券型	グローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)	毎月	19,176
国際債券型	短期豪ドル債オープン(毎月分配型)	毎月	11,589
国際債券型	ハイグレード・オセアニア・ポンド(毎月分配型)	毎月	9,054
国際債券型	野村・G・ハイ・イールド債権(資源国通貨毎月)	毎月	8,247
国際債券型	新光US-REITオープン	毎月	6,462
国際REIT型	ラサール・グローバルREIT(毎月分配型)	毎月	6,387
国際REIT型	ピクテ・グローバル・インカム株式(毎月分配型)	毎月	6,298
国際株式型	ブラジル・ポンド・オープン(毎月決算型)	毎月	6,192
国際債券型	(通貨選択)新興国債券(リアル)(毎月)	毎月	6,016
バランス型	財産3分法(不動産・債権・株式)毎月分配型	毎月	5,023

出所) ISFJ 政策フォーラム (2013)12 ページより引用。

<sup>18</sup> 杉田浩治(2015a)を参照。

<sup>19</sup> 同上を参照。

<sup>20</sup> ISFJ 政策フォーラム (2013)12 ページを参照。

図表18 日本純資産上位ファンド 2011年11月末時点（青の部分が5年前から残っているファンド）

カテゴリー	ファンド名	決算回数	純資産額(億ドル)
米国投資適格債	PIMCO Total Return Instl	毎月	2,415
米国株大型ブレンド	Vanguard Total Stock Mkt Idx Inv	四半期	1,648
米国株大型グロス	American Funds Growth Fund of Amer A	年1回	1,284
米国株大型ブレンド	Vanguard 500 Index Investor	四半期	1,016
米國中長期債	Vanguard Total Bond Market Index Inv	毎月	990
ユーロ株大型ブレンド	American Funds Euro Pacific Gr A	年1回	942
米国株大型ブレンド	Vanguard Institutional Index Instl	四半期	925
米国株大型グロス	Fidelity Contrafund	年1回	738
グローバルバランス	American Fund Capital Inc Bldr A	四半期	737
グローバル株式	American Funds Capital World G/I A	四半期	682

5 出所) ISFJ 政策フォーラム (2013)12 ページより引用。

## 第2節 投資信託コストが高い点

投信にかかるコストには2種類存在する。まず、購入時にかかる手数料が「販売手数料」がある。注意すべきは、同じ投信でも販売会社によって手数料率が異なる点である。そして、保有期間中にかかる手数料が「信託報酬」である。純資産額に対する年間の比率で示し運用会社を中心とした金融機関に支払う報酬である。『Global Fund Investor Experience June 2015』によると、日本は手数料や法整備などの総合評価において「C-」という低い評価を受けている（図表19）。その評価要因の一つが投信コストの高さである（図表20）<sup>21</sup>。

15 『ファンドを保有し続ける限り継続的に基準価額から差し引かれるエクスペンスレシオ（我が国の信託報酬にほぼ相当）について、資産クラスごとの純資産額加重での平均値比較が行われた。これを見ると、日本は国内籍の債券型ファンドが1.51%と、カナダと台湾と並び最も高い水準となっているほか、株式型が1.65%、バランス型が1.40%などその他の資産クラスは平均的な水準にとどまり、コスト競争力は目立っていない』<sup>22</sup> という見解である。

20

<sup>21</sup> モーニングスター（2015）を参照。

<sup>22</sup> 坂本浩明（2015）より引用。

図表19 グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンス（GFIE）よる総合評価

A	韓国	米国		
A-	オランダ	台湾		
B+	英国			
B	スウェーデン			
B-	オーストラリア	デンマーク	フィンランド	ノルウェー
C+	カナダ	ドイツ	インド	タイ
C	ベルギー	フランス	香港	シンガポール
C-	イタリア	日本		
D+	中国			

5 出所) 坂本浩明 (2015) より引用。

図表20 各国債券型ファンド平均信託報酬

	0.60%以下	0.60%超	0.85%超	1.00%超	1.15%超	1.3%超
日本						
ベルギー						
豪州						
カナダ						
中国						
フランス						
ドイツ						
韓国						
オランダ						
南アフリカ						
スウェーデン						
英国						
米国						

出所) 坂本浩明 (2015) より引用。

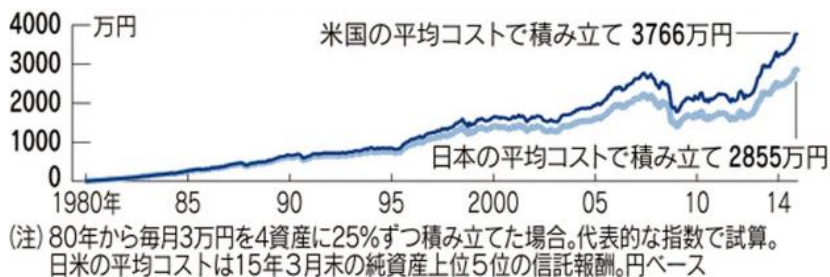
10

図表20からわかるように米国と比較しても残高上位5位の信託報酬の平均は米国が年0.28%なのに対し、日本は1.52%もある<sup>23</sup>。信託報酬は保有期間中かかり、長期では運用成績の下押し要因となる。国内投信を見てみると、投信コストが高く、米国と日本の長期的な積立で大きく差が出ていることが分かる

<sup>23</sup> 日本経済新聞 (2015c) を参照。

(図表21)<sup>24</sup>。つまり、我が国のコストの高さは長期の資産運用商品として投信を活性化させるためには問題点になっていると考える。

図表21 国内外株式や債券に積立投資（日本株・日本債券・外国株・外国債券）



5

出所) 日本経済新聞(2015c)より引用。

## 第4章：投資信託の活性化のための方策

### 第1節 確定拠出型年金による投資信託の活性化

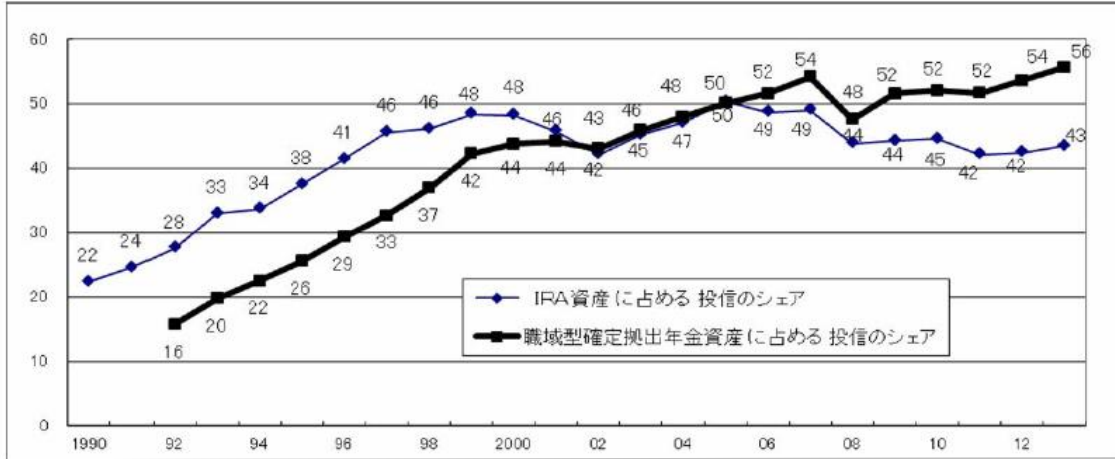
#### 10 (1) 確定拠出型年金とは

以上の現状から我々は、日本の投信に対して、商品が短命である点と投信コストが高い点を問題として指摘した。これについて、我が国の投信の活性化に際し、確定拠出型年金を取り入れる案を提案する。米国や英国など投信の海外残高ランキングには、確定拠出型年金またはそれに類似した制度を採用し、結果を出している国が上位に入っている。投信残高1位の米国では、確定拠出型年金の資産運用のうち約50%が投信である。さらに、米国の全投信残高の40%を確定拠出年金が占めている(図表22・23)。そこで、日本も同じく確定拠出型年金を利用し、投信を活性化させることを提案する。

20

<sup>24</sup> 日本経済新聞(2015c)を参照。

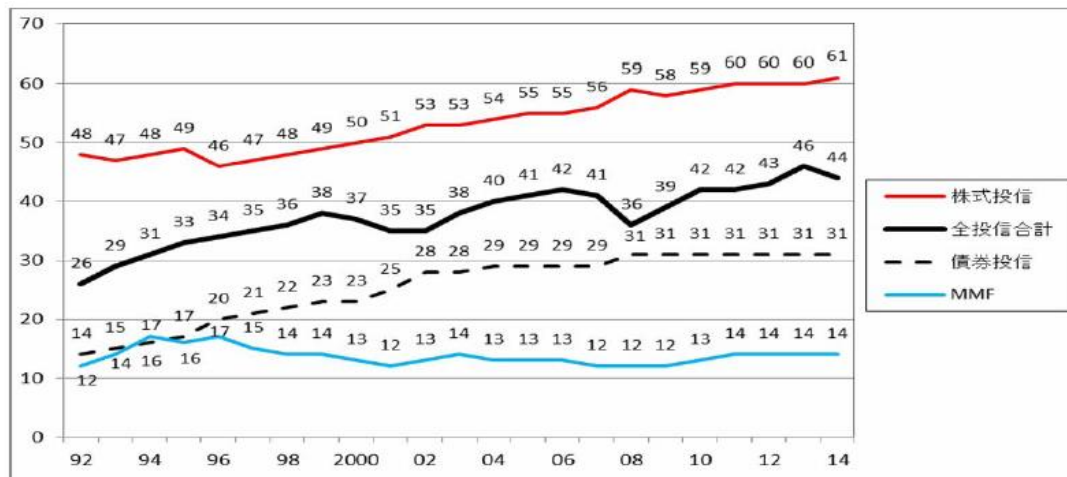
図表22 米国確定拠出年金資産のうち投信で運用されている割合（単位：％）



出所) 杉田浩治 (2015a)13 ページより引用。

5

図表23 米国投信残高を占める確定拠出年金の割合（単位：％）



出所) 杉田浩治 (2015a)13 ページより引用。

10

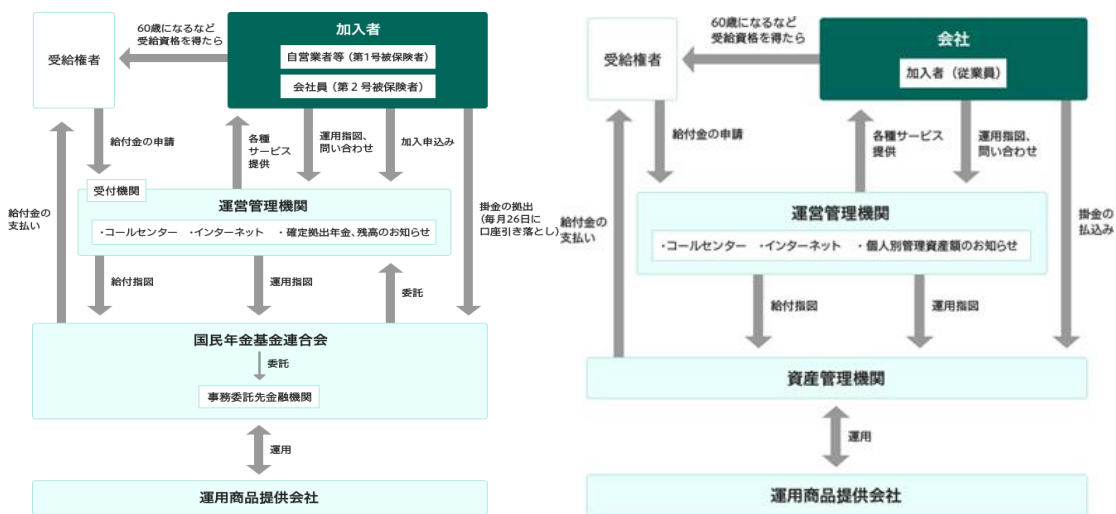
もちろん我が国においても確定拠出年金制度は導入されている。

現在、企業年金制度には2種類ある。従来型の確定給付型年金と2001年施行の確定拠出型年金がある。従来の確定給付型は将来の給付額が保障されている。

一方で確定拠出型年金は、将来の給付額が確定しておらず、個人の運用結果で給付額が決まる。つまり、自己責任型の年金制度である。

確定拠出型年金には2種類あり、個人型と会社型に分けられる（図表24）。個人型の場合、加入者は掛金額を自ら定めた分だけ毎月拠出し、運用する商品を選択し運営管理機関に通知する。一方企業型の場合は、企業が制度内容を決め資産管理機関に掛金を拠出し、従業員が運用する商品を選択し運営管理機関に通知する仕組みである。特徴として、自分で運用する自己責任型を取り、運用の結果次第で将来の給付額が決まるものである。また、給付開始年齢は60歳であり、加入者の自己責任投資となるため、法律上事業主に対して投資教育等の努力義務が課せられている。投資教育の方法として、ビデオや資料、説明会等で実施され、加入者から質問や照会があった場合速やかに対応するようになっている<sup>25</sup>。現在企業型では530万人加入している<sup>26</sup>。

図表24 確定拠出型年金の仕組み



出所）三井住友海上（2015）より引用。

<sup>25</sup> 厚生労働省（2014a）21 ページを参照。

<sup>26</sup> 厚生労働省（2015a）を参照。

現状、日本の年金給付水準はOECD先進諸国でも低い水準となっている（図表25）<sup>27</sup>。したがって、私的年金の必要性は海外諸国よりも高いと考えられる。しかし、私的年金の加入については我が国では任意であり、個人型の確定拠出型年金の加入者数は約20万人程度である<sup>28</sup>。一方、海外諸国では自動加入や強制加入の動きが加速しており、日本は遅れをとっている（図表26）。将来の人口構造から見ても、日本は2050年には1.4人で高齢者一人を支えることとなり、将来の年金給付水準はより一層低くなることが予想される<sup>29</sup>。つまり、私的年金である確定拠出型年金の必要性はより一層高まると考える。

10 図表25 OECDによる先進諸国の年金給付水準の比較

国名	アメリカ	イギリス	カナダ	オーストラリア	ドイツ	フランス	スウェーデン	デンマーク	日本
義務加入年金の所得代替率	38.3	32.6	39.2	52.3	42	58.8	55.6	78.5	35.6
うち、公的年金	38.3	32.6	39.2	13.6	42	58.8	33.9	30.6	35.6
うち、義務的な私的年金	-	-	-	38.7	-	-	2.7	47.9	-
40-65%をカバーする私的年金	37.8	34.5	33.9	-	16	-	-	-	-
公的年金の保険料率(2012)	労 4.2% 使 6.2%	労 12.0% 使 13.8%	労 5.0% 使 5.0%	(租税財源) -	労 9.8% 使 9.8%	労 6.8% 使 9.9%	労 7.0% 使 11.4%	(租税財源) -	労 8.4% 使 8.4%

出所) 厚生労働省 (2014a)22 ページより引用。

<sup>27</sup> 厚生労働省 (2014a)22 ページを参照。

<sup>28</sup> 厚生労働省 (2015a) を参照。

<sup>29</sup> 杉田浩治 (2015b)19 ページを参照。



図表26 DC型強制加入・自動加入方式の海外比較

国名	内容
チリ	① 強制加入(全被用者) ② 税込給与の10%を個別口座へ ③ 950万講座の資産残高はGDPの60%にもあたる1660億ドル
オーストラリア	① 強制加入(全雇用者・スーパーアニューションと呼ばれる独自DC型は8割) ② 給与の9.5%(2019年度に12%に引き上げ) ③ 残高1.93兆ドルで個人金融資産の比率は49%に達する
イギリス	① 自動加入(脱退可・年金受給額開始年齢に達していない被用者全員) ② 給与の最低1%(2018年度に8%になる。しかし、うち雇用者は3%) ③ 脱退率は8%と低い
アメリカ	① 自動加入(脱退可・全従業員) ② 2012年資産残高10億ドルの401kにおいては43.7%が自動加入方式採用
日本	① 任意加入 ② 確定拠出型年金の加入率は給付型と比べ約3割(企業型) ③ 個人型は著しく低い

出所) 杉田浩治 (2015b)3～5 ページより筆者作成。

5

## (2) 確定拠出型年金による投資信託の活性化方策

以上のように、日本の私的年金の活用は急務であり、グローバルスタンダード水準の制度改革が必要である。さらに、投信の課題である「商品の短命化」「高い手数料の問題」を解決する手段として、働く全国民に対し、個人型の確定拠出型年金に満20歳で自動加入する方策を提案する。申請すれば脱退もできる「自動加入・オプトアウト方式」を採用し、年金の資産運用をほぼ義務化する。さらに、拠出期間を最低20年に設け最長40年の満60歳支給にする。これにより、投信の運用に「老後の資金形成」という目的を持たせ、60代以下の保有者を増加させる。

15 方策の仕組みと流れは次の通りである(図表27)。

1) 国民基金連合会がイニシアティブを取り、会社の従業員が満20歳となった場合、自動的に確定拠出型年金(企業が確定拠出型年金を取り入れていない場合は個人型)に加入し、事業主(もしくは個人)は毎月給与の1%以上を拠出する。

2) 加入者は入社と同時に投資教育を受け、投信などの仕組みや商品について詳しく説明を受ける。そして、確定拠出型年金の口座を開き、1年間はリスク保証型投信に投資する。

5

3) その後は企業が設定している商品から投資先を選び、投資することができる。

4) 最初の1年が経過した後は脱退が可能となる。脱退するには、「従業員ではなくなった場合」「給与の1%以上の拠出ができなくなった場合」などの脱退条件を満たすこととする。ただし、加入1年後時点のみ、制度が自分に合わないと判断した場合、無条件で脱退可能とする。途中脱退の場合は、脱退時の時価で投資信託は売却される（ただしこの場合の売却益は課税対象となる）。また、再加入も可能とし、拠出期間は最低20年から最高40年とする。

10

5) 2年目以降はマッチング拠出が設定できる。

6) 運用を指図しなかった場合、ヒアリングシートによる聞き取りを行い、リスク許容度にあわせた確定拠出型年金向け商品に自動的に投資される（図表29）。

15

7) 満60歳になると受給資格を得られる。今までの運用結果に応じて受給額が決まり、毎月年金を受け取れる仕組みである。

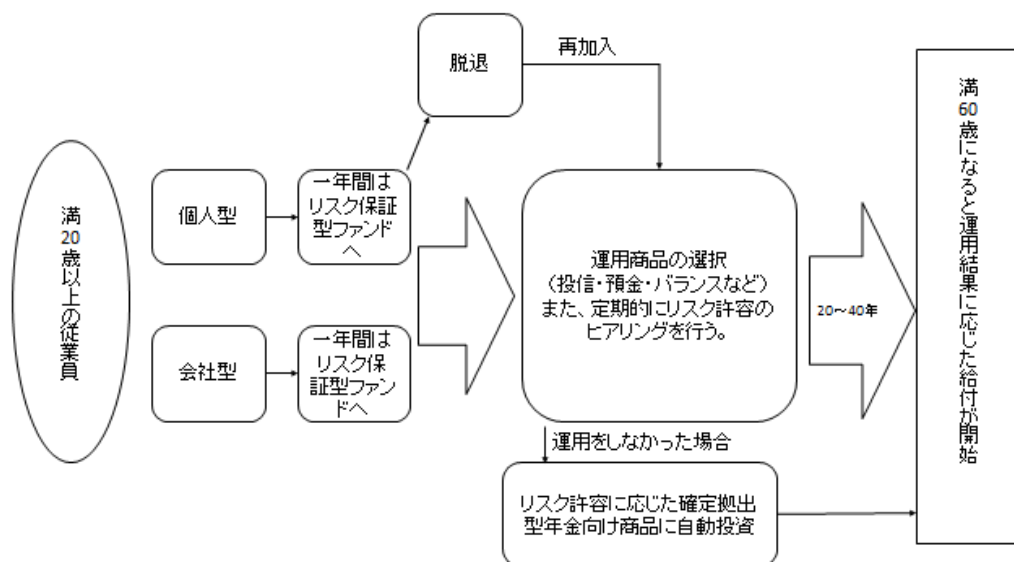
また、方策の制度を取り入れる際のポイントとして、拠出額の引き上げ盛り込む。日本の現状の拠出限度額では、企業型で確定拠出型年金以外の年金がない場合で年間660,000円となっているが、米国では従業員拠出限度額が日本の約3倍の17,000ドル（日本円で2,040,000円）となっている<sup>30</sup>。よって、確定拠出型年金が進んでいる米国水準に近づけ、確定拠出型年金の非課税枠を利用した拠出を増やし、投資を拡大させるために現在の拠出限度額から約3倍に引き上げる（図表28）。

25

---

<sup>30</sup> 杉田浩治(2012b)4ページを参照。

図表27 加入者の流れ



出所) 筆者作成。

5

図表28 拠出限度額制限の引き上げ案 (非課税枠の増大)

	変更前(月額円)	変更後(月額円)
企業型(確定以外の年金あり)	27,500	82,500
企業型(確定以外の年金なし)	55,000	165,000
個人型(厚生年金あり)	23,000	69,000
個人型(厚生年金なし)	68,000	150,000

出所) 変更前は厚生労働省(2015b)を参照し、変更後は筆者作成。

- 10 この方策のメリットは、投信への投資金額の増加および市場の活性化や、将来の年金給付額減少の恐れに対する方策になるだけでなく、確定拠出型年金に自動加入、すなわち強制加入させて、必ず一度は説明会やビデオ資料などを目に通す仕組みにすることで、加入者すべての金融リテラシーの向上につながる点である。これにより投信の仕組みなどを理解した上で投資先を検討できるようになる。また脱退も可能なため、自分に合った年金形成の形態が選択でき
- 15

る余地を残している。さらに、加入者には定期的にヒアリングを行い、リスク許容度や年齢に合わせて確定拠出型年金向け商品を設定することで、効率的かつ加入者の負担のない投資先の選択が可能である（図表 29）。

また、この方策は投信のコストを引き下げる効果も期待できる。確定拠出型年金の投信は他の投信との差別化を図るため、ノーロードの商品が多い。したがって、確定拠出型年金専用ファンドの増加は、他の商品との手数料競争を起こす要因となり、結果として全体の投信コストを引き下げ、海外水準に近づかせる効果が期待できる。さらに、長期投資が前提となるため、投信商品の短命化の防ぐ効果も考えられる。

- 10 一方で、確定拠出型年金を取り入れた我々の方策には、選択の自由を保つために脱退の選択肢も含めている。そのため、多くの人が脱退する可能性も考えられる。しかし海外の例を見ると、脱退するケースは多くない。また不景気により元本割れが生じ、将来の年金を多く受け取れないケースも想定される。しかしこれに対しても、確率的に見れば確定拠出型年金は、運用が長ければ長いほど多くのリターンが見込めることが指摘されている（図表 30）。以上から、説明を徹底することで、我々が提案する方策のウィークポイントはカバーできると考える。
- 15

図表29 確定拠出型年金向け商品のタイプ

ファンド	リスク・リターン	ヒアリング分類
元本保証（定期預金）	ノーリスク・ローリターン	ノーリスクを望むもの
ターゲットリスクファンド	株式or債権重視・もしくは中間設計	退職時期に問わず、リスク許容に応じたファンド選択
ターゲットイヤーファンド	資産配分は投信会社が設計  (若年層ハイリスクハイリターン・中年層ミドルリスク・ミドルリターン・高年層・ローリスク・ローリターン)	退職時期とリスク許容が合致している場合設定

出所) 筆者作成。

5 図表30 拠出率と拠出期間の違いによる所得代替率の違い

拠出率/拠出年数	所得代替率30%の目標を達成できる確率(%)	所得代替率70%の目標を達成できる確率(%)
① 5%/40年拠出	61.6	13.9
② 10%/40年拠出	91.7	52.8
③ 5%/20年拠出	2.8	0.1
④ 10%/20年拠出	33	1.3

出所) 杉田浩治(2015b)6ページより引用。

## 第2節 投信スーパーマーケットと既存ファンドの育成

もう1つ指摘できる我が国の投信の現状として、各金融機関によって販売する商品が違い、販売手数料にも差があることが挙げられる。この現状は、投資家の投信選択の利便性を大きく損ねていると考えられる。そこで、1万近くある投信商品のうち一定数の投信商品を、1か所で品定めでき購入できるマーケットを作る必要があると考える。米国にはすでに実例があり、中でもチャールズ・シュワブのワンソースが代表的であるが、こうした仕組みはいまだ日本には存在しない<sup>31</sup>。

方策の流れは以下の通りである。まず、投信スーパーマーケット（以下投信スーパー）として会社を新設する。運用会社は棚貸し料という形で投信スーパーに料金を支払い、商品を置いてもらう。投信スーパーは証券会社や銀行等登録機関は提携を結び、口座の連携等と取り、投資家がネット上で取引できるようにする。販売手数料は棚貸し料として運用会社から受け取っているため、投資家は販売手数料無料で購入できる仕組みとする。さらには、目論見書や運用報告書などの書類を一括で取り寄せ閲覧可能とする。口座は投資家が従来から使用しているものを使用するため新たに開設する必要はない。新たに開設する場合は自由に金融機関を選択できる（図表32・33）。

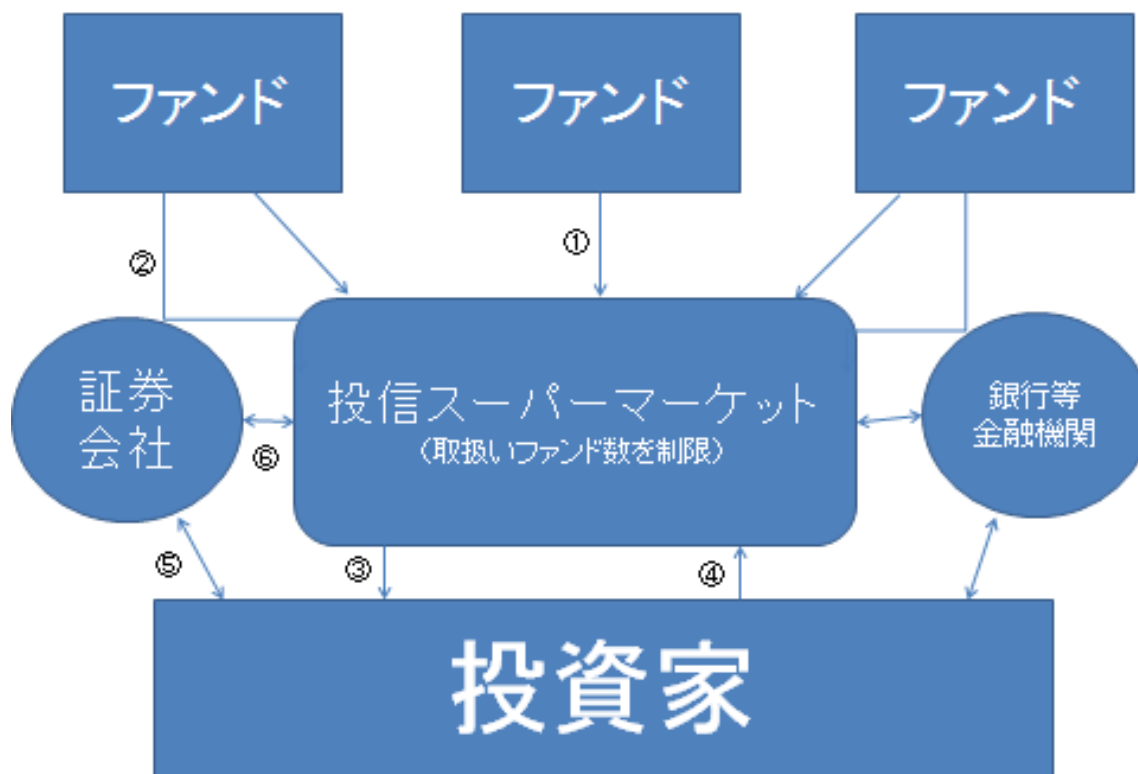
図表32 投信スーパーマーケットの内容

1	棚貸し料を支払い、商品をマーケットに置く。また、ファンド情報の掲載。
2	従来から扱う商品を置くことも可能。
3	ネット上の数千もの商品情報から、書類の閲覧まで一括提供
4	インターネットからの商品購入
5	口座は従来のもを使用。しかし、マーケット経由の場合販売手数料なし。
6	提携を結び、口座の連携を図る。

出所) 筆者作成。

<sup>31</sup> 野村証券資本研究所 (2008)148 ページを参照。

図表33 投信スーパーマーケットのイメージ図



出所) 筆者作成。

5

この方策のメリットとして、運用会社は高い顧客集約力が見込め、資金を集められることが挙げられる。投資家は数千もの商品を一気に品定めできるうえに販売手数料は無料となり、インターネットから目論見書等の書類が投信スーパーから一括で閲覧可能となる。証券会社も従来通りの取引では販売手数料を徴収でき、口座もそのまま使用するため顧客離れすることはない。また、『日本のファンド数が多い主因は、販売が新商品に偏っている（米国のように既存商品を育てていない）ことにある。もし既存商品に継続的に追加資金が流入する状況になれば、解約時に徴収している信託財産留保金をなくす（投資家コストを下げる）ことも可能になり、銘柄入れ替え等の運用も行いやすくなる（パ

10

パフォーマンスの向上につながる) だろう』<sup>32</sup> という見解がある。そこで、コスト削減、パフォーマンス向上のために投信スーパーでは、取扱いファンド数を図表33のように制限し既存ファンドの育成を図る。棚貸し料を1ファンドごとに徴収し、商品を出すごとにコストがかかる仕組みを作り、新規ファンドの乱立を防ぐ。その結果、既存商品中心の販売方法が確立され、短命化を防ぐ効果が期待できる。

---

<sup>32</sup> 杉田浩治 (2015a)18 ページより引用。



## おわりに

以上、本稿において、年金とマーケットの観点から2つの方策案を提案した。

1つ目の確定拠出型年金の方策について、現在日本でも確定拠出年金への加入者数は上昇傾向にあり、より一層の法整備が進むことが予想されている。それにともない投信の役割はさらに重要になるだろう。我々が提案する方策は、5 米国のように投信が大きく躍進する要因になり得る。実際、日本政府も制度の改正に乗り出している。2015年9月の衆議院本会議では個人型確定拠出の改正案が通過し、加入対象を主婦や公務員へ広げ、転職や再就職際に年金を持ち込める仕組みになる予定である<sup>33</sup>。したがって、本方策はさらなる投信の活性化  
10 に大きく貢献するだろう。

2つ目の投信スーパーの創設は、多様化・複雑化する投信商品を一括で品定めができる環境づくりとして、まず進めるべきである。その後、投信の短命化の防止や、コスト削減の機能を果たしていければよい。投資家にとってより良い商品を提供するためには、販売環境の整備を進める必要がある。投資家自身  
15 で判断できる環境は、リテラシーにも大きく関わるだろう。そこで1つ目の確定拠出型年金とマッチすることで、さらなる効果が期待できる。

以上の方策の実現により、投信は家計の金融資産構成の中核をなす金融商品になると我々は考える。

---

<sup>33</sup> 日本経済新聞(2015b)を参照。

## 参考文献

### 【著書】

田村威 (2014) 『投資信託 基礎と実務』経済法令研究会。

田村威・杉田浩治・林皓二・青山直子 (2014) 『プロフェッショナル投資信託実務』経済法令研究会。

野村資本市場研究所 (2008) 『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社。

松浦克己 (2004) 『資産選択と日本経済』東洋経済新報社。

### 【論文、調査、レポート等】

坂本浩明 (2015) 「日本は“投信後進国”！？グローバル調査下位の理由」、10月、

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA120150709.html>。

杉田浩治 (2012a) 「2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか」、9月、[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1209\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1209_01.pdf)。

杉田浩治 (2012b) 「米国の確定拠出年金30年の推移から日本のDCビジネスを考える」、5月、

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1205\\_01.pdf#search=%27%E7%B1%B3%E5%9B%BD+%E7%A2%BA%E5%AE%9A%E6%8B%A0%E5%87%BA+%E6%8B%A0%E5%87%BA%E9%99%90%E5%BA%A6%E9%A1%8D%27](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1205_01.pdf#search=%27%E7%B1%B3%E5%9B%BD+%E7%A2%BA%E5%AE%9A%E6%8B%A0%E5%87%BA+%E6%8B%A0%E5%87%BA%E9%99%90%E5%BA%A6%E9%A1%8D%27)。

杉田浩治 (2014a) 「投資信託の14年改革と今後の課題」、10月、

<http://www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2014/pdf/201407-2.pdf>。

杉田浩治 (2014b) 「日本および世界における投資信託のグローバル化の動向」、1月、[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1401\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1401_01.pdf)。

杉田浩治 (2015a) 『米国投信4分の3世紀の歴史から何を学ぶか』、10月、

<http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5501/04.pdf>。

杉田浩治 (2015b) 「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の動き」、5月、

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505\\_01.pdf#search='%E6%9D%89%E7%94%B0%E6%B5%A9%E6%B2%BB+%E7%A2%BA%E5%AE%9A%E6%8B%A0%E5%87%BA'](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf#search='%E6%9D%89%E7%94%B0%E6%B5%A9%E6%B2%BB+%E7%A2%BA%E5%AE%9A%E6%8B%A0%E5%87%BA')。

二上季代司 (2015) 「最近の投資信託市場の状況について」『証券レポート』、第1691号、8月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1691/1691\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1691/1691_01.pdf)。

- 野村垂紀子 (2012) 「米国投資信託ロングセラーを支える確定拠出型年金 (DC)」  
『野村資本市場クォーターリー』、春号、  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012spr04web.pdf>。
- 金融庁 (2008) 「日本の不良債権問題と金融再生」、10月、  
5 <http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/event/20080404-1/05j.pdf>。
- 金融庁 (2014) 「金融庁モニタリングレポート」、7月  
<http://www.fsa.go.jp/news/26/20140704-5/01.pdf>。
- 厚生労働省 (2014a) 「第4回社会保障審議会企業年金部」 6月  
[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000047509.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000047509.pdf)。
- 10 厚生労働省 (2014b) 「平成27年度年金引き下げについて」、10月、  
<http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12502000-Nenkinkyoku-Nenkinka/0000072680.pdf>。
- 厚生労働省 (2015a) 「確定拠出年金の施行状況」、7月  
<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/sekou.html>。
- 15 厚生労働省 (2015b) 「確定拠出年金制度の概要」、11月  
<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/gaiyou.html>。
- 社会実情データ図録 (2015) 「株価の長期推移」、5月、  
<http://www2.ttcn.ne.jp/honkawa/5075.html>。
- 知るぼると：金融広報中央委員会 (2014) 「家計の金融行動に対する世論調査」、  
20 10月、<https://www.shiruporuto.jp/finance/tokei/stat/stat002.html>。
- 投資信託協会 (2014) 「投資信託に関するアンケート調査」、重複回答，上位項目のみ掲載、10月、  
[http://www.toushin.or.jp/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/open/kouhou/file/statistics/report/research2014/02\\_%E8%A9%B3%E7%B4%B0%EF%BC%91.pdf&t=1446490150&hash=3d6d900235698a4065e59d4a8f9bc7b5](http://www.toushin.or.jp/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/open/kouhou/file/statistics/report/research2014/02_%E8%A9%B3%E7%B4%B0%EF%BC%91.pdf&t=1446490150&hash=3d6d900235698a4065e59d4a8f9bc7b5)。
- 25 投資信託協会 (2015a) 「投資信託って何だろう そもそも投資信託とは?」、10月  
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>。
- 投資信託協会 (2015b) 「投資信託の世界統計」、10月、  
<https://www.toushin.or.jp/statistics/world/>。

日本銀行 (2015) 「資金循環の日米欧比較」図表 2、2 ページ、10 月、  
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>。

日本証券業協会 (2012) 「証券投資に関する全国調査」、10 月、  
[http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research\\_h24.html](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research_h24.html)。

5 日本証券経済研究所 (2014) 「図説 日本の証券市場 2014」、10 月、  
[http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_25.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_25.pdf)。

野村総合研究所 (2014) 「日本の資産運用ビジネス」、10 月、  
[https://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu\\_itf/2014/itf2014sp.pdf](https://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu_itf/2014/itf2014sp.pdf)。

野村総合研究所 (2015) 「NRI 未来年表 2-15-2065」、10 月、

10 [https://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/nenpyo/nenpyo\\_2015.pdf](https://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/nenpyo/nenpyo_2015.pdf)。

三井住友信託銀行 (2009) 「間接金融から直接金融への流れは変わったか」、10 月、  
<http://www.smtb.jp/personal/saving/money/20090710.html>。

三井住友海上 (2015) 「確定拠出年金とは」、10 月、  
<http://www.smbc.co.jp/kojin/401k/kakutei/kakuteikyoshutu.html>。

15 モーニングスター (2015) 「Global Fund Investor Experience Study June 2015」、10 月、  
<https://corporate.morningstar.com/US/documents/2015%20Global%20Fund%20Investor%20Experience.pdf>。

ICI (2012) 「Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet」、  
10 月、<https://www.ici.org/pdf/per18-06.pdf>。

20 ICI (2014) 「Profile of Mutual Fund Shareholders」 「主たる目的は何か」への回答、10 月、  
[https://www.ici.org/pdf/rpt\\_11\\_profiles.pdf](https://www.ici.org/pdf/rpt_11_profiles.pdf)。

ISFJ 政策フォーラム (2013) 「投資信託における投資家リターンの向上に向けて」、10 月、  
[http://www.isfj.net/ronbun\\_backup/2013/z2.pdf](http://www.isfj.net/ronbun_backup/2013/z2.pdf)。

#### 【新聞】

25 日本経済新聞 (2013) 「投信、分配金偏重の10年一資産形成手段、定着に課題」、  
2 月 13 日、朝刊、21 ページ。

日本経済新聞 (2015a) 「家計の金融資産残高、過去最高を更新 約 1708 兆円」、  
6 月、[http://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H09\\_Z20C15A6EAF000/](http://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H09_Z20C15A6EAF000/)。

日本経済新聞 (2015b) 「確定拠出年金法、改正案が衆院通過」 9 月、

30 [http://www.nikkei.com/article/DGXLASFS03H0A\\_T00C15A9EAF000/](http://www.nikkei.com/article/DGXLASFS03H0A_T00C15A9EAF000/)。

日本経済新聞(2015c)「売れ筋が最適にはあらず日本の投信はコスト高」5月、  
<http://www.nikkei.com/money/features/37.aspx?g=DGXMZ08729781026052015945M01&df=2>。

日本経済新聞(2015d)「6月末の家計金融資産、前年比4.4%増の1717兆円・過去最高」『2015年9月17日日、朝刊。