

2019 年度  
証券ゼミナール大会

第 3 テーマ  
「今後の家計の資産形成手段としての投資信託」  
第〇ブロック



関西学院大学 阿萬ゼミナール 滝野班

## 目次

	はじめに .....	3
	第1章 家計における資産形成 .....	4
	第1節 資産形成の必要性 .....	4
5	第2節 望ましい資産形成手段 .....	8
	第3節 長期・積立・分散投資 .....	9
	第2章 我が国における投資信託とは .....	11
	第1節 投資信託が成立・成長した背景 .....	11
	第2節 投資信託の仕組みと運用形態 .....	12
10	第1項 投資信託の仕組み .....	12
	第2項 投資信託の運用方法 .....	13
	第3項 投資信託の商品による分類 .....	15
	第3章 日本の投資信託を取り巻く環境 .....	18
	第1節 投資信託販売会社の営業姿勢 .....	18
15	第1項 小規模ファンドの濫立 .....	19
	第2項 回転売買 .....	20
	第3項 フィデューシャリー・デューティー .....	22
	第4項 KPI について .....	25
	第2節 確定拠出年金 .....	28
20	第3節 家計の資産形成を後押しする少額非課税制度について .....	33
	第1項 NISA .....	33
	第2項 つみたてNISA .....	34
	第4節 金融リテラシー .....	36
	第5節 FinTech .....	36
25	第4章 提言 .....	37
	第1節 手数料体系の改善 .....	38
	第2節 企業型確定拠出年金の改善 .....	41
	第3節 投資家格付け .....	44
	第4節 家計に適した資産形成 .....	47
30	終わりに .....	52

参考文献 ..... 53

## はじめに

2019年、金融庁の発表により資産形成の必要性を叫ぶ報道機関や金融機関が増えている。「貯蓄から投資へ」というスローガンが「貯蓄から資産形成へ」に変更されたことは、投資をビジネスとして置くのではなく、資産形成として一般生活者にも必要であることを示唆している。しかし、バブル経済の崩壊による低金利時代の突入やITバブル崩壊、リーマンショックに端を発した日本の株式市場の長期低迷、2019年だけを取り上げると米中貿易摩擦、日韓問題など、日々絶え間なく発生する政治的な要因に株式市場はひどく影響される。また、少子高齢化による公的年金制度における世代間扶養のバランスが崩れかけていることから自助努力による資産形成が必要になっている。だが、「投資はまったお金がないとできない。」「専門知識がないからできない。」と嘆く一般家計は多く存在するのではないだろうか。専門知識が必要で多額の資金を必要とする直接投資ではなく、知識を有しなくても運用ができ少額からの投資も可能な投資信託について本稿で述べる。

第1章では、第1節でそもそも家計に資産形成が必要なのかを分析する。そして、第2節で公助や共助ではなく、自助努力の必要性を説き、第3節にて家計の資産形成として投資信託が適していることを述べる。次に第2章では、投資信託の歴史と導入経緯・仕組み・運用方法・商品について述べる。第3章では、日本の投資信託を取り巻く環境として、販売会社側の現状と問題点、税制優遇制度、投資家側のリテラシー、また、近年注目されているFinTechと投資信託の関連性についても述べる。第4章では、前章で取り上げた問題点を解決し、投資信託の更なる発展を促すための提言を行う。第1節で、販売会社の問題点を解消し、投資家に長期保有を促すために、手数料体系を販売コミッション型から残高フィー型への移行を提言する。第2節で企業型確定拠出年金の指定運用方法が元本確保型であるのが多い現状を解消するべく、資産形成に効果的なNEST式のターゲット・イヤー・ファンドをデフォルト商品に設定し、自動加入を提言する。第3節では小規模ファンド濫立で、商品選択に影響を与える選択のオーバーロードや販売会社の不当販売を解消するべく、投資家に販売する商品の制限を提言する。最後の第4節では、スマートベータ指数の分析を行い、より効果的な家計の資産形成手段である商品組成やその普及を提言する。

## 第1章 家計における資産形成

本章では第1節で家計における資産形成の必要性、第2節で望ましい資産形成手段について論じ、家計の資産形成手段として投資信託が最適である理由について具体的に述べる。

5

### 第1節 資産形成の必要性

現在、日本人の平均寿命は男性 81.25 歳、女性 87.32 歳と大きく伸びている。  
1 現在 60 歳の人約 4 分の 1 が 95 歳まで生きるという試算<sup>2</sup>もあり、まさに「人生 100 年時代」に突入しようとしている。

10

【図表 1】 老後の資金不足の概算

	累計支出	累計収入	累計不足
60～64 歳	¥8,025,120	¥17,402,040	¥-9,376,920
65～69 歳	¥19,390,440	¥33,281,700	¥-13,891,260
70～74 歳	¥30,032,040	¥47,886,660	¥-17,854,620
75～79 歳	¥40,608,660	¥60,795,720	¥-20,187,060
80～84 歳	¥51,185,280	¥73,704,780	¥-22,519,500
85～89 歳	¥61,761,900	¥86,613,840	¥-24,851,940
90～94 歳	¥72,338,520	¥99,522,900	¥-27,184,380
95～100 歳	¥85,030,464	¥115,013,772	<b>¥-29,983,308</b>

注)収入は可処分所得より算出

15 出所)総務省(2017)「Ⅱ.世帯属性別の家計収支(2人以上の世帯)〈家計調査報告(家計収支編)平成29年平均速報結果概要〉」p.27より筆者作成

人生 100 年時代を想定し、100 年生きると仮定した上で、総務省の世帯属性

1 厚生労働省(2018)「平成30年簡易生命表」より引用

2 国立社会保障・人口問題研究所(2017)「将来人口推計」より引用

別の家計収支(2人以上の世帯)を参考に、老後の資金不足について概算した。2019年に金融庁が発表した報告書で話題になり、各メディアが「老後2,000万円問題」を取り上げたが、人生100年時代を想定すると【図表1】から、約3,000万円が不足していることがわかる。この約3,000万円の不足は、可処分所得を消費支出で差し引きすることにより算出したものであるため、老後の生活に必要な資金しか言及していない。つまり、子どもに渡す、遺すお金については不足分に算入していない。不足分の計算の不備はそれだけではない。これは現時点での考察であるため、現役世代(15~64歳の者)が退職する頃には家計の形態が違つかもしれない。また、2019年6月に、金融庁は金融審議会の報告書にて、

5 『夫65歳以上、妻60歳以上の夫婦のみの無職の世帯では毎月不足額の平均は約5万円であり、まだ20~30年の人生があるとすれば、不足額の総額は単純計算で1,300万円~2,000万円になる。この金額はあくまで平均の不足額から導きだしたものであり、不足額は各々の収入・支出の状況やライフスタイル等によって大きく異なる。』<sup>3</sup>と指摘している。この金融庁による老後の資金不足

10 は、各々の家計におけるライフイベントを加味していない。加えて、後述する公的年金のマクロ経済スライドの影響についても加味されていないので、長寿化する日本の家計において、老後に2,000万円の不足分を超える可能性がある。これらの背景より、不確実な未来を想定するのは難しいが、①公的年金の低減

15 ②退職金の減少は必至であろう。

20 まず、①について説明する。現在、公的年金制度は年金納付者である現役世代が納めたお金を高齢者(65歳以上)が享受するという賦課方式を採用している。1950年には1人の高齢者に対して12.1人の現役世代がいた。しかし、2015年には1人の高齢者に対して現役世代2.3人になっている。今後、高齢者の比率上昇により現役世代の割合は低下し、2065年には、1人の高齢者に対して1.3

25 人の現役世代という比率になる。<sup>4</sup>少子高齢化社会が進む中で、高齢者を支える現役世代の負担が大きくなると考えられ、高齢者の受給額も減少することは確

<sup>3</sup> 金融審議会市場ワーキング・グループ報告書(2019)「高齢社会における資産形成・管理」p.21より抜粋

<sup>4</sup> 内閣府(2018)「平成30年版高齢社会白書」p.3より引用

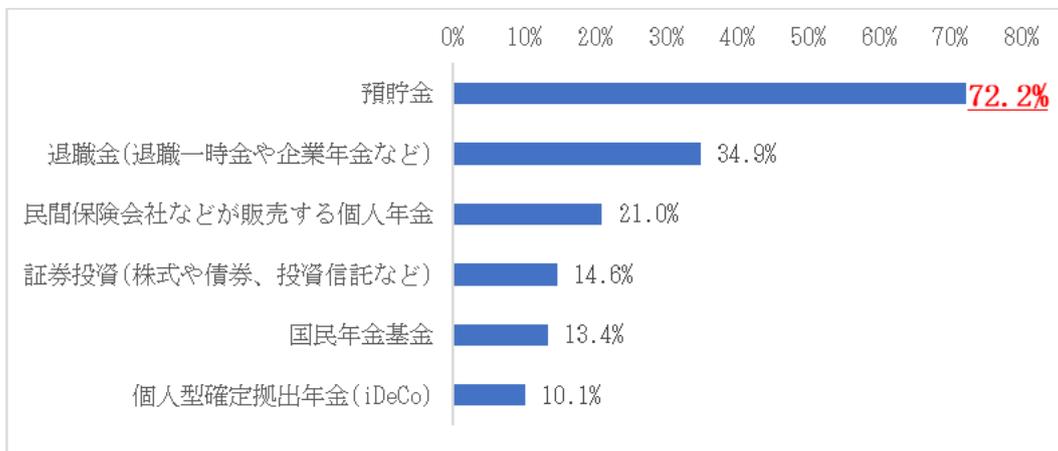
実とされている。この現状から、マクロ経済スライドが2004年から5年に1度実施されている。それに伴い、公的年金の所得代替率の低下が懸念されている。現在の所得代替率は61.7%であるが、今後50%を下回ると考えられる。<sup>5</sup>つまり、公的年金支給額の水準を今後維持していくことが困難な状態になることが

5 明白である。

次に②について説明する。退職金給付制度がある企業全体の割合は徐々に低下しており2018年で約80%となっている。<sup>6</sup>この割合は企業規模が小さくなるにつれて小さくなる。また、定年退職者の退職金給付額は、平均で1,700万～2,000万円となっており、ピーク時から約3～4割程度減少している。<sup>6</sup>今後見

10 込まれる雇用の流動化の広がりを踏まえると、退職金制度の採用企業数や退職給付額の減少傾向が続く可能性がある。

【図表2】 老後に向け、公的年金以外の資産をどのように準備するか  
(複数回答)



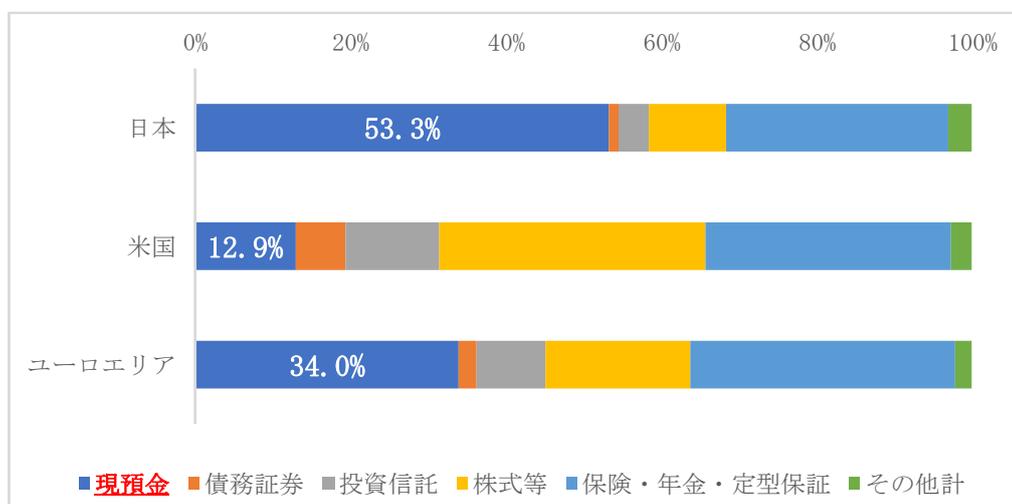
15

出所)内閣府(2019)「老後の生活設計と公的年金に関する世論調査」p.9より  
筆者作成

<sup>5</sup> 厚生労働省(2019)「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し-2019(令和元)年財政検証結果-」p.14より引用

<sup>6</sup> 金融審議会市場ワーキング・グループ報告書(2019)「高齢社会における資産形成・管理」p.13より抜粋

【図表 3】金融資産保有割合



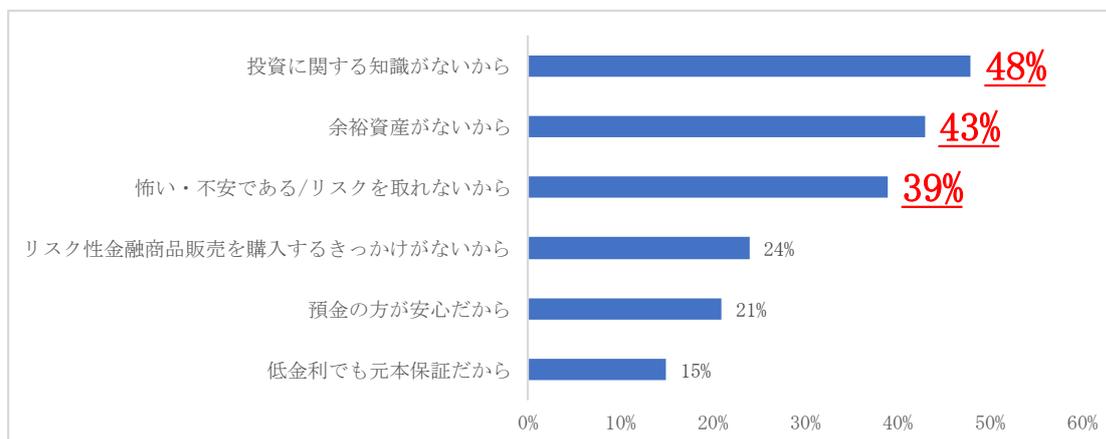
5 出所) 日本銀行調査統計局(2019)「資金循環の日米欧比較」p.2より筆者作成

老後の生活を支えてきた退職金と公的年金の受給額の減少が進む中、老後に  
 10 に向けてどのように資産形成をするか内閣府が調査を行ったところ、【図表 2】よ  
 り、預貯金を挙げている国民が一番多いことが分かった。加えて、【図表 3】よ  
 り米国や欧州における家計の資産構成と比較すると日本における家計の現預金  
 の構成比率が高い。しかし、バブル経済崩壊後、日本経済は不況に入り、預金  
 金利は今日まで超低金利が続いている。いつでも引き出し可能な普通預金にお  
 いては、年利が 0.001%で、貯蓄性の高い定期預金においても、現在では約 0.017%  
 15 と落ち込んでいる。<sup>7</sup>また預貯金は一般的にインフレリスクに弱いと言われてお  
 り、現金を保有したままであると、保有財産額の変動がないため、物価上昇の  
 影響をひどく受け、価値が毀損する。よって預貯金だけでは十分な資産形成を  
 行うことはできず、自助努力による資産形成を行う必要がある。

<sup>7</sup> 日本銀行調査統計局(2019)「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について」より引用

## 第 2 節 望ましい資産形成手段

【図表 4】投資意欲に関する質問(回答対象者:投資未経験者、複数回答)



5

出所)金融庁(2019)「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について(最終報告)」p.70より作成

- 10 第1章第1節で老後に向けて自助努力による資産形成が必須となっている現状を述べた。家計の資産形成として株式や債券、投資信託に投資するという有効な方法が存在している。しかし、株式投資にはマクロ経済の動向や株式市場の需給、金融理論、業界分析、財務分析、株価のテクニカル分析など勉強することが多く、その上で分散投資をするのであれば、負の相関を持つ銘柄を組み
- 15 入れたポートフォリオの組成やリバランスが必要であり、家計に向いていないのではないかと考える。また、金融庁のレポートでは『現役期の顧客は他の年代に比べ、正味金融資産は多くなく、金銭的にも時間的にも生活に余裕は少ない。しかしながら老後の資金も含め、資産形成ニーズを潜在的に保有している』<sup>8</sup>という指摘もある。つまり、現役期の家計にとっては、株式投資の勉強をする
- 20 時間も株式市場の動向を観測する時間もないことが想像に難くない。債券も額面が100万円など多額の資金を必要とするほか、株式や投資信託に比べてリタ

<sup>8</sup> 金融審議会市場ワーキング・グループ(2019)「高齢社会における資産形成・管理」p.27より引用

ーンが少ない。そこで我々は家計の資産形成には投資信託が最適であると考え  
る。投資信託が家計の資産形成に向いている理由は大きく分けて①専門的な知  
識を必要としないから②少額から投資可能であるから③リスクを分散した運用  
が可能であるからの3点である。まず、①については、投資信託が投資に関す  
5 る知識を必要とせず運用できるのは、専門家が運用や分析を行うためである。  
②については、【図表4】で示しているように「余裕資産がないから」という意  
見が多い。しかし、投資信託の多くは、1万円前後から購入でき、積み立てで  
購入することもできるため、少額から投資可能である。③については、【図表4】  
10 の「怖い・不安である/リスクを取れないから」といった意見があるが、投資信  
託は小口の資金を集めてひとつの大きな資金として運用するので、株式や債券  
などの様々な資産に分散投資し、リスクを軽減することができる。

以上より投資信託は、専門家が運用・分析をする上、投資に必要な最低額も  
少ないため、家計の資産形成に最適である。

### 15 **第3節 長期・積立・分散投資**

金融庁は、『家計の安定的な資産形成を進めるうえで、長期・積立・分散投資  
の定着を促していくことは重要である』<sup>9</sup>と説いている。また、2019年に発表さ  
れた「高齢社会における資産形成・管理」においても、『長期・積立・分散投資  
がリスクをコントロールし、一定のリターンをもたらしやすい点で、多くの人  
20 にとって好ましい資産形成のやり方である』<sup>10</sup>とも述べており、長期・積立・分  
散投資の有効性を説明している。本章第2節で、投資信託が家計の資産形成に  
最適であると前述した。投資信託を通じて長期・積立・分散投資を行うことで、  
より効率よく資産形成を行うことができる。本節では、投資信託の長期・積立・  
分散投資について述べる。

25

#### ①長期投資

投資信託を長期に保有することで、運用を通じて発生した収益分配金を再投

<sup>9</sup> 金融庁(2017)「平成29事務年度 金融行政方針」p.10より抜粋

<sup>10</sup> 金融審議会市場ワーキング・グループ報告書(2019)「高齢社会における資産形成・管理」p.22より抜粋

資し、運用することで利息が利息を生む複利効果を得ることができる。複利効果は長期投資をすればするほど、効率よく収益を得られる。また金融資産を長期保有することで、短期で売買するよりも収益が安定する。

## 5 ②積立投資

積立投資とは、一度にすべての資金を一括投資するのではなく、複数回に分けて投資することである。積立投資の有用性はドルコスト平均法によって説明できる。ドルコスト平均法とは、定期的に継続して一定金額分の金融商品を購入することで平均買付単価を抑える投資手法である。これを用いて、毎月など定期的に定額投資することで、価格が低い時には多くの金融商品を、高い時には少ない量の金融商品を自動的に購入することになる。相場が急激に上昇する面では一定の金額しか投資できないため、一括購入に比べて収益性が劣るが、長期的に積立投資を行うことで、一時的な価格変動リスクを分散し、基準価額が高いときに一括購入することを避ける効果が期待できる。前節で投資初心者にとって投資タイミングを見極めること簡単ではないことを述べた。しかし、ドルコスト平均法を活用すれば、基準価額を逐一把握し、投資タイミングを見極める必要はなく、値下がりしても安心して投資信託を保有できる。このように、積立投資は投資初心者には有益な投資手法である。また、積立投資は一度に膨大な資金を必要としないため家計に向いている。

20

## ③分散投資

分散投資とは、投資対象を多様化させることで、資産運用に伴う価格変動リスクを分散させ、安定的な収益を目指す有効な投資手法である。分散投資は投資対象の分散と、投資時期の分散に分けられる。投資対象の分散は、株式や債券といった異なる商品性格、国内・国外といった異なる地域のように投資対象を分散させることである。リスクの所在が異なる商品性格や地域に投資をすることでリスクを最小限に抑えることができる。投資対象の分散はバランス型ファンドなどの投資信託を利用することで、比較的容易に行うことができる。投資時期の分散は、前述した積立投資を行うことで実現できる。

30 こうした長期・積立・分散投資の効果等について、日本においては必ずしも

広く一般に認知されているわけではない。今後家計の長期的な資産形成のために、一般家計への認知を進めていくべきである。

## **第 2 章 我が国における投資信託とは**

5 第 1 章では投資信託が家計の資産形成に最適であると述べた。投資信託は英国で誕生し、米国で発展した。本章では、日本の投資信託の歴史について説明した後、仕組みや運用方法、特徴的な投資信託について述べる。

### **第 1 節 投資信託が成立・成長した背景**

10 本節では投資信託の成立・成長した経緯について述べる。1951 年 6 月に証券投資信託法が制定された。このときは契約型投資信託で、単位型株式投資信託のみであった。日本の投資信託は、欧米のように投資家視点で生まれたものではなく、産業資金を容易に調達したい企業視点で生まれた側面が強かった。そのため、株式投資に不慣れな日本の一般大衆の資金を導入するために、日本の  
15 投資信託は、「預金」と類似した「貯蓄性」を持たせることが考案され、組成された。このような経緯で、本来、変動商品であるべき投資信託に強い「元本観念」を植え付けることとなった。それは第 1 章第 1 節の【図表 3】で示したように、現状の問題点にもなっている。1950 年代後半から 1970 年代後半にかけては、「40 年不況」と呼ばれる国際収支悪化や米国経済下降の影響により一時  
20 不況に陥りながらも、投資信託は進化を遂げながら成長した。1980 年代当初も投資信託は成長を続け、「黄金時代」と呼ばれるまでに発展した。ところがバブル経済崩壊による株式市場の急落や長期低迷を受け、純資産残高は 1989 年 12 月の 58 兆 6492 億円をピークに減少を続け、1992 年 4 月末には 38 兆 5452 億円  
25 まで低下した。日本の金融市場が、不良債権の処理に追われる中、着実に欧米諸国の金融市場は発展を続けており、日本と欧米諸国の家計における投資信託保有割合に差が生まれた。そのような背景で、Free, Fair, Global の三大テーマを掲げ、空洞化しつつある日本の金融市場をニューヨークやロンドンなどに並ぶ国際金融市場として、復権することを目標とする「日本版金融ビッグバン」の改革が進められた。この改革に則り改正された投資信託法では運用の規制緩和、投資信託ビジネス参入自由化や銀行での窓口販売導入などが盛り込まれた。  
30

2000年代に入ると日本版金融ビッグバンで投資信託の形態が多様化したことにより不動産投資信託ファンドや確定拠出年金専用ファンドといった新しい投資信託の開発やETFが導入された。また、2008年にはサブプライムローン問題に端を発した金融危機から純資産残高は激減したが通貨選択型ファンドの人気上昇や日銀の大胆な金融緩和政策や財政政策による国内株式市場の上昇から資金が流入し純資産残高は大幅に増加した。そして2014年にはNISA、2018年にはつみたてNISAの制度が導入されたことにより純資産残高は110兆円の大台を超え、一層投資信託への資金流入は加速している。

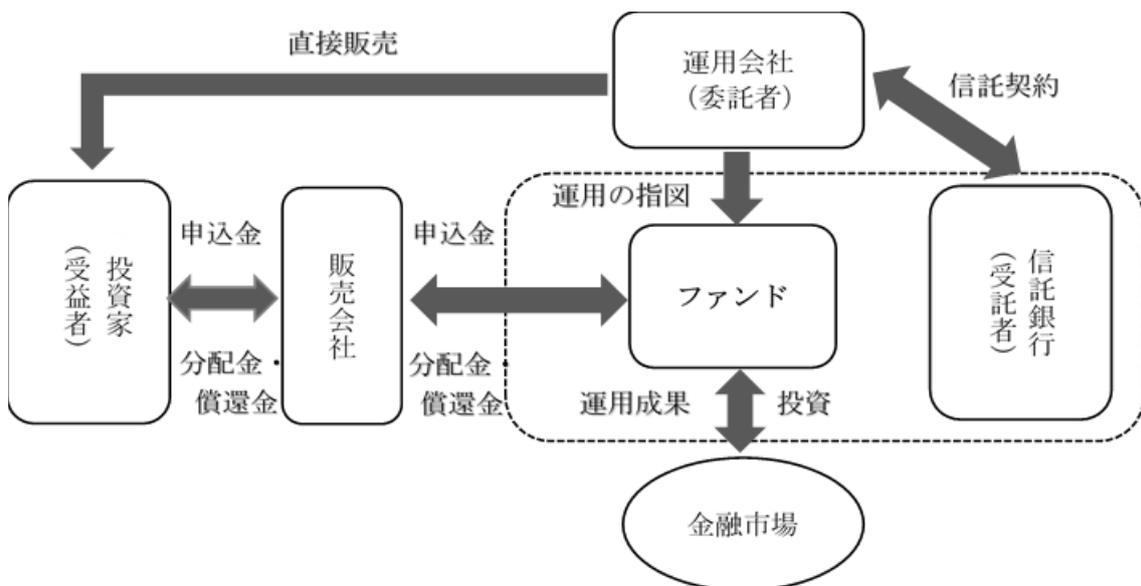
10 **第2節 投資信託の仕組みと運用形態**

本節では、投資信託の仕組みについて述べた後、投資信託の運用方法、投資形態、投資信託商品について紹介する。

**第1項 投資信託の仕組み**

15

【図表5】投資信託の仕組み



20 出所)投資信託協会 HP 投資信託の仕組みより筆者作成

投資信託には間接販売と直接販売がある。間接販売とは、運用会社で作られる投資信託を、主に証券会社・銀行・郵便局などの販売会社を通じて販売することで、多くの投資家からお金を集める販売方法である。投資家から集めた資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分別管理される。

5 そして運用会社は信託銀行に運用指図し、信託銀行が株式や債権の売買を行う。その運用成果を投資家が享受する。このように間接販売では、販売・運用・資産の保管などの業務を行うそれぞれの専門機関が役割を果たすことで成立する。この際、投資家は投資信託購入時(販売手数料)・保有時(信託報酬など)・売却時(信託財産留保額)に一定の手数料を負担する。こうして投資家が

10 支払った手数料が販売会社・運用会社の利益となる。一方、直接販売とは、販売会社を介さず運用会社と投資家が直接信託契約を結ぶ販売方法である。このとき、販売手数料はかからないこと(ノーロード)がほとんどで、手数料の総額は低い傾向にある。しかし、家計においては証券会社・銀行・郵便局の販売チャンネルが身近であり、シェアは『99.2%』<sup>11)</sup>に上る。このように、日本の家計

15 においては間接販売が主流である。

## **第2項 投資信託の運用方法**

投資信託の運用方法には、パッシブ運用・アクティブ運用がある。

パッシブ運用とは、日経平均株価や TOPIX 等の指数をベンチマークとし、連

20 動した運用成果を目指すことである。ベンチマークに沿った運用のため、調査・分析の必要性が低く、運用会社のコストが低くなり、信託報酬を低く設定することができる。

アクティブ運用とは、ベンチマークを上回る収益を目指すことである。これは、運用会社が調査・分析を行い、投資戦略や投資対象を独自に選定する必要

25 性が高いため、運用会社のコストが高くなり、信託報酬が高く設定される。追加型公募株式投信において信託報酬の平均を比較すると、パッシブ運用は

<sup>11)</sup> 投資信託協会(2019)「投資信託の主要統計等ファクトブック(2019年9月末)」p.12より抜粋

0.45%、アクティブ運用は1.17%であった。<sup>12</sup>

最後に、近年注目されているスマートベータ運用について述べる。スマートベータ運用とは、市場全体の値動きではなく財務指標や株価の変動率など銘柄の特定のファクターに基づいて構成された指数を用いた運用のことである。これは、指数に基づいたベンチマークに沿う動きをしながら市場を上回る収益を目指すものであるため、パッシブ運用とアクティブ運用の中間の位置づけとされている。代表的なスマートベータ指数は以下の6種である。

【図表6】 代表的なスマートベータ指数6種

10

ファクター	内容	ファクター指数名
バリュー	利益等のファンダメンタル価値に対して株価が低い株式の超過リターン	MSCI エンハンスト・バリュー指数
サイズ	大企業に比べて規模の小さい企業(時価総額ベース)の超過リターン	MSCI 均等ウェイト指数 MSCI リスクウェイト指数
モメンタム	過去のパフォーマンスがより好調な株式の超過リターン	MSCI モメンタム指数
ボラティリティ	ボラティリティやベータ等が低い株式の超過リターン	MSCI 最小分散指数 MSCI リスクウェイト指数
クオリティ	低債務、安定的利益成長等を持つ株式の超過リターン	MSCI クオリティ指数
イールド	平均より高い配当利回りの株式の超過リターン	MSCI 高配当利回り指数

出所)MSCI(2015)「MSCIパンフレット2015年版」p.15より筆者作成

<sup>12</sup> 投資信託協会(2019)「投資信託の主要統計等ファクトブック(2019年8月末)」p.14より抜粋

上記の MSCI ファクター指数は、中長期的に市場を上回る動きをされると言われている。<sup>13</sup>スマートベータ運用では、スクリーニング基準を満たした銘柄に投資を行う。運用会社は、スクリーニング基準を見て投資先・組入比率を判断すればよいため、アクティブ運用に比べ調査・分析に要するコストが小さい。

- 5 これにより、スマートベータ運用では信託報酬を低く設定することが可能である。スマートベータの普及率は、欧州・北米・アジア太平洋地域を中心に年々拡大している。その背景として、世界の機関投資家が「リスクの削減・リターンの向上・分散の強化」を追求する流行がある。<sup>14</sup>また、単一ファクターを組み合わせて作るマルチファクター戦略は 71%の採用率がある。<sup>14</sup>スマートベータは ETF で提供することが一般的ではあるが、家計の ETF に対する認知度が 10 26%と低い現状では、スマートベータ ETF は家計に普及していないことが伺える。<sup>15</sup>そこで、家計の長期的な資産形成として最適なスマートベータ運用を家計に普及させるための手立てを第 4 章第 4 節にて提言する。

### 15 第 3 項 投資信託の投資形態と商品

#### ① 投資形態

ここでは、ファンド・オブ・ファンズ(以下、FoFs)とファミリーファンド方式(以下、FF 方式)について説明する。

- 20 FoFs とは、異なる運用会社が設定したファンドを複数組み入れるファンドのことである。投資家は一つのファンドを購入するだけで実質的に異なる複数のファンドを購入していることとなり、より広範囲な分散を実現してリスクを抑えることができる。しかし、異なる運用会社が設定したファンドを組み入れているので、信託報酬が二重にかかり手数料が高くなる。

- 25 FF 方式とは同じ運用会社が設定したファンドを複数組み入れるファンドのことである。組入対象ファンドが同じ運用会社なので FoFs に比べてリスク低減とはいかないが、信託報酬が二重にかかることはなく、手数料が安くなる。

<sup>13</sup> MSCI(2015)「MSCI パンフレット 2015 年度版」p.15 より引用

<sup>14</sup> FTSERussell(2019)「世界のスマートベータ採用率、過去最高の 58%に」より引用

<sup>15</sup> 東京証券取引所(2017)「ETF 市場調査の結果報告書」p.8 より引用

## ②オルタナティブ投資

オルタナティブ投資とは、伝統的な投資対象(株式・債券)と相関しないと考えられる一連の運用対象に投資することである。具体的な投資対象としては、不動産・商品・商品先物・インフラ資産が挙げられる。金融デリバティブを用いて、従来型のように「買い」だけでなく「売り」を先行して選択することができるため、あらゆる市場の局面で収益機会を得ることができる。また、様々な投資対象があるため、分散投資にもなる。一方で、⑦金融デリバティブのような仕組みが複雑でわかりづらい投資対象がある。④価格が変動する要因・理由がわかりづらい投資対象がある。⑤投資信託化されている時の土地や商品の管理費などの手数料があり株式などの伝統的な投資対象と比べて取引コストが高い。以上3点のデメリットより家計の資産形成手段に向いていないと我々は判断する。

## ③ライフ・サイクル・ファンド

ライフ・サイクル・ファンドとは投資家が自分のライフサイクルの段階に応じて資産配分を変更させていくことができる投資信託である。ライフ・サイクル・ファンドはスタティック・アロケーション型とターゲット・イヤー型に分けられる。

スタティック・アロケーション型は運用会社が安定型から成長型まで株式や債券などの資産配分の異なる数本のファンドを設定し、投資家が自らのリスク許容度に応じて複数のファンド間で乗り換えができる投資信託である。

ターゲット・イヤー型は、退職年などあらかじめ目標とする期日を設定し、当初は株式などのリスク性資産への投資比率を高めにして積極的な運用を行い、目標期日に向けて徐々にリスク性資産の比率を引き下げ、安定運用に移行するファンドである。スタティック・アロケーション型と異なり、投資家が自ら資産配分を変更しなくても、ファンドの中で自動的に資産配分が調整される。

ライフ・サイクル・ファンドはライフサイクルに応じて長期にバランスがとれた資産運用を行う商品であるため確定拠出年金の対応商品として近年急速に伸びてきている。また、OECD(2012)では、確定拠出年金加入者のリスク許容度

に依じた投資や退職間際の資産形成の観点からライフ・サイクル・ファンドをデフォルト商品として検討するべきだと述べている。<sup>16</sup>第1章第2節で論じたように、現役期には投資に割く十分な時間が不足しているためライフ・サイクル・ファンドの中でも、投資家自らが資産配分を変更するスタティック・アロケーション型よりも自動的に資産配分が調整されるターゲット・イヤー型が適している<sup>5</sup>と我々は判断する。

#### ④毎月分配型ファンド

日本における人気のファンドとして毎月分配型ファンドの存在がある。毎月分配型ファンドは、投資家にとって『分配金が毎月振り込まれるので運用の成果を頻繁にまた確実に実感できる』<sup>17</sup>という心理的要因や、高齢者が『分配金を年金の補完収入として利用できる』<sup>14</sup>などの理由から人気商品となった。しかし、毎月分配を行うことを優先するため、複利効果は得られにくい。さらに、分配金として元本の一部が払い戻されることがあるが、そのことを把握していない顧客も多く、金融庁は顧客のニーズを十分に確認しない販売が行われている可能性について指摘している。金融庁の指摘を受け、2016年度末と2017年度末の投資信託販売額に占める毎月分配型ファンドの割合は『38%』<sup>14</sup>に低下している。

#### ⑤テーマ型ファンド

テーマ型ファンド(以下、テーマ型)とは話題性のあるテーマに着目し、そのテーマに関連した銘柄に重点的に投資するファンドである。テーマ型は日本で根強い人気を誇っており、2018年の資金流入額ランキング上位10本のうち6本がテーマ型であった。<sup>18</sup>テーマ型が人気の理由として、投資の対象となるテーマはテレビや雑誌などのメディアで話題になりやすく見聞きすることが多いので、家計からするとどの企業に投資しているかをイメージしやすいというこ

<sup>16</sup> OECD(2012)「THE OECD ROADMAP FOR THE GOOD DESIGN OF DEFINED CONTRIBUTION PENSION PLANS」より引用

<sup>17</sup> 杉田浩治(2019)「投資信託の世界」p.118より抜粋

<sup>18</sup> 『日本経済新聞』2019年1月14日投信コラム「18年はテーマ型投信に資金流入」より引用

とが挙げられる。しかし、テーマへの関心が薄れると新規資金の流入が減少し、純資産総額が小さくなるのでファンドの運用継続が困難になる。さらに、家計の資産形成という観点からはテーマ型は適しておらず、その理由は3点存在する。1点目は売買時期の選定が家計にとって難しい点である。売買のタイミングによってリターンが大きく左右されるテーマ型は売買時期が重要となるが、適切な売買時期を継続的に見極めるのは投資経験が豊富な投資家であっても困難であるため、一般家計にはハードルが高い。2点目は長期分散投資効果の享受ができない点である。テーマ型は特定の銘柄に集中投資するため分散投資を行えないことや、長期で保有し続けるよりも基準価額が上昇した後に売却し利益を得ることを目的としていることから長期分散投資の効果を得られず、安定的に資産形成をすることができない。そして3点目は手数料の高さである。前述したようにテーマ型は集中投資であるため、期待リターンが高く、販売手数料と信託報酬を合わせて5%前後<sup>19</sup>かかることも多い。

以上より短期的な利益に左右されるテーマ型は家計の長期的な資産形成に適していない。

### **第3章 日本の投資信託を取り巻く環境**

本章では、投資信託を取り巻く環境として、様々な角度から見た投資信託の現状と問題点、制度、近年注目されているFinTechについて述べる。

#### **第1節 投資信託販売会社の営業姿勢**

金融庁の指摘を受け、投資信託販売会社の営業姿勢は見直されつつある。本節では、販売会社の現状として、小規模ファンドの濫立、回転売買、フィデューシャリー・デューティーについて述べ、近年導入されたKPIについても言及する。

<sup>19</sup>『日本経済新聞』2017年5月21日日経ヴェリタスセレクト「テーマ型投資、どう付き合う？」より引用

## 第1項 小規模ファンドの濫立

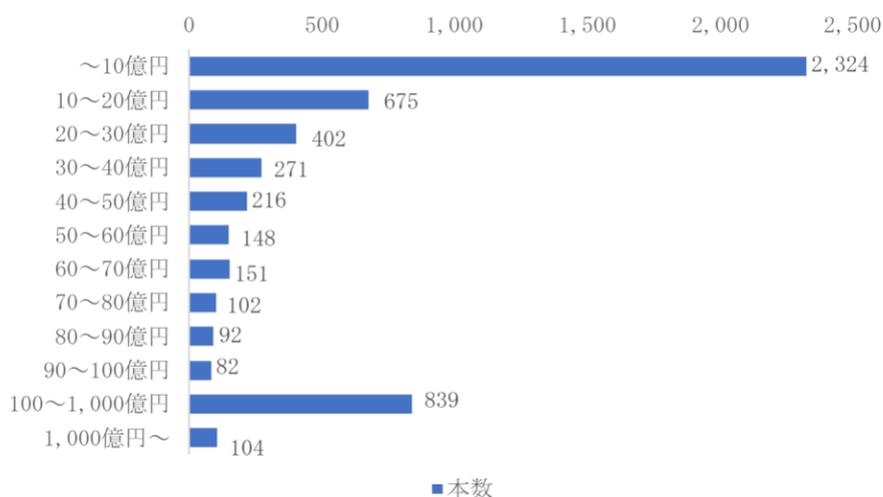
【図表7】公募・証券ファンド数と1本あたり金額の比較(2017年末現在)

	ファンド数	純資産 (円換算・億円)	1本あたり金額 (円換算・億円)
日	<b>6,152</b>	<b>1,111,919</b>	<b>181</b>
米	9,788	24,948,580	2,549
英	2,948	2,157,190	732
独	1,993	519,923	261
仏	10,860	2,606,257	240

5

出所)杉田浩治(2019)「投資信託の世界」p.113より筆者作成

【図表8】公募株式投資信託(5,406本)の1本あたり純資産(単位:本)



10

出所)金融庁(2017)「説明資料」p.3より筆者作成

15 【図表7】は公募・証券ファンド数と1本当たりの金額を海外比較したものである。日本のファンドの1本当たりの純資産額は5か国中最も小さい。これ

より、純資産総額の規模に対してファンド数が多くなっていることが分かる。さらに【図表 8】からわかる通り、純資産が 10 億円以下のファンドが 2,324 本と極めて多い。また日本は 2012 年～2017 年のファンドの新設率が他国と比べて高い一方、ファンドの削除率は低く<sup>20</sup>、小規模ファンドの整理や統合が進んでいない現状がある。投資家にとって、各々の目的にあったファンドを決める際、ファンドの選択肢が多すぎるということはマーケティングの消費者行動にある「選択のオーバーロード」<sup>21</sup>という概念から説明できるように、適切ではないと考えられる。この「選択のオーバーロード」とは、陳列されている商品が多ければ多いほど消費者は、どの商品を購入するか迷ってしまい、結局商品を購入しなくなるため、商品が少ない方が商品を選びやすく消費者は商品を購入しやすいというものである。この考え方を投資信託を購入する投資家に当てはめれば、一見ファンドのラインナップが多くて充実していると思うかもしれないが、自分自身で自らの資産形成に適したファンドを選びきれないということになりかねない。加えて、投資信託協会のアンケートによると、投資信託の興味・関心・購入のきっかけは「金融機関の人に勧められた」が 52.5%である。そして、投資信託購入時参考にした情報では、「金融機関の担当者の話」が 35.6%であり、それぞれ 1 位になっている。<sup>22</sup>投資家は商品が多すぎると自ら選びきれず、結果的に金融機関の営業員に勧められる商品を購入してしまう可能性がある。

20

## **第 2 項 回転売買**

回転売買とは、金融機関が多くの手数料収入を得るために、株式や投資信託などを頻繁に売買させる行為のことである。銀行における投資信託販売状況を見ると、ここ数年、投資信託の販売額は伸びているが、投資信託の残高は伸びていない。<sup>23</sup>さらに【図表 9】のように投資信託の平均保有期間は 3.1 年と短い。以上の状況から、金融庁の指摘通り、回転売買が行われている可能性があ

<sup>20</sup> 杉田浩治 (2019) 「投資信託の世界」 p.115 より引用

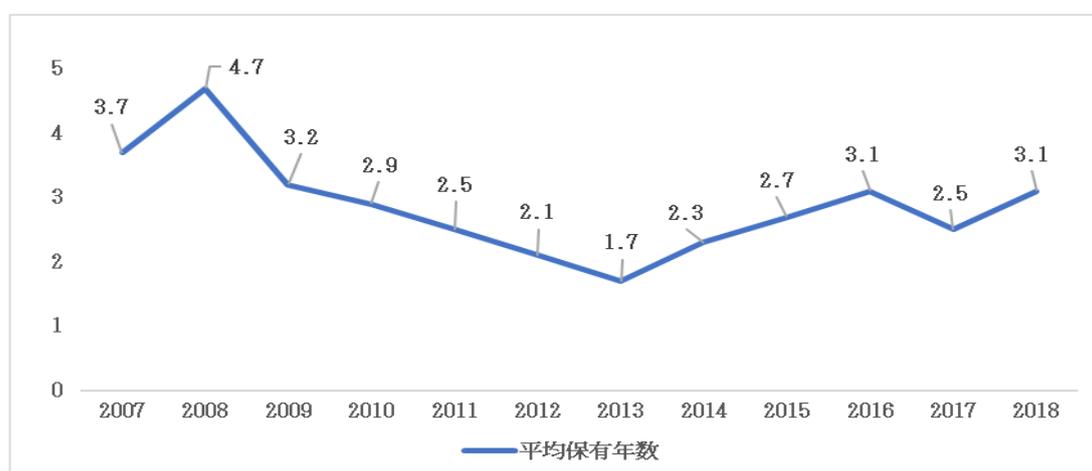
<sup>21</sup> Iyenger & Lepper(2000) “When Choice is Demotivating :Can One Desire Too Much of a Good Thing?” p.996 より引用

<sup>22</sup> 投資信託協会(2019) 「投資信託に関するアンケート」 p.13 より抜粋

<sup>23</sup> 金融庁(2016) 「平成 27 事務年度金融レポート」 p.62 より引用

ると言える。

【図表 9】 公募株式投信(除く ETF)の平均保有期間の推移 (単位:年)



5

注 1) 平均保有期間=年間純資産(月末純資産の平均)÷年間解約・償還額

出所)2007~2017年は2017年末 p.16、2018年は2018年12月末 p.7それぞれ  
投資信託協会「投資信託の主要統計ファクトブック」より筆者作成

10

日本で回転売買が横行する原因として、投資信託の手数料体系が挙げられる。現在日本の多くの販売会社は、販売時に手数料のかかる販売コミッション型を採用している。そのため、金融機関は投資信託の残高に連動した信託報酬で賄いきれない経費を、販売手数料で賄おうとする傾向にある。<sup>24</sup>また、日本では販売会社と運用会社の結びつきが強く、特に同一グループ内に銀行や証券会社と  
15 いった販売会社を持つ場合も多くある。実際、そのような販売会社が設定する公募投資信託の純資産残高は、公募投資信託全体の『82%』<sup>25</sup>を占めている。運用会社は顧客の情報を得ることができないため、販売会社が優位な立場になり

<sup>24</sup> 金融審議会(2012)「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」p.2より引用

<sup>25</sup> 金融庁(2017)「平成28事務年度金融レポート」p.63より抜粋

やすい。運用会社が販売会社との関係を重視した結果、販売会社の売りやすい商品として前述したテーマ型などの投資信託を組成し、優先的に販売している。<sup>26</sup>その結果、小規模ファンドが濫立することに繋がってしまう。販売会社を通さない直接販売ならば、販売手数料がかからないため、回転売買の可能性は低い。しかし、日本での直接販売率は『0.8%』<sup>27</sup>であり、2割程度が直接販売を占める<sup>28</sup>米国に比べて極めて低い。米国では IFA の活躍によって直接販売が普及したという背景がある。今日、運用会社の間で自社 HP を通じて投資信託を直接販売する動きが広がってきている<sup>29</sup>ものの、IFA が普及していない日本において今後直接販売が定着するには時間がかかると予想される。米国で IFA が定着した背景として、運用会社と販売会社が製販分離していることが挙げられる。一方、日本では前述したように製販分離しておらず、同系列のグループ会社で投資信託を販売していることが多い。この日本の現状では、直接販売が普及することはかなりの時間を要することがわかる。そこで、我々は回転売買をなくし、顧客本位の営業を実現するためには手数料体系の改善が必須であると考え、第 4 章第 1 節にて提言を行う。

### 第 3 項 フィデューシャリー・デューティー

平成 28 年 4 月 19 日の金融審議会総会において、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運営等を行う金融事業者が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー、以下 FD)に努めることが重要とされた。具体的には、金融商品の分かりやすさの向上、利益相反管理体制の整備、顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供に取り組むことを始めとした 7 つ

<sup>26</sup>金融審議会(2012)「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ 最終報告」p.2 より引用

<sup>27</sup>金融庁(2018)「投資信託主要統計ファクトブック(2019年9月末)」より抜粋

<sup>28</sup>『日本経済新聞』2019年2月5日朝刊 p.3「投資信託の直接販売一低コスト、米で定着」より引用

<sup>29</sup>『日本経済新聞』2019年7月23日朝刊 p.9「運用会社、手数料下げ競争—投信直販で独自商品、三井住友 DS など」より引用

の原則に金融事業者が取り組むべきであることを示した。以上の内容を金融事業者が明確な方針を策定し、業務運営を行う。その際、金融事業者が一部の原則を実施しない場合には、相当理由を十分に説明する必要があるように金融庁は取り決めた。

- 5 現在、本原則を採択し、取り組み方針を公表している金融事業者は『1,619社』<sup>30</sup>(令和元年5月8日時点)と増加傾向にある。しかし、依然として公表していない金融事業者も存在するため、取り組み方針の公表は徹底されていない。さらに、取り組み方針の内容は企業によって違い、公表しないことによる具体的な罰則もないため、顧客本位の営業に結びついているとは一概に言えない。また、形式的な公表を行っている金融事業者もいるのではないか。実際、原則3
- 10 に掲げられている「利益相反の適切な管理」については、『132社中125社(94.7%)において記載が確認された。しかし、利益相反の「管理」について記載されている業者は、132社中110社(83.3%)であったものの、利益相反の「特定」「把握」などに関して明記している業者は、132社中76社(57.6%)にとどまった。
- 15 さらに、抽象的な文言にとどまる事例も多く、具体的に利益相反を「管理」する手法や、利益相反の可能性が「特定」「把握」されている局面について明記している業者は限られている。』<sup>31</sup>と指摘されており、利益相反に関しての取り決めができていない金融機関は多く見られた。また、60社の金融機関のみが具体的な管理方法を明記している。<sup>32</sup>加えて、原則6の「顧客本位にふさわしいサービスの提供」においては、132社中125社(91.2%)が記載しているが、他方では、何をもち「ふさわしい」と考えているかを明記している業者は限定的であった。例えば、「顧客満足度」、「利便性」「コスト」「安定的な資産形成」「長期・積立・分散」などを掲げる事例は、いずれも10社未満であった。<sup>33</sup>このよ

<sup>30</sup> 金融庁(2019)「「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針・自主的なKPI・共通KPIを公表した金融事業者のリストの公表について」より抜粋

<sup>31</sup> 日本証券経済研究所(2018)「変貌する金融と証券業 『第12章「顧客本位の業務運営に関する原則」と証券会社の対応』」p.351より引用

<sup>32</sup> 日本証券経済研究所(2018)「変貌する金融と証券業 『第12章「顧客本位の業務運営に関する原則」と証券会社の対応』」p.352①利益相反の管理方法より合算

<sup>33</sup> 日本証券経済研究所(2018)「変貌する金融と証券業 『第12章「顧客本位の業務運営に関する原則」と証券会社の対応』」p.354より引用

うな現状は、取り組み方針自体が、金融庁が制定している規制ではない「ソフト・ロー」であるからと考えられる。また、前述した小規模ファンドが濫立、回転売買の可能性のある状況から見ても、顧客本位の業務運営が実現されているかどうかについては疑問である。

5 以上の原則 3 と原則 6 は、手数料体系を改善することで実現することが可能である。実際に米国では、販売会社による利益相反行為の軽減を促す手数料体系として T シェアを発行している。T シェアとは、販売手数料と 12b-1 手数料（日本の投資信託の手数料体系では、販売会社が運用会社から受け取る信託報酬のキックバックに該当する）を同水準に設定することで利益相反行為を軽減  
10 する。例えば、株式投資信託の販売手数料の平均は 5.47%であるのに対し、公社債投資信託商品は 3.75%である。<sup>34</sup>このように資産によって販売手数料に差があるため、販売会社は投資家に株式投資信託を強く勧めるという利益相反になりかねない。そこで、T シェアは全資産の販売手数料を 2.5%、12b-1 手数料を  
15 0.25%と固定することによって、販売会社の利益相反行為の軽減を促し、顧客本位に相応しいサービスの提供となる。しかし、日本ではクラス別シェアの発行を認めておらず実用化には至らないと考える。また、販売手数料をとっている  
20 段階で回転売買の抑止力にはならないため、問題解決には至らない。

次に、米国の手数料体系であるクリーン・シェアーズについて述べる。クリーン・シェアーズとは、12b-1 手数料を廃止、つまりキックバックをなくすこと  
20 25 2 での手数料の透明性を図ることである。こうすることで、投資家は販売会社に販売手数料をどれだけ支払ったのか、運用会社に信託報酬をどれだけ支払ったのかを明確に認識することができる。しかし、クリーン・シェアーズでは、販売会社が自由に販売手数料を設定できるため、T シェアのように販売会社による利益相反行為の軽減には繋がらず、回転売買の抑止力ともなり得ない。以上  
25 2 つの米国で普及している新たな手数料体系は日本に馴染まないと我々は判断する。そこで、日本に適した手数料体系へ改善することを第 4 章第 1 節で提言する。

<sup>34</sup> 岡田功太(2017)「米労働省と SEC のフィデューシャリー・デューティー規則を巡る議論の進展」p.11 より引用

#### 第4項 KPIについて

平成29年3月に金融庁は「FDに関する原則」を策定・公表し、併せて、金融事業者の取り組みの「見える化」を促進する観点から、FDの定着度合いを客観評価できる指標(KPI)を取り組み方針等に盛り込むように働きかけを行ってきた。従来、各金融事業者が自主的KPIの設定を行ったものの、顧客がこれら5のKPIを用いて、顧客本位の良質な金融商品・サービスを提供する金融事業者を選ぶことは、必ずしも容易ではないものと考えられる。そこで第三者が比較できるような、共通KPI3指標の設定を金融庁は有益と考えた。

共通KPI3指標は、①運用損益別顧客比率②投資信託預り残高上位20銘柄の10コスト・リターン③投資信託預り残高上位20銘柄のリスク・リターンである。①は、基準日時点の保有時点の保有投資信託に係る購入時以降の累積の運用損益を算出し、運用損益別に顧客比率を示した指標である。このとき、金融事業者は自社の運用成績をより良く見せるため、基準日以前に損失を計上している顧客を売りに走らせる、利益確定を遅らせる要因となることが問題視され15ている。②③は、設定後5年以上の投資信託の預り残高上位20銘柄について、銘柄毎及び預り残高加重平均のコストとリターンの関係、リスクとリターンの関係を示した指標である。このとき、設定後5年以上という基準では、運用成績に強く影響を与える株式市況や政治経済の影響が銘柄ごとに異なるため、正しい分析が行われているかは懐疑的である。

20 投資家側の観点では、各販売会社のKPIを見つけづらい現状があるのではないだろうか。我々は実際にどのような経路でKPIの記述を閲覧できるかを分析するべく、主要銀行18行、証券会社16社のHPを用いて検証を行った。検証結果は以下の通りである。

【図表 10】 KPI へのアクセサビリティ

	見つけ やすい	見つけ づらい	非常に 見つけづらい
証券会社	2	7	7
銀行等(信託・信用金庫含む)	3	8	7

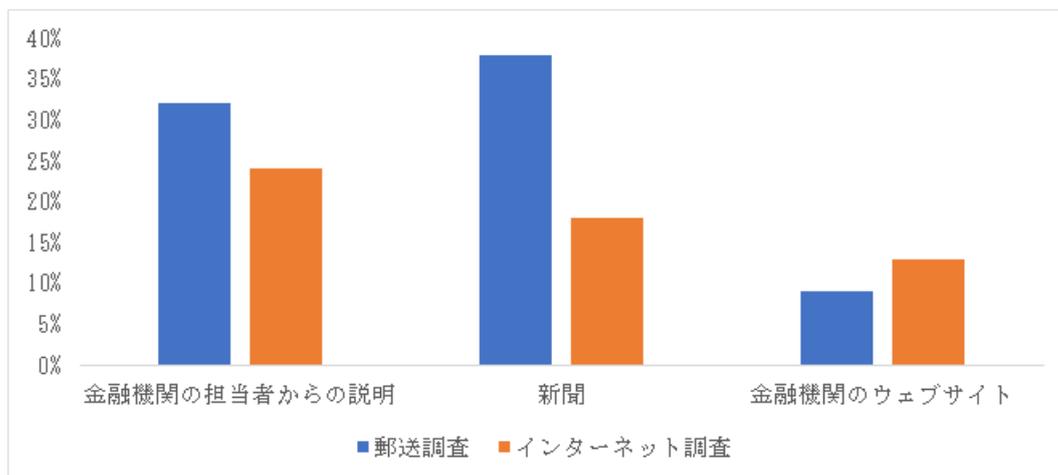
出所)筆者作成

5

「見つけやすい」の分類は HP のホーム画面の上もしくは中盤に目立つように KPI のページへのリンクが記載されている銀行や証券会社を指す(例えば、三菱 UFJ 信託銀行)。「見つけづらい」の分類は HP のホーム画面の一番下に KPI のページへのリンクがはっきりと記載されている銀行や証券会社を指す(例えば、岡三証券)。「非常に見つけづらい」の分類は、HP のホーム画面の一番下には KPI のページへのリンクが記載されているが、文字の大きさや色彩により不明瞭である場合(例えば、野村証券)や、ホーム画面からの一度のクリックでは KPI のページにたどり着かず多数のクリックを要する銀行や証券会社を指す(例えば、オリックス銀行)。特に 5 大証券会社(野村証券・日興証券・大和証券・みずほ証券・三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券)のうち 4 つの会社は、「非常に見つけづらい」に分類された。実際に、【図表 11】のように金融機関の FD や KPI に関する取り組みについての情報を、金融機関の担当者や新聞から得ている割合が高く、ウェブサイトからの情報入手は低い。

20

【図表 11】 取り組み方針または KPI の認知者



- 5 出所)金融庁(2019)「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について  
(最終報告・全体版)」p.13より筆者作成

10 以上のように、KPIの記述が各社HPのどの部分に掲載されていたのかがわかりづらいため、顧客本位の業務運営をするのであれば改善が必要であると考えます。また、そもそもKPIを知らない投資家が『69%』<sup>35</sup>存在する現状では、KPIが機能しているとは言い難い。

15 今後、KPIの認知度が上がれば、この指標は投資家が金融機関を選ぶ上で重要なものになってくるだろう。その際、前述した共通KPI3指標だけで投資家が金融機関を選別することは適切だろうか。現状の共通KPI3指標だけでは積立投資の有用性を投資家に示すことができているか懐疑的である。そこで金融

庁は、好事例として挙げた自主的KPIを紹介している。<sup>36</sup>販売会社において好事例であったものを1点挙げると、投資信託における長期・積立・分散投資の状況である。これは、平均保有年数や、販売に占める積立投資信託の割合、バ

<sup>35</sup> 金融庁(2019)「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について(インターネット調査結果分析の最終報告・全体版)」p.35より引用。アンケートの総数は7,757人(投資経験者:投資未経験者=2:1)

<sup>36</sup> 金融庁(2019)「当庁が好事例として挙げた自主的KPI(平成31年1月時点)」より参照

ランス型ファンドを中心とした中長期での運用に適した商品の比率を示すもので、各金融機関が積立投資に適した投資信託商品を用意しているのかが明らかになる。運用会社において好事例であったものを2点挙げると、1点目は、投信評価会社のレーティングを活用した自社ファンドのレーティング状況である。これは、第三者機関からの評価を用いて自社ファンドの良さを投資家に開示するものである。2点目はインベスターリターンと基準価額の騰落率との差である。インベスターリターンとは、日々のファンドへの資金流出入額と期首及び期末のファンドの純資産額から求めた内部収益率を年率換算したものである。つまり、ドルコスト平均法が有用であったかどうかを示す指標である。実際にセゾン投信がこの指標を自主的 KPI として採用している。

このように現状の KPI は存在が知られていない、記載してある場所がわかりづらい、現行の共通 KPI3 指標が積立投資に最適でないという問題点がある。FD に基づくのであれば、これらの問題点を各金融事業者は解消すべきである。

15

## **第2節 確定拠出年金**

確定拠出年金とは、個人勘定に払い込まれた拠出を、個人が自分で運用して老後の生活資金の原資を作っていく年金制度である。原則として60歳まで資産を引き出すことはできない。確定拠出年金は別名、日本版 401(k)とも呼ばれている。米国では日本と比べると公的年金支給額が少なく、自助努力による老後の資産形成を行わなければならないのが発端で 401(k)が始まったとされている。その模倣として日本版 401(k)である確定拠出年金が誕生した。確定拠出年金には個人型確定拠出年金(以下、iDeCo)と企業型確定拠出年金(以下、企業型 DC)の2種類がある。

iDeCo では加入者が掛金を全額拠出し、自ら運用方法と運用商品を決定する。特徴として大きな節税効果が得られることが挙げられる。加入者が拠出した掛金は全額所得控除となり住民税、所得税は課税の対象とならない。また運用によって得た収益も非課税となる。そして給付時に年金として受け取る場合は公的年金等控除の対象となり、一時金として受け取る場合は退職所得控除の対象となる。また、企業型 DC との併用も可能であり、企業型 DC で運用しながら、

30

個人でも運用できるようになった。

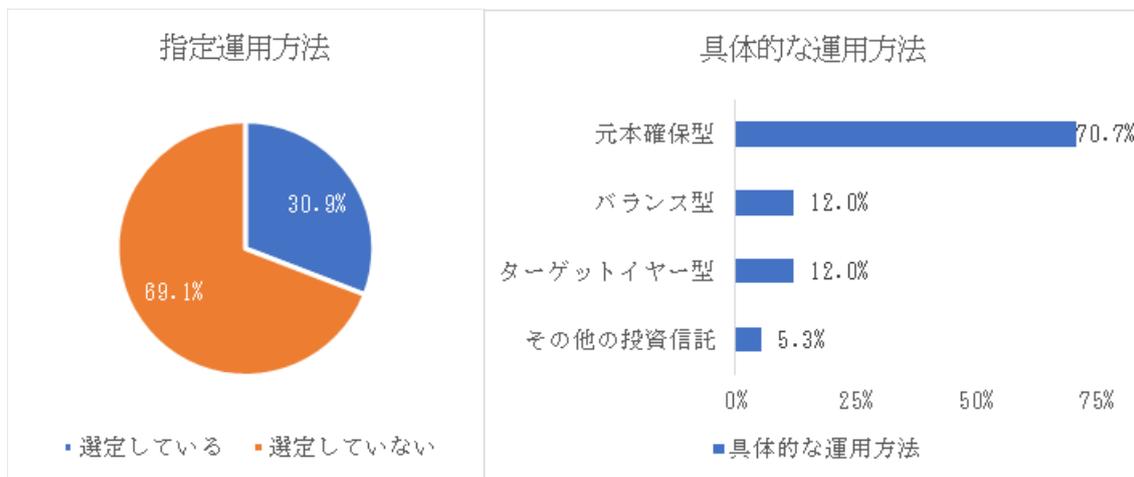
一方、企業型 DC では企業が掛金を拠出し従業員が自ら運用を行う。規約に定めることで企業が拠出する掛金に加入者が掛金を上乗せするマッチング拠出も可能である。マッチング拠出を利用した場合、加入者が拠出した掛金は全額所得控除の対象となる。また iDeCo 同様に運用時、給付時に節税効果が得られる。5 加えて、確定拠出年金では離職・転職した場合でも加入を続けることができる。企業型 DC の加入者が転職をする際、転職先に企業型 DC がなければ、金融機関で iDeCo の個人勘定を開設し資産を移管できる。反対に iDeCo から企業型 DC にも資産移管できる。離職しても自分の資産を持ち運べることからこの機能を「ポータビリティ」と呼ぶ。年金資産が維持できるポータビリティは働き方が多様化している現代において重要な役割を果たしている。近年では老後に向けた個人の継続的な自助努力を支援するため、確定拠出年金制度の改正が行われ活用の幅や利便性が大きく向上した。企業年金を実施していない中小企業向けに、iDeCo に加入している従業員の掛金に上乗せして事業主が掛金を拠出できる「iDeCo+」や、企業型 DC の設立条件や手続きを簡素化して負担を少なくした「簡易型 DC」の制度が挙げられる。10 15

前述したように企業型 DC には税制優遇措置があり、老後の資産形成に適しているが、問題点が存在する。現在、企業型 DC の加入者は 720 万人で導入企業は 3.4 万社と近年増加傾向にはあるが、導入企業はまだまだ少ない。<sup>37</sup>また、20 2018 年の改正 DC 法において指定運用方法<sup>38</sup>が明記されデフォルト商品の制度が確立されたが、【図表 12】で示すように指定運用方法を導入した企業でも約 7 割を元本確保型に設定している。

<sup>37</sup>厚生労働省(2019)「確定拠出年金の施行状況」より引用

<sup>38</sup> 加入者が一定期間運用指図を行わなかった場合、加入者の資金はあらかじめ設定されていた商品に入れられて運用されること。

【図表 12】 企業の指定運用方法選定状況と具体的な指定運用方法



- 5 出所)企業年金連合会(2019)「2017年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」p.10より筆者作成

企業型 DC で用意されている運用商品には預貯金や保険などの元本確保型商品と投資信託の元本変動型商品がある。第1章第1節で述べたように現在の日本の預金金利は極めて低い状況にある。元本確保型商品を現在の低金利の下で運用すると、運用利回りが低いため、将来の年金資産を十分に積み立てることができない可能性がある。実際、元本確保型商品で運用している加入者は約5割にも及ぶ。<sup>39</sup>厚生労働省の確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書では『長期的な年金運用の観点からは分散投資効果が見込まれるような商品が有用であることが少なくない旨、投資教育等で加入者に働きかける必要がある』<sup>40</sup>と長期分散投資の重要性を指摘している。また運用に伴うリスクについては『個人の資産や年齢等によってリスク許容度は異なる』<sup>41</sup>との指摘もある。こ

<sup>39</sup>運営管理機関連絡協議会(2019)「確定拠出年金統計資料 2002年3月末～2018年3月末」p.14より引用

<sup>40</sup>厚生労働省(2017)「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書」p.14より抜粋

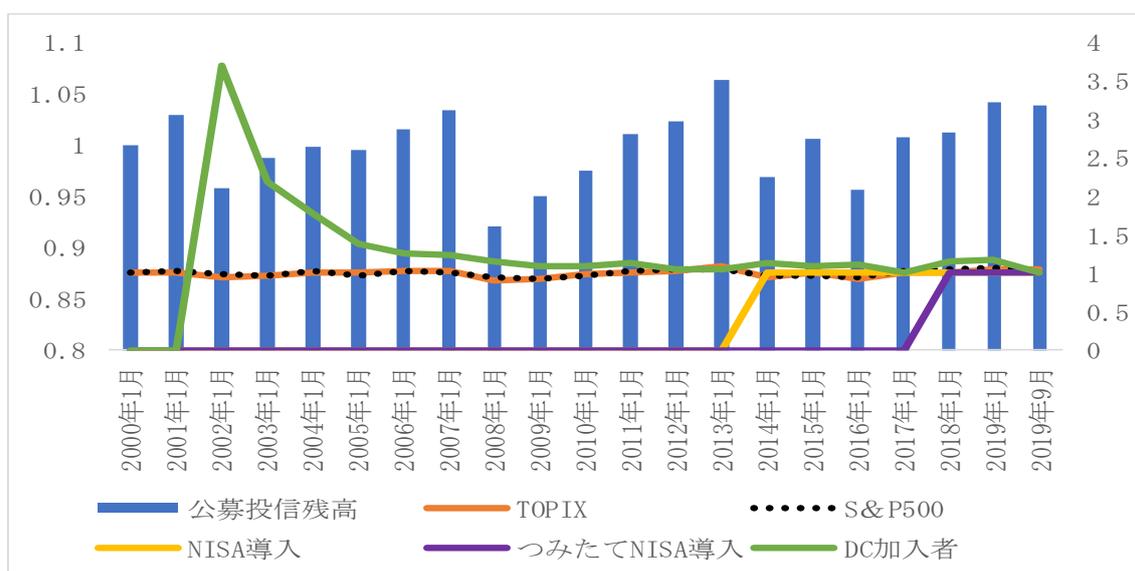
<sup>41</sup>厚生労働省(2017)「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書」p.9より抜粋

れらを踏まえて企業は指定運用方法で、長期分散投資が可能で年齢によってリスクを加減できるライフ・サイクル・ファンドを設定するべきだと考える。

最後に、確定拠出年金の普及が公募投資信託純資産総額(以下、公募投信残高)に影響を与えるのかについて、2000年12月末から2019年9月末を対象期

5 間として重回帰分析を行った。

【図表 13】重回帰分析 各変数の対前月変動率



10 注 1) 対象期間は 2000 年 1 月～2019 年 9 月の月次。

注 2) 公募投資信託残高は投資信託協会公募投資信託の資産増減状況(実額)、TOPIX は Yahoo!ファイナンス、S&P500 は Investing.com のデータを基に算出。

注 3) NISA、つみたて NISA は未導入を 0、導入を 1 とする。

15 注 4) DC については、2001 年～2016・2019 年については厚生労働省、2017～2018 年については企業年金連合会より算出。

出所)筆者作成

【図表 14】重回帰分析の結果(有効数字 3 桁)

回帰統計				
重相関	重決定	補正	標準誤差	観測数
0.935	0.875	0.872	0.0264	237.000

	自由度	変動	分散	観測された分散	有意 F
回帰	5.00	1.14	0.227	324	$3.34 \times 10^{-102}$
残差	231.000	0.162	$7.01 \times 10^{-4}$		
合計	236.000	1.30			

	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値
切片	0.109	0.0226	4.82	$2.59 \times 10^{-6}$
TOPIX	0.573	0.0418	13.7	$1.10 \times 10^{-31}$
S&P500	0.317	0.0441	7.19	$9.05 \times 10^{-12}$
NISA 導入	$-2.09 \times 10^{-3}$	$4.35 \times 10^{-3}$	-0.480	0.632
つみたて NISA 導入	$4.03 \times 10^{-3}$	$6.95 \times 10^{-3}$	0.581	0.562
DC 加入者	$2.03 \times 10^{-3}$	$5.69 \times 10^{-3}$	0.357	0.722

5

出所)筆者作成

まず、この重回帰分析の結果は、重決定が 0.87 であるため、信頼性が高い。説明変数が目的変数に与える影響に関する重回帰分析を行ったところ、TOPIX  
10 の変動率、S&P500 の変動率、NISA 導入、つみたて NISA 導入の偏回帰係数は正となった。偏回帰係数が正かつ t 値の絶対値が 2 以上である説明変数が公募投信残高に強い影響を与えることになるので、TOPIX の推移と S&P500 の推移が公募投信残高に強い影響を与えることがこの分析で明らかになった。また、両者とも P 値が 0.05 を大きく下回っているため、信頼に値する結果と言える。この

結果から、日本・米国の株価の上昇が公募投信残高の増大に影響を与えることが明らかになった。

一方、DC 加入者の増加に関しては、偏回帰係数は正であるので、公募投信残高の普及に影響を与えるものの  $t$  値の絶対値が 2 以下かつ  $P$  値が高すぎるため、必ずしも影響を与えない。つまり、DC 加入者数が増えると公募投信残高の増大に影響を与えるが、現行の DC では、効果は統計的に見て曖昧である。そこで、我々は DC の運用面に問題があるのではないかと推測した。前述した DC 加入者のうち 5 割が元本確保型である現状が問題であるため、DC 制度を有用なものにするための提言を第 4 章第 2 節で述べる。

10

### **第 3 節 家計の資産形成を後押しする少額非課税制度について**

本節では、家計の資産形成を推し進めている税制制度で、比較的短期の資産形成に適した NISA と、中長期的な資産形成に適したつみたて NISA についてそれぞれ現状と問題点について述べる。

15

#### **第 1 項 NISA**

NISA とは、英国の Individual Saving Account (以下、ISA) に倣って 2014 年から導入された、上場株式や公募株式投資信託等の配当所得や譲渡所得にかかる税金が非課税となる個人投資家向けの制度である。NISA の非課税口座を利用することで、年間 120 万円までの上場株式や株式投資信託の値上がり益や配当、分配金が最長 5 年間非課税となる。この制度の対象者は日本国内に居住の 20 歳以上の者で、NISA 口座は、1 人 1 口座に限り開設できる。非課税期間が終了した際には、NISA 口座で保有している金融商品を翌年の非課税投資枠に移管できる。この移管のことは「ロールオーバー」と呼ばれる。ロールオーバー可能な金額に上限はなく、時価 120 万円を超過している場合も、そのすべてを翌年の非課税投資枠に移すことができる。また、2014 年に制度が開始して以来、口座数と買付額共に着実に増加しており<sup>42</sup>、家計の資産形成を促進していると考えられる。しかし、NISA には損益通算、損失の繰越控除ができなくなるなどの問

20

25

<sup>42</sup> 金融庁(2018)「NISA(一般・つみたて)の現状」p.2 より引用

題点も多く存在する。

また、NISAの一層の普及・拡大に向けて2016年から、20歳未満の未成年者を対象としたジュニアNISAが導入された。年間投資上限額は80万円、名義人が20歳に達するまで非課税で保有できる。

- 5 NISAの見本となった英国ISA制度では投資対象は株式型と預金型の2つに分かれている。運用対象となる商品について株式型は株式、公社債、投資信託、保険が対象となるのに対し、預金型は公社債投資信託や預金が対象となる。NISAと大きく異なる点としてISAは運用期間と非課税期間が恒久化されていることである。現行のままだとNISAは2023年までしか買い付けができない時限措置
- 10 となっている。現在、金融庁がNISA制度の恒久化を要望しており、個人の長期的な資産形成を促すためにも、早急に制度の改善が必要とされている。

## **第2項 つみたてNISA**

- つみたてNISAとは、2018年1月から始まった、少額からの長期・積立・分散投資を支援するための非課税制度である。NISAでは、一括投資・積立投資の両方ができる一方、つみたてNISAでは、積立投資しかできない。またつみたてNISAは、投資初心者の人でも運用できるようにと、金融庁が長期・積立・分散投資に適した投資信託を対象とし、投資初心者には難しいデリバティブ取引を、一定の場合を除いて対象外とした。前述した通り、アクティブ運用と比べてパ
- 15 ッシブ運用は信託報酬が低い傾向にあるため、つみたてNISAの適格ファンドにはパッシブ運用の投資信託が多く採用されている。

- さらに、つみたてNISAでは、パッシブ運用よりも信託報酬が低い傾向にあるETFにも投資可能である。ETFは前述したパッシブ運用に並ぶベンチマークに対応した運用手段であり、信託報酬も低いことから、長期の投資に適した商品
- 25 であると考えられる。しかし、適格ファンドにETFの本数が少ない<sup>43</sup>のが現状である。そして、ETFを積立投資に用いるという観点からは問題点が2点ある。
- 1 つ目に通常の購入方法で投資するには最低売買金額が大き過ぎる点である。
- 2 つ目に、主に日本に上場されているETFの中でも流動性が低いものには適切

<sup>43</sup> 金融庁(2019)「つみたてNISAの対象商品の概要について(10月1日時点)」p.2より引用

な価格がつきにくい場合がある点が挙げられる。それを踏まえ、ETF には厳しい審査基準が設けられているため、ETF の本数が少ないと言える。

5 なお、金融庁の平成 30 年度 1/1～12/31 におけるつみたて NISA の口座数と買付額から、1 口座における 1 年間の積立額を算出した。つみたて NISA の買付  
10 口座数(0 円口座を除く)は『60 万 6454 口座』<sup>44</sup>、買付額は『931 億 502 万円』<sup>44</sup>である。「買付額÷つみたて NISA 買付口座数」で 1 口座当たりの積立額は、15 万 3524 円となった。つまり、毎年の積立限度額である 40 万円よりもはるかに少ない額である。さらに、つみたて NISA 口座の稼働率は 56.5% (2019 年 3 月末時点)<sup>45</sup>で、4 割以上の口座が口座開設したものの一度も買い付けを行っていない状況である。

15 しかし、前述した NISA 恒久化に加えて、金融庁はつみたて NISA の恒久化についても言及している。具体的には、この際の恒久化とは、いつ始めても 20 年間の非課税期間が適用されるというもので、金融庁は『現在、時限措置である NISA について恒久措置とすること。とくに、「つみたて NISA」については開始  
20 時期にかかわらず、20 年間のつみたて期間が確保されるよう、制度期限(2037 年)を延長すること』<sup>46</sup>を要望している。加えて、金融庁は職場積立 NISA の導入を企業に対し推奨している。職場積立 NISA は、職場において役職員等が、給与天引きで資金を拠出し、NISA 取引業者が選定した金融商品に投資する仕組みである。企業型 DC と異なり中途の引き出しに制限がない制度を利用している  
25 ため、積み立てた資産を様々なライフイベントに活用できることが一番の特徴である。職場積立 NISA を導入している企業は 2017 年 12 月末の時点では『8,685 社』<sup>47</sup>で、職場における新たな福利厚生制度としても注目されている。職場積立 NISA を導入する事業主等は、特定の NISA 取引業者と契約し、投資家は身近な職場を通じて申し込みを行うことができる。加えて、NISA 取引業者は、利用者  
25 に対して投資教育を行うこととされているため、利用者は同時に投資教育を受

<sup>44</sup> 金融庁(2019)「NISA 口座の利用状況調査(平成 30 年 12 月末時点)」から抜粋

<sup>45</sup> 日本証券業協会「NISA 及びジュニア NISA 口座開設・利用状況調査結果」から算出

<sup>46</sup> 金融庁(2019)「令和 2 年度税制改正要望項目」p. 4 より抜粋

<sup>47</sup> 日本証券業協会「職場積立 NISA 導入状況等について(平成 29 年 7 月～12 月)」p. 1 より抜粋

けられるという利点がある。

#### **第4節 金融リテラシー**

金融リテラシーとは、OECDが定義している通り、『金融に関する健全な意思  
5 決定を行い、究極的には金融面での個人の幸福を達成するために必要な金融に  
関する意識、知識、技術、態度および行動の総体』<sup>48</sup>であり、我々もこれを定  
義とする。金融リテラシー調査によると、米国・英国に比べて日本は金融リテ  
ラシーが低かった。しかし、投資信託とは直接投資に必要な多額の資金や十分  
10 な時間がない投資家にとっても利用できる資産形成手段であるため、金融リテ  
ラシーが低い人に対しても提供できる金融商品である。確かに、投資家教育を  
行うことで、金融リテラシーが上がると良識ある商品選択ができるかもしれな  
い。しかし、すべての個人に教育を行うことは非現実的であり、時間や資金な  
ど多大なコストがかかることが想像に難くない。そこで我々は販売会社側を統  
15 制すべきだと考える。販売会社の改善についての具体案は第4章第1節、第3  
節で述べる。

#### **第5節 FinTech**

FinTechとは、金融を意味する Finance と、技術を意味する Technology を組  
み合わせた造語である。本節では、「金融アドバイス・運用×技術」であるロボ  
20 アドバイザー（以下、RA）について述べる。

RAはAIが資産運用のアドバイスや補助をしてくれるサービスで、投資対象  
は投資信託やETFである。投資に関する質問に答えることで、自分の運用スタ  
イルの診断、運用方針に合わせた投資信託の提案や、ポートフォリオの提案を  
RAが無料で行う。RAに資産運用を一任することもできるが、その際、預かり  
25 資産に対して、年0.5～1%の費用がかかる。RAに似たサービスにファンドラッ  
プがあるが、最低運用額が数百万円程度必要である。その一方で、RAの最低  
運用額は100円～10万円と、比較的利用しやすい価格設定となっている。  
RAは手軽にアドバイスが欲しい、自分でやるのは不安という投資初心者に適

<sup>48</sup> OECD(2012)「OECD/INFE HIGH-LEVEL PRINCIPLES ON NATIONAL STRATEGIES FOR FINANCIAL EDUCATION」P.2を和訳し抜粋。

したサービスである。

RA の現状として、日本で普及していないことが挙げられる。世界で最も活用されている米国では RA 数が 200 を超えているのに対して、日本では 14 に過ぎない。<sup>49</sup>米国で RA が普及している背景には、国民の投資に対する積極性と投資商品の充実が考えられる。家計の金融資産においても米国では、株式等と投資信託を合わせて 46.3%となる一方で、日本は 13.9%である。<sup>50</sup>また、ETP<sup>51</sup>の地域別運用残高比較においても、米国が 70.4%に対して、アジアでは 10.6%に過ぎない。<sup>52</sup>日本人は、投資に対する姿勢が慎重で、預金の比率が圧倒的に高い。裏を返すと、RA の潜在的な市場が大きいと言える。日本の RA である THEO の顧客年齢層を見ると、20 代と 30 代ではほぼ半分を占め、最も金融資産を持っている 60 代以降の比率は少なくなっている。

今後、テクノロジーの利用に慣れた世代が金融資産を持つようになり、資産運用分野でも RA を始めとした FinTech の利用が拡大されることが期待される。また、THEO の顧客の 4 割は過去に投資経験がなく、投資の入り口としての機能を果たしていると言える。

しかし、対面でのサービスがなくなることはない。米国の研究で「対面営業が AI にとって代わられることはない」ことが実証された。資産運用で顧客が損をした場合、対面よりも AI のほうが解約されるケースが多いという米国のデータがある。つまり、「長期・積立・分散」投資である投資信託には、血の通った人間のサポートが必要である<sup>53</sup>。

## 第 4 章 提言

第 3 章では投資信託を取り巻く現状と問題点について述べた。本章では投資信託が家計の資産形成手段としてより発展するために、4 つの提言を行う。

<sup>49</sup> burnmark(2017) ” Digital Wealth” p.10 より抜粋

<sup>50</sup> 日本銀行調査統計局(2019) 「資金循環の日米欧比較」 p.2 より引用

<sup>51</sup> ETF に、商品・コモディティ指数に連動する ETC と、特定の指数に連動するように作られた証券を市場で取引する ETN を合わせたもの。

<sup>52</sup> BLACKROCK(2018) ” BlackRock Global ETP Landscape Industry Highlights” p.5 より算出

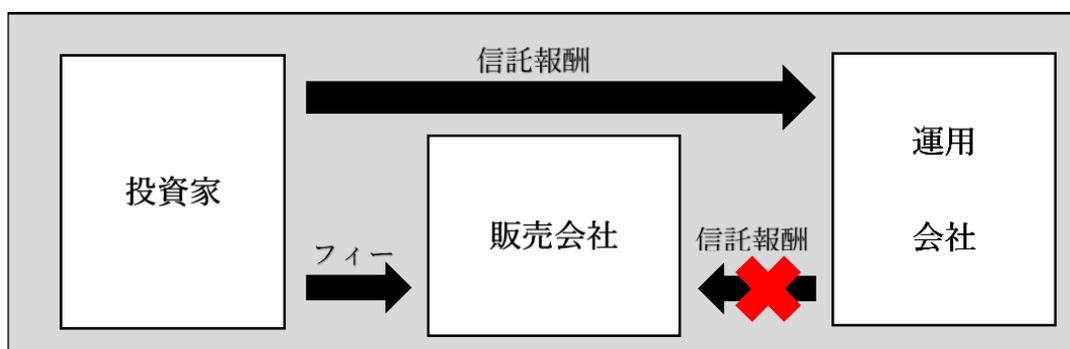
<sup>53</sup> 『日本経済新聞』2019 年 6 月 25 日投信コラム「行動経済学で考える「非合理的な投資」(投信観測所)」より引用

## 第 1 節 手数料体系の改善

【概要】投資信託販売において、販売会社の受け取る手数料を基本的には投資家から直接受けとる残高フィーにする。

【提案の背景】現行の販売コミッション型の手数料体系では回転売買を促す原因となるため。

【図表 15】残高フィー型の概要



10

出所)筆者作成

第 3 章第 1 節では、回転売買の可能性を取り上げ、金融機関の顧客本位の営業に関して問題提起を行った。本節ではその問題を解決するために投資信託の  
15 販売手数料を販売コミッション型から残高フィー型に移行することを提言する。  
現在、日本におけるほとんどの投資信託が販売コミッション型の手数料体系を採用していることは前述した。販売コミッション型では販売会社は投資家から販売手数料と運用会社から信託報酬のキックバックを得る。一方残高フィー型では、販売会社は投資家から残高に応じたフィーを受け取り、販売手数料・運用会社からの信託報酬のキックバックを廃止する。この手数料体系を金融庁により規制する。実際に米国、英国では大手販売会社を中心に、販売コミッション型から残高フィー型へ移行しつつある。

20

しかし、残高フィー型への移行により問題が 2 点発生すると考えられる。1 点目は、残高フィー型への移行以前に販売手数料を支払い、すでに投資信託を

保有している投資家にとっては、移行によって本来課されることのなかったコストを負担しなければならない点である。そして、2点目は、高頻度で投資信託を買い換えない投資家は、販売コミッション型の方が有利になる点である。

このような、『頻繁に取引を行わない顧客をコミッション型サービスから残高

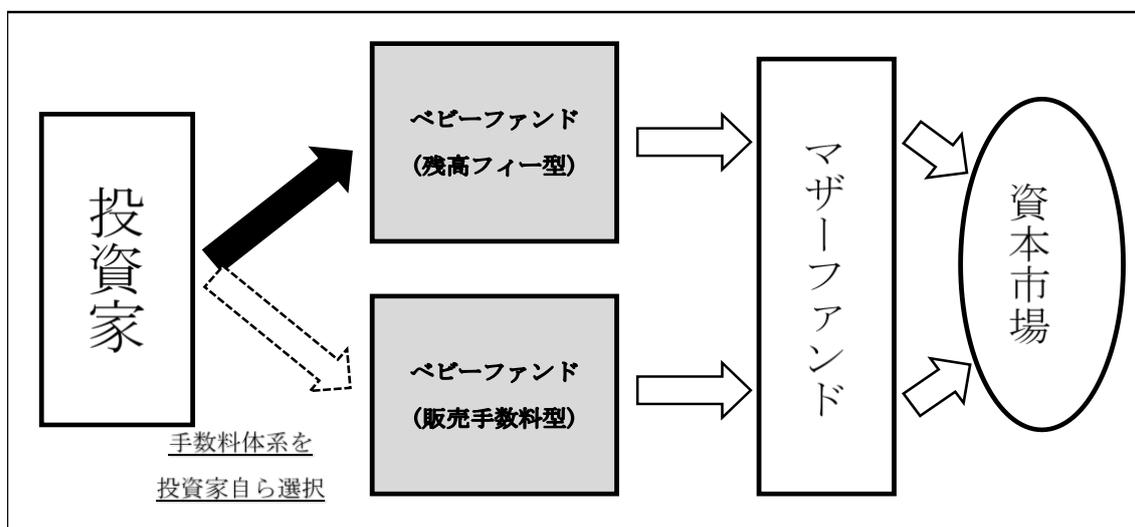
5 フィー型サービスに移行することで、結果的に顧客に不必要な手数料の負担を強いる状況を「リバーズ・チャージング」<sup>54</sup>と呼ぶ。これら2つの問題点より

全ての投資家に残高フィー型の手数料体系を強いることは、真の顧客本位にそぐわない。顧客本位を実現させるために、残高フィー型導入以降は残高フィー

10 型を基本とし、投資家の判断により販売コミッション型も選択できるようにする。こちらの手数料体系選択方式には【図表 16】のように、FF方式を採用し、

選択できるように金融庁より規制する。

【図表 16】手数料選択イメージ



15

出所)筆者作成

残高フィー型の手数料体系にすることで、頻繁に売買を繰り返し多額の販売

<sup>54</sup> 野村資本研究所(2017)「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス-米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響-」 p.107 より引用

手数料収入を目指す回転売買はなくなり、販売会社の営業は投資家が投資信託をより長期に保有してもらえようなものに変わると考えられる。また回転売買により流出していた資金は少なくなり、残高も増加すると考える。そして資産残高が増加することで残高フィーの価格と信託報酬を下げることができ、顧客と金融機関が共に利益を得ることができると考える。すなわち、投資家と販売会社の利害が一致し、販売会社は顧客本位の営業姿勢を改善することができる。加えて、THE WALL STREET JOURNALによるとモーニングスター社の研究者が残高フィー型の口座は、販売コミッションを請求する口座よりも、60%多くの収益を生み出すと推定していると説明している。<sup>55</sup>

10 金融庁の回転売買への指摘を受け、大手銀行を中心に販売員の業績評価の方法を新規の販売額ではなく、運用残高で評価する体系に変える動きが広がっている。<sup>56</sup>金融機関で顧客本位の業務運営に改善されつつあると言える。しかしながら、いくつかの証券会社では赤字の一因として回転売買を控えたことを挙げており<sup>57</sup>、従来の販売コミッション型の手数料体系では金融機関が厳しい状況にあると言える。残高フィー型の手数料体系に移行することで、金融機関が回転売買を行わず、投資家に長期保有させることを重視するため、顧客本位の業務運営で収益を改善できると考えられる。

15 以上より、残高フィー型の手数料体系に移行することで、運用能力の低い小規模のファンドは減少し、ファンド1本あたりの純資産残高の増加が見込まれることで、運用会社のより効率的な運用が期待される。

<sup>55</sup> Michael Wursthorn (2018) "Game Over for Broker Commissions" *THE WALL STREET JOURNAL* p.2 より引用

<sup>56</sup> 『日本経済新聞』2018年10月16日朝刊 p.7 「投信、大手銀も脱手数料、三菱UFJは残高のみで業績評価、長期保有で「顧客本位」へ」より引用

<sup>57</sup> 『日本経済新聞』2019年4月26日朝刊 p.9 「野村、10年ぶり赤字、前期最終1004億円、構造改革進まず、ダイワなども4割超減益」より引用

## 第 2 節 企業型確定拠出年金の改善

【概要】 企業型確定拠出年金のデフォルトをターゲット・イヤー・ファンドに設定する。

【背景】 企業型確定拠出年金を元本確保型で運用している加入者が多く効率的な運用が行われていないため。

第 3 章第 2 節で企業型 DC の普及率の低さや指定運用方法を導入している企業でも約 7 割が元本確保型の商品を設定していること、また運用者の半数が元本確保型で運用していることを述べた。しかし、預金金利の利回りが物価上昇率より低いと実質的な資産価値が目減りしてしまうのでリスク性資産で運用することが重要である。また運用資産は退職後の資金となるため長期分散投資が望ましい。そこで、従業員は企業型 DC に自動加入し、運用指図しなかった加入者が投資する先のデフォルト商品をターゲット・イヤー・ファンド(以下、TYF)に設定することを提言する。自動加入方式を採用するにあたり、加入者はオプト・アウトすることも可能とする。オプト・アウトとは一旦、自動加入した上で希望する者は制度から脱退できることである。つまり、DC 制度脱退の意思表示がない限りは加入し続けることになる。そもそも人間には様々な理由から現在の状況に固執する傾向を示す現状維持バイアスという働きがかかる。自動加入することによって現状維持バイアスがかかり加入者は加入を拒否しないことで加入の意思があると扱われるので、DC の加入率は上昇すると見込まれる。さらに我々は全企業に指定運用方法(デフォルト)を導入させ、行動経済学の知見を利用し、投資家をデフォルト商品で運用してもらうようにナッジ<sup>58</sup>する。2017 年にノーベル経済学賞を受賞したアメリカの経済学者であるリチャード・H・セイラーとアメリカの法学者であるキャス・R・サンステイーンはデフォルトに対して次のように述べている。『与えられた選択にデフォルトがある場合、選択者はそれが自分にとって良いかどうかに関係なく、通常の方角性、さらには推奨されているものであると感じ取り、選択を行わない傾向が強くなる。』<sup>59</sup>それに

<sup>58</sup> 選択肢をうまく設計することにより人々に適切な選択をさせるように誘導する手法

<sup>59</sup> リチャード・セイラー、キャス・サンステイーン(2009)『実践行動経済学-健康・富・幸福への聡明な選択』p.141 より引用

加え、次のようにも述べている。『一部のケースにおいて、選択アーキテクト<sup>60</sup>は選択者が自らの判断で選択を行うように仕向けることができる。』<sup>61</sup>つまり、デフォルトを投資信託に設定することでそれが標準的な運用方法であるというアナウンスメント効果<sup>62</sup>が期待できる。運用指図しない人はそのままデフォルト商品での運用を受け入れ、さらに投資信託に馴染みがないのでとりあえず元本確保型で運用しようとする加入者に対しては、デフォルト商品も選択肢の一つであると捉えさせることで、最適な金融商品を選択するようにナッジできる。そしてデフォルト商品は加入者の老後に向けた資産形成に大きな影響を与えるため、何をデフォルトに設定するかが最も重要になる。そのため我々は、デフォルト商品を TYF に設定する。その理由は 2 点挙げられる。1 点目は 1 つの TYF でさまざまな資産に分散投資できる点である。2 点目は自動的に資産配分が調整される点である。第 2 章第 2 節第 3 項で述べたように TYF は資産配分の変更を退職までの年月に応じて自動的に行う。加入者にとってリスク許容度によって変わる資産配分の見直しや調整を定期的に行うのは難しい。そこで自動的にリバランスとリアロケーションを行う TYF はデフォルト商品に最適である。

さらに、本提言ではイギリスの NEST で採用されている TYF をデフォルトとする。NEST でデフォルトとして設定されている TYF は「リタイアメント・ファンド」と呼ばれている。このファンドは若年期にはリスク性資産の比率を高くし、退職期に近づくにつれ安定運用に移行するというライフサイクル投資を基本としつつも、【図表 17】のように積み立て開始当初の数年間はリスクを抑えた資産配分としている。これは退職時の資産を大きくするためには拠出額の低い若いうちは投資リターンの問題よりも、少額でも継続的に積み立てていくことのほうが重要だという行動ファイナンスの知見を基に設計されている。

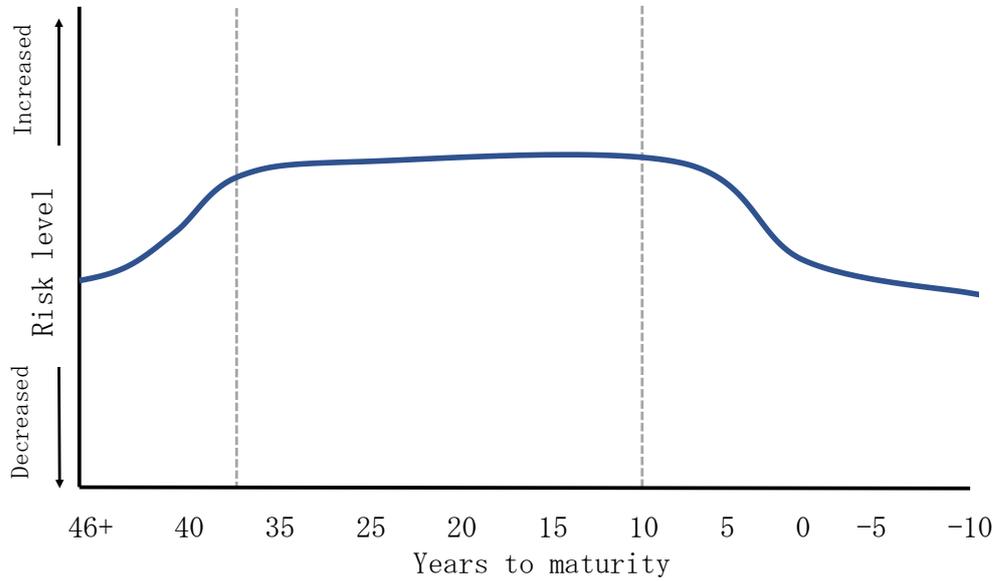
25

<sup>60</sup> 選択肢を設計する人

<sup>61</sup> リチャード・セイラー、キャス・サンスティーン(2009)『実践行動経済学-健康・富・幸福への聡明な選択-』p.143 より引用

<sup>62</sup> 予測の発表や報道が人々の心理に影響を及ぼし、行動が変化すること。

【図表 17】 NEST 式 TYF のリスクの取り方

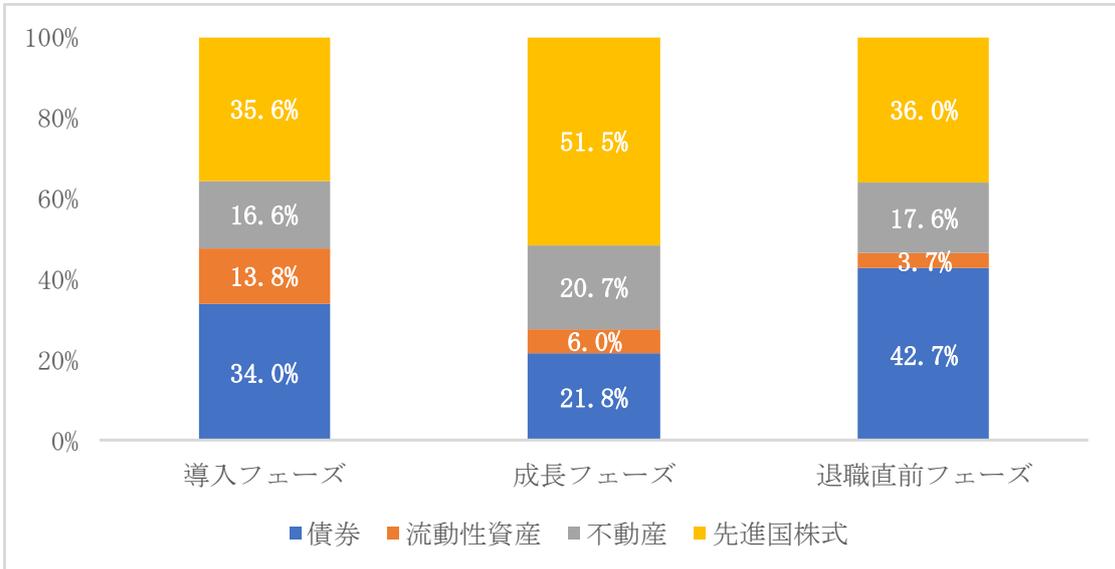


5 出典)NEST(2018)「Looking after members' money」 p.14 より筆者作成

【図表 18】は NEST のリタイアメント・ファンドの各フェーズにおけるポートフォリオの例である。本提言でも NEST と同じように退職までの期間を「導入フェーズ」「成長フェーズ」「退職直前フェーズ」の 3 つの期間に分け、フェーズに合わせたリスクの範囲内でファンドを運用する。リスクの高い株式は成長フェーズで 50%以上組み込み、リスクの低い債券は導入フェーズ・退職直前フェーズに多く組み込むことで安定運用を行う。このように加齢に応じて資産配分を自動的に変更することで加入者は自らのライフプランに沿った資産形成をすることができる。

15

【図表 18】退職日ファンドにおける各フェーズのポートフォリオ例



- 5 出所)三菱 UFJ 信託銀行(2016)「DC 年金改革・英国の例にみる日本への示唆」  
p.9 より作成

10 以上のように、企業型 DC の指定運用方法を、NEST 式の TYF に設定することで加入者は長期分散投資効果を楽しむことができ、効率的に老後に向けた資産形成をすることが可能となる。

### 第 3 節 投資家格付け

【概要】リスク許容度に応じた商品のみを提供し、販売会社による不当販売を防止する。

15 【背景】テーマ型ファンドが売りやすく、回転売買が行われている可能性があり、顧客本位の営業ができているかどうか疑問に残るため。

本稿で、販売会社が回転売買を行っている可能性が高い背景として、テーマ型投資信託商品を売り出していることが挙げられた。そこで、投資信託を買う際に、個人投資家のリスク許容度に応じた投資信託商品のみ購入可能にするこ  
20 とで、知識のある投資家にも、高リスクのテーマ型を提供する提言を行う。

投資信託商品を買う際、個人投資家は「リスク許容度診断」と「投資信託に

関するテスト」を実施する。「リスク許容度診断」では、年齢を加味した上で、5つの質問に答えて、リスク許容度を5段階で判定する。例えば、リスク許容度1の投資家は、リスク1適格ファンドしか購入できない。一方で、リスク許容度3の個人投資家は、リスク1・2・3適格ファンドから選択できる。

5 「投資信託に関するテスト」では、投資信託を理解するために大切な「長期・積立・分散投資」への理解を確認する。「リスク許容度診断」と「投資信託に関するテスト」は共に、金融庁が販売会社に実施を強制する。また、リスク適格レベル(リスク1~10の投資信託商品はリスク1適格ファンドに、リスク11~20の投資信託商品はリスク2適格ファンドにする)の設定は金融庁が行う。

10 新規に別ファンドを購入するとき、直前のリスク許容度診断で判定されたリスク許容度に適格するファンドの中からの選択であれば、購入可能とする。しかし、投資家のリスク許容度に適格外のファンドの中から選択する場合は、再度「リスク許容度診断」と「投資信託に関するテスト」の受験を投資家に義務付ける。短期の乗り換えを防ぐため、「リスク許容度診断」と「投資信託に関するテスト」の再受験は最低1年の期間を空けることとする。

15 ここで、知識のない投資家がリスク許容度5と判定され、高リスク商品を買うケースであれば、テーマ型を購入する可能性があるので、問題解決に至らない。そこで、「投資信託に関するテスト」のテスト結果を【図表19】のように活用する。こうすることで、知識のある投資家のみに販売会社はテーマ型を販  
20 売できるシステムを構築する。

投資家格付けを実行するに際して、販売会社は投資信託商品を販売する前に、当該商品はどのリスク許容度に適格するファンドであるかを金融庁に提出を義務付ける。そして、投資家がどのリスク許容度であったか、その投資家にどの投資信託商品を提供したかをまとめて、決算日に当該年度の顧客データを  
25 金融庁に提出することを義務付ける。こうすることで、販売会社の不当販売を防止する。

以上のように、投資信託商品購入のときに投資家をリスク・知識レベルに応じて分類することで、販売会社の不当販売を防ぐだけでなく、投資家側にとっても選択のオーバーロードを解消することに繋がる。

【図表 19】 投資信託に関するテスト結果の活用

正答数 0～2 個	判定されたリスク許容度を 2 ダウン
正答数 3～4 個	判定されたリスク許容度を 1 ダウン
正答数 5～6 個	判定されたリスク許容度のまま変動なし
正答数 7～8 個	判定されたリスク許容度を 1 アップ
正答数 9～10 個	判定されたリスク許容度を 2 アップ

出所) 筆者作成

5

【図表 20】 リスク許容度診断の一例と投資信託に関するテストの一例

設問	回答
1 現在保有する金融資産は？	1) 500 万円未満 2) 500 万円～1,000 万円未満 3) 1,000 万円～3,000 万円未満 4) 3,000 万円～3 億円未満 5) 3 億円以上
2 運用目的は？	1) 余裕資金を着実に運用 2) 住宅購入のため短期的に運用 3) 退職金をしっかり運用 4) 子供のための長期的な資金作り
3 想定する投資期間は？	1) 5 年未満 2) 5～10 年 3) 10 年以上
4 投資するならどのファンドか？	1) 最高 102 万円 最低 101 万円 2) 最高 113 万円 最低 97 万円 3) 最高 123 万円 最低 93 万円 4) 最高 135 万円 最低 87 万円 5) 最高 148 万円 最低 80 万円
5 保有金融資産に損失が発生したときどの行動をとりますか？	1) 金融資産をすべて売却する 2) 金融資産を一部売却する 3) 何もしない 4) 追加投資を行う

問 1.  
年率 2%のファンドに 100 万円投資した。5 年後にはいくらになっているか？(年利は複利とする)

1) 108 万円 2) 109.5 万円 3) 110 万円 4) 110.4 万円 5) わからない

問 2.  
年利 5%のファンドに 20 万円投資したとき、30 万円を超えるのは何年後か？

1) 2 年後 2) 5 年後 3) 9 年後 4) 10 年後 5) わからない

問 3.  
1 月に投資を開始し、同年 12 月末に全部売却する。毎月初めに 1 万円を積立投資し、1 年後に一番リターンを得られるのはどれか？

1) A 2) B 3) C 4) わからない

出所) 筆者作成

10

#### 第4節 家計に適した資産形成

【概要】家計の資産形成に適したスマートベータ運用を日本で普及させる。

【背景】人生100年時代における老後の生活資金不足への不安。

第2章で述べたスマートベータ運用は、パッシブ運用よりもリターンに優れ、アクティブ運用よりもリスクの面で優れている。また、中長期的にパフォーマンスを発揮するため、長期投資に向いている運用形態と言える。本節では、スマートベータ指数の有用性とマルチファクターとの比較を行う。

最初に、スマートベータ指数6種の単一ファクターでの有用性について述べる。

10

【図表 21】単一ファクターの有用性

	総リターン	総リスク	インフォメーションレシオ
MSCI ワールドインデックス	7.1%	15.4%	0.0
サイズ	8.3%	16.3%	0.23
ボラティリティ	8.5%	11.6%	0.21
バリュー	8.6%	15.6%	0.42
クオリティ	10.9%	14.0%	0.66
モメンタム	10.4%	15.9%	0.41

注1)対象期間は1988年6月から2013年6月

注2)イールドはバリューに10%含まれている。

15

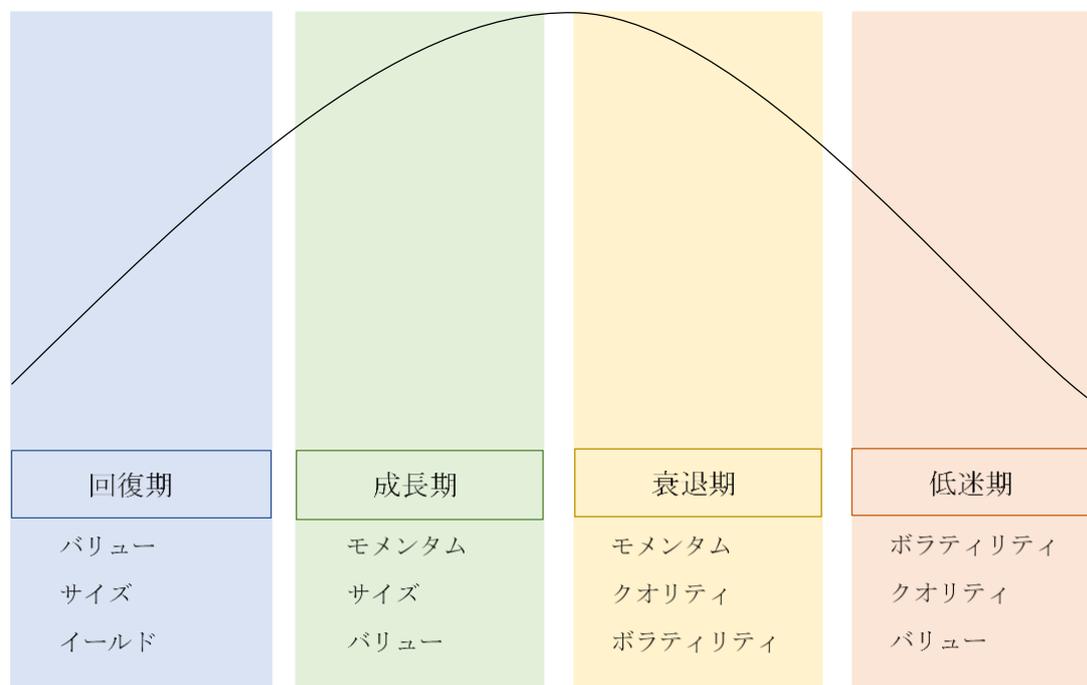
出所)MSCI(2013)「Foundations of Factor Investing」p.18を和訳し

筆者作成

【図表 21】より、総リターンはベンチマークであるMSCIワールドインデックスよりも総じて高い。しかし、総リスクにおいてはベンチマークと比べて有用であったのが、ボラティリティとクオリティのみであった。

20

【図表 22】 単一ファクターと景気循環



5 出所)MSCI(2018)「ADAPTIVE MULTI-FACTOR ALLOCATION」p.14 を和訳し筆者作成

次に、スマートベータ指数 6 種が景気循環の中でどのように効果を発揮するかについて述べる。【図表 22】より、それぞれの期間において効果を発揮する  
 10 指数が異なることがわかった。ここで、更なるリスク低減のために、各期間に最大の効果を発揮する指数を組み入れたバランス型ファンドを組成することで、低ボラティリティが実現でき、家計の資産形成に適した投資信託商品ができるのではないかという仮説を立て、考察する。

マルチファクター作成にあたって、最もリスクの低かったボラティリティの  
 15 組み入れを必須とする。そして、ボラティリティが最大の効果を発揮する景気の衰退期・低迷期を除く、回復期・成長期に最大の効果を発揮する指数として、バリュウとモメントムを組み入れたマルチファクターを作成することにする。

【図表 23】 マルチファクターの有用性

		総リターン	総リスク	シャープ レシオ	インフォメーション レシオ
MSCI ワールドインデックス		5.5%	15.0%	0.23	0.0
バリュー	最適化された バリューインデックス	7.4%	16.1%	0.34	0.43
	最小ボラティリティ +バリューインデックス	8.6%	11.9%	0.55	0.53
クオリティ	最適化された クオリティインデックス	8.8%	14.0%	0.48	0.94
	最小ボラティリティ +クオリティインデックス	9.7%	11.1%	0.69	0.68
サイズ	最適化された サイズインデックス	8.4%	16.8%	0.38	0.60
	最小ボラティリティ +サイズインデックス	9.7%	11.4%	0.67	0.63
イールド	最適化された イールドインデックス	6.9%	14.3%	0.34	0.30
	最小ボラティリティ +イールドインデックス	7.6%	11.3%	0.49	0.29
最小ボラティリティ +モメンタムインデックス		9.3%	11.0%	0.66	0.49
最小ボラティリティ +バリュー+モメンタム		9.2%	10.9%	0.66	0.5

注 1) 対象期間は 1999 年 5 月 31 日から 2019 年 4 月 30 日

5 出所) MSCI(2019) 「A defensive approach to factor portfolios」 p.14、p.15  
を和訳し筆者作成

【図表 23】より、「最小ボラティリティ+バリュー+モメンタム」マルチファクター(以下、3 指数ファクター)は最もリスクが低く、高いリターンを生み出していることがわかった。シャープレシオを見ると、「最小ボラティリティ+クオリティマルチファクター」が一番優れているが、このマルチファクターには景気の回復期に最大の効果を発揮するサイズやバリューなどの指数が組み込まれていない。そのため、更なる長期運用を行う観点では、3 指数ファクターが家計の資産形成に最も適していると言える。

次に、コストについて述べる。米国において、スマートベータ運用は ETF を通じて普及することが一般的である。実際、米国の大手運用会社である BlackRock は TYF にスマートベータ ETF を組み込んでいる。3 指数ファクターも、BlackRock のように FF 方式を取り、商品化する。投資信託よりもコストの低い ETF を組み入れている BlackRock の TYF の信託報酬は年『0.3618%』<sup>63</sup> とかなり低く設定されている。これは、若年層が低コスト投信を好む傾向にある日本<sup>64</sup>において、コスト面からも 3 指数ファクターが適していることがわかる。

最後に、日本での普及の手立てについて述べる。3 指数ファクターは低コストであるため、つみたて NISA 対象商品の条件を満たしている。つみたて NISA は金融庁の報告で 2019 年から口座を開設しても 20 年間積立ができるように、積立可能期間を延長することを要望されている<sup>65</sup>。これは世代間不公平を解消させるためであるが、若年層の低コスト投資信託を好む最近の傾向を考慮するとつみたて NISA の恒久化は行われるだろう。つみたて NISA が普及すると長期運用に最適な 3 指数ファクターが比較的 low リスク・高リターン商品として人気ができることが見込まれる。

本章第 3 節で取り上げた投資家格付けを採用したとき、3 指数ファクターはベンチマークに比べて低リスクであったため、低リスクの適格ファンドに分類されることが考えられる。つまり、販売会社はどの投資家にも 3 指数ファクタ

<sup>63</sup> BlackRock 「ブラックロック LifePath ファンド 2050 交付目論見書」 p.13 より抜粋

<sup>64</sup> 『日本経済新聞』2019 年 9 月 29 日朝刊 p.2 「低コスト投信、資金集中、若年層、長期目線で選別。」より引用

<sup>65</sup> 金融庁(2019)「令和 2 年度税制改正要望項目」 p.5 より引用

一を売ることができることになる。また、本章第1節で取り上げた販売会社の業績評価が「顧客残高の増加・新規顧客の獲得」に移行され、手数料体系が「販売コミッション型から残高フィー型」へと改善することが実現すれば、販売会社は比較的低リスク・高リターンの3指数ファクターを投資家に勧めることが考えられる。

5 以上のように、手数料体系・業績評価の改善、低リスクの適格ファンドにすることによって3指数ファクターは家計向けに普及すると考えられる。

## 終わりに

本稿では、家計における資産形成手段としての投資信託について考察した。第1章では、家計において自助努力による資産形成の必要性和、現役世代の家計の資産形成手段としては投資信託が最適であることを述べた後、投資信託の望ましい在り方である、長期・分散・積立投資について言及した。第2章では、投資信託の歴史と概要、仕組みを解説した。第3章では、投資信託の現状、またそれに伴う諸問題について取り上げた。第1節では投資信託販売会社の営業姿勢を中心に、小規模ファンドの濫立や回転売買を問題視し、さらにはフィデューシャリー・デューティーやKPIについて述べた。第2節では確定拠出年金、第3節で少額投資非課税制度であるNISA、ジュニアNISAさらにはつみたてNISAについても現状と問題点を述べた。加えて、第4節で家計の金融リテラシーの問題点について述べ、最後にITの発展普及による、FinTechの台頭について、ロボアドバイザーなどの新しいサービスについて紹介した。第4章では第3章で挙げた問題点を解決するための3つの提言と、投資信託のさらなる普及を促す1つの提言、合わせて4つの提言を行なった。1つ目に回転売買を防ぎ、より長期の投資信託保有を顧客に促せるよう、手数料体系改善のための提言を行なった。この提言により販売手数料を目的とした回転売買を減らし、営業員は顧客が長期で保有してもらえる商品を販売するようになることが期待される。2つ目に企業型DCを自動加入とし、運用指図を行わない加入者が投資をする先のデフォルト商品をターゲット・イヤー・ファンドに設定することで、企業型DCでの利用者の拡大に繋がり、転職時代における今日でも老後に必要な資金を確保できる。3つ目は投資家に対してリスク許容度に応じた商品だけを提供し、販売会社による不当な販売を減らすことによって、回転売買が起きている現状の解決を目指す。4つ目は資産形成にスマートベータ運用が適していることを示している。現在、TOPIXや日経平均株価(日経225)をベンチマークにしていることが多いが、第4章第4節で示しているように、それらよりも家計に適していることが分かった。スマートベータ指数を活用することで、人生100年時代における資金不足問題の解消を目指す。本稿の問題点の解決を目指すことよって、家計の資産形成手段として投資信託が一層発展し、日本経済が更なる発展を遂げることを切に願い、これを結びの句とする。

## 参考文献

### 書籍

- ・ お金のデザイン(2016)『ロボアドバイザーの資産運用革命』一般社団法人金融財政事情研究会
- 5 ・ シーナ・アイエンガー(2010)『選択の科学』文藝春秋
- ・ 杉田浩治(2019)『投資信託の世界』一般社団法人金融財政事情研究会
- ・ 竹川美奈子(2013)「一番やさしい！一番くわしい！初めての「投資信託」入門」ダイヤモンド社
- ・ 田村威(2019)『十五訂 投資信託 基礎と実務』経済法令研究会
- 10 ・ 中野晴啓(2015)『見る・読む・深く・わかる 入門 投資信託のしくみ』株式会社日本実業出版社
- ・ 日刊工業新聞社(2018)『なぜ、日本でFinTechが普及しないのか 欧米・中国・新興国の金融サービスから読み解く日本の進む道』
- ・ 日本証券業協会(2019)『NISA(少額投資非課税制度)概論』東洋経済新報社
- 15 ・ 野村亜希子(2017)『進化する確定拠出年金』一般社団法人金融財政事情研究会
- ・ 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  
ビジネス教育出版社
- ・ 野村総合研究所(2016)『投資信託の経理ハンドブックー制度の仕組みから決算・開示までー』中央経済社
- 20 ・ 藤林宏・岡村孝・矢野学(2001)『EXCELで学ぶファイナンス②証券投資分析<改訂版>』社団法人金融財政事情研究会
- ・ 風呂内亜矢(2017)『図解でわかる！投資信託』秀和システム
- ・ 星野泰平『積立投資のすべてー誰にでも始めやすい富裕の王道を徹底研究』
- 25 パンローリング株式会社
- ・ 村中健一郎(2008)『EXCELで学ぶファイナンス⑤ポートフォリオ理論の実践ー5 銘柄のポートフォリオをつくろう』社団法人金融財政事情研究会
- ・ 森本紀行(2016)『フィデューシャリー・デューティー - 顧客本位の業務運営とは何か - 』

- ・森本紀行・坂本忠弘・谷崎由美(2018)『フィデューシャリー・デューティー・ワークショップ 金融における顧客本位な働き方改革』一般社団法人金融財政事情研究会
- ・吉井崇裕(2016)『はじめての投資信託』日本経済新聞出版社
- 5 ・リチャード・セイラー、キャス・サンティーン(2009)『実践行動経済学』日経 BP 社

## 参考資料

- BLACKROCK(2018) ” BlackRock Global ETP Landscape Industry Highlights”  
5 <<https://www.ishares.com/ch/institutional/en/literature/etp-landscape-report/monthly-industry-highlights-december-2018-en-emea-pc-etp-landscape-report.pdf>>最終アクセス 10月23日
- BLACKROCK(2018) 「リタイアメント(退職)に向けた資産準備 日本における長期投資促進のための課題」  
10 <<https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-planning-for-retirement-long-term-savings-and-investment-in-japan-jap.pdf>>最終アクセス 10月23日
- BlackRock 「ブラックロック LifePath ファンド 2050 交付目論見書」  
15 <<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/literature/summary-prospectus/blkj-retail-blackrock-lifepath-fund-2030-2040-2050-mokuromisho-koufu-ja-jp.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- burnmark(2017) ” Digital Wealth”  
20 <[https://burnmark.com/uploads/reports/Burnmark\\_Report\\_Apr17\\_Digital\\_Wealth.pdf](https://burnmark.com/uploads/reports/Burnmark_Report_Apr17_Digital_Wealth.pdf)>最終アクセス 10月23日
- FTSERussell(2019) 「世界のスマートベータ採用率、過去最高の 58%に」  
25 <[https://content.ftserussell.com/sites/default/files/press-archive/global-smart-beta-adoption-reaches-record-high-of-58-percent-JA.pdf?\\_ga=2.231896473.74372993.1571802907-2094126356.1571802907](https://content.ftserussell.com/sites/default/files/press-archive/global-smart-beta-adoption-reaches-record-high-of-58-percent-JA.pdf?_ga=2.231896473.74372993.1571802907-2094126356.1571802907)>最終アクセス 10月23日
- iDeCo 公式サイト HP  
30 <<https://www.ideco-koushiki.jp/>>最終アクセス 10月23日
- Investing.com  
<<https://jp.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>>  
最終アクセス 10月23日

- Michael Wursthorn (2018) ” Game Over for Broker Commissions” *THE WALL STREET JOURNAL*

<<https://www.wsj.com/articles/game-over-for-broker-commissions-1475885517>> 最終アクセス 10月23日
- 5 • MORNINGSTAR(2017) 「検証！テーマ型ファンドは長期投資に向かないの？」

<<https://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2017/3q/MFA120170817.html>>最終アクセス 10月23日
- MORNINGSTAR(2017) 「iDeCo でほったらかし運用?! 「ターゲットイヤーファンド」の実力とは」 <<https://ideco.morningstar.co.jp/column/000680.html>>

10 最終アクセス 10月23日
- MORNINGSTAR(2017) 「確定拠出年金の「指定運用方法」って?最有力は「ターゲットイヤーファンド」」

<<https://ideco.morningstar.co.jp/column/001239.html>>

最終アクセス 10月23日
- 15 • MORNINGSTAR(2018) 「iDeCo でも発表が相次ぐ「指定運用方法」、iDeCo の制度理解を深める一助に」

<<https://ideco.morningstar.co.jp/column/011483.html>>

最終アクセス 10月23日
- MORNINGSTAR 「投資スタイル診断」

20 <<http://apl.morningstar.co.jp/webasp/LifePlanSimulation/Recommend.aspx?status=1>>最終アクセス 10月23日
- MSCI(2013) ” Foundations of Factor Investing”

<<https://www.msci.com/documents/10199/71b6daf5-9e76-45ff-9f62-dc2fcd8f2721>>最終アクセス 10月23日
- 25 • MSCI(2015) 「MSCI パンフレット 2015 年度版」

<<https://www.msci.com/documents/1296102/0/MSCI%E6%8C%87%E6%95%B0%E3%83%91%E3%83%B3%E3%83%95%E3%83%AC%E3%83%83%E3%83%88+%28Japanese+language+guide%29.pdf/850bb00d-af51-4ef1-b70f-5cf32e0a10e0>>

最終アクセス 10月23日

- MSCI(2015)「バリューを見出す」  
 <<http://info.msci.com/factor-paper-value-japanese>>  
 最終アクセス 10月23日
- 5 • MSCI(2015)「クオリティへの逃避」  
 <<http://info.msci.com/factor-paper-quality-japanese>>  
 最終アクセス 10月23日
- MSCI(2015)「株式利回りの獲得」  
 <<http://info.msci.com/Factor-paper-Yield-Japanese>>  
 最終アクセス 10月23日
- 10 • MSCI(2015)「モメンタムに乗る」  
 <<http://info.msci.com/factor-paper-momentum-japanese>>  
 最終アクセス 10月23日
- MSCI(2016)「低ボラティリティ戦略の構築」  
 <<http://info.msci.com/factor-paper-volatility-japanese>>  
 15 最終アクセス 10月23日
- MSCI(2016)「一つのサイズではすべてに対応できない」  
 <<http://info.msci.com/Factor-paper-size-japanese>>  
 最終アクセス 10月23日
- MSCI(2018)” ADAPTIVE MULTI-FACTOR ALLOCATION”  
 20 <[https://www.msci.com/documents/10199/239004/Research\\_Insight\\_Adaptive\\_Multi-Factor\\_Allocation.pdf/d08f5eaa-89c1-a52f-a019-a674d25e152e](https://www.msci.com/documents/10199/239004/Research_Insight_Adaptive_Multi-Factor_Allocation.pdf/d08f5eaa-89c1-a52f-a019-a674d25e152e)>  
 最終アクセス 10月23日
- MSCI(2019)” A defensive approach to factor portfolios”  
 <<https://www.msci.com/documents/10199/4eba01a4-c961-4863-88c5-87b5dfc26d08>>  
 25 <最終アクセス 10月23日
- MSCI(2019)” Factor’ s Active Role in Portfolio Construction”  
 <<https://www.msci.com/documents/10199/251726fa-6832-781c-d135-b923e3b10b3c>>  
 最終アクセス 10月23日

- MSCI(2019) ” A smoother ride? Looking at factor-based asset allocation”  
 <<https://www.msci.com/www/blog-posts/a-smoother-ride-looking-at/01577171940>>最終アクセス 10 月 23 日
- 5
  - MSCI(2019) ” Back-to-school (momentum) blues?”  
 <<https://www.msci.com/www/blog-posts/back-to-school-momentum-blues-/01591798321>>最終アクセス 10 月 23 日
  - MSCI(2019) ” Growth’ s recent outperformance was and wasn’ t an anomaly”  
 <<https://www.msci.com/www/blog-posts/growth-s-recent-outperformance/01595246474>>最終アクセス 10 月 23 日
- 10
  - MSCI(2019) ” Factor in Focus: Momentum hits a valuation speed bump”  
 <<https://www.msci.com/www/blog-posts/factors-in-focus-momentum-hits/01602714310>>最終アクセス 10 月 23 日
- 15
  - NEST(2010) ” Understanding reactions to volatility and loss”  
 <<https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/dam/nestlibrary/understanding-reactions-to-volatility-and-loss.pdf> >最終アクセス 10 月 23 日
  - NEST(2018) ” Looking after members ‘money”  
 <<https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/dam/nestlibrary/looking-after-members-money.pdf>>最終アクセス 10 月 23 日
- 20
  - OECD(2012) “OECD/INFE HIGH-LEVEL PRINCIPLES ON NATIONAL STRATEGIES FOR FINACIAL EDUCATION”  
 <<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-Principles-National-Strategies-Financial-Education.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 25
  - OECD(2012) ” THE OECD ROADMAP FOR THE GOOD DESIGN OF DEFINED CONTRIBUTION PENSION PLANS”  
 <<http://www.oecd.org/finance/privatepensions/50582753.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日

- PADA(2009)” Building personal accounts :designing an investment approach, Key findings of the public consultation”  
[〈https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/dam/nestlibrary/investment-consultation-response.pdf〉](https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/dam/nestlibrary/investment-consultation-response.pdf)最終アクセス 10月23日
- 5
  - SBI証券 HP<<https://www.sbisec.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
  - Sheena S. Iyengar, and Lepper Mark R.” When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing?”  
[〈https://faculty.washington.edu/jdb〉](https://faculty.washington.edu/jdb)最終アクセス 10月23日
  - SMBC日興証券 HP<<https://www.smbcnikko.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
- 10
  - SMBC日興証券「初めてでもわかりやすい用語集」  
[〈https://www.smbcnikko.co.jp/terms/index.html〉](https://www.smbcnikko.co.jp/terms/index.html)最終アクセス 10月23日
  - SMBC日興証券「日興ファンドラップ」  
[〈https://www.smbcnikko.co.jp/products/fundwrap/fundwrap/pdf/memo.pdf〉](https://www.smbcnikko.co.jp/products/fundwrap/fundwrap/pdf/memo.pdf)  
 最終アクセス 10月23日
- 15
  - SMBC日興証券「分散投資のすすめ」  
[〈https://www.smbcnikko.co.jp/first/learn/bunsan/〉](https://www.smbcnikko.co.jp/first/learn/bunsan/)  
 最終アクセス 10月23日
  - *THE WALL STREET JOURNAL*(2019)” Dow Jones Industrial Average DJIA”  
[〈https://quotes.wsj.com/index/DJIA/historical-prices#〉](https://quotes.wsj.com/index/DJIA/historical-prices#)  
 最終アクセス 10月23日
- 20
  - THEO HP<<https://theo.blue/fee>>最終アクセス 10月23日
  - UBS銀行 HP<<https://www.ubs.com/jp/ja.html>>最終アクセス 10月23日
  - Wealth Navi HP<<https://www.wealthnavi.com>>最終アクセス 10月23日
  - 安藤証券 HP <<http://www.ando-sec.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
- 25
  - イオン銀行 HP <<https://www.aeonbank.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
  - 池田泉州銀行 HP <<http://www.sihd-bk.jp/>>最終アクセス 10月23日
  - いちよし証券 HP <<https://www.ichiyoshi.co.jp/>>最終アクセス 10月23日

- ・井出真吾(2014)「スマートベータは年金運用の救世主かーリスク・リターン特性と利用上の留意点」『月刊資本市場』No. 343」  
 <<http://www.camri.or.jp/files/libs/524/201703281900444309.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 5 ・岩井コスモ証券 HP<<http://www.iwaicosmo.co.jp/>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・運営管理機関連絡協議会(2019)「確定拠出年金統計資料 2002 年 3 月末～2018 年 3 月末」  
 <[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_toukei\\_20190212\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_20190212_1.pdf)>  
 10 >最終アクセス 10 月 23 日
- ・エース証券 HP <<http://www.ace-sec.co.jp/>>最終アクセス 10 月 23 日
- ・大蔵省/日本版金融ビッグバンとは HP  
 <[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/big-bang/bb1.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm)>最終アクセス 10 月 23 日
- ・大阪信用金庫 HP <<http://www.osaka-shinkin.co.jp/>>  
 15 最終アクセス 10 月 23 日
- ・岡三証券 HP<<http://www.okasan.co.jp/>>最終アクセス 10 月 23 日
- ・岡田功太・幸田祐(2015)「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」<<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015aut05.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 20 ・岡田功太 和田敬二郎(2015)「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」  
 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015sum04web.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・岡田功太(2015)「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーション-スマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発」  
 25 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015spr04web.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・岡田功太(2016)「米国における投資一任サービスの発展と課題」  
 <[https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p\\_201601\\_02.pdf](https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_201601_02.pdf)>最終アクセス 10 月 23 日
- 30

- ・岡田功太(2017)「米国のフィデューシャリー・デューティー規則と金融業界への影響」

<[www.camri.or.jp/files/libs/930/201708071227015742.pdf](http://www.camri.or.jp/files/libs/930/201708071227015742.pdf)>

最終アクセス 10月23日
- 5 ・岡田功太(2017)「米労働省とSECのフィデューシャリー・デューティー規則を巡る議論の進展」

<[www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03web.pdf](http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03web.pdf)>

最終アクセス 10月23日
- 10 ・岡田功太・杉山裕一(2017)「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス-米労働省フィデューシャリー・デューティー規制の影響-」

<<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017win09.pdf>>

最終アクセス 10月23日
- ・オリックス銀行 HP <<https://www.orixbank.co.jp/>>

最終アクセス 10月23日
- 15 ・神山哲也(2014)「英国確定型拠出企業年金における自動化の取り組み-加入率の向上と運用の効率化に向けて-」

<<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr04.pdf>>

最終アクセス 10月23日
- 20 ・企業年金連合会(2018)「2016年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」

<[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa\\_kessan2016\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2016_1.pdf)>

f>最終アクセス 10月23日
- ・企業年金連合会(2019)「2017年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」

<[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa\\_kessan2017\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2017_1.pdf)>

f>最終アクセス 10月23日
- 25 ・金融広報中央委員会(2019)「金融リテラシー調査 2019年の結果」

<[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2019/pdf/19literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/pdf/19literacy.pdf)>最終アクセス 10月23日

- ・金融審議会(2012)「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ 最終報告」  
<[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 5 ・金融審議会市場ワーキング・グループ報告書(2019)「高齢社会における資産形成・管理」  
<[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20190603/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 10 ・金融庁(2012)「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」  
<[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 15 ・金融庁(2014)「平成26事業年度金融モニタリング基本方針(監督・検査基本方針)」<<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2015)「平成26事務年度 金融モニタリング基本方針(監督・検査基本方針)」<<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- 20 ・金融庁(2016)「平成27事務年度 金融レポート」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2017)「資産形成」  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170203/03.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- 25 ・金融庁(2017)「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ報告書」<<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/01.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2017)「説明資料」  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf>>  
30 最終アクセス 10月23日

- ・金融庁(2017)「平成 28 事務年度 金融レポート」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>>最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁(2017)「平成 29 年 3 月 30 日説明資料」  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf>>  
5 最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁(2017 年)「『顧客本位の業務運営に関する原則』の定着に向けた取り組み」<<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/03.pdf>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁(2017 年)「顧客本位の業務運営に関する原則」  
10 <<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁(2018)「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20180629-3/01.pdf>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- 15 ・金融庁(2018)「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」<<https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/01.pdf>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁(2018)「平成 29 事務年度 金融行政方針」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/2017StrategicDirection.pdf>>  
20 最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁(2018)「変革期における金融サービスの向上に向けて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針(平成 30 事務年度)～」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/For Providing Better Financial Services.pdf>>最終アクセス 10 月 23 日
- 25 ・金融庁(2019)「NISA 口座の利用状況調査(平成 30 年 12 月末時点)」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20190524/01.pdf>>  
最終アクセス 10 月 23 日

- ・金融庁(2019)「リスク性金融商品販売のかかる顧客意識調査について(最終報告・全体版)」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20190809fd/002.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- 5 ・金融庁(2019)「当庁が好事例として挙げた自主的 KPI(平成31年1月時点)」<<https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/002.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2019)「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針(令和元事務年度)～」  
10 <<https://www.fsa.go.jp/news/r1/190828.pdf>>最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2019)「販売会社における比較可能な共通 KPI の公表状況」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/bunseki3.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2019)「令和2年度税制改正要望項目」  
15 <<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/19zeikai.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁(2019)「つみたて NISA 対象商品の概要について(2019年10月1日時点)」<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-2/28.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- 20 ・金融庁 HP「NISAの基礎知識」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/knowledge/index.html>>  
最終アクセス 10月23日
- ・金融庁 HP「特設ウェブサイト」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/index.html>>  
25 最終アクセス 10月23日
- ・金融庁「NISA 特設ウェブサイト つみたて NISA」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/index.html>>  
最終アクセス 10月23日

- ・金融庁 HP「NISA 特設ウェブサイト NISA のポイント」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa/point/index.html>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- 5 ・金融庁 HP「つみたて NISA 早わかりガイドブック」  
<[https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/assets/pdf/tsumitate\\_guidebook.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/assets/pdf/tsumitate_guidebook.pdf)>最終アクセス 10 月 23 日
- ・金融庁 HP「つみたて NISA の対象商品」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/target/index.html>>最終アクセス 10 月 23 日
- 10 ・クレディ・スイス銀行 HP <<https://www.credit-suisse.com/jp/ja.html>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・厚生労働省(2015)「雇用の構造に関する実態調査 転職者実態調査」  
<[https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00450074&tstat=000001015534&cycle=0&tclass1=000001096615&tclass2=000001096616&tclass3=000001096619&result\\_page=1](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00450074&tstat=000001015534&cycle=0&tclass1=000001096615&tclass2=000001096616&tclass3=000001096619&result_page=1)>最終アクセス 10 月 23 日
- 15 ・厚生労働省(2016)「平成 28 年国民生活基盤基礎調査の概況」  
<<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/k-tyosa/k-tyosa16/dl/16.pdf>>最終アクセス 10 月 23 日
- 20 ・厚生労働省(2017)「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書」  
<[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・厚生労働省(2017)「非正規雇用の現状と課題」
- 25 <<https://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-11650000-Shokugyouanteikyokuhakenyukiroudoutaisakubu/0000120286.pdf>>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・厚生労働省(2018)「平成 30 年簡易生命表」  
<<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/life/life18/dl/life18-02.pdf>>最終アクセス 10 月 23 日
- 30

- ・厚生労働省(2019)「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し-2019(令和元)年財政検証結果-」  
[〈https://www.mhlw.go.jp/content/000540199.pdf〉](https://www.mhlw.go.jp/content/000540199.pdf)最終アクセス 10月23日
  - ・厚生労働省(2019)「確定拠出年金の施行状況」  
 5 [〈https://www.mhlw.go.jp/content/000463291.pdf〉](https://www.mhlw.go.jp/content/000463291.pdf)最終アクセス 10月23日
  - ・厚生労働省 HP「確定拠出年金制度」  
[〈https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyos\\_hutsu/index.html〉](https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyos_hutsu/index.html)最終アクセス 10月23日
  - ・国立社会保障・人口問題研究所(2017)「日本の将来人口推計」  
 10 [〈http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29\\_ReportALL.pdf〉](http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29_ReportALL.pdf)  
 最終アクセス 10月23日
  - ・佐藤広大(2017)「ロボ・アドバイザーと相場急変を巡る議論」  
[〈http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03.pdf〉](http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03.pdf)  
 最終アクセス 10月23日
  - 15 ・じぶん銀行 HP [〈https://www.jibunbank.co.jp/〉](https://www.jibunbank.co.jp/)最終アクセス 10月23日
  - ・新生銀行 HP [〈https://www.shinseibank.com/〉](https://www.shinseibank.com/)最終アクセス 10月23日
  - ・杉田浩治(2010)「「自動加入方式」採用する英国の新個人年金制度-行動経済学を取り入れた改革-」日本証券経済研究所  
[〈http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1001\\_01.pdf〉](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1001_01.pdf)  
 20 最終アクセス 10月23日
  - ・杉田浩治(2015)「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の動き」日本証券経済研究所  
[所〈http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505\\_01.pdf〉](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf)  
 最終アクセス 10月23日
  - ・杉田浩治(2016)「世界の投資信託30年の変化と今後の課題」  
 25 [〈http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1605\\_01.pdf〉](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1605_01.pdf)
  - ・杉田浩治(2016)「投資信託の販売をめぐる世界の動向」  
[〈http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609\\_01.pdf〉](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf)  
 最終アクセス 10月23日

- ・杉田浩治(2017)「拡充を続ける世界のETF(その現況と成長の背景、今後の展開)」  
<[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1701\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1701_01.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 5 ・杉田浩治(2018)「投資信託の制度・実態の国際比較」  
<<http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g26/g26.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- 10 ・杉田浩治(2019)「平成30年間の投資信託の変化と新時代の展開」  
<[http://www.toushin.or.jp/statistics/paper/index.php?eID=tx\\_nawsecur&u=0&file=/fileadmin/open/kouhou/file/statistics/paper/%E5%B9%B3%E6%88%9030%E5%B9%B4%E9%96%93%E3%81%AE%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E5%A4%89%E5%8C%96%E3%81%A8%E6%96%B0%E6%99%82%E4%BB%A3%E3%81%AE%E5%B1%95%E9%96%8B.pdf&t=1571722249&hash=916a5ed60ea459e437e2ca9d6a803aa9](http://www.toushin.or.jp/statistics/paper/index.php?eID=tx_nawsecur&u=0&file=/fileadmin/open/kouhou/file/statistics/paper/%E5%B9%B3%E6%88%9030%E5%B9%B4%E9%96%93%E3%81%AE%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E5%A4%89%E5%8C%96%E3%81%A8%E6%96%B0%E6%99%82%E4%BB%A3%E3%81%AE%E5%B1%95%E9%96%8B.pdf&t=1571722249&hash=916a5ed60ea459e437e2ca9d6a803aa9)>最終アクセス 10月23日
- 15 ・セブン銀行 HP <<https://www.sevenbank.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
- ・総務省「Ⅱ.世帯属性別の家計収支(2人以上の世帯)」  
<<http://www.stat.go.jp/data/kakei/sokuhou/nen/pdf/gv02.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・大和証券 HP <<https://www.daiwa.jp/>>最終アクセス 10月23日
- 20 ・大和証券「ダイワファンドラップ」  
<[https://www.daiwa.jp/products/fund\\_wrap/special/](https://www.daiwa.jp/products/fund_wrap/special/)>  
最終アクセス 10月23日
- 25 ・大和総研(2013)「公的年金をスリム化し社会保障費を軽減する英国年金制度  
物価連動国債の投資へ傾斜する英国年金」  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/europe/20131209\\_007990.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/europe/20131209_007990.pdf)>最終アクセス 10月23日
- ・大和総研(2016)「DC法改正によるデフォルト商品の考察」  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20160707\\_011051.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20160707_011051.pdf)>最終アクセス 10月23日

- ・大和総研(2017)「行動経済学を活用した確定拠出年金奨励策」  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/investment/20171211\\_012541.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/investment/20171211_012541.pdf)>最終アクセス 10月23日
- 5 ・田中健太郎(2014)「英国における投信手数料を巡る動向」野村資本市場クォーターリー  
<<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr12.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- ・東京証券取引所(2017)「ETF市場調査の結果報告書」  
<<https://www.jpix.co.jp/corporate/news-releases/1120/nlsgeu000002p6ij-att/20170929-01.pdf>>  
10 最終アクセス 10月23日
- ・東京スター銀行 HP  
<<https://www.tokyostarbank.co.jp/index.html>>  
最終アクセス 10月23日
- 15 ・投資の森「TOPIX チャート」<<https://nikkeivosoku.com/topix/>>  
最終アクセス 10月23日
- ・投資信託協会「第1回投資信託をいつ買うか」  
<[http://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol\\_01/](http://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_01/)>  
最終アクセス 10月23日
- 20 ・投資信託協会「第3回長期投資のメリットとは」  
<[http://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol\\_03/](http://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/)>  
最終アクセス 10月23日

- ・投資信託協会「投資信託に関するアンケート」

<[https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2018/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/kouhou/file/statistics/report/research2018/%E3%80%90%E5%A0%B1%E5%91%8A%E6%9B%B8%E3%80%912018%E5%B9%B4%E5%BA%A6%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%EF%BC%88%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E5%8D%94%E4%BC%9A%EF%BC%89.pdf&t=1571918566&hash=23c11b39c66e7bd37d2973a04b81b109](https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2018/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/kouhou/file/statistics/report/research2018/%E3%80%90%E5%A0%B1%E5%91%8A%E6%9B%B8%E3%80%912018%E5%B9%B4%E5%BA%A6%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%EF%BC%88%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E5%8D%94%E4%BC%9A%EF%BC%89.pdf&t=1571918566&hash=23c11b39c66e7bd37d2973a04b81b109)>最終アクセス 10月23日

- 10 ・投資信託協会「投資信託の仕組み」

<<http://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>>  
最終アクセス 10月23日

- ・投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック(2017年12月末)」

15 <[https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/data/file/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E4%B8%BB%E8%A6%81%E7%B5%B1%E8%A8%88%E7%AD%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF%EF%BC%882017%E5%B9%B412%E6%9C%88%E6%9C%AB%EF%BC%89.pdf&t=1571918464&hash=ae47a6a5bab7133641df600f099a2fd1](https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/data/file/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E4%B8%BB%E8%A6%81%E7%B5%B1%E8%A8%88%E7%AD%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF%EF%BC%882017%E5%B9%B412%E6%9C%88%E6%9C%AB%EF%BC%89.pdf&t=1571918464&hash=ae47a6a5bab7133641df600f099a2fd1)>最終アクセス 10月23日

- 20 ・投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック(2018年12月末)」

25 <[https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/data/file/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E4%B8%BB%E8%A6%81%E7%B5%B1%E8%A8%88%E7%AD%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF%EF%BC%882018%E5%B9%B412%E6%9C%88%E6%9C%AB%EF%BC%89.pdf&t=1571918464&hash=22c5721ad1346ee7fa58d9d5b9d360a3](https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/data/file/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E4%B8%BB%E8%A6%81%E7%B5%B1%E8%A8%88%E7%AD%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF%EF%BC%882018%E5%B9%B412%E6%9C%88%E6%9C%AB%EF%BC%89.pdf&t=1571918464&hash=22c5721ad1346ee7fa58d9d5b9d360a3)>最終アクセス 10月23日

- ・ 投資信託協会 「投資信託の主要統計等ファクトブック (2019 年 9 月末)」

<[https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.php?eID=tx\\_naws  
ecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/data/file/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%  
AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E  
8%A8%97%E3%81%AE%E4%B8%BB%E8%A6%81%E7%B5%B1%E8%A8%88%E7%AD%89%E3%83%  
95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF%EF%BC%88201  
9%E5%B9%B49%E6%9C%88%E6%9C%AB%EF%BC%89.pdf&t=1571918464&hash=4bab553  
867ae307c326b4d013a4df1c1](https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.php?eID=tx_naws<br/>ecuredl&u=0&file=/fileadmin/open/data/file/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%82%<br/>AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E<br/>8%A8%97%E3%81%AE%E4%B8%BB%E8%A6%81%E7%B5%B1%E8%A8%88%E7%AD%89%E3%83%<br/>95%E3%82%A1%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%96%E3%83%83%E3%82%AF%EF%BC%88201<br/>9%E5%B9%B49%E6%9C%88%E6%9C%AB%EF%BC%89.pdf&t=1571918464&hash=4bab553<br/>867ae307c326b4d013a4df1c1)>最終アクセス 10 月 23 日
- 5
- ・ 内閣府 (2018) 「平成 30 年版高齢社会白書」

<[https://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-  
2018/zenbun/pdf/1s1s\\_01.pdf](https://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-<br/>2018/zenbun/pdf/1s1s_01.pdf)>最終アクセス 10 月 23 日
- 10
- ・ 内閣府 (2019) 「老後の生活設計と公的年金に関する世論調査」

<<https://survey.gov-online.go.jp/h30/h30-nenkin/gairvaku.pdf>>

最終アクセス 10 月 23 日
- 15
- ・ 内閣府 「社会保障を通じた世代別の受益と負担」

<[http://www.esri.go.jp/jp/archive/e\\_dis/e\\_dis281/e\\_dis281.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/archive/e_dis/e_dis281/e_dis281.pdf)>

最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 永沢裕美子 (2017) 「投資信託の現状と課題～長期の資産形成のために～」

<<http://www.camri.or.jp/files/libs/980/201711081720145393.pdf>>
- 20
- ・ 日本銀行 「時系列統計データ検索サイト」 <[https://www.stat-  
search.boj.or.jp/](https://www.stat-<br/>search.boj.or.jp/)>最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 日本銀行金融機構局 (2018) 「預金種類別店頭表示金利の平均年利利率につい  
て」 <<https://www.boj.or.jp/statistics/dl/depo/tento/te181024.pdf>>
- 25
- ・ 日本銀行調査統計局 (2019) 「資金循環の日米欧比較」

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

最終アクセス 10 月 23 日

- ・『日本経済新聞』2019年6月25日投信コラム「行動経済学で考える「非合理的な投資」(投信観測所)

<<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ046181860X10C19A6000000/>>

最終アクセス 10月23日
- 5 ・『日本経済新聞』2018年10月16日朝刊7ページ  
「投信、大手銀も脱手数料、三菱UFJは残高のみで業績評価、長期保有で「顧客本位」へ」
- ・『日本経済新聞』2019年1月14日投信コラム  
「18年はテーマ型投信に資金流入」

10 <<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ039420420W8A221C1000000/>>

最終アクセス 10月23日
- ・『日本経済新聞』2017年5月21日日経ヴェリタスセレクト  
「テーマ型投信、どう付き合う？」

<<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ016663440Q7A520C1K15200/>>

15 最終アクセス 10月23日
- ・『日本経済新聞』2019年2月5日朝刊 p.3  
「投資信託の直接販売—低コスト、米で定着」
- ・『日本経済新聞』2019年4月26日朝刊 p.9  
「野村、10年ぶり赤字、前期最終1004億円、構造改革進まず、

20 ダイワなども4割超減益」
- ・『日本経済新聞』2019年6月25日投信コラム  
「行動経済学で考える「非合理的な投資」(投信観測所)」

<<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ046181860X10C19A6000000/>>

最終アクセス 10月23日
- 25 ・『日本経済新聞』2019年7月23日朝刊 p.9  
「運用会社、手数料下げ競争—投信直販で独自商品、三井住友DSなど」
- ・『日本経済新聞』2019年9月29日朝刊 p.2  
「低コスト投信、資金集中、若年層、長期目線で選別。」
- ・日本証券業協会(2016)「「英国における個人の中長期的・自助努力による資

30 産形成のための投資優遇税制などの実態調査」報告書」

<[http://www.isda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/files/kaigai\\_houkokusyo\\_160623.pdf](http://www.isda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/files/kaigai_houkokusyo_160623.pdf)>最終アクセス 10月23日
- ・日本証券業協会 HP「NISA及びジュニアNISA口座開設・利用状況調査結果について」

35 <<http://www.isda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/nisajoukyou.html>>

最終アクセス 10月23日

- ・ 日本証券業協会 HP「職場積立 NISA に関するガイドライン」  
 <<http://www.isda.or.jp/anshin/content/shokubaguidline180418.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 日本証券業協会 HP「職場積立 NISA のご案内」  
 5 <<http://www.isda.or.jp/anshin/content/leaf.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 日本証券業協会 HP「職場積立 NISA 導入状況等について」  
 <<http://www.isda.or.jp/anshin/content/tsumitatenisa201712.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 10 ・ 日本証券経済研究所(2018)「投資信託の共通 KPI に関する考察～ディスカッション・ペーパー～」  
 <[http://www.isri.or.jp/publish/topics/pdf/1810\\_03.pdf](http://www.isri.or.jp/publish/topics/pdf/1810_03.pdf)>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 日本証券経済研究所(2018)「変貌する金融と証券業 『第 12 章「顧客本位の業務運営に関する原則」と証券会社の対応』」  
 15 <<http://www.isri.or.jp/publish/general/pdf/g27/12.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 野村亜紀子(2008)「米国 401(k)プランのデフォルト(初期設定)商品に関する規則改正」野村資本市場クォーターリー  
 20 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2008/2008win14.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 野村亜紀子(2017)「確定拠出年金(DC)の運用制度改革の方向性-DC 運用専門委員会の成果と課題-」野村資本市場クォーターリー  
 25 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum10web.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 農中信託銀行 HP <<http://www.nochutb.co.jp/>>最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 野村証券 HP <<https://www.nomura.co.jp/>>最終アクセス 10 月 23 日
- ・ 野村証券「野村ファンドラップ」  
 <<https://www.nomura.co.jp/retail/wrap/fundwrap/>>  
 30 最終アクセス 10 月 23 日

- ・野村証券「証券用語解説集」 <<https://www.nomura.co.jp/terms/>>  
最終アクセス 10月23日
- ・肥後銀行 HP「ロボアド診断アンケート」  
<<https://www.roboadsimulation.qri.jp/182/roboad>>  
5 最終アクセス 10月23日
- ・福岡銀行 HP <<https://www.fukuokabank.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
- ・プルデンシャル信託 HP <<http://www.pru-trust.co.jp/>>  
最終アクセス 10月23日
- ・松井証券 HP <<https://www.matsui.co.jp/#>>最終アクセス 10月23日
- 10 松井証券「投信工房のポイント」  
<<https://www.matsui.co.jp/toushin-koubou/>>最終アクセス 10月23日
- ・丸三証券 HP <<https://www.marusan-sec.co.jp/>>最終アクセス 10月23日
- ・マネックス証券 HP  
<<https://mst.monex.co.jp/pc/ITS/login/LoginIDPassword.jsp>>  
15 最終アクセス 10月23日
- ・みずほ証券 HP <<https://www.mizuho-sc.com/index.html>>  
最終アクセス 10月23日
- ・みずほ証券 HP「長期投資のススメ」  
<<https://www.mizuho-sc.com/beginner/story2/riskcontrol/long.html>>  
20 最終アクセス 10月23日
- ・みずほ証券 HP「みずほファンドラップ」  
<<https://www.mizuho-sc.com/product/wrap/index.html>>  
最終アクセス 10月23日
- ・みずほ信託銀行 HP <<https://www.mizuho-tb.co.jp/index.html>>  
25 最終アクセス 10月23日
- ・みずほ総合研究所(2016)「変革が進む米国資産運用ビジネス - FinTechの影響とミレニアム世代への対応 - 」 <<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us160901.pdf>>  
最終アクセス 10月23日

- ・みずほ総合研究所(2018)「高齢社会と金融 -高齢社会と多様化するニーズに  
金融機関はどう対応するか-」<<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/urgency/report180131.pdf>>  
最終アクセス 10月23日
- 5
  - ・三井住友信託銀行 HP <<https://www.smtb.jp/>>最終アクセス 10月23日
  - ・三井住友銀行「SMBC ファンドラップ」  
<<https://www.smbc.co.jp/kojin/fundwrap/>>最終アクセス 10月23日
  - ・三菱UFJ銀行 HP「ファンドラップ」  
<[https://www.bk.mufg.jp/sp/kinshou\\_att/fundwrap/index.html](https://www.bk.mufg.jp/sp/kinshou_att/fundwrap/index.html)>  
最終アクセス 10月23日
- 10
  - ・三菱UFJ信託銀行 HP <<https://www.tr.mufg.jp/>>最終アクセス 10月23日
  - ・三菱UFJ国際投信(2016)「日本版ISAの道 その167」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_161219.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_161219.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 15
  - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その214」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180213.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180213.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
  - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その219」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180416.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180416.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 20
  - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その224」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180604.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180604.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
  - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その226」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180618.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180618.pdf)>  
最終アクセス 10月23日
- 25
  - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その232」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180730.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180730.pdf)>  
最終アクセス 10月23日

- ・三菱 UFJ 国際投信 (2018) 「日本版 ISA の道 その 233」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180806.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180806.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- 5 ・三菱 UFJ 国際投信 (2018) 「日本版 ISA の道 その 235」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180903.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180903.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 253」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190128.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190128.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- 10 ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 259」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190318.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190318.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 264」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190513.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190513.pdf)>  
15 最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 266」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190527.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190527.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 269」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190617.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190617.pdf)>  
20 最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 272」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190708.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190708.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- 25 ・三菱 UFJ 国際投信 (2019) 「日本版 ISA の道 その 273」  
<[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190716.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190716.pdf)>  
最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ 信託銀行 HP 「資産運用の悩みを解決」  
<[https://www.tr.mufg.jp/tameru/fund\\_wrap/kaiketsu.html](https://www.tr.mufg.jp/tameru/fund_wrap/kaiketsu.html)>  
30 最終アクセス 10 月 23 日

- ・三菱 UFJ 信託銀行 (2016) 「DC 年金改革-英国の例にみる日本への示唆-」  
 <[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201607\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201607_1.pdf)>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 5 ・三菱 UFJ 信託銀行 (2016) 「新潮流で広がるクオンツ運用のフロンティア」  
 <[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201606\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201606_1.pdf)>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券 HP<<https://www.sc.mufg.jp/>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 10 ・明治安田生命 「リスク許容度診断シート」  
 <[https://www.meijiyasuda.co.jp/401k/pdf/chishiki/portfolio\\_04.pdf](https://www.meijiyasuda.co.jp/401k/pdf/chishiki/portfolio_04.pdf)>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・ゆうちょ銀行 HP <<https://www.jp-bank.japanpost.jp/>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・楽天証券 HP <<https://www.rakuten-sec.co.jp/>>最終アクセス 10 月 23 日
- 15 ・楽ラップ HP<<https://wrap.rakuten-sec.co.jp/commission/>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- ・りそな銀行 HP<<https://www.resonabank.co.jp/>>  
 最終アクセス 10 月 23 日
- 20 ・和田敬二郎・岡田功太 (2015) 「米国で拡大する『ロボ・アドバイザー』による個人投資家向け資産運用」  
 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015win10.pdf>>  
 最終アクセス 10 月 23 日