2019 年　証券ゼミナール大会

第 3 テーマ
「家計の資産形成手段としての投資信託」

立教大学　池田ゼミナール

淺野班

目次

はじめに 1
第１章　投資信託について 2
　第１節　　投資信託とは 2
　第２節　なぜ投資信託か 3
　第３節　投資信託の歴史 4
第２章　業界の現状分析と問題点 5
　第１節　フィデューシャリー・デューティー 5
　第２節　比較可能な共通 KPI 6
　第３節　手数料 7
　　販売手数料 7
　　運用手数料 9
第３章　運用面の現状分析と問題点 11
　第１節　系列会社重視の商品組成 11
　第２節　ファンド数 12
第４章　販売面の現状分析 13
　第１節テーマ型投資信託 13
　第２節　回転売買 15
　第３節　毎月分配型投資信託 16
　第４節　IFA 17
　　第１項　アメリカの例 18
　　第２項　イギリスの例 19
　　第３項　日本の現状 20
第５章　制度面の現状分析と問題点 20
　第１節　確定拠出年金 20
　　第１項　企業型 DC の現状 21
　　第２項　個人型 DC の現状 30
　第２節　つみたて NISA 33

第１節　NISA を巡る近年の動向 34
第２節　つみたて NISA 34
第３節　NISA 制度の現状 35
第６章　提言 39
第１節　DC 制度への提言 39
第１項　一層の普及のために 39
第２項　効果的な運用のために 42
第２節　IFA への提言 43
２種類以上の異なる報酬形態の提示の義務化 43
第３節　今後望ましい投資信託の提言 47
クローズド期間自己選択オプション 47
積立型投信への適用 48
顧客・金融機関のメリット 48
終わりに 50
参考文献 51

はじめに

バブルが崩壊し景気悪化が進む中、日銀の金融緩和の影響を受け預金を含め金利が急速に低下した[1]。同時に「人生 90 年」が当たり前の時代を迎え、ほころびを見せ始めている社会保障制度への懸念が指摘されるようになった。そのような中、現金・預金の比率の高さを危惧した日本政府は 2000 年「貯蓄から投資へ」のスローガンを打ち出した。しかし大きく浸透する事はなく、家計の資産比率において現金・預金比率は依然として高いままであった。そのような背景のもと、2016 年金融庁は「投資」ではなく、長期・積立・分散投資を通じた「資産形成」という言葉を大きく掲げた新しいスローガンを発表した。

そして今年には、金融庁の市場ワーキング・グループが公表した報告書[2]を発端とした「老後 2000 万円問題」が大きな話題を呼んだ。同文書は平均値で老後資金として約 2000 万の蓄えが必要としており、その為には若年層からの自助努力による資産形成が必要だとして、その重要性について述べている。

このように資産形成の機運が高まる中で、NISA や iDeCo、そして資産形成手段として投資信託への注目が大きく高まっている。本論文ではこれらの背景をもとに「国民の資産形成」、「証券市場の活性化」という２つの目的を念頭に、現状の問題点を指摘し、解決案の提言を行う。

第 1 章ではまず、「投資信託について」という議題のもとで、投資信託の仕組みやコストを述べ、なぜ投資信託が資産形成に適しているかを示す。続く第 2 から 5 章においては、業界全体、運用面、販売面、制度面の 4 つの視点から投資信託を取り巻く環境の現状分析を行なう。そして、第 6 章ではこれらの現状分析にて抽出された問題点から、特に我々が強く改善を望む問題点に対し、「国民の資産形成」と「証券市場の活性化」という目的に基づく３つの独自案を提言する。

[1] 日本銀行（2019）:「定期預金の預入期間別平均金利」　参照
[2] 金融庁（2019）:「高齢社会における資産形成・管理」　参照

第１章　投資信託について

第１節　　投資信託とは

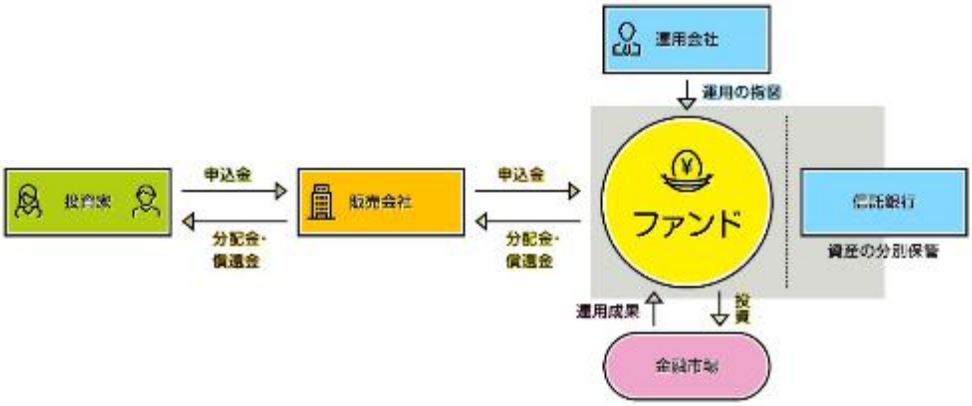
投資信託とは販売会社を通じて投資家から出資・拠出された資金を一つの大きな資金としてまとめ､運用会社に属する資産運用専門家が､株式や債券など、金融派生商品などの記入資産あるいは不動産などに投資指示を行い、運用成果を投資家に分配する商品である。

図 1 投資信託の仕組み

出展）投資信託協会：「そもそも投資信託とは」より引用

次に投資信託に関連する機関を紹介する。投資信託は３つの機関がそれぞれ約割を果たすことで成り立っている。1 つ目は銀行や証券会社を代表とした販売会社である。投資信託の販売や換金、分配金・償還金の支払い等の役割を担っている。２つ目は投資顧問会社やファンドマネジメント会社などの運用会社である。新規投資信託の設定や投資家から集めた資金の運用方針の決定、委託会社に運用の指示をする等の業務を担っている。3 つ目は信託銀行などの委託会社である。投資家から集めた資金の管理保管業務を担っており運用会社の指示通りに資金を運用している。

図 2　投資信託に関わる機関



出典）投資信託協会：「投資信託の仕組み」より引用

続いて投資信託のコストの種類を述べる。顧客が投資信託を保有するにあたってのコストとして、購入時手数料（販売手数料）、運用管理費（信託報酬）、監査報酬、売買委託手数料、信託財産留保額がある。

まず顧客が投資信託を購入する際、販売会社に対し「購入時手数料」を支払う。加えて、運用期間中は信託財産から間接的に「信託報酬」が差し引かれる。これは運用にかかる費用、運用報告書の作成費や発送費、資産の保管のための費用などをまかなうものである。さらに信託財産からは、監査法人などからの監査に要する費用である「監査報酬」、投資信託が投資する株式などを売買する際に発生する「売買委託手数料」などの費用が差し引かれる。最後に、ファンドによっては換金時に「信託財産留保額」が発生する。

第２節　なぜ投資信託か

金融庁は資産形成を行なっていく上で、「長期積立分散投資」が望ましいとしている[3]。長期投資・積立投資・分散投資のそれぞれが重要性を持っている。まず長期投資を行うことで、複利効果を得ることができる。得られた利益の再投資を行うことで収益率が同様でも最終収益額を高めることができる。複利効果

[3] 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」　参照

は投資期間が長くなればなるほど大きくなるため長期的に投資を行うことが重要となる。次に積立投資とはドルコスト平均法により購入単価を平準化することであり、大きな損失を回避することができる。最後に分散投資とは投資対象資産や通貨、地域などを分散させることでリスクを効果的に抑えることができるという考えに基づいている。分散投資を行うことで、ある資産が価値を下げても他のある資産は異なる値動きが期待できるため、リスク低減効果を期待できる。このように長期分散積立投資をすることで、リスクを抑え、効果的な資産形成を行うことができる。

ではなぜ投資信託が資産形成手段として適しているのか。それは投資信託が低額からの投資が可能であり、また一つの商品で様々な投資先に分散することができる為である。現在日本の預金金利は歴史的な低水準に張り付いている。その一方でアベノミクスによる金融・経済政策の影響もあり、消費者物価はいくばくかの上昇傾向が見られる[4]。このような状況では預貯金や国債などの確定利回り商品では、物価上昇分をカバーする利回りを出すのは困難である。また、株式においてはインフレリスクに対応できるという点では優れているが、分散投資をするには巨額の資金が必要となることや個人の裁量が大きく、高い専門知識が必要であることから一般家計に適した資産形成手段とは言い難い。一方、投資信託はインフレリスクに対応できることや、小額から購入・分散ができること、さらに運用については専門家に一任する事で一定のリターンを望める為、一般家計にとって最も適した商品であると言える。

第３節　投資信託の歴史

本節では、投資信託の誕生経緯や投資信託の発足から現在までの軌跡を述べる。

1945 年に第二次世界大戦の終戦を迎えた後、1948 年 4 月に証券取引法が公布され日本の証券市場が再開した。しかし、財閥の解体や財産税の物納等の要因から株式は供給過剰の状態であり、株価は大幅に下落して株式市場は極度に沈滞していたことから、戦後経済の復興と再建に必要な企業の増資を行うこと

[4] 総務省（2019）：消費者物価指数　参照

が困難な状況にあった。 そこで、株式市場に広く一般大衆の資金を導入し、株式の需給を改善する必要があるという国家的要請のもと 1951 年 6 月 25 に「証券投資信託法」が制定され、現在の日本の投資信託がスタートすることとなった。

当初は一般大衆に馴染みやすい単位型投信が主流であった。しかし、1990 年代初頭にバブル崩壊が発生し、株式市況の急落、長期低迷を受け、株式投信を中心に投信純資産残高は減少し続け、1992 年 4 月末には 38 兆 5,452 億円まで低下した。バブル崩壊後の 90 年代後半からは、追加型ファンドを日々変動する時価により「投資商品」として販売するという欧米での方式が主流となり、近年では、投信の純資産総額の約 99%を追加型が占めるに至っている。

そして景気低迷の中、1996 年に橋本首相主導により金融システム改革の着手を指示する金融ビックバンが推進された。投資信託についても規制緩和が進められ、1998 年 12 月には投信法が全面的に改正された。その後も 2001 年には「不動産投資信託(REIT)」「上場投資信託(ETF)」 の導入、また同年 10 月からは、確定拠出年金制度の開始、2006 年には金融商品の販売や運用、サービスを横断的に規制する「金融商品取引法」が成立、2014 年には NISA が登場するなど時代のニーズに対応するべく投資信託に関連する様々な改革が進められている。

第２章　業界の現状分析と問題点

第１節　フィデューシャリー・デューティー

2017 年来、金融庁の FD 宣言を受けて日本では金融事業者に「顧客本位の業務運営」が強く求められるようになっている。FD 宣言とは「経済の持続的な成長及び国民の安定的な資産形成を図る」ためには、「金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関（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、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）に努めることが重要である」という認識の下、推進されているプリンシプルベースの施策である。

金融庁は FD 原則として 7 つの原則を定め、各金融機関へ取り入れを求めている。各事業者は FD 原則を受け入れ、それぞれ FD 達成のための明確な方針を策

定・公表した上で、取り組み状況の定期的な公表や当該方針の見直しを行なうことが求められる。

このFDに関してだが、金融事業者の中でも取り分け、投資信託の販売を行う証券会社・銀行における顧客向け業務運営が先行的に取り上げられ注目を浴びている[5]。これは次章にて詳述するが、従来型の投資信託販売では販売業者と個人投資家の関係は、利益相反が起きやすい典型的な例とみなされてきたためである。FD宣言を受け投資信託を取り巻く状況は大きな変動の中にある。

第２節　比較可能な共通KPI

FD原則の達成度合いを示すのが成果指標KPIという指標である。従来は金融事業者が独自に設定した自主的なKPIによって評価が行われていたが、2017年３月に金融庁は、「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPI」を公表した。金融庁はこの共通KPIの採択金融事業者の公表や公表されたデータを用いた分析結果の公表を行いFDの一層の発展を促している。

しかし、共通KPIに対して問題点を指摘する声もある[6]。例えば、共通KPIでは基準日時点で顧客が保有している投信やファンドラップを対象として運用損益を計算することになっているが、基準日よりも以前に売却されていれば報告の対象とはならないため、KPIを重視するあまり、含み損のある客に損切りを進めたり、含み益のある客の利益確定を遅らせたりと、販売会社の営業マンの行動にバイアスがかかる可能性があるとの指摘がある。また、行動ファイナンス的な観点から、含み損が出ている顧客ほど損切りが難しいという傾向が示されている事や、含み損に耐えきれず売却してしまった層の存在が含まれていないことから、実態から正負問わず乖離してしまう可能性があるとの指摘もある。共通KPIには販売会社間の営業姿勢を浮き彫りにし、金融庁が推し進める「顧客本位の業務運営」を飛躍的に進展させる可能性を秘めているが、同時にこれらの問題点に対する懸念も指摘される。

---

[5] 明田雅昭（2019）:「日米欧の投資信託平均保有年数」　参照

[6] 明田雅昭（2018）:「投信販売の共通ＫＰＩに関する考察」　参照

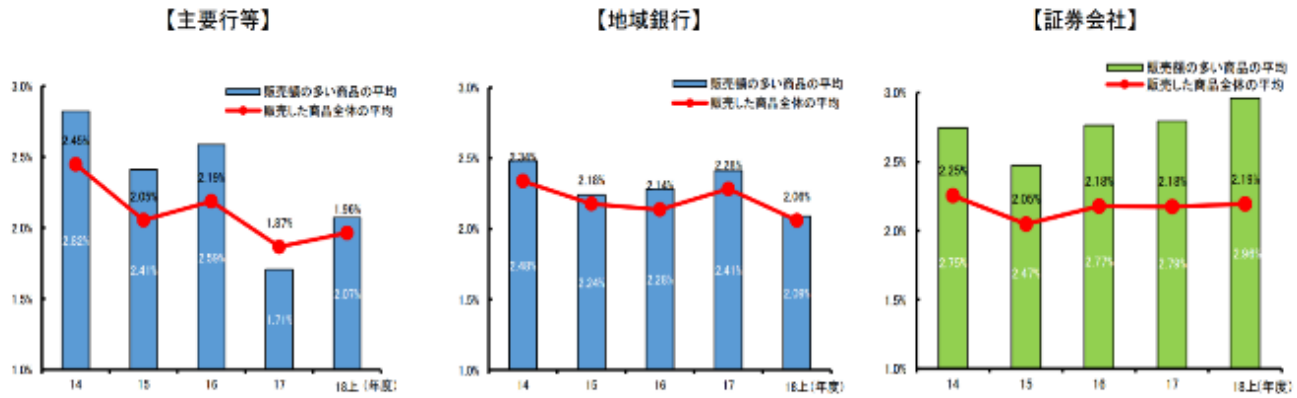
第３節　手数料

この節では国内での販売手数料、運用手数料の推移を提示するとともに他の主要国と比較し、現状を分析する。

販売手数料

まずは国内の販売手数料の推移を提示する。

図 3　平均販売手数料の推移：チャネル別

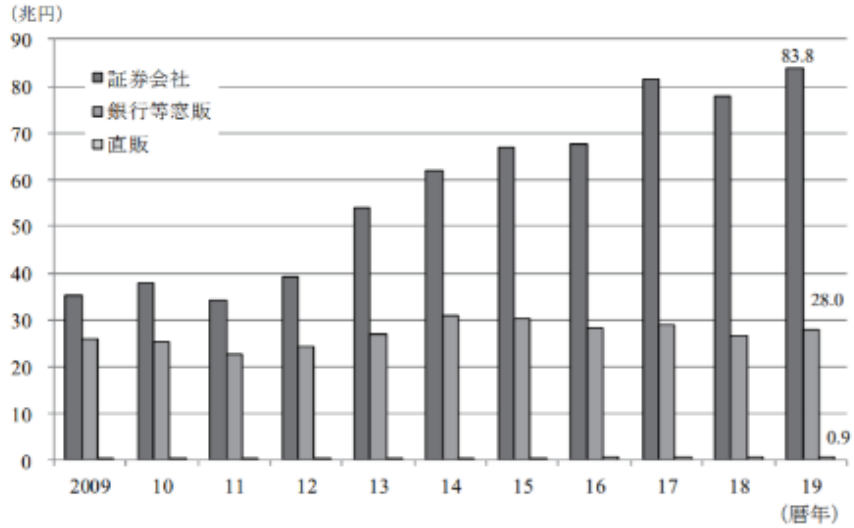


出展）金融庁（2019）:「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営の取組状況」より引用

銀行においての平均販売手数料率はおおむね低下傾向にある。一方証券会社は引き続き販売手数料が高い投資信託商品が売られていることが伺われる。

以下で示す図４の通り、日本の投資信託では証券会社経由での資本流入が多いことから、証券会社の平均販売手数料低下がみられない現状ではまだまだ FD の浸透は途上であると言える。

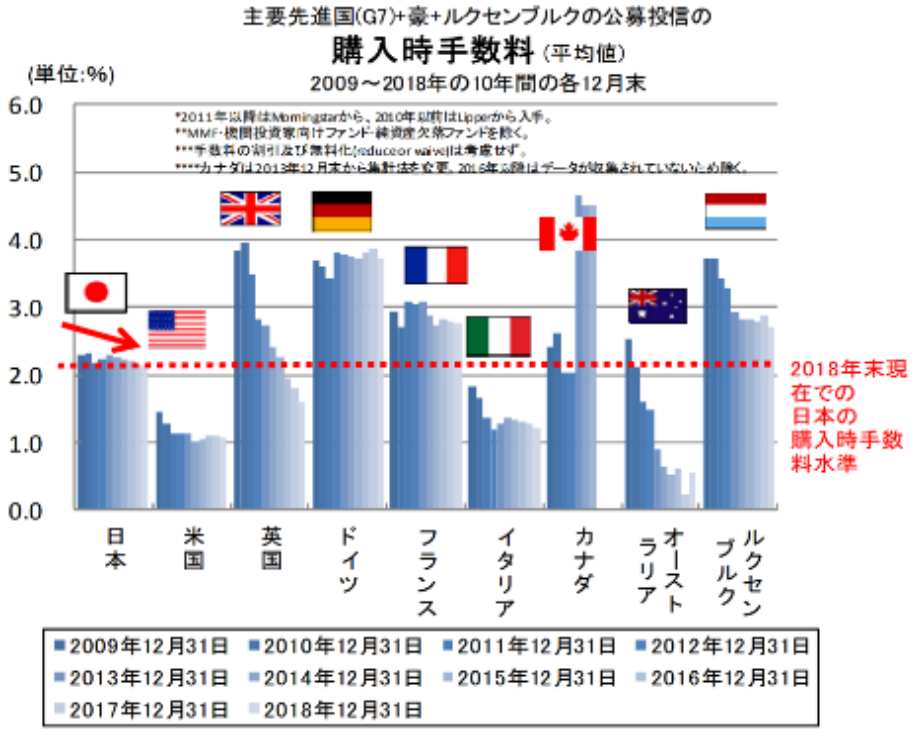
図 4　投資信託のチャネル別純資産残高の推移



出展）野村資本市場研究所（2019）:「市場の各種推移≪投資信託≫」より引用

次に他の主要国との比較を行う。

図 5　販売手数料の国際比較



出展）三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 253」より引用

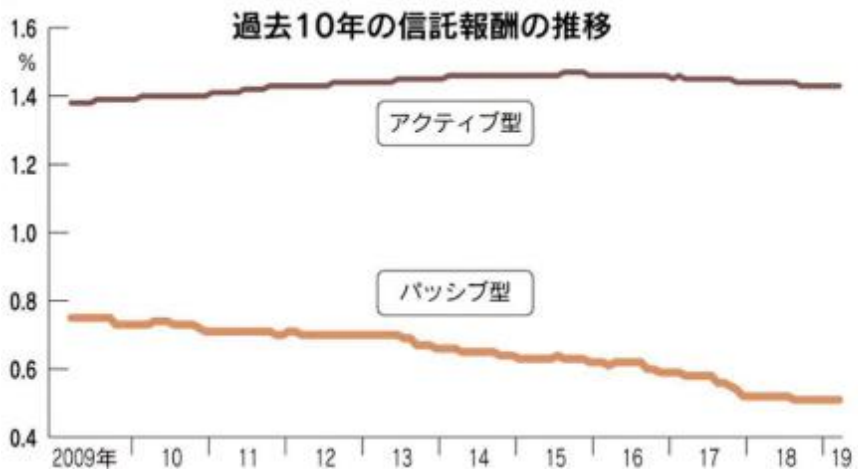
統計調査方法やファンドの分類の違いへの注意は必要だが、図５に示される通り、日本の投資信託における販売手数料は国際的に大幅に高いわけではない。

運用手数料

続いて運用手数料について言及する。販売手数料の分析と同様に、国内での運用手数料の推移を提示するとともに他の主要国と比較し、現状分析を行う。

まずは図６にて国内の運用手数料の推移を提示する。

図 6　平均信託報酬の推移：アクティブ・パッシブ

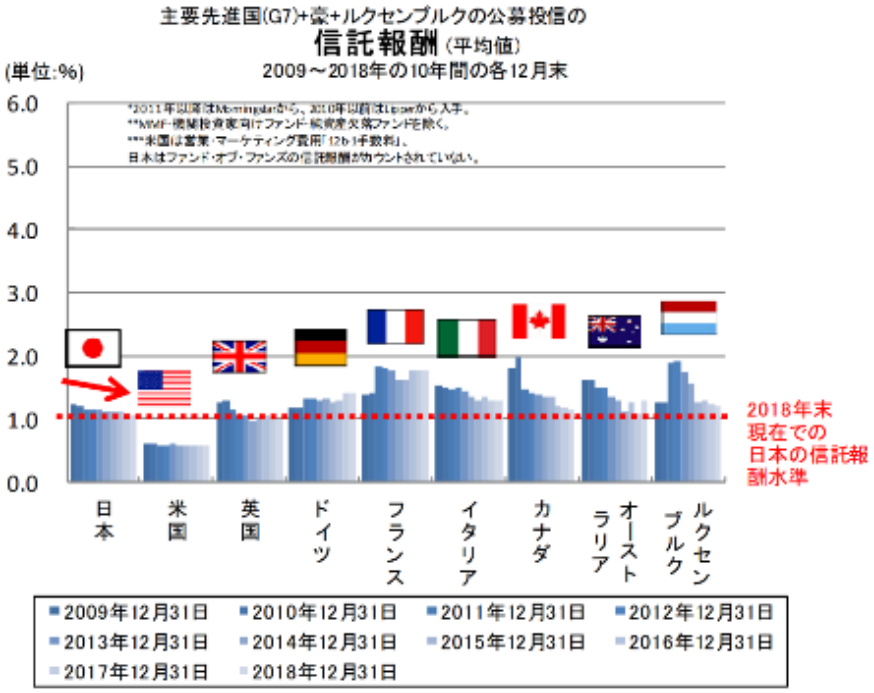


出展）NIKKEI STYLE（2019）:「長期投資ならコストに注目　指数連動型は下がる傾向」より引用

上図の通りパッシブファンドの信託報酬は低下傾向にあるが、アクティブファンドの信託報酬は変化が見られない。

続いて他の主要国との比較を行う。

図 7　信託報酬の国際比較



出展）三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 253」より引用

図 7 にて示されるように、日本における公募投信全体の運用コストは徐々に低下している。

運用手数料においても上と同様に統計調査方法やファンドの分類の違いへの注意は必要だが、日本の投信の運用手数料は国際的に大幅に高いわけではないことが分かる。

このように運用手数料、販売手数料ともに低下傾向にある。また金融先進国であるアメリカとの差は大きく開いていることは課題だが、その他の主要国と比較しても大きく上回っているわけではない。チャネルとして大きな存在感を持つ証券会社において販売手数料の低下が見られない事やアクティブ型投信の信託報酬にて低下が見られないなど改善への課題はあるものの、金融庁の指摘は一定の効果が見られ、顧客本位の業務運営は徐々に浸透しているといえる。投資信託のコストは少しずつだが低下の傾向が見てとれる。

第３章　運用面の現状分析と問題点

第３章からは、投資信託に関連する論題を、運用面、販売面、制度面に分割しそれぞれの現状分析を行い、問題点を指摘していく。

運用面の問題点を論ずるにあたって金融庁の「平成 28 事務年度金融レポート」が過去に大きな話題を呼んだ。その中で指摘された事項を参考に運用面の分析対象として、同一グループ間における販売会社と運用会社の結びつき、そしてそこから発生する問題として日本におけるファンドの数について触れる。

第１節　系列会社重視の商品組成

日本の投資信託について、長らく問題になっていたのが回転売買である。この節ではその一因であると指摘される事のある販売会社と運用会社の関係性について述べる。

以下に各国の運用資産額上位 5 社を取って、そのシェアおよび資本系列を示す。

図 8　運用資産額上位５社のシェア及び資本系列の国際比較

日本	会社名	資本系列	運用資産（億円）	シェア
1	野村	証券系	245,068	25.4%
2	大和	証券系	139,869	14.5%
3	日興	銀行系	113,050	11.7%
4	三菱UFJ	銀行系	98,184	10.2%
5	アセットマネジメントOne	銀行系	85,039	8.8%
	5社計		681,210	70.5%
	業界全体		966,415	

[出所]投資信託協会データをベースに筆者作成

米国	会社名	資本系列	運用資産（億ドル）	シェア
1	Vanguard	独立系	30,235	18.5%
2	Fidelity	独立系	17,660	10.8%
3	Capital Research	独立系	13,997	8.6%
4	JP-Morgan Chase	銀行系	5,261	3.2%
5	T.Rowe Price	独立系	5,219	3.2%
	5社計		72,372	44.3%
	業界全体		163,438	

[出所]ICIデータ（ETFを含まず）をベースに筆者作成

英国（注）	会社名	資本系列	運用資産（億ポンド）	シェア
1	M&G Securities	独立系	662	6.6%
2	Scottish Widdows	保険系	605	6.0%
3	Blackrock	独立系	511	5.1%
4	Capital Finnncial	独立系	483	4.8%
5	Standard Life	保険系	480	4.8%
	5社計		2,261	22.5%
	業界全体		10,039	

（注）他社ファンドに投資するFOFを含む。

[出所]IA（英国投信協会）データをベースに筆者作成

出展）杉田浩治（2018）:「投資信託の制度・実態の国際比較」より引用

図８から分かる通り、上位５社が市場全体の７割以上のシェアを持つなど、日本は上位会社への集中度が高い。一方、米・英では集中度が低く競争が激しいことを示している。 また、運用会社の資本系列を証券系・銀行系・保険系・独立系に分けた場合、米・英は独立系が多い。一方、日本の上位会社は証券系・銀行系で占められている。

このように日本は資本系列に大きな販売会社を持つ運用会社へと資金が集中していることが分かる。このような運用会社は、系列販売会社の圧力を受け、後述のテーマ型などの販売会社が売りやすい商品を数多く組成し、顧客に対しての回転売買を助長するという利益相反行為を行なっているのでは無いかとの懸念が指摘されてきた[7]。また、系列重視の業務姿勢は、運用会社間の公正公平かつ自由な競争を阻害し、運用の質の向上を阻んでいるとの見方もある[8]。こうした大手グループ系会社への懸念もあり、近年は系列に販売会社を持たず、直販を行うような独立系の運用会社が脚光を浴びている[9]。

第２節　ファンド数

前述した通り日本国内において、同一グループ内での販売会社と運用会社の結びつきが強く、その結果として運用会社は販売会社が売りやすい商品を数多く組成し、回転売買を助長させてきた可能性が指摘されている。本節ではファンド数に着目し、分析を行う。以下に日本と諸外国のファンド数と１本あたりの資産残高の比較図を示す。

図 9　各国のファンド数と１本当たりの金額の比較

	ファンド数	純資産（百万ドル）	純資産（円換算,億円）	１本あたり金額（円換算,億円）
日	6,060	-	966,415	159
米	(注)9,782	18,868,105	22,096,438	2,259
英	2,802	1,510,976	1,769,504	632
独	1,834	375,253	439,459	240
仏	10,952	1,880,355	2,202,060	201
世界合計	92,218	36,815,649	43,114,807	468

出展）杉田浩治（2018）:「投資信託の制度・実態の国際比較」より引用

[7] From HC（2015）:「投資信託における系列重視は悪か」 参照
[8] 同上
[9] NIKKEI STYLE（2019）:「投信会社運用力の通信簿　独立系上位に、大手苦戦」　参照

諸外国と比較すると、日本では純資産の割に相対的にファンド数が多く、1 本当たりの残高が少ない事がわかる。このような事実も先の「販売会社偏重でのファンドの新規乱立により、回転売買を助長している」との指摘を裏付けている。過剰なファンド数は、回転売買助長の懸念という問題の他にも、選択肢のパラドクスを生んでしまう。過剰な選択肢により顧客はどのファンドが自身に適切なのかを判断する事が困難となってしまう。

これらの背景から、ファンドの併合が求められ、金融庁は 2007 年の法改正により整理・統合を行いやすくするといった改革を行なった。しかし、上図の示す通り依然として日本におけるファンド数は多く、効果的な活用が成されていない。

第 4 章　販売面の現状分析

当章においても引き続き金融庁の「平成 28 事務年度金融レポート」にて指摘されている事項を参考に現状分析を行なっていく。当章では販売会社に関する問題事項としてテーマ型投資信託、回転売買についての現状分析を行う。またテーマ型同様問題視されてきた毎月分配型投資信託について触れる。加えて、近年販売チャネルの 1 つとして近年注目を集めている IFA について現状と課題を分析する。

第 1 節テーマ型投資信託

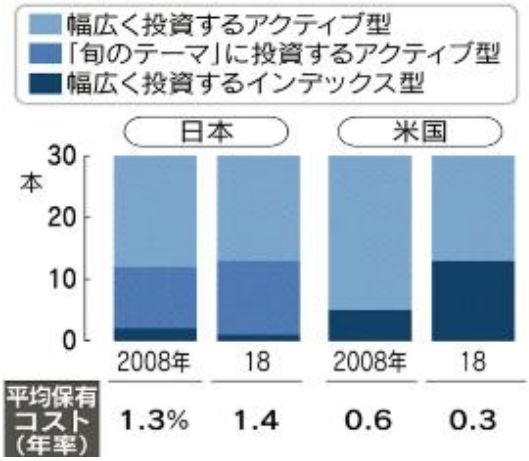
テーマ型投資信託とは、特定の旬の投資テーマに関連する銘柄に投資を行っていく投資信託のことである。テーマ型投資信託は、ニュースや雑誌、新聞などで取り上げられるような、注目のテーマで設定されているため、運用経験の浅い人でも関心を持って購入しやすく、高い人気を集めている。販売会社にとっても、顧客に説明しやすく、販売しやすい商品であると言える。しかし、テーマ関連銘柄への集中投資のためリスク管理の根本である分散投資が不十分となり、そもそも資産形成手段としては適していないことに注意が必要である。さらに多くのテーマ型投信はコストが高い事がしばしば指摘されている。

このようにテーマ型投信は資産形成に適した商品とは言えない。資産形成という観点以外からでも、テーマ型投信に関してその商品性に関して指摘され

る事がある。まず１つはテーマが注目されてから設定するため、すでに関連銘柄の株価が上昇してしまっている可能性がある事だ[10]。テーマ型投信が設定されたときには、投資対象銘柄が既に高値圏になっており、購入直後から基準価額が低下し始めるという場合が多く見られる。またテーマへの関心が時間の経過とともに薄れると、新規資金の流入が減少し純資産額が小さくなることも指摘されている[11]。テーマへの関心が薄れると、分かりやすいという利用可能性ヒューリスティックが働かなくなり、新規資金流入が小さくなってしまう。これに先に述べた基準価額の低下を危惧した資金流出が重なり、純資産残高が低下する。その結果運用成果が上がらなくなっていき、繰上償還されるという例が多くみられる[12]。

このようにテーマ型投信は様々な問題点を内包しており、金融庁による指摘を受けた。それでは近年はどの様な状況になっているのか。

図 10　日米資金流入上位 30 投信の変化



出展）日本経済新聞社（2019）:「投信　縮まぬ格差　日本はテーマ型に偏重」より引用

[10] NIKKEI STILE（2018）:「ロボット、EV…　人気のテーマ型投信、買っていい？」　参照
[11] DIAMOND online :「投信の「テーマ型ファンド」を買ってはいけない３つの理由」　参照
[12] 投信資料館 :「テーマ型ファンドとは？」　参照

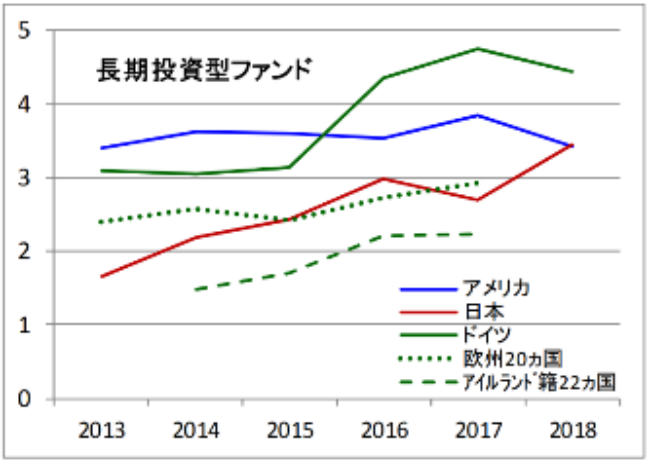
図１０が示す通り 2018 年の日本の投信の資金流入上位 30 本のうち 4 割の 12 本はテーマ型であった。このようにテーマ型投資信託の人気はいまだに衰えず多くの資金の流入が見られる。金融先進国である米国では資金流入上位 30 本に 1 本もテーマ型が入っていない事にも注目する必要がある。日本国内への FD のより一層の浸透が望まれる。

第２節　回転売買

投資信託において長らく問題視されてきたのが回転売買による販売手数料の問題である[13]。運用面の分析にて前述したが顧客の関心を引きやすく販売会社が販売しやすいテーマ型などの商品を系列運用会社に多数組成させ、それらの商品を回転売買し販売手数料を得るという利益相反行為の可能性が長年にわたり大きく問題視されてきた。こうした行為への懸念は顧客の資産形成を阻害するとして近年金融庁から厳しく非難されている[14]。

それでは当論題は近年どのような動向を見せているのか。

図 11　日米欧の投資信託平均保有年数



出展）明田雅昭（2019）:「日米欧の投資信託平均保有年数」より引用

[13] 金融庁（2017）:「平成 28 事務年度 金融レポート」　参照
[14] 同上

上図の通り、金融庁による指導の成果もあり近年は改善傾向がみられる。今後の動向に注目が必要だが回転売買は脱却の兆しを見せているという見方ができる。ただしこのデータは長期投資型ファンドについてのデータであり分析対象が限定的であることや、先ほど述べたようにテーマ型に関して資金流入額に変化が見られないことを考慮すると FD 浸透に依然として大きな課題が残っているのは事実である。

第３節　毎月分配型投資信託

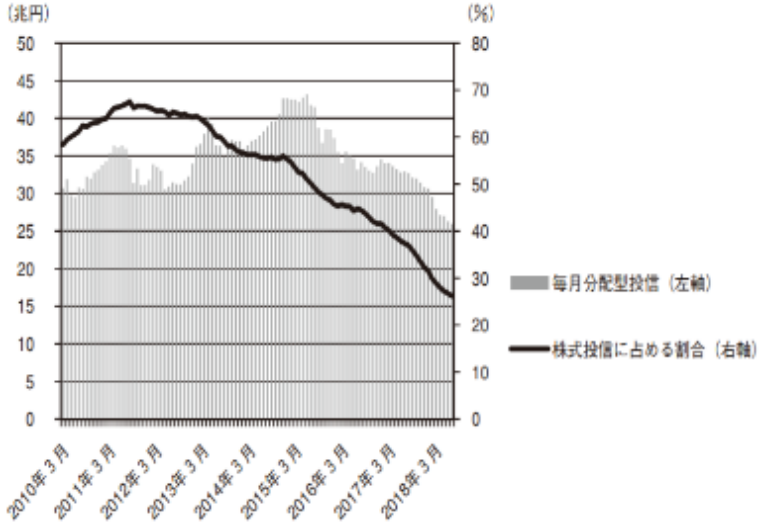
毎月型分配型の投資信託とは１カ月ごとに決算を行い、運用成果を収益分配金(分配金)として毎月分配する投資信託である。年金の足しにしたいと考える高齢世帯や毎月の生活費や小遣いの一部に充当したいと考える世帯など、投資信託の運用を続けながら運用効果だけは毎月こまめに受け取ることを希望する投資家ニーズへ答える事ができる。しかし、そもそも基本的に信託報酬が高いことや、複利効果を得る事ができないなど、毎月分配型投資信託は資産形成手段としては適していない事には注意が必要である。

金融庁のレポートにおいては毎月分配型投資信託について、FD が守られていないと指摘されている。運用利益が出なかった際に元本の一部を取り崩し分配するという商品性を保有顧客が十分に理解していない事を示すアンケート調査や[15]、商品性や分配金に関する税金などへの説明が十分でなく、分配金で再投資している顧客が一定数存在する事[16]などから、販売会社が顧客へ十分な情報提供を行なった上で販売していない可能性がある事が強く非難されている。

それでは近年はどの様な状況になっているのか。

[15] 投資信託協会（2016）:「投資信託に関するアンケート調査」　参照
[16] 同上

図 12　毎月分配型投信の純資総額



出展）前田昌孝（2018）:「伸び悩む投資信託市場の課題」より引用

毎月分配型投信は 2015 年 5 月において約 43 兆 2000 億円の純資産を抱えていたが、金融庁の指摘を受け 2018 年 6 月には約 28 兆円まで減少した。
このように金融庁の指摘は大きな効果を見せ、毎月分配型投資信託は資産流出傾向を示している。

第 4 節　IFA

IFA（Independent Financial Advisor）とは、内閣総理大臣の登録を受けて証券会社や銀行と業務提携を結び、株や債券、投資信託などの売買の仲介を行う金融商品仲介業者に所属する外務員のことである。IFA は特定の金融機関や資産運用会社から完全に独立しているため、投資家にとって最も適切な金融商品や運用方法の提案が可能なことから、前章にて述べたような利益相反の可能性が低く、近年の資産形成の機運の高まりの中でその働きが注目を集めている。日本においてはまだ 3800 人程度だとされているが、金融先進国である米国では IFA の数が約 13 万人おり、家計の資産形成や証券市場の活性化において大きな役割を担っている[17]。

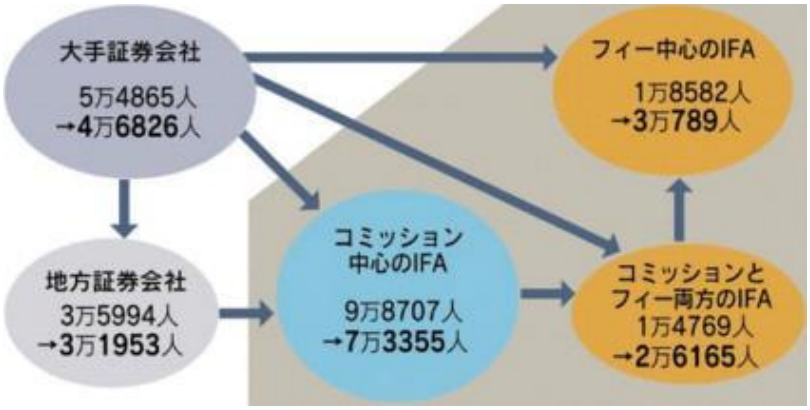
[17] みずほ総合研究所株式会社（2019）:「独立系フィナンシャルアドバイザーに関する調査研究」参照

近年世界的な動きとしてIFAの報酬体系を従来のコミッション型からフィー型へと変容する動きが進んでいる[18]。従来の多くの IFA は契約した証券会社と取引ごとに一定比率を折半する販売手数料（コミッション）が収益の源泉になっている。この報酬体系は顧客が売買を繰り返すほど収益があがる利益相反関係は温存されたままである。一方、預かり資産の残高から一定比率を徴収する残高手数料（フィー）では、顧客の資産が増えればIFA自身も潤い、顧客との利益相反は起こりにくい。このような事からコミッション型手数料から預かり資産連動型を中心としたフィー型手数料への移行が進んでいる。

第１項　アメリカの例

便宜上アメリカ RIA を広義の IFA と定義すると、沼田（2018）[19]によれば、2008年に約9万9000人いたコミッション型主体のIFAは15年には約7万3000人に減少している。一方で主な収入がフィー型であるIFAと、コミッション型とフィー型の両方である IFA は 15 年に合わせて約 5 万 7000 人と 08 年に比べ7割増えている。このように米国ではフィー型手数料を採用する IFA が近年増加している[20]。

図 13　米国 IFA の報酬体系の変化



出展）NIKKEI STYLE（2016）:「米欧で進む投信販売改革　日本は周回遅れ」より引用

[18] 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 259」　参照

[19] 沼田優子（2018）:「日米独立アドバイ ザーの現状と課題」　参照

[20] NIKKEI STILE（2018）:「米欧で進む投信販売改革　日本は周回遅れ」　参照

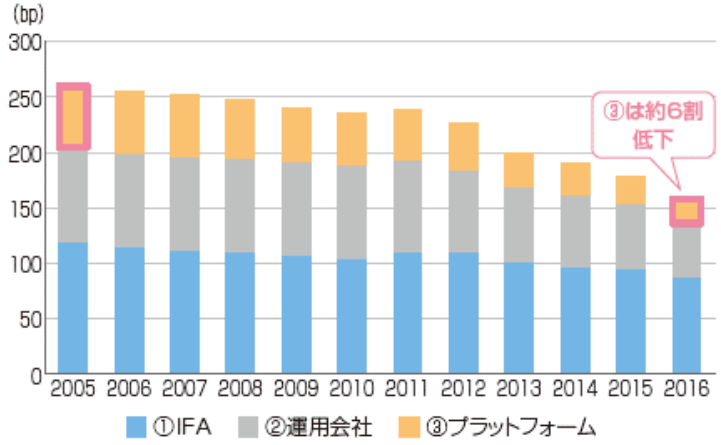
さらに米国では近年、コミッションや残高ベースフィーのほかにも、リテイナーフィー（定額フィー）や時間当たりフィー、顧客の収入ベースフィーなどの新たな報酬体系も出現し多様化とそれに伴う競争激化が進んでいる。

第２項　イギリスの例

英国においては 2012 年末以降、投資家保護の理念の下、FA に対する不信感や懸念を取り除くという目的のもとに金融商品販売制度改革(RDR)が実施された。この改革のもとでは FA に対し販売手数料の受け取りを原則禁止としている。FSA（イギリス金融庁）が最初に販売改革を打ち出したのは 06 年で、実施まで 7 年近くの時間を要しており、IFA の強い反対に直面したことが伺われる。

しかし以下の図１４の通り、多大な時間を費やした効果は確実に現れている。

図 14　英国における資産管理手数料の推移



出展）NRI（2017）:「英国リテール資産運用業界のオープン・アーキテクチャ化」より引用

コミッション型手数料が原則禁止となる事で、イギリスで多く見られるプラットフォーム事業者間の競争が激化し、業務の効率化とコストの適正化が図られた。これにより顧客が IFA に払う資産管理手数料は大幅に減少している。

第３項　日本の現状

これまで金融先進国とされる米国と英国の例を挙げたが、オーストラリア、カナダ、オランダなどでも IFA 含めた投資アドバイザーに対する FD の強化を進めている。

日本においても近年、残高連動タイプのフィー型手数料体系を採用した IFA の数が増加し話題を呼んでいる。しかし、依然として大多数の IFA はコミッション型を採用しており、フィー型手数料を採用する IFA は少数に留まっている。

第５章　制度面の現状分析と問題点

本章では投資信託に関係した制度として確定拠出年金とつみたて NISA に注目し、それぞれの現状と課題について述べる。

第１節　確定拠出年金

長期経済停滞下での公的年金や退職給付制度、雇用を巡る環境の変化の中で日本においても 2001 年にアメリカの 401K を参考にした確定拠出年金制度（DC 制度）が導入された。DC 制度では、事前に取り決めた掛金額を毎月拠出し、その運用成果を 60 歳以降に老齢給付金として一時金や年金という形で受け取ることができる。DC 制度は加入者自身が資産を運用するため、将来支給される年金額はそれぞれの運用次第で違ってくるという点で国や企業が将来の年金の額を約束している従来の確定給付年金とは異なっている。DC 制度には掛金を企業が拠出する企業型と加入者自身で拠出する個人型（iDeCo）があり、企業型に関しては、企業が拠出する掛金に加えて個人で拠出することができるマッチング拠出が認められる場合もある。

DC 制度の利用者にとって最も大きなメリットは節税効果であり、拠出時、運用時、給付時の全てにおいて節税効果を得ることができる。拠出時に関しては掛金を全て所得から差し引くことができるため、所得税や住民税を節税することが可能である。運用時においても通常の投資信託では売却益を計上した場合はその利益に約 20%の税金が課されるが、DC 制度を利用するとそれが全て非課税となり複利効果を受けることができる。また給付時ついては年金として受け

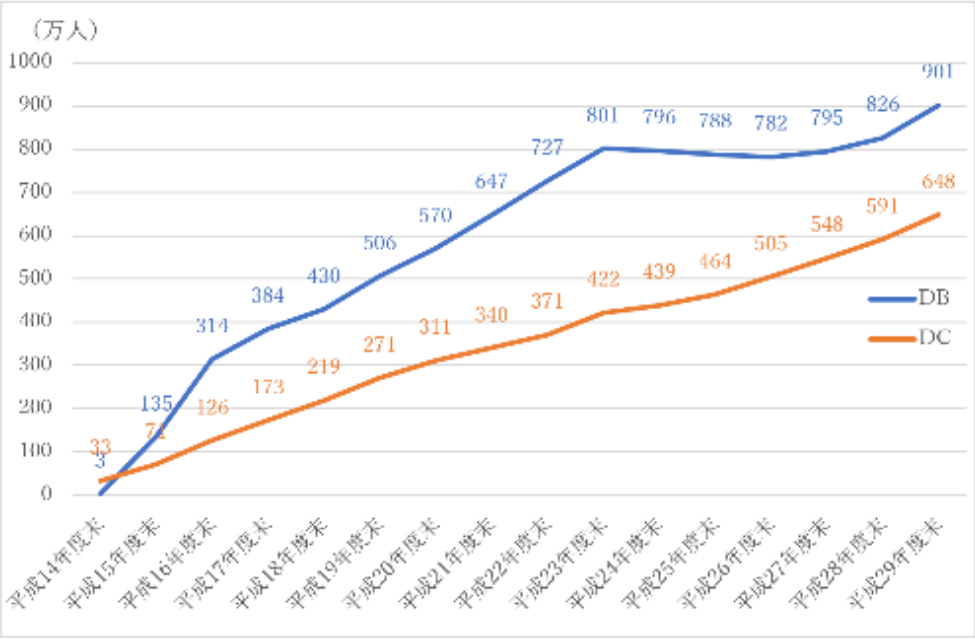
取る場合は公的年金等控除、一時金として受け取る場合には退職所得控除を受けることができる。このように DC 制度は資産形成手段として大きなメリットを持っている。ただし、中途脱退要件が厳しく脱退一時金を受け取ることが非常に難しいことは注意が必要である。

第１項　企業型 DC の現状

（１）　普及状況

まず、企業型 DC の利用者数の推移を提示する。

図 15　DB,DC 加入者数の推移



出展）厚生労働省（2019）:「企業年金制度の現状等について」より筆者作成

上図のように日本の DC 制度の普及は年々着実に進んでいる。

その一方、普及のスピードに注目すると過去の米国に大きく遅れをとっていることが指摘されている[21]。

[21] 日本銀行情報サービス局（2016）:「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」　参照

ここで DC の普及ペースが遅い事がどのような意味で問題となるのかを、日本においてなぜ私的年金の普及が必要かという説明を通して述べていく。

図 16　各国の平均所得と所得代替率

各国の平均所得額

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ
全世帯の平均所得金額	560.2万円	821.3万円	588.1万円	608.0万円
高齢者世帯(※)の平均所得金額（勤労所得・年金を含む。）	318.6万円	629.5万円	450.1万円	454.7万円

各国の所得代替率

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	OECD平均
所得代替率（公的年金のみ）	34.6%	38.3%	22.1%	38.2%	60.5%	40.6%
所得代替率（DB・DC含む）	57.7%	71.3%	52.2%	50.9%	60.5%	58.7%

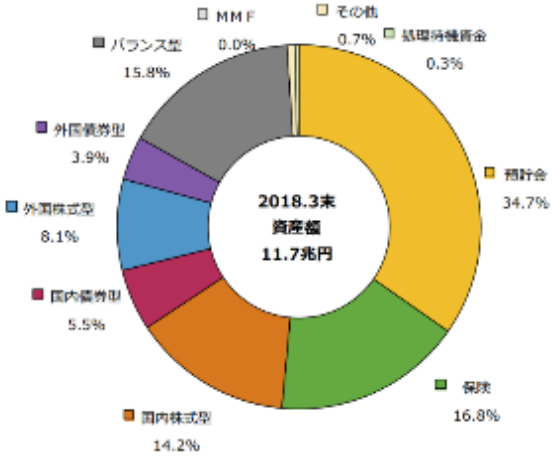
出展）金融庁（2019）:「人生 100 年時代における資産形成」より筆者編集

図１６は各国の平均所得金額と、所得代替率を示したものである。当図より日本の高齢者世帯の平均所得金額は欧米主要国を大きく下回っていることが分かる。また日本の公的年金の所得代替率においても、OECM 平均を大きく下回っている。同時に私的年金を含む所得代替率は、OECD 平均に迫っている。これらのことから、高齢者世帯は公的年金のみでは所得代替率が低く老後の生活が厳しいこと、私的年金に加入することで緩和されることが分かる。これらの背景から、日本において私的年金の普及は急務であり、DC 制度の普及スピードは大きな課題であることが分かる。なお、公的年金を補完する私的年金としては、もちろん従来の DB 制度もあるのであるが、投資信託の普及においては DC 制度の普及がカギとなる。それに大きく関わるのが、以下で取り上げるリスク許容度の問題である。

（２）　リスク許容度

以下の図 17 は企業型 DC 制度の運用商品選択状況を示しており、これを通じて、DC 制度のリスク許容度の現状を捉えることができる。

図 17　日本企業型 DC における運用商品選択状況：全体

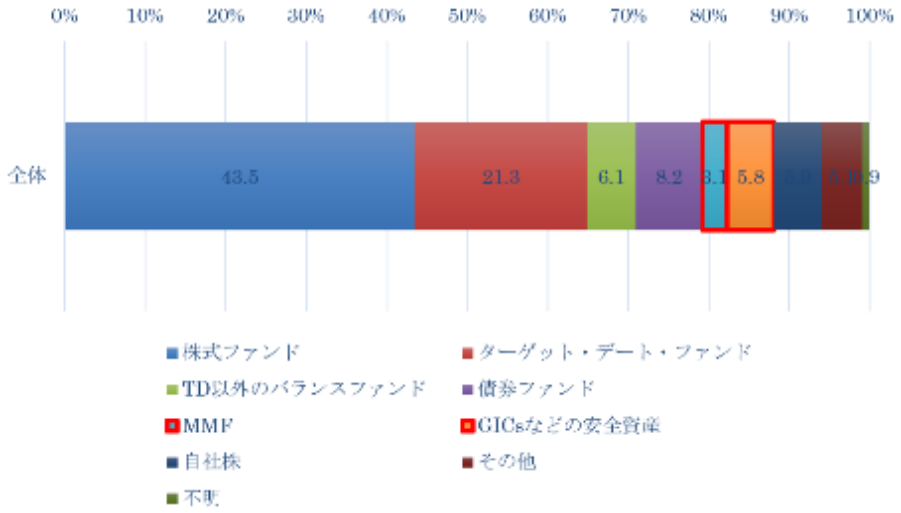


出展）企業年金連合会（2019）:「確定拠出年金統計資料」より引用

上の図から分かるように日本の企業型 DC 制度において、元本保証型資産の保有比率は 50%を上回っている。近年は投資信託の比率が上昇する流れが見られるがそれでも依然として元本保障型の選択比率は 50%を上回る状況である。

では海外ではどのような比率になるのか。米国の 401K における例を示す。

図 18　401K における運用商品選択状況：全体



出展）ICI（2018）:「*401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2016*」より筆者作成

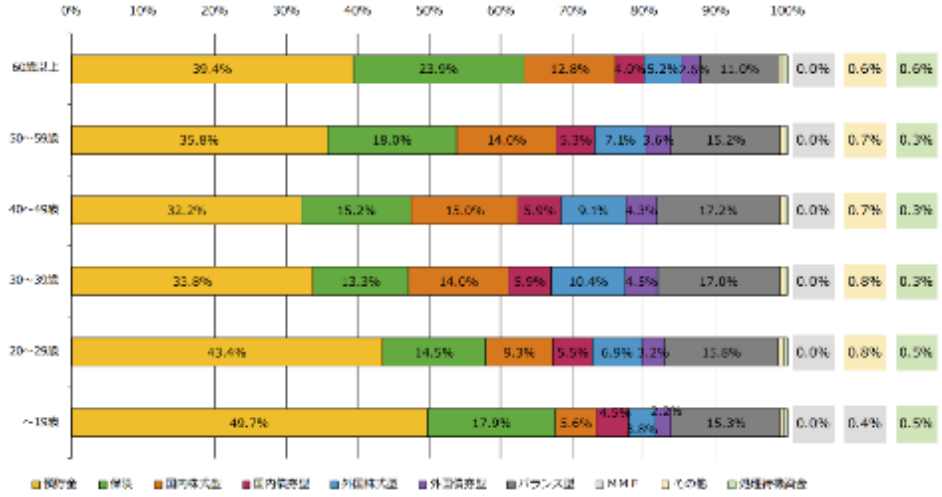
上図の通り、401K における元本保障型（GICs や MMF）の割合は 10%程度と低い

ことが分かる。このことから、日本の確定拠出年金加入者は元本保証型を選好している傾向があることが伺える。

続いて、日本とアメリカにおける企業型 DC の年齢別運用商品選択状況をそれぞれ示す。

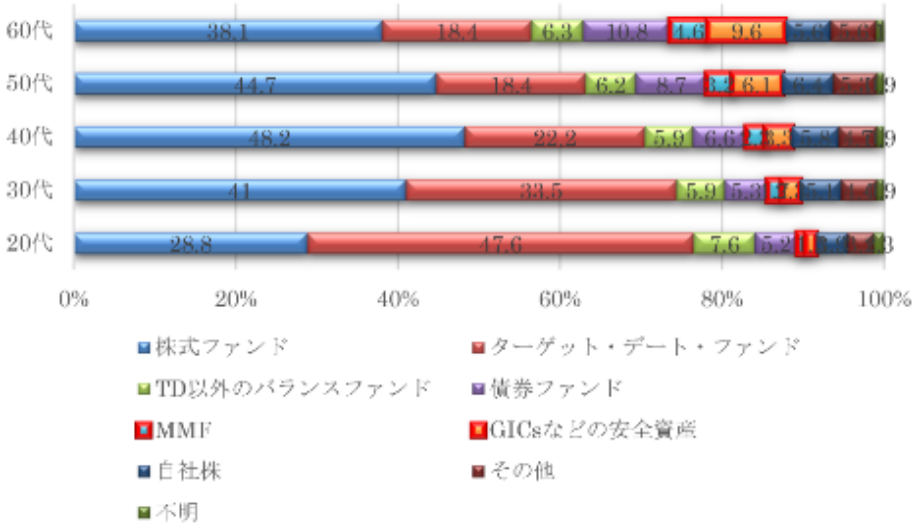
5

図 19　日本企業型 DC における運用商品選択状況：年代別



出展）企業年金連合会（2019）:「確定拠出年金統計資料」より引用

10　図 20　401K における運用商品選択状況：年代別

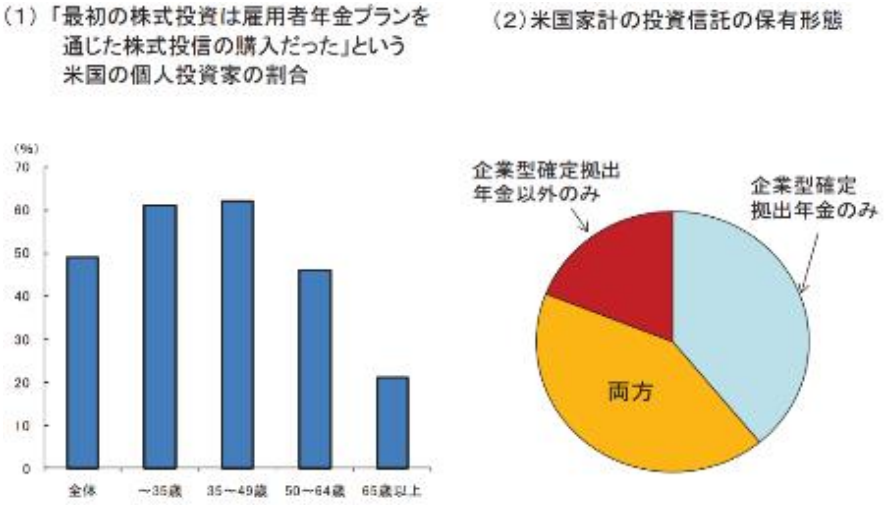


出展）ICI（2018）:「*401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2016*」より筆者作成

これらの図から見られるように金融先進国である米国ではライフサイクル仮説に基づき、若年時ではリスク資産の配分を高くし年齢に応じて元本保障型の比率を高めていくという傾向がある。言い換えれば、若い頃はリスク許容度が高く、歳を取るにつれリスク許容度が下がっていくという傾向を読み取れる。一方、日本においては若い頃からリスク許容度が低く、元本保証型商品の保有比率が高い。これでは運用面において税制優遇を得ることができる DC 制度のメリットを享受しきれていない。また繰り返しの記述となるが、日本の所得代替率を考慮し、日本がどの国よりも早急に自助努力による資産形成を行われなければならない現状を考えると早急に改善すべき問題である。

また DC 制度の恩恵の最大化という観点に加え、この問題を解決するメリットとして投資信託の DC 制度以外での活性化が挙げられる。以下の図２１に示されるように米国家計にとって、DC はリスク性資産投資の入り口機能を果たしている。また、DC 単独による投信保有よりも、DC 経由とそれ以外の両チャネルからの投信を保有している家計の割合が若干上回っていることから、DC を契機に、投資信託が年金資金運用以外の用途にも活用されてきている。

図 21　米国 401K に関するアンケート



出展）日本銀行情報サービス局（2016）:「日米家計のリスク性資産保有に関する論点整理」より引用

ここで、前述の DC 制度の普及必要性に関し捕捉するが、我々はこのように他のリスク性資産投資への入り口機能の有無が DC 制度と DB 制度の最大の差異だと考えている。「貯蓄から資産形成へ」というスローガンの達成という観点から、我々は DC 制度の普及に対し特に必要性を感じている。

このように日本においても DC 制度普及を契機に投資信託への理解や国民の金融リテラシーの向上が進み、一層の資産形成の選択肢が増加することが望ましい。そのためにもこの問題を解決する必要がある。

（３） 加入者資格喪失年齢

以下、近年の動向として、その他細かな事項について触れていく。

現行 DC 制度において、企業型にて一部例外はあるものの、加入者資格喪失年齢は 60 歳と設定されていた。

このような中、2018 年 2 月 16 日に閣議決定された「高齢社会対策大綱」において、「希望者全員がその意欲と能力に応じて 65 歳まで働けるよう安定的な雇用の確保を図る」、「社会保障制度についても、こうした意欲の高まりを踏まえた柔軟な制度となるよう必要に応じて見直しを図る」、「企業年金、退職金、個人年金等の個人資産を適切に組み合わせた資産形成を促進する」とされた。更に政府は将来的には、70 歳までの就業機会の提供を目指しており、それに応じて企業年金も対応させる必要がある。これらに基づき、厚生労働省は企業年金の加入者資格喪失年齢を 70 歳まで引き上げる方針を打ち出した[22]。

（４） 簡易型 DC と iDeCo＋

続いて簡易型 DC と iDeCo＋について述べる。

中小企業の企業年金実施割合の低下を受けて 2018 年 5 月 1 日より小規模事業主掛金納付制度と簡易型 DC 制度が創設された。簡易型 DC 制度とは、企業型 DC を設立する際の障壁の一つである「事務手続きの煩雑さ」を解消するべく、米国の SIMPLE・401k 等を参考に、従業員 100 人以下の企業を対象とした、制度導入手続きが簡便でかつ運営も容易な DC 制度である。簡易型 DC では、規約の

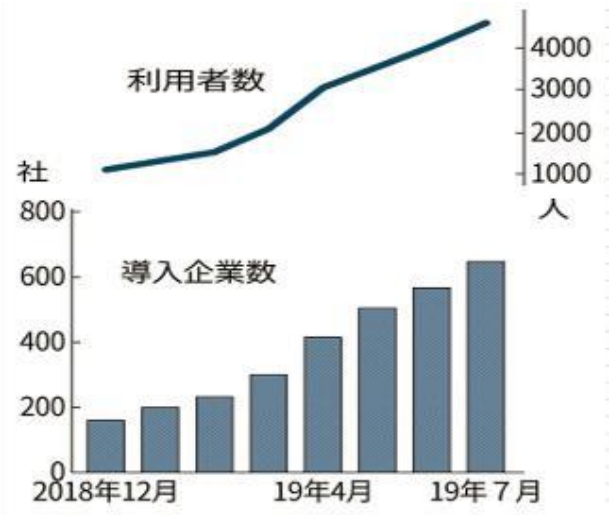
[22] 日本経済新聞社（2019）:「企業年金、70 歳まで加入へ　確定拠出で期間延長」　参照

承認・変更に必要な添付書類が一部省略可能となるほか、規約変更に係る手続きの一部が承認申請ではなく届出で済むなど、一般の企業型 DC に比べて行政手続きが一定程度簡素化されている。しかし、一定の加入資格を定めることはできない(全ての従業員を加入させなければならない)ほか、掛金の算定方法は「定額」のみに限定されるなど、制度設計は硬直的なものとなっている。

次に、iDeCo＋とは、企業年金を実施していない中小企業が、従業員の老後の所得確保に向けた支援を行うことができるよう、その従業員の掛金との合計が iDeCo の拠出限度額の範囲内で、 iDeCo に加入する従業員の掛金に追加して事業主が掛金を拠出することができる制度である。いわゆる逆マッチングの考え方を用いた制度である。

近年新設された制度であるが、知名度や普及率が低く取り入れている中小企業は多くない。

図 22　iDeCo＋普及状況



出展）日本経済新聞社（2019）:「iDeCo、中小の利用後押し　掛け金設定を柔軟に」より引用

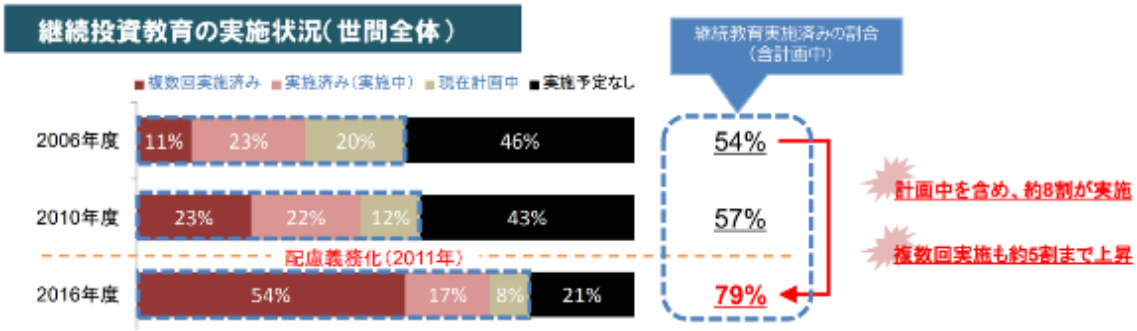
このように普及率は大きな課題であり、知名度や利便性向上に向けての改正の必要性が指摘されている。このような背景のもと厚労省は企業の掛け金額

を柔軟に設定できるよう制度の見直しや、iDeCo＋の対象企業の条件緩和の見直しへと入った。

（５）　投資教育

次に投資教育について言及する。2018 年 5 月の法改正により、従前は配慮義務とされていた継続投資教育が導入時教育と同様、努力義務へと格上げされた。継続投資教育が配慮義務となった 2011 年以降、継続投資教育の実施率は高まっており、今後さらなる増加が見込まれる。

図 23　投資教育の実施状況



出展）三井住友信託銀行（2018）:「確定拠出年金法の改正について」より引用

ただし、投資教育が増加したにも関わらず、先に示した通り若年層においてのリスク許容度は依然として低く、ライフサイクル仮説に当てはまっていない。これに加え、加入者に DC 制度の仕組みを理解しているかどうかを聞くと、「分かっていない」層が 53.2%にも上るというアンケート結果の存在など[23]、有効な投資教育が実施されているかに関しては疑問が残る[24]。

（６）　指定運用方法

続いて指定運用方法について述べる。2018 年の法改正により、加入者が運用

[23] 野村総合研究所（2008）:「DC 制度における投資教育の重要性」　参照

指図を行わない場合、特定期間(3 ヶ月以上)と猶予期間(2 週間以上)を規定の上で、指定運用方法(デフォルト商品)が設定できる事となった。また、指定運用方法での運用の結果が加入者本人に帰属する旨を明確にした。ただし、あくまでもDC制度は加入者が自ら運用指図を行なうことが原則とされており(確定拠出年金法第 1 条)、指定運用方法は基本的にはやむを得ず運用の指図が行えない例外的な場合に備えて設定されるものという位置づけにある事に注意が必要である。

指定運用方法に関して、金融先進国である米国では、06年に401Kプラン加入者がプラン資産の運用方法について選択を行わなかった場合、労働省の定める規制に沿った資産を選んだとみなすことができることとなった。そして07年には、「加入者の運用指示がなかった場合の適格投資商品」として、ライフサイクルファンド（ターゲット・イヤー・ファンドなど)、バランスファンド、投資顧問による運用商品の三つとすることを規則で定め、この内から各企業が選択する事とした。米国で特にターゲット・イヤー・ファンドをデフォルト商品として設定し、運用している事が多い。

アメリカのこのような改革の根元には投資教育の限界への懸念がある。投資教育について、行動ファイナンスの研究成果から、どんなに投資教育を行っても加入者全員が合理的な投資家になることは難しいという、投資教育の限界が示唆されている。

このようなアメリカの先例に見られるように、資教育を行っても一定の効果が表れず、適切に運用指図を行わない層に対しては、一定リターンを見込めるような指定運用方法の設定が効果的である。

一方で、日本では、指定運用方法について設定しない（7割が設定しない)、また設定したとしてもそのほとんど（7割）が元本確保型商品を設定している事がしばしば指摘されている[25]。日本においても指定運用方法に関して改革が必要である。

[25] 企業年金連合会（2017):「確定拠出年金実態調査結果」　参照

（７）　加入方法

最後に企業型 DC 制度の加入方法について言及する。まず、アメリカやイギリスの加入方法についての近年の動向を説明し、最後にそれらを踏まえた日本の現状を述べる。

アメリカでは 2006 年に年金改革法が成立し、企業型 DC（401K）を採用している企業は、全従業員を対象に自動加入・オプトアウト方式を採用できることとなった。自動加入オプトアウト方式とは、「事業主が一度全従業員を DC 制度へと加入させ、その制度や仕組みを嫌う場合には加入者の意志で制度から脱退(オプト・アウト)できる」というものである。この自動加入・オプトアウト方式の採用には、行動経済学の研究成果が活用されている。行動経済学では、人間は、自身の知識が不足しているがために正しい選択を行うことが困難、かつ遠い将来に関わる問題についての判断を留保する性向があることを指摘している。この性向は、貯蓄を個人の自律意思に任せてきた従来のやり方では、老後の資産形成が不十分という結果を招いた。 しかしオプトアウト方式では、あえて自発的に行動し脱退しようとはしない傾向になって現れる。アメリカでの自動加入オプトアウト方式の解禁は、このような研究成果に基づいている。

また、2012 年にはイギリスにおいては DC について自動加入オプトアウト方式が義務化されている。法的には雇用主に義務を課しており、他に企業年金を実施していない雇用主は、全従業員を DC に自動加入させたうえ、従業員給与の最低 3%を自ら拠出し、従業員給与からの天引き分と併せて給与の最低 8%を年金口座に納付することを義務付けている。

このように金融先進国と呼ばれるような国々は自動加入オプト・アウト方式の採用を始めている。日本では加入方法に関して、任意加入と自動加入の中間的な立ち位置にある。企業型 DC に加入するかどうかを選択できる場合と、従業員が自動的に加入する場合があり、アメリカの方式と類似していると思われる。

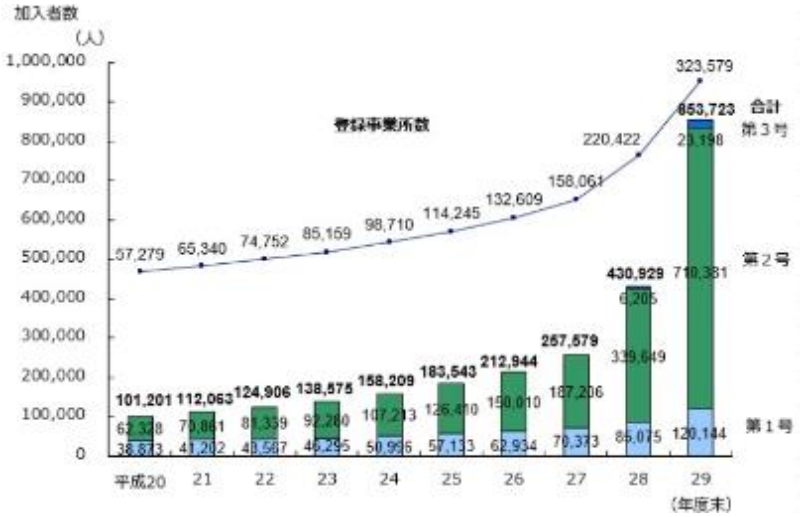
次に個人型 DC（iDeCo）について論じる事にしたい。

第２項　個人型 DC の現状

（１）　普及状況

個人型においてもまず初めに、利用者数の推移を提示する。

図 24　iDeCo 加入者数の推移



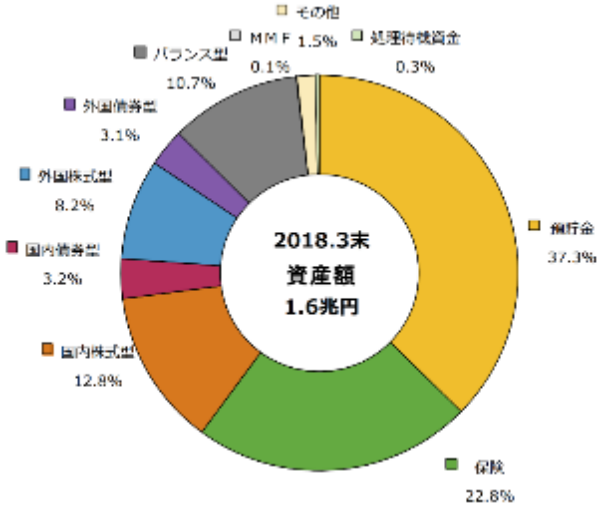
出展）企業年金連合会（2019）:「確定拠出年金の統計」より引用

このように iDeCo は近年大きく普及が進んでいる。特に、確定拠出年金法の改正により 2016 年 5 月から継続的に規制緩和が図られ、iDeCo への加入対象が広がってからは普及が大きく進んでいる。2017 年 1 月には、60 歳未満の公的年金の加入者が iDeCo に加入できるようになったことから、爆発的に普及した。

（２）　リスク許容度

企業型 DC 制度では運用資産選択状況に着目した際、元本保障型の比率が大きくなっていることを述べた。これは個人型についても同様の状況が見られる。

図 25　個人型 DC における運用資産選択状況



出展）企業年金連合会（2019）:「確定拠出年金統計資料」より引用

企業型において既に述べた通り、リスク許容度が過度に低いこの現状は、資産形成という観点から課題となる。

したがって、個人型 DC 制度についても、普及自体は促進されているが、リスク性資産投資への入り口機能としての役割は、企業型 DC と同様にまだまだ十分ではなく、今後改善が必要な点である。

（３）　企業型 DC との兼ね合い

先述の通り、2017 年 1 月には 60 歳未満の公的年金の加入者が iDeCo に加入できるようになった。この法改正により iDeCo へ基本的に誰でも加入できるようになった。しかし、企業型 DC との兼ね合いにより、企業型加入者が iDeCo へと加入する際には障壁が生じてしまうことがしばしば指摘される。

DC 制度は拠出可能額の上限を企業型と個人型の合計としており、企業型のみを提供する会社が社員の iDeCo 加入を認める場合、企業の拠出金の上限額を 5.5 万円から 3.5 万円に引き下げる必要がある。このような制度方式は、社員が受け取る年金が減る可能性があり、企業や働く人から見直しを求める声が出

ていた[26]。

このような指摘を受け、2019 年 7 月 29 日において、厚労省は社員が iDeCo に加入する場合でも、企業型の掛け金の上限額を下げない方向で制度を見直す事を発表した。社会保障審議会（厚労相の諮問機関）で議論し、財務省や与党と調整を進める方針である。

またこのような共通拠出上限制度に加えて、マッチング制度を利用している層は iDeCo との併用が不可能である事も障壁の１つとなっている。

（４） 加入者資格喪失年齢

企業型 DC 制度の加入者資格喪失年齢の 70 歳への引き上げが検討されていることは述べた。これと同様に iDeCo においても厚労省による 65 歳までの引き上げの検討が始まっている[27]。

（５） 加入方法

企業型 DC 制度同様、最後に加入方法について言及する。

アメリカではオバマ政権時代に、企業年金に加入していない層を対象とした個人型（IRA）への自動加入オプト・アウト方式の導入が検討されていた。しかし、企業への事務負担が大きいと実現には至っていない。

なお日本においての個人型 DC の加入方法はオプト・インのみである。

第２節　つみたて NISA

続いて、DC 同様、資産形成を補助する制度として近年注目を集めている NISA 制度について言及する。

2013 年末の証券優遇税制の廃止の激変緩和の時限的な措置の 1 つとして 2014 年に英国の ISA を参考にした NISA が誕生した。NISA は個人投資家向けの少額投資非課税制度であり、毎年 120 万の非課税投資枠が設定される。NISA 口座でその枠内であれば通常では約 20%の税金がかかる株式・投資信託の配当や売買益が非課税対象となる。

---

[26] Yahoo ニュース（2019）:「700 万人待望の iDeCo 加入規制緩和か 実現性はいかに」　参照

[27] 日本経済新聞社（2019）:「イデコ加入、65 歳まで延長へ　高齢者の就業増に対応」　参照

この節では一般 NIS 制度の動向、つみたて NISA 制度の概要について述べた後、一般 NISA との比較を行いながらつみたて NISA の現状分析を行う。資産形成という観点から考えると毎月積み立てをする必要があるつみたて NISA の方が適しているため、本論文ではつみたて NISA について重点を置いて述べていく。

第１節　NISA を巡る近年の動向

NISA 制度は法改正により年々益々の利便性を得てきている。NISA 制度が誕生した翌年 2015 年には NISA 口座を開設する金融機関を各年毎に変更することが可能となった。そして 2016 年には非課税投資枠の 100 万円から 120 万円への引き上げ、重複口座確認にマイナンバーの使用による手続きの簡略化といった NISA 制度をより便利なものへと変える制度改革が進んだ。またこの年にはジュニア NSA も登場した。その翌年 2017 年にはロールオーバーの上限が撤廃され、非課税期間終了時にロールオーバーする場合、上場株式等 の時価が年間投資上限額を超過した場合でも、当該上場株式等すべてのロールオーバーが可能となった。この改革により非課税で運用できる元本の金額が増加し、その後の非課税となる運用益も増加するため、長期投資のメリットを享受することが可能になった。そして 2018 年には、より資産形成に適したつみたて NISA が登場した。

第２節　つみたて NISA

NISA の問題点を抑えて登場したのが積み立て NISA である。つみたて NISA とは、2018 年 1 月からスタートした、少額からの長期積み立て・分散投資を支援するための非課税制度である。 購入できる金額は年間 40 万円までであることや非課税期間が 20 年間であること、また対象商品が、手数料が低水準、頻繁に分配金が支払われないなど、長期・積立・分散投資に適した公募株式投資信託と上場株式投資信託（ETF）に限定されているなどの特徴を持つ。また、これは 2018 年からスタートした新しい制度であるが、対象商品の運用成績も良く、投資初心者をはじめ幅広い年代の方にとって利用しやすい仕組みとなっており、今後さらなる利用拡大が期待されている。このような評価が顧客にも伝達され

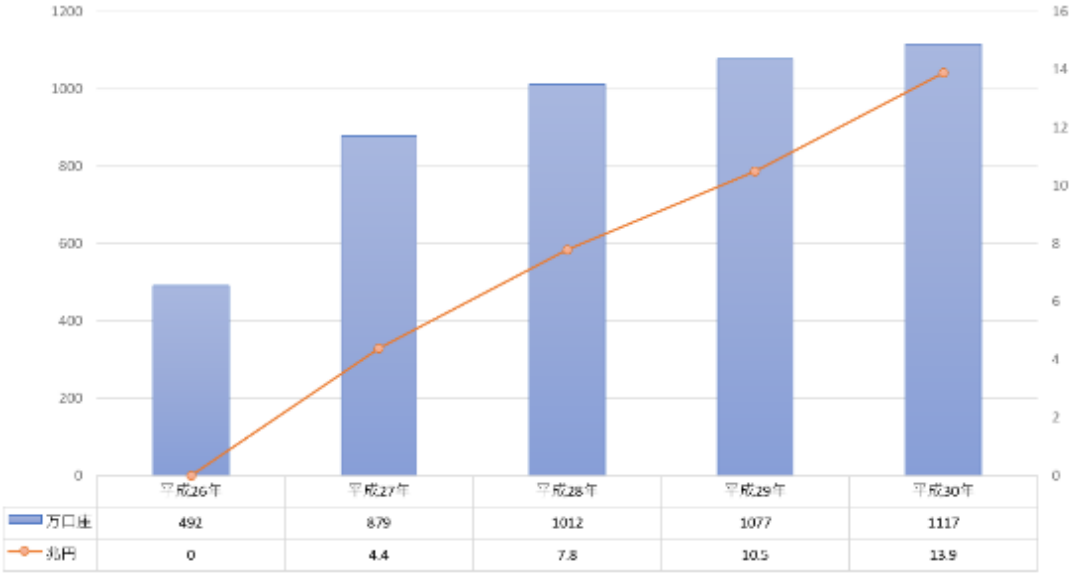
たのか、利用者数も制度開始から 1 年間で 100 万口座の開設を達成するなど好調なスタートを切った。

第３節　NISA 制度の現状

（１）　普及状況

まず初めに、一般 NISA の普及率をグラフで示す。

図 26　一般 NISA の口座数・総買付額の推移



出展）金融庁（2018）:「NISA（一般・つみたて）の現状」より筆者作成

このように一般 NISA は一般に広く浸透している。また、証券会社での口座開設者の約 25%は投資未経験者であるなど、投資家の裾野拡大にも寄与している[28]。つみたて NISA においても、2018 年に始まった制度であるが、1 年間で 100 万口座の開設を達成するなど大きな注目を集めている。さらに、証券会社における口座開設者の約 60%が投資未経験者であり[29]、証券投資に新たに取り組む層の拡大という点では、順調な滑り出しであったと言えよう。

[28] 月刊資本市場（2019）:「NISA スタートから５年、 ロールオーバー動向と今後のあり方」参照
[29] 同上

しかし一方で課題も残されている。まずは、一般 NISA 口座の稼働率について述べる。

図 27　一般 NISA 口座数：買付額別

（口座）

	0円	0円超 20万円以下	20万円超 40万円以下	40万円超 60万円以下	60万円超 80万円以下	80万円超 100万円以下	100万円超 120万円以下	合計
全年代	5, 189, 090	938, 573	413, 045	298, 399	228, 237	411, 769	1, 815, 865	9, 294, 978
20歳代	202, 778	64, 281	22, 807	13, 690	10, 424	12, 940	40, 601	367, 521
30歳代	483, 666	124, 465	57, 174	38, 593	29, 756	43, 443	143, 848	920, 945
40歳代	729, 145	181, 654	79, 784	53, 610	40, 415	64, 848	233, 906	1, 383, 362
50歳代	834, 256	189, 975	80, 764	56, 751	41, 515	72, 030	308, 121	1, 583, 412
60歳代	1, 164, 033	203, 085	89, 389	68, 694	51, 192	104, 581	507, 886	2, 188, 860
70歳代	1, 146, 461	135, 827	64, 680	52, 100	41, 546	87, 247	444, 777	1, 972, 638
80歳代以上	628, 751	39, 286	18, 447	14, 961	13, 389	26, 680	136, 726	878, 240

出展）金融庁（2019）:「NISA 口座の利用状況調査査（平成 30 年 12 月末時点)」より筆者編集

このように多くの人に普及した一般 NISA であるが、稼働していない口座が数多く、その稼働率は 5.5 割に留まっている。つみたて NISA においても稼働率は 6 割程度であり、同様の指摘がなされている。

図 28　つみたて NISA 口座数：買付額別

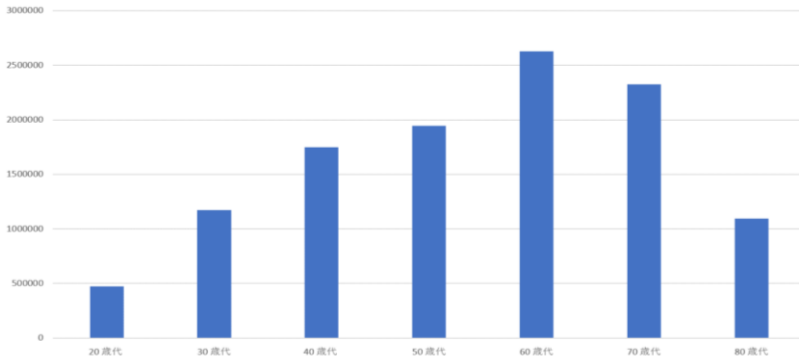
（口座）

	0円	0円超 20万円以下	20万円超 40万円以下	合計
全年代	433, 105	433, 254	173, 200	1, 039, 559
20歳代	73, 560	65, 769	17, 510	156, 839
30歳代	111, 132	94, 850	47, 381	253, 363
40歳代	106, 694	112, 481	51, 528	270, 703
50歳代	70, 598	85, 733	30, 772	187, 103
60歳代	40, 952	51, 093	17, 637	109, 682
70歳代	24, 244	20, 857	7, 436	52, 537
80歳代以上	5, 925	2, 471	936	9, 332

出展）金融庁（2019）:「NISA 口座の利用状況調査査（平成 30 年 12 月末時点)」より筆者編集

加えて、一般 NISA においては利用者層の偏りもしばしば指摘される。一般 NISA の年代別利用状況を示す。

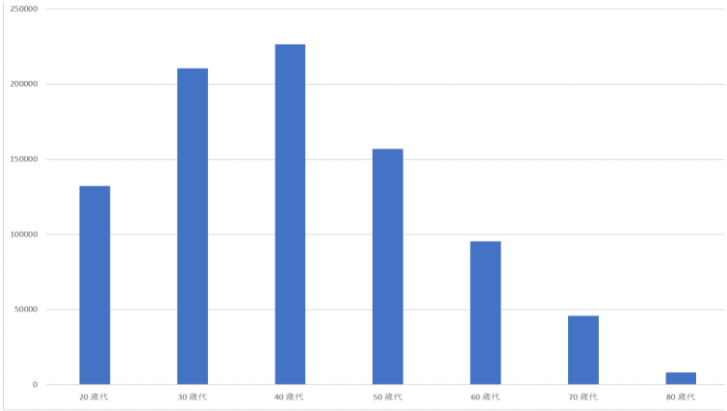
図 29　一般ＮＩＳＡ口座数：年代別



出展）金融庁（2018）:「ＮＩＳＡ口座の利用状況調査　（平成 30 年９月末時点）」より筆者作成

このように年代別で比較すると 60 代の利用が最も多く若い世代の利用者が少ないことが分かる。一般 NISA の利用者は５０歳以上の世代が大きな割合を占めており、加入者が高齢者層に偏っていることが分かる。では、つみたて NISA はどのような状況となっているのか。

図 30　つみたて NISA 口座数：年代別



出展）金融庁（2018）:「ＮＩＳＡ口座の利用状況調査　（平成 30 年９月末時点）」より筆者作成

このようにつみたて NISA においては高齢者層への偏りは改善され、若年層を中心に普及している事が分かる。

（２） 恒久化の要望

2000 万問題として話題となった今年 6 月の金融審議会のレポート[30]でも提言されていたように、現在金融庁は NISA 制度の恒久化を目指している。

日銀が発表した資金循環統計[31]では、2019 年 3 月末の個人金融資産において、現預金は 53% を超え、金額では 1,000 兆円近い。超低金利下の中でも現預金に偏った状況は依然として続いている。「貯蓄から資産形成へ」を達成する為にはこれらの現預金を他のリスク性資産へ投資させる事は必須であり、NISA が個人投資家に広く浸透している現状や新規投資家層形成などの功績、加えて NISA 制度の前身である ISA が登場から 7 年目に恒久化された事を考慮して、金融庁は、NISA 制度の投資可能期間を恒久化又は延長する事が望ましいとしている。加えて、一般 NISA は 2020 年に制度の利用を開始した場合、４年間しか投資できず、従来最大 600 万円（５年×120 万円）まで投資可能であったところ、480 万円（４年×120 万円）までしか投資できないことになる。このような現状を加味すると恒久化または延長への考慮を開始することは急務であるとしている。同時につみたて NISA の場合、2020 に利用を開始したとしたら 18 年間しか投資できず、従来、最大 800 万円（20 年×40 万円）まで投資可能であったところ、720 万円（89 年×40 万円）までしか投資できないこととなる。つみたて NISA については終了までにまだ期間が残されてはいるが、同様に速やかに恒久化が考慮されるべきであると指摘している。

しかし、最も大きな税収減少への懸念に加え、一般ＮＩＳＡでは利用者について金融資産に比較的余裕がある高齢世代が目立ち、「金持ち優遇」との批判があり財務省内には公平性を疑問視する声あること、つみたて NISA は制度が始まったばかりであり判断材料が少ない事など、実現に向けた協議は難航している[32]。

---

[30] 金融庁（2019）:「高齢社会における資産形成・管理」 参照

[31] 日本銀行（2019）:「2019 年第 2 四半期の資金循環」 参照

[32] 産経新聞（2019）:「金融庁、ＮＩＳＡの恒久化要望 ２０年度税制改正 老後資産形成へ」参照

第６章　提言

ここまで、日本の公的年金に綻びが見られ、資産形成の機運が高まる中で、NISA や iDeCo、そして資産形成手段として投資信託への注目が大きく高まっている事を述べてきた。そして投資信託を取り巻く環境への現状分析を行い、問題点や課題を挙げてきた。この章では、その中より抽出した、特に改善が急務であると思われる問題点や課題に対し「国民の資産形成」、「証券市場の活性化」という２つの目的のもと、我々の考える独自案の提言を行っていく。

さて、我々はこれまで上げた論点の中でも、DC 制度の現状、IFA の現状を特に重要視している。先述の通り、DC 制度はリスク性資産への入り口機能と優れた資産形成機能を有している。また IFA はアメリカやイギリスの先例の通り、国民の資産形成や証券市場の活性化への大きな影響力を持つ。これらの事実を重視し、以下よりそれぞれの一層の普及や活用のための提言を記す。

第１節　DC 制度への提言

これまで DC 制度が資産形成手段として大きなメリットがある事、DC の普及が国民リテラシーの向上、ひいては証券市場全体の活性化につながるという観点からもより普及を急ぐ必要がある事を述べた。一方、日本の DC 制度では元本保証型商品が多く選ばれており、制度が有効に活用されていない。我々はこの２つの現状を受け、「国民の資産形成」と「証券市場の活性化」という目的に対し、「DC 制度の一層の普及」と「効果的な運用」という 2 つの観点から提言を行う。

第１項　一層の普及のために

（１）　中途脱退要件の緩和とペナルティの強化

現在の企業型、個人型双方のＤＣ制度において普及の足枷となっていると言われているのが、中途脱退に伴う脱退一時金の支給が厳しく制限されており、原則として 60 歳以上の支給開始年齢まで、積立金を引き出すことはできないという制限である[33]。年金は老後の所得であるという明確な目的意識を反映し

[33] ニッセイ基礎研究所（2018）:「ＤＣ制度の普及に向けた課題」　参照

た年金制度として、ＤＣ制度が創設されているためである。他方、ＤＢ制度では、老後の支給に限らず、従業員の退職に柔軟に対応できる年金制度として、退職であれば 50 歳以上から支給開始が可能であり、50 歳に到達する前の中途脱退時においても脱退一時金の支給が可能となっている。

このように、ＤＣ制度ではＤＢ制度に比べ支給が厳しく制限されており、そのことが企業型ＤＣの普及に影響しているとの指摘は多い。また個人型についても、60 歳までの長期にわたり積立金を一切取崩すことができないことを不安に感じる個人が多いとの調査もあり[34]、中途脱退の厳格な制限が心理的な抵抗となり、個人型ＤＣ制度への加入を妨げていると指摘がある[35]。

このような背景を踏まえ、DC 制度普及のために企業型、個人型共に中途脱退要件の緩和を行うこととする。この際、安易な脱退を防ぐため、脱退の際はペナルティとして追加的な課税を課すこととする。

ペナルティを支払う事で中途引き出しが認められている米国の 401K やＩＲＡでは、実際にペナルティを支払って中途引き出しする加入者の割合は２％を下回っていると言われている[36]。この事からペナルティを設定すれば、脱退要件を緩和したからといって多くの加入者が安易に脱退する訳ではないことが分かる。我々は中途脱退要件を緩和する事で、心理的な抵抗を取り除き、より一層の普及を図ることができると考えている。

（２） 共通拠出上限の撤廃

iDeCo を資産形成手段の受け皿として普及するにあたって、企業型と個人型の合計で 5.5 万円という共通拠出上限の存在が大きな足かせとなっていることを述べた。また、制度が複雑であるとの指摘もある[37]。当論題に関し我々は、それぞれ独立した拠出上限を設定することを提言する。

またこの際、現行 iDeCo との併用が不可能であるマッチング拠出に関しては、それぞれ独立した拠出上限とする事から併用を可能とする。事業主による拠出

---

[34] みずほ銀行（2016）:「個人型確定拠出年金に関する調査」　参照
[35] 確定拠出年金教育協会（2017）:「企業型確定拠出年金の担当者の意識調査」　参照
[36] ニッセイ基礎研究所（2018）:「ＤＣ制度の普及に向けた課題」　参照
[37] All About（2019）:「401k の企業型と個人型(イデコ)は併用できる？」　参照

が企業型の拠出上限に満たない場合を個人で拠出できるものとし、個人型の拠出上限に関しては影響を与えないものとする。

これにより、付随的な効果として、企業型・個人型の双方に加入している層の合計拠出限度額が従来と比べ高くなる。拠出限度額に関し、そもそも拠出限度額が小さいためにDCマーケットにお金が入らず資産残高が小さいままで、金融機関にとって事業としての魅力が小さいのではないかという指摘がある[38]。それぞれの拠出上限を独立させる事で合計の拠出限度額が高まれば、金融機関も制度の普及に本腰を入れるのではないだろうか。また加入者にとっても、多少は整理された制度体系となることや、従来よりも多くの節税効果が得られることから、老後の生活資金を蓄える制度としてよりインセンティブを強化できる。このように金融機関と利用者の双方に強い関心を引くことが出来、一層の普及拡大が期待できる。

（３） 給付時における税制優遇制度の撤廃

DC制度の普及に関して、加えて指摘されるのが過剰な税制優遇体制である。日本のDC制度は拠出時・運用時・給付時の全てで税制優遇されている（EEE型）。税制当局は、その状況で個人型DCが広く普及すると個人所得税の税源に穴が開いてしまうという懸念を抱いており、普及に二の足を踏んでいるのではないか、という指摘がある[39]。我々はこのような今後のDC制度の一層の普及を鑑みた際の齟齬に加え、我々の提言である共通拠出上限制度の撤廃による合計拠出額の増加により、実質的な税収が目減りするという問題点を解消すべく、個人型・企業型共に給付時における税制優遇制度の撤廃（EET型への移行）を提言する。

EET型は、EUの共通企業年金奨励税制とされており、米国においても企業型・個人型共に採用されている方式である[40]。このように金融先進国ではどこかの段階で課税される方式が一般的であり、日本においても一層の普及を目指すならば税制改革が必要なのではないだろうか。

---

[38] Morning star（2017）:「DC制度の一段の普及に必要な変革は？」 参照

[39] NPO法人確定拠出年金教育協会（2013）:「日本版IRAとDC制度を考える会」 参照

[40] 企業年金連絡協議会（2019）:「社会保障審議会企業年金・個人年金部会説明資料5」 参照

第２項　効果的な運用のために

（１）　有効な投資教育の実施と投資教育実施助成金制度の創設

第５章で企業型 DC を論じた際、有効な投資教育が行われていない可能性について触れた。このような背景の下、有効な投資教育の実施を促すための支援として、投資教育助成金制度の創設を提言する。

具体的には、キャリア形成促進助成金制度の一環として投資教育の項目を加え、有効な投資教育を実施したと判断できる企業に対し助成金にて支援を行う。その際の基準作成に関しては、「金融リテラシーマップ」[41]や「投資教育ハンドブック」[42]などを参考としたリテラシーの定着具合や、申請企業の従業員の実際の資産状況、企業による有効な仕組みづくりの着手具合などを調査し、助成金給付の可否の判断基準とする。

第５章の DC 制度の現状分析にても述べたように、有効な投資教育の実施は、DC 制度においての資産構成比率を変化させるのみでなく、家計全体の資産構成比率の変化も促すことが米国の研究にて明らかになっている。家計の資産構成比率が強く問題視されている現在の日本においては、有効な投資教育の実施は急務である。

（２）指定運用方法の変更

上記の投資教育に対する我々の提言の下、投資教育の実施率や効果が改善された際には投資教育の限界性が懸念材料となる。すなわち、第５章でも指摘したように、どんなに投資教育を行っても加入者全員が合理的な投資家になることは難しいという、投資教育の限界である。このような状況下では指定運用方法の変更を通して、投資教育にて効果が得られず運用指図を行わない層を操作する事が望ましい。この考えに基づき、我々は指定運用右方の設定を義務とすること、また指定運用方法に関しては投資信託のみとする事を提言する。

まず、指定運用方法の設定を義務とするのは、リテラシー習得の促進を期待してのことである。

我々は指定運用方法の設定は、リテラシーの習得を促すと考えている。現在

---

[41] 金融経済教育推進会議（2016）:「金融リテラシーマップ」　参照

[42] 企業年金連合会（2014）:「投資教育ハンドブック」　参照

の制度では指定運用方法へ移行する際、加入者は、「運用方法を指定するように」ということを、「加入時」、「特定期間」、「特定期間の終了時」の３回は必ずアナウンスを受けることとなる。このアナウンスの際、「運用の指図をしない場合は、『投資信託』で運用される」という旨が伝達される。ここで大事なのは「指定運用方法が何か」が示されることだ。このようにアナウンスされると、加入者は「なぜ、『投資信託』で？」、「投資信託は、損することもある。なぜ？」と考えるだろう。ここで投資信託のリスクを許容しない加入者は、定期預金を選ぶこともができる。この際の、自ら選択するというプロセスが挟まることが、リテラシーの習得を促す。

またこの際、指定運用方法を投資信託へと指定するのはリテラシー習得機能の強化と、現状維持バイアスによる資産形成の両効果を期待してのことである。

人間は一般的に、「不確実性が大きいほど慎重な考慮を行う」という傾向を持っている。指定運用方法を元本保証型へと指定してしまうと、リスクを許容できるかどうかを判断する作業が浅慮のままに行われてしまう可能性がある。ある程度のリスクを課さなければ、自身の金融リテラシーを見直すきっかけとなり得ないという判断のもとである。また、考慮の際には現状維持バイアスが働くことを期待でき、変更が行われない際には当初の通り投資信託を選択させ、「資産形成」と「証券市場の活性化」の達成を促すことができる。

第２節　IFA への提言

アメリカやイギリスでは IFA への FD 浸透がより一層進んでいることを述べた。日本においても国民の資産形成と証券市場活性化を考慮するならば、一層の IFA 普及とさらなる FD 浸透が必要不可欠である。当事項の達成のために、我々は「２種類以上の異なる報酬形態の提示の義務化」を提言する。

２種類以上の異なる報酬形態の提示の義務化

第４章ではコミッション型の手数料体系に問題点があることを述べ、世界的にフィー型の報酬体系へと進んでいることを述べた。しかしフィー型の手数料体系にもいくつか問題点が指摘されている。例えば回転売買が少ない顧客はコミッション型から残高フィー型に移行してしまうとかえって費用が増加してし

まう可能性がある[43]。

図 31　指示主体別の好ましい報酬体系

指示主体別の好ましいフィー構造　□…最も高い。

好ましいフィー構造 /Preferred Fee Structure	顧客が指示	特定時アドバイス	アドバイザー支援	アドバイザー指示	全体
AUMベースド･フィー/Asse-Based Fee	16%	30%	47%	61%	36%
リテイナー･フィー/Retainer Fee	14%	17%	23%	22%	18%
時間当たり課金/Hourly Fee	14%	5%	4%	4%	8%
コミッション/Commission	56%	48%	26%	13%	38%
合計	44%	52%	74%	87%	

出展）三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 263」より引用

この図で示されるように指示主体や場合で好ましい報酬体系は変化する。また、年齢や世代によっても変化する事が指摘されている[44]。このように単一の報酬体系のみではすべての場合にとって好ましい提案を行うことは難しい。

この問題を受け、IFA は 2 種類以上の異なる報酬体系の導入と提案を義務とし、提案を受けた手数料体系の中から顧客自身が選択可能とするのが我々の提言である。

さて、複数の異なる報酬体系の提示義務によりアメリカにおいて最も主流である残高フィー型手数料形態が増加することが想像されるが、残高フィー型の報酬体系をとる IFA は資産座高が少ない小口投資家を受け入れない可能性があるという問題が指摘されてきた[45]。

米国ではこのような問題を受け、IFA を利用できないような小口投資家に焦点を当てて RA（ロボアドバイザー）が発達してきた。RA で運用を行い、必要となれば IFA に相談するというシステムを取る、ハイブリッド型ロボアドバイザ

[43] 野村資本市場研究所（2017）:「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス」　参照
[44] 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 265」参照
[45] 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 259」参照

ーシステムが普及している[46]。例えば、米国のバンガード社の、「Personal Advisor Services」、通称「PAS」では、ロボアドバイザー的なテクノロジーを使ったサービスと、テレビ電話などを使ってファイナンシャルプランナー(CFP)が直接答えるサービスの両方を組み合わせたハイブリッドなサービスによって低コストを実現し、高い評価を得ている[47]。

日本においても近年 RA が注目を集めている。RA などの IT 技術との敵対ではなく組み合わせにより、業務の効率化を行うことで低コスト化を実現し、より多くの層へ浸透することが望ましい。

また、2 つ以上の異なる報酬体系の提案を義務化する事で、日本においても米国で見られる時間当たりフィーやリテイナーフィーなどの多様な報酬体系が現れることや、それらの手数料体系を組み合わせる事でより多様な顧客ニーズへの対応が行われることが期待できる

例えば、米国ではアッパーライン・ファイナンシャル社が残高フィーと顧客の収入ベースドフィー（場合によっては時間当たりフィー）を組み合わせたジェネレーション X モデルを採用し、純資産残高が少ない層を対象とした業務を開始した[48]。

このように資産残高が少ない顧客に対しては、RA との連携プランの採用や多様な報酬体系の展開により、従来以上に効果的な対応を望む事ができると考えられる。

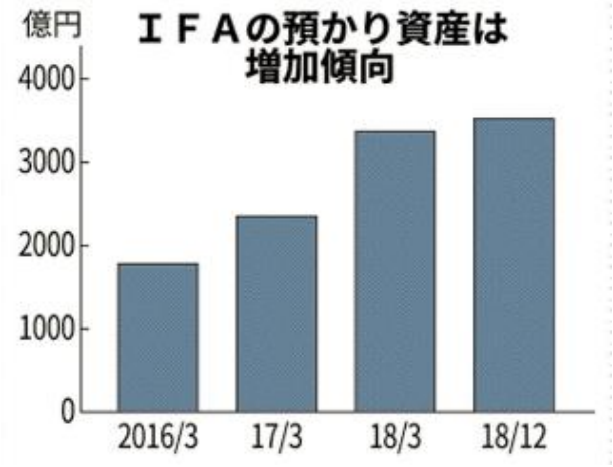
残高フィー方式に関して、同様に指摘されるのが、日本において残高フィー方式は経営的に苦しいということである[49]。

当論題に関して、我々は、近年 IFA も注目を集め始め、預かり資産も増加傾向にあることから（図 32)、解決は時間の問題であると考える。

---

[46] 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 259」参照
[47] NIKKEI STILE（2016）:「米欧で進む投信販売改革　日本は周回遅れ」　参照
[48] 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道 その 265」　参照
[49] NIKKEI STILE（2016）:「米欧で進む投信販売改革　日本は周回遅れ」　参照

図 32　IFA の預かり資産残高の推移



出展）日本経済新聞社（2019）:「マネー指南役、自由な立場で」より引用

さらに、先ほど（IFA の説明）も述べたが近年日本においてもフィー型を採用した IFA が増加してきていることもこれらの指摘の反論となり得よう。

加えて、政府が家計の資産構成比率を懸念し、その組み替えに力を入れ始めたことも述べておく。先述の通り日本の家計の資産比率は現金預金が大幅な割合を占めている事が兼ねてより問題視されてきた。更に近年では社会保障制度の持続可能性への懸念が広がる中、政府はこれらの問題を含めた日本経済の包括的かつ抜本的な改善を目指し活動している。近年では、成長戦略によるコーポレートガバナンスコードやスチュワードコードの整備、フェアディスクロージャールールの制定、そして FD 原則の制定、また DC や NISA などの税制の整備や、相続、贈与関連税制の改善など様々な改革を行っている。これらの改革が功を成し、この先長期的にリスク性資産の比率が高まっていくことを考えると IFA におけるフィー型での経営が採算を取れるようになるのも時間の問題であり、逆にこれらの改革を後押しするためにも有効な手立てとなるだろう。

第３節　今後望ましい投資信託の提言

ここまで投資信託に準ずる制度や環境について提言を行った。ここからは制度ではなく、投資信託自体に対し提言を行っていく。

投資信託が資産形成手段として適していることは既に述べた。しかし、現実では家計は「投資の知識がない」(38.0%)、「損をしそうで怖い」(29.9%)と、投資信託の資産運用としての側面を重視し、投機手段としての認識を強めて二の足を踏んでいる[50]。そこで我々は投資信託の資産形成手段としての認識を高めさせる必要があると考え、利用者にとってより身近である、定期預金や貯蓄型保険といったものに近づけた投資信託を提言する。

クローズド期間自己選択オプション

我々は積立型投信へのクローズド期間自己選択オプションの取り入れを提言する。まずは以下に、積立型以外の投資信託への適用例を述べる。

まず始めに、顧客が投資信託商品を選択した後に投資信託を注文する際、当オプションの設定を行うかどうかを選択する。当オプションを設定する事を選択した場合、顧客自身が期間を決めることができる。この際最低期間は米国の投資信託平均保有年数を参考とし３年とする。そして顧客には、この期間内において手放し制限を課す。次に、満期まで保有した際には、貯蓄型保険のシステムを採用し、金融機関は基準価額と保有口数の積に満期返戻率を掛けたものを満期返戻金として顧客に返還する。一方、満期を迎えずに解約する際には金融機関は基準価額と保有口数の積へ解約返戻率を掛けたものを解約返戻金とし顧客へ返還することとする。また満了時には、通常の投資信託として保有を続けるか、再度期間を設定し保有を続けるか、換金するかを顧客は選択できることとする。以上が当オプションの基本的な概要である。加えて当オプションを設定できる商品は、つみたて NISA と同様に顧客保護の観点から信託報酬が安いなどの厳格な制限をつけるものとする。

以上のオプションを取り入れることで投資信託を「一定期間流動性を放棄するのと引き換えに、インセンティブを得る」という定期預金のイメージへと近

[50] 投資信託協会：「投資信託に関するアンケート調査報告書　2018 年（投資信託全般」　参照

づける事が狙いである。

積立型投信への適用

ここからは我々の提言である、積立型投信への当オプションの適用時の取り扱いについて述べる。

積立型投信へ当オプションを設定する際には、積立し約定されたそれぞれの投資信託のクローズド期間を金融機関が自動的に積立期間最終日と同様にする事で、顧客にとっては最初の注文を行ってからのつみたて期間を自己選択できるものとする。満期時、中途解約時の取り扱いは基本的には先ほどと同様とするが、クローズド期間自己選択オプションを積立オプションと併用した際には顧客保護のため、貯蓄型保険によく見られる自動振替貸付制度を適用する事とする。

以上の方式により投資信託のイメージを、積立定期預金や貯蓄型保険へと近づける。このように投資信託に定期預金や貯蓄型保険の考えを取り入れたオプションを採用することで、投資信託での貯蓄という新しい選択肢を顧客に提示し、投資信託による資産形成を促すことが我々の狙いである。

顧客・金融機関のメリット

以下当オプションを採用することのメリットを顧客、金融機関のそれぞれの視点から述べる。

まず、顧客には 4 つの大きなメリットがあると考えられる。まず最も大きなメリットとして、投資信託による貯蓄という新たな選択肢がより身近になる事である。資産形成を考えるがリスク許容度が低い層を取り込み、効果的な資産形成を促すことができる。そして元より投資信託にて資産形成を行なっていた層にとってはよりインセンティブを強めることができる。2 つ目に、違約金や報酬の存在で回転売買を防ぐことや長期投資の達成、平均保有期間が伸びることが予想される。これにより顧客に対し安定した資産形成を促すことにつながる。3 つ目に、投資信託へのオプションなため、iDeCo や NISA などの節税制度との組み合わせが可能かつ相性が良いことである。これらの節税制度との相互利用によりさらに効果的な資産形成が可能である。最後に、積立型投信へのオ

プション適用の際に、自動振替貸付制度を付与する事で、加入時の障壁を減らすことができる。現段階での余剰資金が少なく、資産形成が困難な層にとっても手を出しやすいのではないだろうか。

次に、金融機関に対して考えられるメリットは、以下の 5 つである。まず第 1 に、顧客メリットで述べたように違約金や報酬の存在で回転売買を防ぐことや長期投資、そして平均保有期間が伸びる事が予想される。これは資金流出が少なくなることに繋がり、金融機関にとっては安定した運用が可能となる。第 2 に、同時に iDeCo や NISA などの節税制度の普及が促せる事である。上記の通り、当オプションはこれらの節税制度との相性が良く、同時に利用する事が望ましい。双方の普及に関して、相互作用的な効果を期待できる。第 3 に、比較可能な共通 KPI 結果を良好にすることに繋がる。金融庁による分析[51]では、平均保有期間と運用損益率に正の相関が見られるが、当オプションにより平均保有期間が高まれば運用損益率が高まり、開示される KPI は良好な結果を示す事となる。第 4 に、金融機関は、満了前の解約による違約金や自動振替貸付制度での利子による収益といった新たなインセンティブが生じる事である。最後に、従来の商品へのオプション機能なので新規組成のコストがかからない。マーケット調査や商品ポートフォリオの考慮などの莫大な組成コストを抑える事ができる。

以上のように当オプションの受け入れは顧客、金融機関共にメリットがある。このクローズド期間自己選択オプションを用いる事で、現金預金での貯蓄を投資信託での貯蓄へと促し、よりインフレリスクを抑え資産形成に適した新たな貯蓄方法として確立させる事が出来れば国民の資産形成と証券市場の活性化は更に進むであろう。

[51] 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 を用いた分析」 参照

終わりに

本論文では、日本の公的年金に綻びが見られ、資産形成の機運が高まる中で、NISA や iDeCo、そして資産形成手段として投資信託への注目が大きく高まっている事を述べてきた。「国民の資産形成」、「証券市場の活性化」という２つの目的のもとで、投資信託の現状分析や、それに関連する制度の現状分析を行い、問題点を挙げそこに対して我々の独自案の提言を行ってきた。

第 1 章ではまず、「投資信託について」という議題のもと、投資信託の仕組みやコストを述べ、なぜ投資信託が資産形成に適しているかを示してきた。また投資信託が誕生した経緯やその変遷について述べた。

続く第 2 章～第 5 章においては、業界全体、運用面、販売面、制度面の 4 つに視点から投資信託を取り巻く環境の現状分析を行なった。まず、第 2 章では業界全体の話題として FD や共通 KPI を取り上げた。さらに手数料の推移や国際比較を行い FD が少しずつだが浸透していることを述べた。第 3 章では運用面の話題として第 4 章と深く関連している系列重視の商品組成への懸念やファンド数といった問題の現状分析を行なった。次に、第 4 章では、第 3 章と大きく関連したテーマ型投資信託や回転売買の問題点を述べた。また、毎月分配型投資信託の問題や、近年販売チャネルの１つとして注目を集めている IFA についての分析を行った。続く第 5 章においては投資信託を取り巻く制度として、DC 制度や、つみたて NISA について分析を行い、問題点を提示した。

そして、第 6 章ではこれらの現状分析を行い抽出された問題点から、特に我々が強く改善を望む問題点に対し、「国民の資産形成」と「証券市場の活性化」という目的を念頭に３つの独自案の提言を行った。我々はこれら３つの提言によって DC 制度をリスク性資産への入り口とし、家計がリスク許容度を高め、IFA からの支援を受けながら資産形成を行うという流れを期待している。加えて投資信託のクローズド期間自己選択オプションが浸透することで、投資信託が、資産形成を開始する世帯のみならず、貯蓄を続けている世帯においても広く普及することが望ましい。

このように、これらの提言を通し、「国民の資産形成」と「証券市場の活性化」が促され、ひいては安定的かつ長期的な日本経済の発展に資することを望み、結びとする。

参考文献

論文

- 明田雅昭（2018）:「投信販売の共通ＫＰＩに関する考察 ～ディスカッション・ペーパー～」『日本証券経済研究所・トピックス』2018,10 月
- 明田雅昭（2019）:「日米欧の投資信託平均保有年数」『日本証券経済研究所・トピックス』2019 7 月
- 岩崎俊博（2018）:「わが国の投資信託ビジネスの課題と将来」『証券レビュー』第 58 巻第 4 号
- 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」『野村資本市場クォータリー』2017 Winter
- 岡田功太、杉山裕一（2017）:「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォータリー』2017 Spring
- 金融調査研究会（2018）:「わが国家計の資産形成に資する金融制度・税制のあり方」2018 3 月
- 黒田勇介（2008）:「DC における投資教育の重要性」『FIT』2008,06 月号
- 杉田浩治（2010）：「『自動加入方式』を採用する英国の新個人年金制度」『日本証券経済研究所・トピックス』2010,1 月
- 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・トピックス』2015,5 月
- 杉田浩治（2015）:「米国のフィナンシャル・プランナー」『日本証券経済研究所・トピックス』2015,9 月
- 杉田浩治（2018）:「投資信託の制度・実態の国際比較」『日本証券経済研究所・トピックス』2018,3 月
- 日本銀行情報サービス局（2016）:「日米家計のリスク性資産保有に関する論点整理」『日本銀行レポート・調査論文』2016 2 月
- 日本証券業協会（2019）:「NISA スタートから５年、 ロールオーバー動向と今後のあり方」『月刊　資本市場』　2019.5（No.405）
- ニッセイ基礎研究所（2011）:「英国における RDR による金融商品販売改革について」
- ニッセイ基礎研究所（2018）:「ＤＣ制度の普及に向けた課題」

- 前田昌孝（2018）:「伸び悩む投資信託市場の課題」『月刊　資本市場』2018.8（No.396）
- みずほ総合研究所株式会社（2014）:「米国の個人退職勘定（IRA）の概要と我が国への示唆」『みずほリポート』2014 3/12
- みずほ総合研究所株式会社（2019）:「独立系フィナンシャルアドバイザー（IFA）に関する調査研究」『金融庁：委託調査・研究等』2019 7/19
- 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道　その 253」『投信調査コラム』2019 1/23
- 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道　その 259」『投信調査コラム』2019 3/18
- 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道　その 263」『投信調査コラム』2019 4/22
- 三菱 UFJ 国際投信株式会社（2019）:「日本版ＩＳＡの道　その 265」『投信調査コラム』2019 5/25
- NRI（2017）:「英国リテール資産運用業界のオープン・アーキテクチャ化」『金融 IT フォーカス：リテールビジネス』2017 11 月号

URL

- 投資信託協会：「そもそも投資信託とは？」〈https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/〉9/15 最終
- 投資信託協会：「投資信託の仕組み」〈https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/〉9/17 最終
- 日本経済新聞社：「iDeCo、中小の利用後押し　掛け金設定を柔軟に」〈https://r.nikkei.com/article/DGXMZO49411770U9A900C1EE8000?s=4〉10/15 最終
- 日本経済新聞社：「企業年金、確定拠出が 5 割超え　個人の運用主流に」〈https://r.nikkei.com/article/DGXMZO36821670T21C18A0EE8000?s=0〉10/14 最終
- 三井住友信託銀行：「確定拠出年金法の改正について」

（https://www.smtb.jp/business/dc/DCmail/jimunews/20180517siryon.pdf） 10/22 最終

- 森本紀行：「投資信託における系列重視は悪か」〈https://www.fromhc.com/column/2015/08/post-329.html〉 10/12 最終
- DIAMOND online：「投信の『テーマ型ファンド』を買ってはいけない 3 つの理由」〈https://diamond.jp/articles/-/178888〉 10/12 最終
- IFA ナビ：「IFA ビジネスの可能性と課題」〈https://www.jamplatform.com/pdf/20190527-2.pdf〉 9/27 最終
- MERCER：「重要性を増す『従業員の』年金制度への関心度 」〈https://www.mercer.co.jp/our-thinking/consultant-column/809.html〉 10/1 最終
- MORNINGSTAR：「DC 制度の一段の普及に必要な変革は？　DC の運用に関する専門委員会の報告書についてタワーズワトソンの浦田春河氏に聞く」〈https://ideco.morningstar.co.jp/ideconews/003388.html〉 10/10 最終
- MORNINGSTAR：「ジワリ進む確定拠出年金改革、5 月開始のデフォルト商品が iDeCo を変える」〈https://ideco.morningstar.co.jp/ideconews/003388.html〉 10/10 最終
- MORNINGSTAR：「DC の投資教育、企業型は想定利回りの周知から＝ニッセイ基礎研・徳島氏」〈http://www.morningstar.co.jp/event/dcnews/2014/dc141210.html〉 10/2 最終
- NIKKEI STYLE「米欧で進む投信販売改革　日本は周回遅れ」〈https://style.nikkei.com/article/DGXMZO09774860R21C16A1000000/〉 9/28 最終
- NIKKEI STYLE「長期投資ならコストに注目　指数連動型は下がる傾向」〈https://style.nikkei.com/article/DGXMZO45069130R20C19A5NZKP00?channel=DF280120166591〉 9/30 最終
- NIKKEI STYLE「ロボット、EV…　人気のテーマ型投信、買っていい？」〈https://style.nikkei.com/article/DGXMZO27919580Z00C18A3000000/〉 10/5 最終

- NPO 法人確定拠出年金教育協会:「日本版 ISA と IRA そして個人型ＤＣの課題」
（https://www.npo401k.org/2015/04/03/ira_dc/）10/21 最終
- Yahoo JAPAN！ニュース:「本日の日経一面記事、700 万人待望の iDeCo 加入規制緩和か 実現性はいかに」
〈https://news.yahoo.co.jp/byline/syunsukeyamasaki/20190729-00136147/〉10/2 最終