

平成 29 年度「証券ゼミナール大会」

第 2 テーマ B ブロック

「資産形成手段としての投資信託」



**東洋大学**

東洋大学 中澤ゼミナール

郡司班

## 目次

	序章 .....	4
	第1章 投資信託とは.....	5
	第1節 投資信託の仕組み .....	5
5	第2節 制度改革・歴史.....	6
	第1項 投資信託の歴史 .....	6
	第2項 投資信託の制度改革.....	8
	第3節 日本の投資信託を活発化させる制度 .....	9
	第1項 NISA（少額投資非課税制度） .....	9
10	第2項 確定拠出年金 .....	10
	第4節 結語.....	11
	第2章 投資信託を進める必要性 .....	12
	第1節 少子高齢化と資産形成の必要性 .....	12
	第2節 日本における家計の現状 .....	13
15	第3節 資産形成手段としての投資信託 .....	17
	第1項 分散投資の効果 .....	17
	第2項 長期保有の効果 .....	17
	第3項 家計の資産形成手段としての投資信託の有効性.....	19
	第4節 結語 .....	20
20	第3章 日本における投資信託の現状と課題 .....	21
	第1節 日本における投資信託の現状 .....	21
	第2節 日本の投資信託における課題 .....	24
	第1項 投資信託の手数料、販売方法における問題 .....	24
	第2項 ファンド規模における課題 .....	27
25	第3項 金融リテラシーにおける課題 .....	28
	第3節 結語.....	29
	第4章 投資信託の課題と解決に向けて .....	30
	第1節 日本の投資信託における諸問題のつながり .....	30

	第 2 節	日本における投資信託の問題解決に向けて .....	31
	第 1 項	確定拠出年金による資金流入額停滞の打破 .....	31
	第 2 項	FA と投資信託市場への流入資金における問題 .....	33
	第 3 節	結語 .....	34
5	第 5 章	政策提言 .....	34
	第 1 節	確定拠出年金の制度改革 .....	34
	第 1 項	既存の制度の問題点 .....	34
	第 2 項	デフォルト商品に関する米国の制度の導入 .....	37
	第 3 項	実現可能性 .....	39
10	第 4 項	政策効果 .....	39
	第 2 節	確定拠出年金を通じた独立系 FA の普及 .....	41
	第 1 項	現状の問題点 .....	41
	第 2 項	確定拠出年金を通じた独立 FA の普及 .....	43
	第 3 項	実現可能性 .....	45
15	第 3 節	二つの政策のつながりと政策効果 .....	45
	終章	.....	46
	参考文献・URL	.....	48

## 序章

かつての日本は高度経済成長の影響で高金利であり、貯蓄が資産形成として機能していた。しかし、バブル崩壊、サブプライムローン問題、リーマンショック、ギリシャ問題といった問題が発生し日本経済は大きな損害を受け、金利は下がり、貯蓄をするだけでは資産形成ができなくなった。にもかかわらず、少子高齢化進展の影響を受け現役世代の老後の資産形成が難しくなることが予想され、人々は貯蓄に金融資産の大部分の比重を置いている。この状況が続けば家計の資産は伸びず、老後の資産形成に不安を抱えたまま老後を迎えるといった事が起きてしまう。そのような中、政府はこれまで国民に対し「貯蓄から投資」を促す政策として投資信託の普及を促してきた。しかし、日本のこれまでの投資信託は各国と比べても家計の資産形成手段として機能してきたとは言えない。

日本における投資信託の阻害要因としてまず、投資信託に資金が流れないことがあげられる。資金が流れないことにより運用会社は資金の大部分がアクティブ、高手数料、高回転の販売方法をとるようになり、商品の回転率が上昇し、ファンド規模の小型化につながり、収益の悪化が生まれ結果的にそれらが原因でさらなる資金流入の停滞を生み出す悪循環が起きている。投資信託の普及にはこの悪循環を断ち切り、好循環に持っていく必要がある。

本稿では好循環を作るために、資金流入に対する改革と流れた資金がよい運用に流れていくような政策を提言する。第1章では投資信託の仕組み、制度改革、歴史の背景について述べた後、投資信託の普及を促進させる制度を述べる。次に2章では日本における社会的問題と現状を投資信託と絡めて述べ、資産形成手段として投資信託の有用性を述べる。3章では投資信託の現状と課題について述べ、4章ではその課題にどのようなつながりがあるのかを述べる。5章では確定拠出年金の制度改革で投資信託への資金流入を増加させ、独立系FAの普及もそれに伴い期間を設けることで投資家の金融リテラシーの増加にもつながり、流れた資金がアクティブ、高手数料のような運用の悪い商品に流れず、高収益の商品に流れる。したがって、いい商品に資金が流れることで結果的に好循環を生むことができることを提言する。

## 第1章 投資信託とは

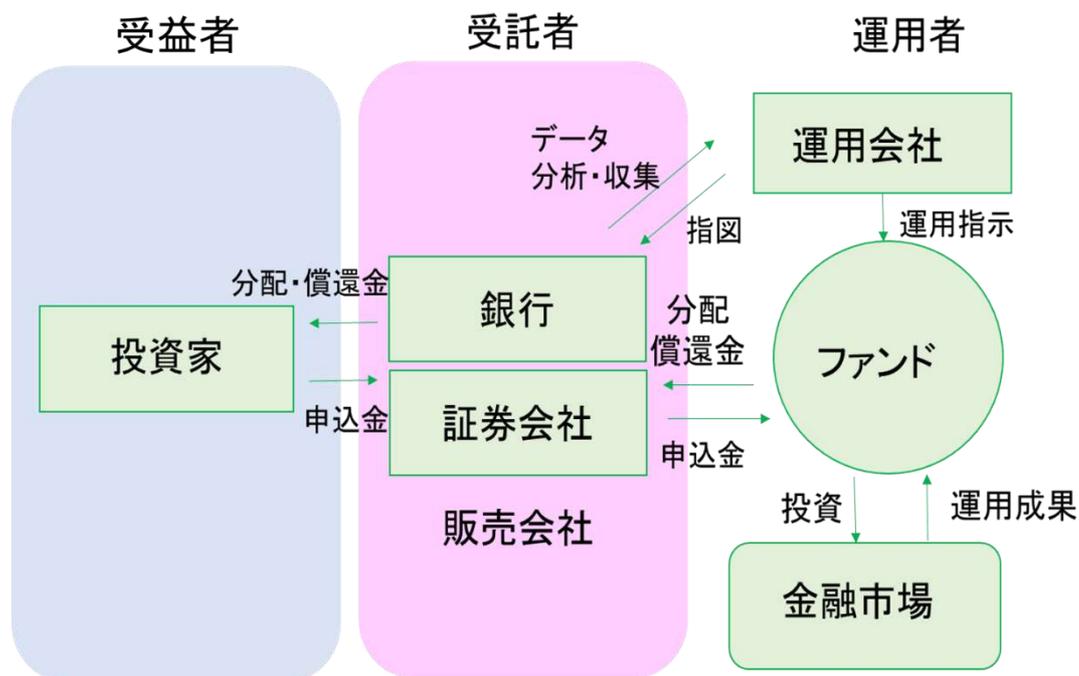
本章では投資信託の仕組みや、形態、制度改革・歴史を述べ、その後、投資信託がうまく活用されていくために密接に関係しているいくつかの制度について5 ても説明する。

### 第1節 投資信託の仕組み

投資信託とは多くの投資家から資金を集め、集めたお金を大きな資金としてまとめ、その資金を元に投資信託運用会社の運用のプロが株式や債券といった10 様々な銘柄に投資することで実質的に分散投資の形態をとる金融商品である。投資信託は約1万円から投資できるため、少額での分散投資ができ、リスクを分散することが容易に可能となる商品でもある。運用成績は市場環境によって変化するため、元本が必ず保証されているわけではなく、利益が出ることもあ15 る一方、利益が出ない場合もある。

投資信託は「投資信託運用会社」で運用の指示を出し、実際にファンドで運用をしていく。そして証券会社、銀行等の販売会社で販売し、投資家から資金を集める。多くの投資家から集められた資金は一つにまとめられ、「受託者」と呼ばれる運用会社に経済・金融情勢などに関する様々なデータを収集・分析する20 専門家が存在し、その知識を駆使し、信託銀行に対して運用を指図する。そして運用会社から指図を受けた信託銀行は株や債券の売買を行い、販売会社から投資家へ分配金償還金の支払いを行う。

図表 1-1-1 投資信託の仕組み



出典：投資信託協会 HP「契約投資信託の仕組み」を参考に筆者作成  
 〈<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>〉

5

## 第2節 制度改革・歴史

この節では日本の投資信託における、代表的な制度改革や歴史について述べていく。

10

### 第1項 投資信託の歴史

1951年頃の日本は、証券取引法が公布施行され、経済復興の第一歩を歩みだしていたが、財閥解体により市場に株式があふれ、その一方買い手不足の状態に陥っていた。国にとっての急務は市場の株式を吸収し、企業に必要な資金調達を行うことであり、その解決策として投資信託の活用が考えられた。

15

1953年に「証券投資信託法」の一部が改正された。それまでは、資本金5,000万円以上の株式会社であって一定の条件の要件を満たしていれば、大蔵省に登録することで、投資信託委託会社としての業務を開始することができた。しかし、大衆の資金を扱う投資信託委託会社として実質的に不適格な者でも登録を拒否できない場合が起り得るとして、登録制から免許制への移行が行われる

こととなった。

1964年に入ると、証券市場は「40年（昭和40年）証券不況」と呼ばれる長期の低迷期に陥り、大手証券会社が破綻する等、苦しい状況となった。証券投資信託においても、組入れ株式の値下がりによって基準価格が投資金額を著しく下回るものも生まれ、設定額は不振で解約額は増加し、純資産額の著しい減少を招いた。そこで苦難期には、関係者による証券投資信託の制度並びに運用の局面にわたる改善策の検討が行われ、1966年11月に証券投資信託協会において、（1）投資信託委託会社の自主的運用体制（2）業界の自主規制の強化（3）証券投資信託の一つである単位型投資信託制度の改善について成案を取りまとめた。これに並行し、「証券投資信託法」の再検討が行われ、投資信託委託会社の受益者（投資信託の投資者）に対する忠実業務の規定や証券投資信託委託協会に関する規定等を盛り込んだ「証券投資信託法の一部を改正する法律」が1967年に公布された。

1980年に貯蓄金に類似する利便性を有し、高収益が期待できる商品性である中期国債ファンドが誕生し、証券投資マーケットの活性化に大きく寄与した。また1985年以降、証券投資信託は著しい成長・発展をしていくとともに、日本の金融・資本市場における自由化、国際化が進展した。そこで今後の投資信託のあり方を検討していく中で、投資信託が抱える諸問題を明らかにし、制度改革を実施した。（1）投資者ニーズに対応した商品性の一層の多様性の必要性（2）単位投資型投資信託における投資機関を通じたファンド残高の安定的推移を図るための方策の必要性（3）情報公開制度の一層の充実の必要性（4）投資信託委託会社の独立性の一層の確保の必要性（5）投資信託委託業務について、内外を問わず適格性を備えたものの新規参入の必要性。この提言をもとに業界は各種の制度改革を行った。また大蔵省は1989年「投資信託委託業務の免許基準の具体的適用の在り方」を明らかにし、適格者の参入については内外を問わず前向きに対応するとし、外資系の参入も可能とした。

1990年代に入ると証券投資信託は、年末ベースでは1989年の純資産58兆6,492億円を境に、その後の株式市場の深刻な不振と低迷の影響をうけて、資金流入の減少と組入株式の低下等による運用減から純資産総額の大幅な減少を余儀なくされた。これはひとえに株式投資信託の不振によるものである。

即ち、1989年に45兆9,865億円と過去最高を記録した株式投資信託純資産総資産総額は、以来一貫して減少を続け、1997年には9兆9,865億円まで減少した。また、株式投資信託は株式市況の悪化による運用難からパフォーマンスの不振を余儀なくされ、1992年からは元本割れのまま償還期限が到来するファン  
5 ドも現れた。このため投資信託委託会社では、このようなファンドについて投資家の選択のもとに信託期間を3年延長し、パフォーマンスの回復へ懸命な努力を続けた。しかし、株式市場の低迷が続き元本が回復しないまま償還するファン  
10 ドも見られるようになった。1997年に入ってもなお景気低迷が続き株式市場の不振や金融市場の信用収縮等から、年末にかけて金融機関や証券会社の破綻が相次いだ。特に有力班の場合、証券会社の破綻から当該系列投資信託委託  
15 会社の残高が急減し、証券投資信託全体の残高も大幅に減少した。

## 第2項 投資信託の制度改革

1996年に「21世紀を迎える2001年までにフリー、フェア、グローバルの理  
15 念の下に、我が国の金融市場を国際金融市場として再生するために金融改革を行うこと」が政府の方針として示された。この改革を遂行するために、従来からの「証券投資信託法」は改正され「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に改められた。新たに会社型形態である「証券投資法人」や私募の投資  
20 信託の導入、国内で販売される「外国証券投資信託・投資法人」に関する規定が盛り込まれた。さらに登録金融機関で証券投資信託の取り扱いが可能になった。これにより1951年に制定された投資信託の制度は初めて本格的な改正が  
25 施された。

2001年に入って景気回復の遅れにより、株式市場も大幅な下落に見舞われた。このため政府は「個人投資家の育成のための政策」として、「貯蓄優遇から投資  
25 優遇へ」との方針を示した。投資へ促す制度として確定拠出年金制度、保険商品の銀行窓口販売、後に証券・金融優遇税制があげられる。

また2014年にも大きな制度改革が行われている。この改革は金融村議会の設置した「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」で、  
2012年にまとめた報告書の内容を踏まえて行われた。具体的に変更された内容  
30 は「運用財産についてのリスク規制の導入」、「投資信託の約款変更及び併合に

係る受益者書面決議制度の見直し」、「運用財産相互間取引の禁止の適用除外の拡大」、「信用リスクの集中回避のための投資制限の導入」、「デリバティブ取引等に係るリスク量規制」、「運用報告書の二段階化」、「投資リスク・リターン把握のための通知制度の導入」等がある。また同年に「貯蓄から投資」へ促す政策として NISA(少額投資非課税制度)が始まった。リスク規制の導入により、「投資家にとって突発的・不連続な損失の発生」を防止する効果が働き、投資家保護が促進されると期待できる。また交付目論見書の分かりやすい表示の導入と運用報告書の 2 段階化すること、トータルリターンの定期的通知制度の導入の 3 つによって投資家の投資信託についての理解度を深めることにつながる事が期待できる。

### 第 3 節 日本の投資信託を活発化させる制度

この節では日本における投資信託と関係が深く、日本の投資信託の普及の促進、投資信託市場の活性化に役立ってきた制度について述べていく。

15

#### 第 1 項 NISA (少額投資非課税制度)

NISA とは 2014 年から始まった少額投資非課税制度である。2016 年までは非課税投資枠が毎年 100 万円に設定されていたが、2016 年からは毎年 120 万円の非課税投資枠が設定された。

20 日本に在住の 20 歳以上の人利用可能で、非課税対象は、株式・投資信託等への投資から得られる配当金・分配金や譲渡益である。一人一口座まで開設可能で、非課税期間は最大で 5 年間になっている。また 19 歳までを対象としたジュニア NISA というのも存在する。

25 ジュニア NISA は 2016 年から開始された制度である。この制度では、毎年 80 万円の非課税投資枠が設定されていて、株式・投資信託などの運用益や配当が 5 年間非課税対象となる。口座資格者は 19 歳までの未成年を対象としており、口座管理者は親権者が代理で行うと定められている。

30 NISA とジュニア NISA の大きく異なる点は、口座内の資金は原則として口座資格者が 18 歳になるまで引き出すことができない点である。18 歳未満で資金を引き出そうと試みる場合は過去非課税となっていた運用益や配当にも課税さ

れてしまう。よって、口座に入れる資金は引き出しが非常に困難であるため、流動性が低下してしまう。

5 NISAの大きな目的として挙げられるのは貯蓄から投資への流れを促進し、経済を活性化させることである。これまで税率を低くして投資を推進しようという試みにより株などの配当や売却益にかかる税率は本来の20.315%から10.147%に軽減されていた。しかし、2013年12月末をもってこの制度は廃止され、2014年からは税率が元の20.315%に戻ったためこれに代わる投資家向けの優遇制度として新たに導入された。

## 10 第2項 確定拠出年金

確定拠出年金とは制限された銘柄の中で上限の設けられた掛け金を自ら運用し、その運用の結果を将来自分の年金として受け取ることができる制度である。この確定拠出年金には企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金がある。企業型は企業が資金を拠出する形と企業が拠出した額に付け足しする形で個人も拠出する、マッチング拠出がある。個人型は、自営業など企業に属さずに、国民年金保険料を納めている人、また、企業に属してはいるもののその企業に企業年金が存在しないような人が、個人で拠出して行うものである。

さらに、この年金制度には、拠出時、運用時、受益時に税制優遇が適用される。拠出時については、企業型の場合は、全額が損金処理、個人型の場合は全額が所得控除される。運用時については、通常20%の源泉分離課税となる利息や配当金が非課税対象となる。受益時については、一時金として受け取る際は公的年金控除が適用される。

確定拠出年金のメリットとして挙げられるのは、会社や金融機関の倒産などの被害にあった際、自身の老後の資産を守ることができることである。確定拠出年金制度の運用は個人で行い、その責任も自己責任であるため、勤めている会社の倒産や資金管理をしている金融機関の破綻から、老後の資産を補完できるような仕組みとなっている。さらに転職をすることになってしまった際に、企業から企業への移転が可能である点があげられる。転職先の企業に確定拠出年金が導入されていれば移転が可能であり、導入されていなかったとしても個人型確定拠出年金として継続することが可能である。

企業側にも確定拠出年金を取り入れるメリットが存在する。企業は確定拠出年金制度を取り入れることによって企業側は運用のリスクを負わなくてもよくなる事があげられる。また、企業は事業主掛け金を拠出しなければいけないが、掛け金を拠出した後は加入者が運用の指図を行い、運用のリスクも加入者が負う事になっているため、企業は運用のリスクを負う必要がない。企業が運用リスクを負う確定給付年金とは大きな違いである。また、確定拠出年金は拠出額が確定しているため、資産運用の成績が振るわなかったとしても、給付を確保するために積立金を追加で拠出する必要性がない。つまり、拠出額を負担した時点で費用となり、退職給付金引当金を負債として計上せずに済む。企業は確定拠出年金を導入することで財務諸表に退職給付債務による影響を与えない事が可能である。

#### 第4節 結語

本章では投資信託の仕組みを説明し、それに伴い日本の投資信託の発足から成長、今に至るまでの様々な制度改革を順に述べてきた。また近年の投資信託を取り巻く改革として NISA と確定拠出年金制度を説明した。投資信託は長い歴史の中で様々な改革をしてきたが、そういった改革の背景には日本における様々な社会問題が存在している。その社会問題を解決する手段として、投資信託は注目されている。次章では日本の社会問題を述べ、その問題に対する投資信託の有効性について述べていく。

## 第2章 投資信託を進める必要性

本章では、日本での「貯蓄から投資へ」の流れに至った経緯から、今後の家計の資産形成手段としての投資信託の有用性を述べる。

5

### 第1節 少子高齢化と資産形成の必要性

s 高度成長期における日本経済は高い金利のおかげで貯蓄が資産形成手段として機能していた。しかしバブル崩壊、サブプライムローン問題、リーマンショック、ギリシャ危機といった問題は日本経済に大きな影響を与え、9%あった金利は今や1%を大きく下回る0.001%となり、貯蓄をすることで資産を増やすことは困難な時代になった。

また少子高齢化に伴い、老後の資産形成のあり方が問題となっている。日本では少子高齢化が進み、現役世代の負担が増えている。図表2-1-1は高齢者一人当たりの現役世代の人数の将来推計であり、今後少子高齢化が進むにつれ、高齢者を支える現役世代の負担が増大していくことが分かる。

15

図表 2-1-1 高齢者一人当たりの負担割合

	65歳以上人口/15歳以上65歳未満人口
2015年	1.2人で1人
2025年	0.9人で1人
2035年	0.7人で1人
2045年	0.4人で1人
2055年	0.3人で1人
2065年	0.3人で1人

出典：国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成29年推計）」より筆者作成

20 <[http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29\\_ReportALL.pdf](http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29_ReportALL.pdf)>

また、少子高齢化によって現役世代の負担が増えていく問題として挙げられるのが日本の年金制度における問題である。日本の年金制度は現役世代が支払った保険料を高齢者に給付する仕組みとなっているが、人口変動に対応しきれない現状がある。

- 5 マクロ経済スライドからみても年金の給付の減少が考えられる。マクロ経済スライドとは現役人口の減少や平均余命の伸びといった社会情勢に合わせて年金の給付水準を自動的に調整する仕組みである。この制度は年金財政が大幅に悪化するのを避けるために 2004 年に導入された。マクロ経済スライドを実施することにより、余った給付部分を将来の高齢世代に回すことができる。この
- 10 制度が導入されたことより、給付される年金が減少することが問題であると捉えられている。

- また、野村総合研究所（2014）によれば「今の現役世代の退職後所得（公的年金、退職金、貯蓄と定義）が現在のもものと比較してみると減少することがわかっている。リスク性資産を積極的に資産形成に取り組むことにより、中高所得者の場合の減少幅を一定程度抑えることが可能」（『個人資産の運用分析を通じた世界的な視野での産業金融の枠組みに係る検討―報告書』・株式会社野村総合研究所・2014年・pp.37-44）と指摘されていることから、私たちは貯蓄を投資に回すよう促す事が必要だと考える。
- 15

## 20 第2節 日本における家計の現状

図表 2-2-1 は 1995 年を基準とし、日本の家計金融資産の 2015 年までの伸びをそれぞれ示したものである。米国は 3.11 倍、英国は 2.27 倍、日本は 1.47 倍となっており、日本の金融資産の推移は他国と比較してみれば伸び悩んでいることがわかる。

25

図表 2-2-1 各国の家計金融資産の推移

	家計金融資産の推移 (95年=1)
米国	3.11 倍
英国	2.27 倍
日本	1.47 倍

出典：金融庁「平成 27 年度金融レポート」より筆者作成  
 〈<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>〉

- 5 その大きな要因は、運用リターンが各国と比べ低いことであると考えられる。図表 2-2-2 は 運用リターンによる各国の家計金融資産の推移とである。三国の家計金融資産の伸びを、ネットの資金流入と運用リターンに分けた場合、運用リターンが他国と比べ、低い水準で推移していて資産形成に結びつかないことが分かる。

10

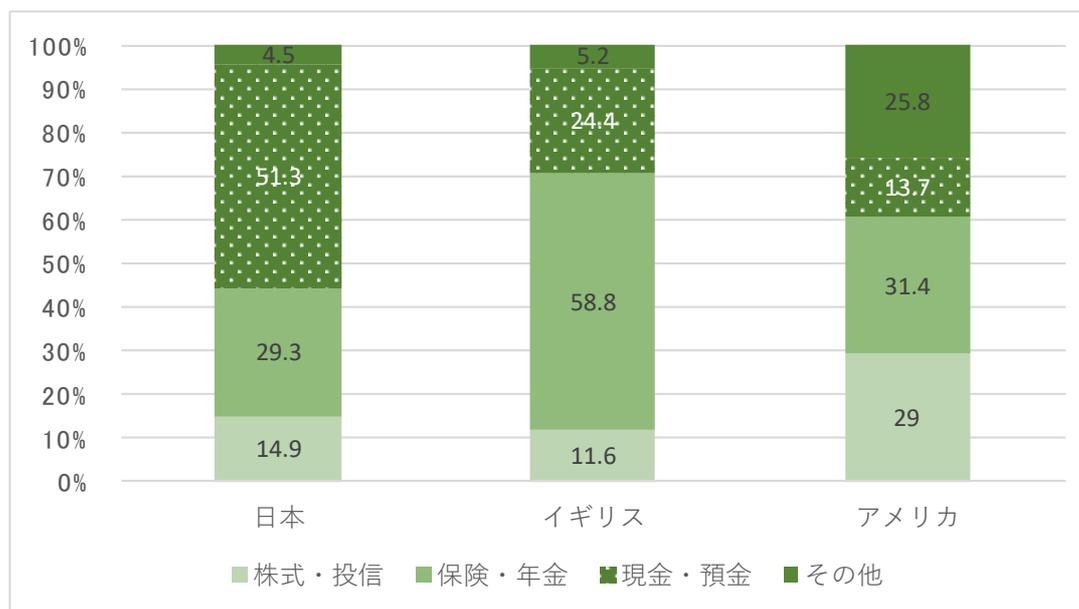
図表 2-2-2 運用リターンによる各国の家計金融資産の推移

	運用リターンによる家計金融資産の推移 (95年=1)
米国	2.32 倍
英国	1.63 倍
日本	1.15 倍

出典：金融庁「平成 27 年度金融レポート」より筆者作成  
 〈<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>〉

- 15 また、日本の家計における金融資産の構成（図 2-3-3）を英国、米国と比較してみると、日本は現金・預金の割合が 51.3%と高く、株式・投信の割合は 14.9%と低い。株式・投信の比率が日本と同じ 1 割であるイギリスにおいても、年金・保険等を通じた間接的な保有を含めると投資比率は 4 割弱まで増加する。

図 2-2-3 家計における各国の金融資産保有割合

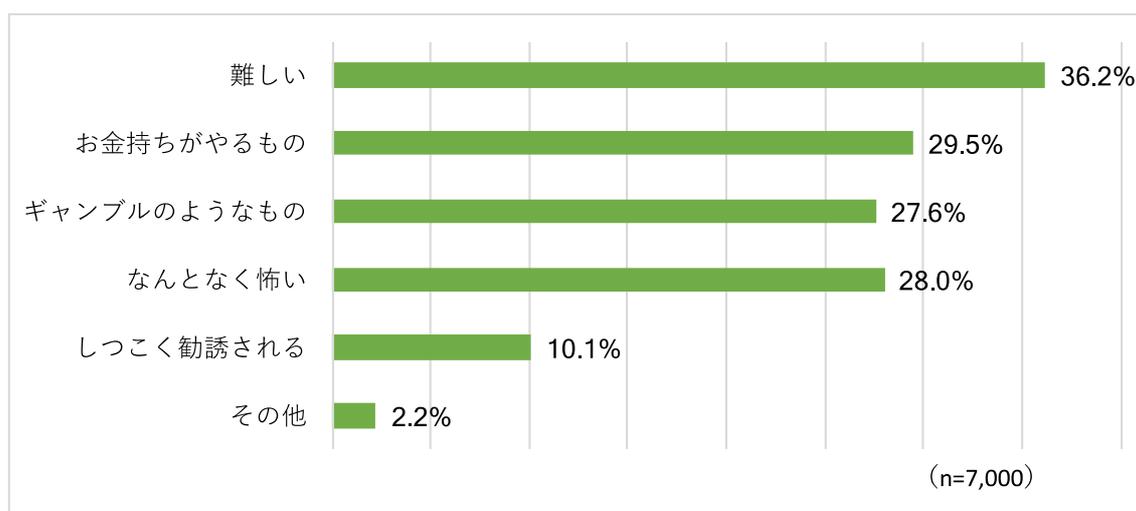


出典：金融庁「平成 27 年度金融レポート」より筆者作成  
 〈<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>〉

5

日本の家系金融資産がこのように貯蓄の割合が高く、投資の割合が低くなっている要因が図表 2-2-4 日本での証券投資に対するイメージにあらわれている。

図表 2-2-4 証券投資のイメージ(複数回答)



10

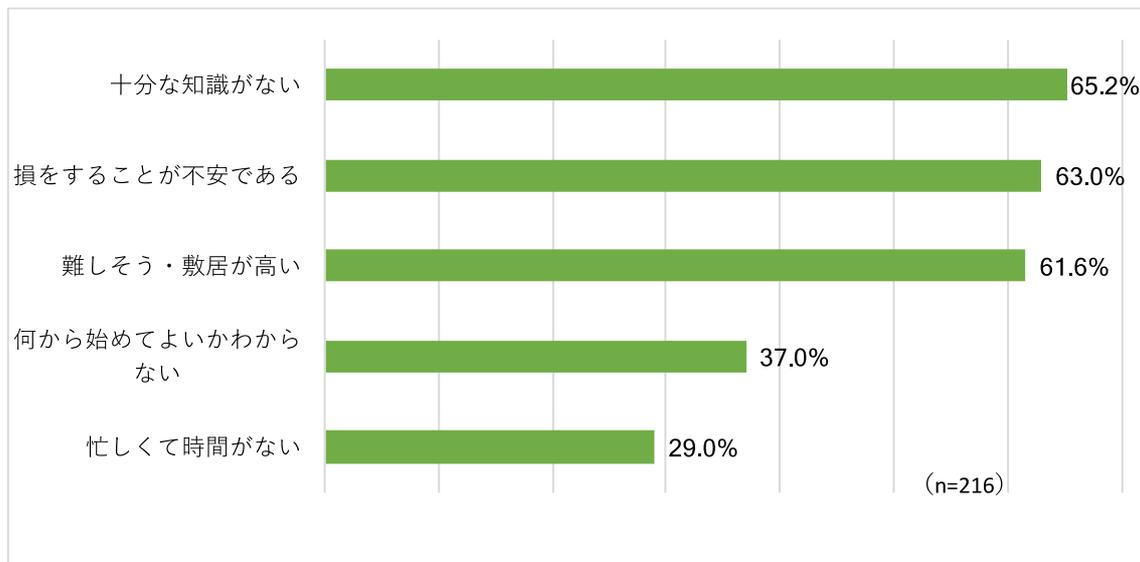
出典：「証券投資に関する全国調査」日本証券業協会  
 2015 p. 24 により筆者作成

図表上位二つを占める、「難しい」、「お金もちがやるもの」というようなイメージは家計が投資をそもそもおこなわない要因となっている。また、「ギャンブルのようなもの」、「なんとなく怖い」というイメージがその次に多くなっているのは、家計が投資をハイリスク・ハイリターンのものであると認識しているからである。そのため、安定をもとめる日本の家計は資産の多くを安定資産である貯蓄に振り向け、残った一部の資産を投資に振り向けていると考えられる。

金融庁（2016）より、「家計金融資産の構成にこうした違いがあることは、欧米と比べ、我が国の家計金融資産の伸びが緩やかなものに留まっていることの一因となっているものと考えられる」（平成 27 年事務年度金融レポート・金融庁・2016・p46）と述べているように、家計の貯蓄に偏るポートフォリオが家計金融資産の伸びが悪い要因である。

また、投資を行わない理由としてあげられるのは、図表 2-2-5 のように「十分な知識がない」、「損することが不安」、「難しそう・敷居が高い」といったものが多い。

図表 2-2-5 投資を行わない理由



出典： 「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の利用促進に向けた課題」 株式会社野村総合研究所 2015 p. 25 より筆者作成

日本の家計において長期・安定的な資産形成手段を行うために、米国や英国のように投資の比率を上げていくべきである。

## 5 第3節 資産形成手段としての投資信託

この節では投資をする上で分散投資、長期保有することが安定的なリターンが得られることを述べ、家計が長期・安定的で行える投資として投資信託が有効であることを述べる。

### 10 第1項 分散投資の効果

分散投資は三つの分散の種類があり、分散をすることにより資産運用のリスクを軽減することができる。投資する時期を分散させ高値掴みなどのリスクを回避する時間の分散、投資する地域を分散し、一国の景気変動に左右されにくくする地域の分散、投資する資産を分散し、一つの資産の値の変化に左右され

15 にくくする資産の分散がある。

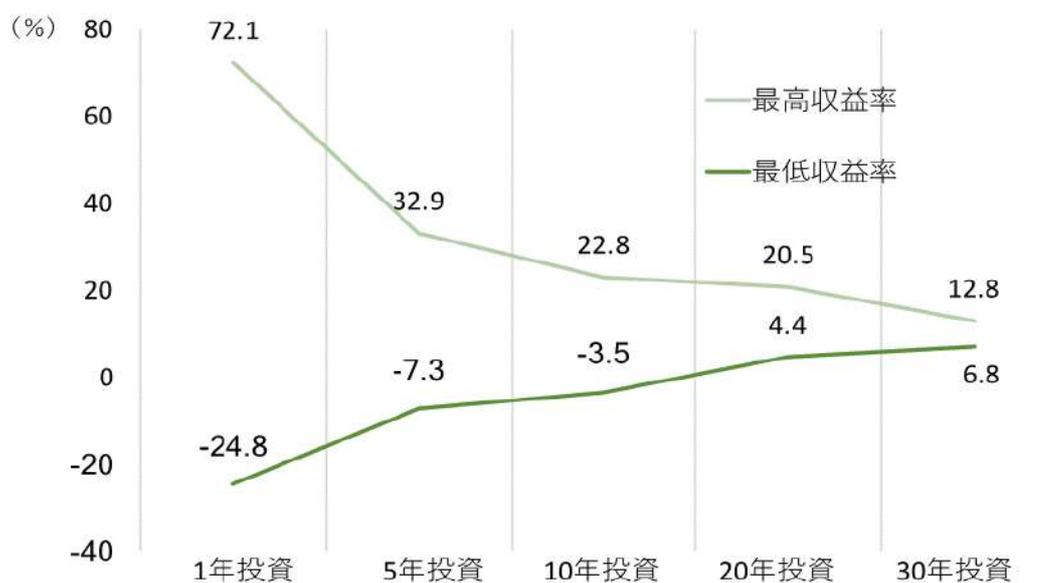
しかし、分散投資を行うためにはまとまった資金が必要となるため、家計にとって困難となる。投資信託の特徴として、複数の投資家から集めた小口の資金をまとめて大口資金として投資を行うため、少ない資金でも分散投資が可能となる。また、1つの投資信託の中で複数の資産に対して投資を行っている商

### 20 第2項 長期保有の効果

さらに分散投資に加え、投資によるリターンを安定させる上では、長期間に渡り継続的に保有することが有効であると指摘されている。図表 2-3-1 の投資

25 期間別の収益率の推移を見ても、保有期間が長くなるにつれて最高収益率と最低収益率が収束し、リターンが安定化することが分かる。そして 20 年投資を行うことにより、最低収益率はマイナスあらプラスに転じ、長期保有することが安定につながる。

図表 2-3-1 投資期間別の収益率の推移



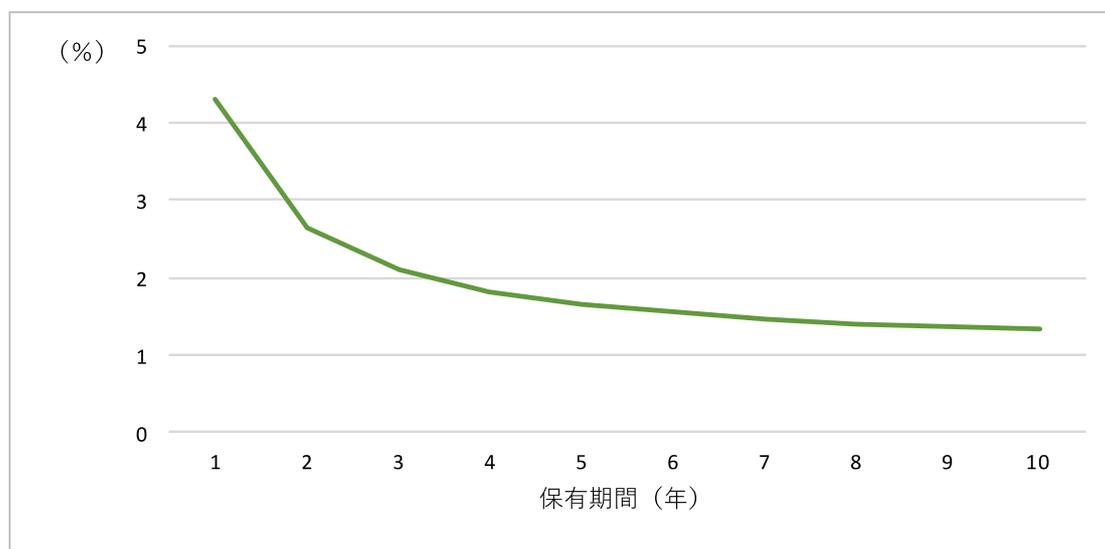
出典：投資信託協会「長期投資のメリットとは」より著者作成  
〈[https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol\\_03/](https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/)〉

5

また図表 2-3-2 は 1 年あたりの手数料の推移からは一年あたりの実質手数料が年々下がっていくことが分かる。これらのことから、投資信託が長期・安定的な資産形成手段となり得るといえる。

10

図表 2-3-2 年当たり手数料の推移



出典：投資信託協会「長期投資のメリットとは」より筆者作成  
([https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol\\_03/](https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/))

5

### 第3項 家計の資産形成手段としての投資信託の有効性

今までのような現金・預金で運用するのではなく、その資金を元手にして増やす投資がこれから資産形成していくにあたり有効な手段となる。またその中でも株式や投資信託などを利用した『投資』の形で、長い期間をかけて少しずつ増やしていくと良い<sup>1</sup>と述べられており、投資を長い期間をかけて安定的に利益を出して資産形成していくことが好ましい。そして金融レポートで、「家計の長期・安定的な資産形成のためには積立・分散投資を通じたバランスの取れたポートフォリオの形成が有効である」(平成 27 事務年度金融レポート・金融庁・2016 年・p. 54)と述べられていることから、家計が積立・分散投資を行うとすると、少額から積立・分散投資が行える、長期保有することが安定的なリターンにつながる投資信託が有効であると考ええる。

<sup>1</sup>金融庁 HP「投資の基本」より

## 第4節 結語

- 少子高齢化、貯蓄預金の低金利化が進む中で、日本の家計は資産形成を進める必要が生まれてきた。日本の家計金融資産のポートフォリオでは、家計金融資産の伸びが芳しくないため、投資の比率を上げ、家系金融資産を
- 5 伸ばすことが必要である。老後に向けた中長期的な資産形成を行う上で、有力な投資手段となるのが投資信託であるため、投資信託は日本において有効な投資手段である。

## 第 3 章 日本における投資信託の現状と課題

この章では日本における投資信託の現状を他国と比較しながら述べ、日本における投資信託の具体的問題も述べていく。

5

### 第 1 節 日本における投資信託の現状

投資信託の我が国における歴史は 60 年を超える。しかし、日本の投資信託の現状はまだまだ問題が散見される。年代別保有率の米国と日本の比較の図表 3-10 1 を見ると、全体では米国 44%、日本 16%となっており、年代別で見ると日本では若い世代での保有率が少ないことが見て取れる。

図表 3-1 年代別保有率の米国と日本の比較

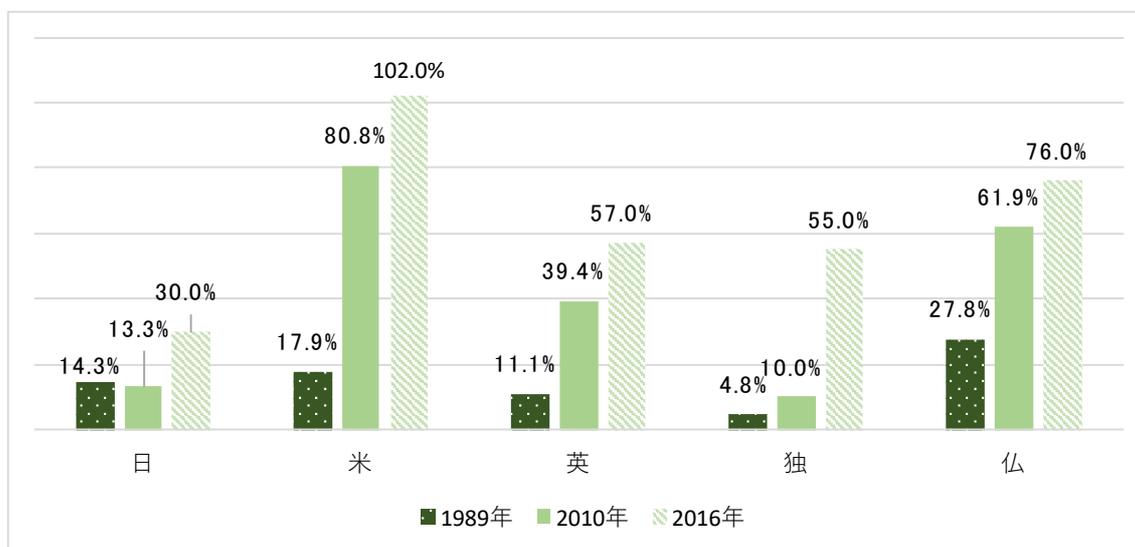
	日本の投信保有率		米国の 投信保有率
	男性	女性	
全体	8.7%		43%
20-24 歳	0.9%	1.1%	32%
25-29 歳	1.4%	3.8%	
30-34 歳	4.6%	1.0%	
35-39 歳	7.3%	4.3%	48%
40-44 歳	7.6%	4.3%	
45-49 歳	6.3%	7.6%	54%
50-54 歳	10.7%	8.2%	
55-59 歳	11.5%	8.5%	48%
60-64 歳	11.8%	12.2%	
65-69 歳	14.6%	12.6%	36%
70-74 歳	18.4%	11.4%	
75-79 歳	11.8%	9.6%	
80-84 歳	17.2%	9.7%	
85-89 歳	15.4%	4.2%	
90 歳以上	16.7%	0.0%	

出典：『投資信託の販売をめぐる世界の動向』・杉田浩治・

2016 年・P.3 より著者作成

- 5 また投資信託残高の対 GDP 比率の比較と変化の図表 3-2 を見ると 2017 年の時点では日本 30%に対し、米 102%、英 57%、独 55%、仏 76%となっており、日本は他国を大きく下回っていることが分かる。1989 年との変化で見ても、1989 年時では上回っていた英や独に大きく離される結果になっている。

図表 3-2 投資信託残高の対 GDP 比率の比較と変化



出典：GDP は GLOBAL NOTE、投資信託残高は「投資信託の世界統計」投資信託協会より筆者作成

5

投資信託の平均保有年数の図表 3-3 を見ると日本 2.6 年、米 4.6 年、英 4.5 年となっており、日本では他国に比べ短いスパンで投資信託を売り買いしていると考えられる。また純資産上位 5 銘柄の収益率の日米比較を表した図表 3-4 を見ると、日本-0.11%、米 5.2%となっており日本の投資信託の収益率は米国に比べ非常に低くなっていることが分かる。短いスパンで売り買いを行い、なおかつ収益率が低いという状態は「長期的・安定的な投資手段」とはかけ離れていると考えられる。

10

図表 3-3 投資信託の平均保有年数

	米国	日本	英国
平均保有年数	4.6 年	2.6 年	4.5 年

15

出典：三菱 UFJ 国債投信株式会社コラムより筆者作成  
 〈<https://www.am.mufg.jp/text/kam160201.pdf>〉

図表 3-4 純資産上位 5 銘柄の収益率の日米比較

	収益率
日本	-0.11%
米国	5.20%

出典：金融庁「平成 27 事務年度金融レポート」より筆者作成

〈<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>〉

## 5 第 2 節 日本の投資信託における課題

日本の投資信託における問題としては運用面・販売面における問題、家計の金融リテラシーに関する問題が議論されている。

### 第 1 項 投資信託の手数料、販売方法における問題

- 10 投資信託の運用にはインデックス運用とアクティブ運用という二つの種類の方法が存在する。この二つの運用方法は運用パフォーマンスをどのように追求するののかという点で分類される。インデックス運用は日経平均株価やその他の指標に連動したパフォーマンスを目指す運用方法で、アクティブ運用は日経平均株価やその他の指標より高いパフォーマンスを目指す運用方法である。その
- 15 ため長期的に保有した場合、インデックス運用はアクティブ運用より安定したパフォーマンスが期待できると考えられている。またアクティブファンドは一般的にインデックスファンドより規模が小さくなること、より優秀なファンドマネージャーが必要なことなどから経費が高いついてしまう。このことが要因となり、手数料もアクティブファンドはインデックスファンドに比べ高く設定
- 20 されている。

投資信託の人気商品の比較の図表 3-1-1 を見ると日本では上位 3 商品がアクティブ運用の商品に、米国では上位 3 商品がインデックス運用の商品となっている。

図表 3-1-1 投資信託の人気上位 3 商品の比較

	主な投資対象	投資のタイプ
日本	米国リート	アクティブ
	海外リート	アクティブ
	米国リート	アクティブ
米国	米国株式インデックス	インデックス
	米国株式インデックス	インデックス
	世界株式インデックス	インデックス

出典：金融庁「説明資料（平成 29 年 3 月 30 日）」より筆者作成  
 〈<http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryuu/20170330/03.pdf>〉

- 5 次に純資産上位 5 銘柄の手数料の日米比較の図表 3-1-2 を見てみると、信託報酬（エクスペンスレシオ）は年率で米国 0.59%、日本 3.2%、買い換えの時にかかる手数料である販売手数料は米国 0.28%、日本 1.53%となっている。日本の手数料は信託報酬、販売手数料ともに高く設定されていることが分かる。これは日本において、手数料が高いアクティブファンドが上位を占めているからであると考えられる。
- 10

図表 3-1-2 純資産上位 5 銘柄の手数料の日米比較

	信託報酬	販売手数料
日本	3.20%	1.53%
米国	0.59%	0.28%

出典：金融庁「平成 27 事務年度金融レポート」より筆者作成  
 〈<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>〉

15

また日本におけるアクティブ運用に偏った投資信託商品の人気、販売手数料・信託報酬の高さについて、朝倉(2011)は「対面証券会社の投信に係わる収益は販売手数料に大きく依存している」(投資信託に関する現状の課題と対応・朝倉智也・2011年・p.27)と指摘している。証券会社はその収益を販売手数料に依

存しているため、販売手数料が高く、さらに短期間で買い換えられる場合が多いアクティブ運用の商品を顧客に買わせようとする。このことにより、投資家たちが購入する投資信託商品がアクティブ運用の商品に偏ってしまい、手数料も高く設定されていると考えられる。

- 5 さらに日本で多く買われているアクティブ運用には運用面のパフォーマンスでも大きな問題を孕んでいる。アクティブファンドの運用実績がそれぞれに対応するベンチマーク指標を下回った割合である図表 3-1-3 を見ると、アクティブ運用では有利になると考えられる短期間での運用でも、多くのアクティブ運用のファンドが対応するベンチマーク指標を下回っていることが分かる。
- 10 第2章で述べたように現在、日本においては長期的な資産形成手段が必要とされている。その中で、人気商品としてアクティブ運用の商品が挙がり、そのアクティブ運用の商品の運用力が弱いことは大きな問題である。

図表 3-1-3 アクティブファンドの運用実績がそれぞれに対応するベンチマーク指標を下回った割合

ファンドカテゴリー	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
日本の大型株ファンド	63.61	60.3	73.72	68.67
日本の中小型株ファンド	54.61	62.6	52.41	67.69
全ての日本株ファンド	58.2	62.88	69.33	69.09
米国株ファンド	61.29	100	96.55	90
グローバル株ファンド	90.06	90.73	91.43	93.65
国際株ファンド	88.68	94.12	92.31	97.67
新興国株式ファンド	82.89	83.33	93.15	95.45

出典：SPIVA 日本スコアカード（2016）より筆者作成

〈[www.japanese.spindices.com/documents/spiva/spiva-japan-year-end-2016-jpn.pdf](http://www.japanese.spindices.com/documents/spiva/spiva-japan-year-end-2016-jpn.pdf)〉

5

## 第2項 ファンド規模における課題

さらに日本における投資信託の収益率の低さ、手数料の高さは日本のファンド一つ当たりのファンド規模が小さいことも大きな原因の一つである。図表 3-1-4 を見るとファンド 1 本当たりの金額は日本 159 億円、米国 2259 億円英国 632 億円、ドイツ 240 億円、フランス 201 億円と日本が他国に比べ、少ないことが分かる。投資信託の他資産形成手段に対する優位点として、規模のメリットが大きいことが挙げられる。しかし、日本は他国に比べファンド一本あたりの規模が小さいことから、規模のメリットが十分に働いていないといえる。またファンド一本あたりの規模が小さいのは、杉田（2014）で指摘している「日本のファンド数が多い主因は、販売が新商品に偏っている（米国のように既存商品を育てていない）こと」（米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか・杉

10

15

田浩治・2015年・p.18)に原因があると考えられる。

米国では図表 3-3 をみても分かるように投資信託の平均保有年数が長く、ある程度運用なされてきたファンドを、運用実績も見つつ購入することが多い。こういった購入方法を各投資家がとることによって、米国では既存ファンドの

5 巨大化に成功している。

図表 3-1-4 公募・証券ファンドの各国比較

	ファンド	純資産 (100 万ドル)	純資産 (円換算、億)	1 本あたり金額 (円換算、億円)
日	6,060	-	966,415	159
米	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

出典：日本証券経済研究所『投資信託の制度・実態の国際比較』

杉田浩治 2016 年・p.16・より筆者作成

10

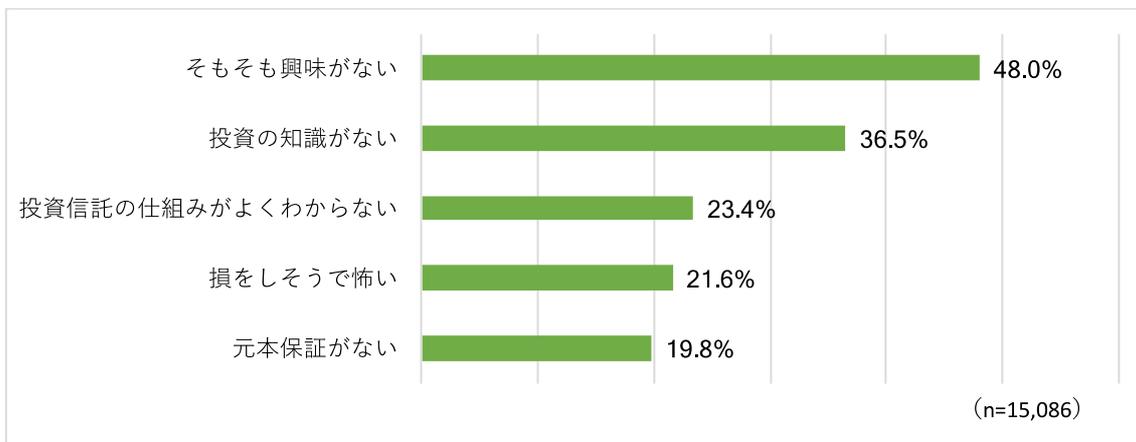
### 第 3 項 金融リテラシーにおける課題

日本において投資信託の普及が進まない大きな理由として、金融リテラシーの不足が挙げられる。投資信託を保有しない理由の図表 3-1-5 を見ると興味が無い 48%、投資の知識がない 36.5%、投資信託の仕組みがよく分からない 23.4%

15 10 というように投資信託への知識、興味がないことが大きな理由となっていることが分かる。我々は投資信託を実際に運用するのは投資の専門家であるファンドマネージャーなどの人々が行うため、他の投資家が自分で運用する他の多くの投資手段に比べ、専門知識の必要性が薄いと述べてきた。しかし、現状の日本ではその必要最低限の知識である投資信託という制度の概要や、仕組みすら

20 知らない人が多いことが分かる。

図表 3-1-5 投資信託を保有しない理由



出典：一般社団法人投資信託協会「投資信託に関するアンケート報告書」

2016年 p. 10 より筆者作成

- 5 また金融リテラシーに関する問いの正答率比較の図表 3-1-6 を見ても、米国と日本の共通問題での比較では米国 57%、日本 47%となっており、ドイツとイギリスと日本の共通問題での比較では独 67%、英 65%、日本 58%となっており、日本において金融に関する知識が不足していることが見て取れる。

10 図表 3-1-6 金融リテラシーに関する問いの正答率比較 (n=25, 000)

	米国	日本	
共通問題	57%	47%	
	ドイツ	イギリス	日本
共通問題	67%	65%	58%

出典：金融広報中央委員会「金融リテラシー調査(2016)」より筆者作成  
 〈[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)〉

### 15 第3節 結語

この章では、日本における投資信託の現状について他国と比較しながら述べ、日本の投資信託市場には販売・手数料に関する問題、ファンド規模に関する問題、金融リテラシーに関する問題が存在していることを述べた。

私たちはこれらの問題は個々のものではなく、相互に結びつき合っているも

のだと考える。次章では問題同士の関係を示し、その問題の解決につながる手段、制度について述べていく。

## 第4章 投資信託の課題と解決に向けて

5

前章では、投資信託に関する課題について述べた。しかし、私たちはこれらの問題は別々のものではなく、相互につながっているものだと考える。本章では、そのつながりを明らかにし、問題解決に向けて有効な手段、制度について述べていく。

10

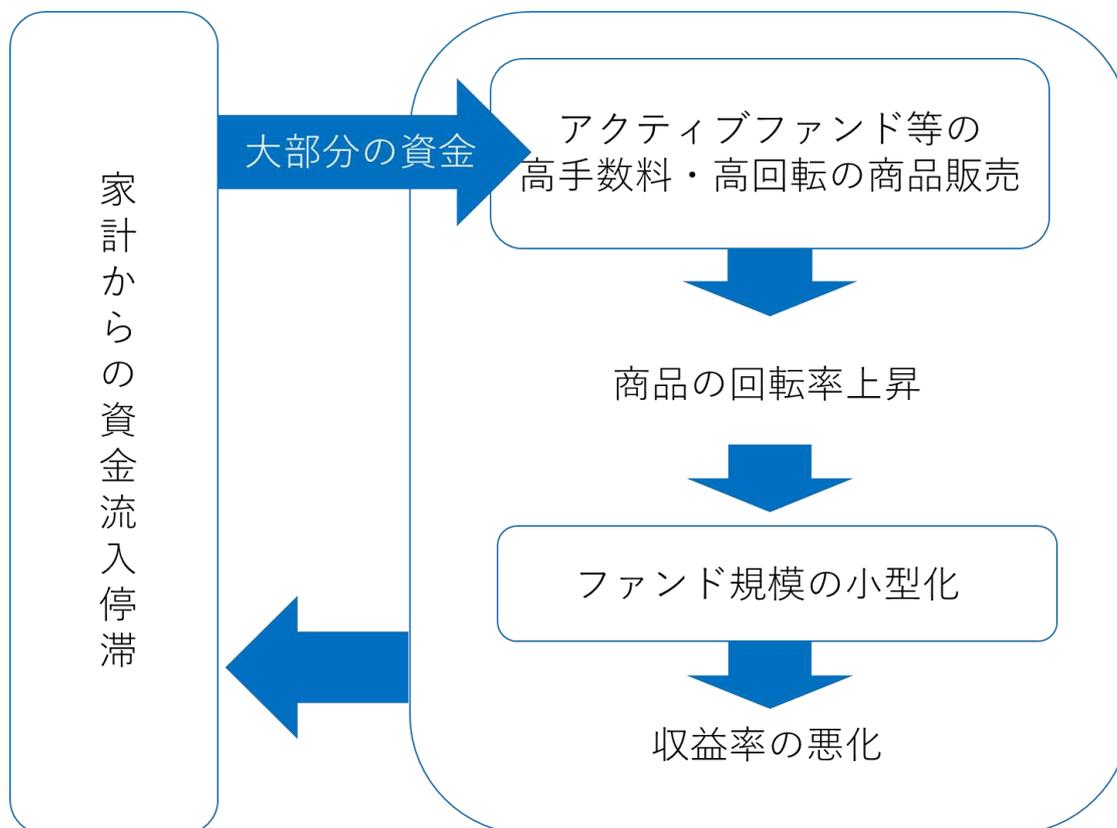
### 第1節 日本の投資信託における諸問題のつながり

今まで述べてきた投資信託の問題は別々のものではなく相互につながり合った問題だと私たちは捉えている。

15 投資信託の普及が進まないことにより、資金流入額の停滞が起こる。その少ない資金流入の内の大部分が、投資はハイリスク・ハイリターンであるものというイメージが定着していることや、販売会社による偏った商品販売が行われていることにより、アクティブファンド等の高手数料、高回転の投資信託商品に流れていく。これらの原因は金融リテラシーの不足であると考えられる。

20 それによって、投資信託商品の回転率上昇が起こる。次々に売り出される新商品が短い期間で売り買いされ、既存商品が育つような環境が生まれず、ファンド規模の小型化が進み、収益率の悪化が起こったと考えられる。アクティブファンド等の高手数料・高回転の商品販売が進むこと、ファンド規模の小型化が進んでいくことにより、日本の投資信託は家計が求める中長期的な資産形成手段とはかけ離れていき、投資信託への資金流入の停滞が起こる。このように  
25 投資信託の問題はつながりあい、日本の投資信託の現状が生み出されていると考える。

図表 4-1-1 日本の投資信託における問題とそのつながり



筆者作成

## 5 第2節 日本における投資信託の問題解決に向けて

この節では日本の投資信託が抱える様々な問題を解決するために、どのような制度、職業が有効であるかについて述べていく。

### 第1項 確定拠出年金による資金流入額停滞の打破

10 日本において投資信託の普及を進め、資金流入額を増加させるためには、国民を投資信託に引き込むためのきっかけが必要であると考えます。私たちはこのきっかけとして、確定拠出年金制度が有効である。

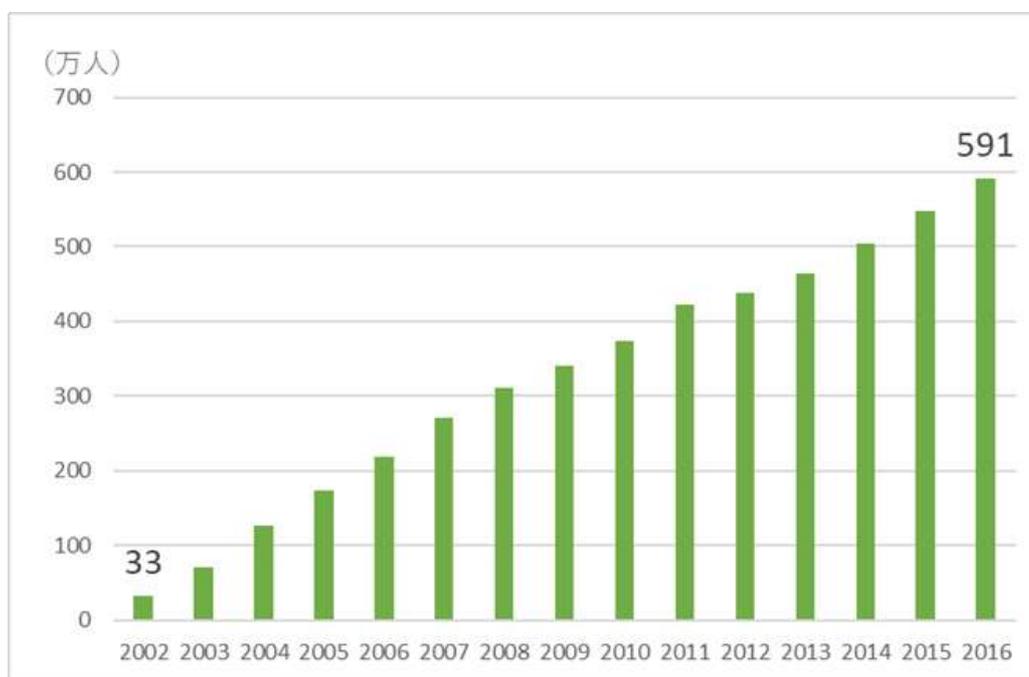
確定拠出年金は私たちが日本における大きな問題だと考える、少子高齢化とそれに伴う老後の資産形成手段として有効な制度であり、日本における必要性は高まってきている制度である。また、確定拠出年金は企業側、個人側双方  
15 のインセンティブが存在する制度である。これらのことから、確定拠出年金は

今後の成長が見込める制度であると考えられる。

5 実際に確定拠出年金の加入者は図表 4-2-1、図表 4-2-2 を見て分かるように企業型確定拠出年金では 14 年間で 17.9 倍に、個人型確定拠出年金では 14 年間で、43 倍となっており、大きな伸びを見せている。確定拠出年金という制度は日本において急成長してきた制度であり、今後とも加入者は増加していく制度であると考えられる。

10 また、杉田(2015)でも「米国投信の 1990 年代の成長は、確定拠出年金によってもたらされた部分大きい」(米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか・杉田浩治・2015 年・p.12)と述べているように確定拠出年金は米国でも投資信託普及における重要な役割を果たしており、我が国でも重要な役割を果たす制度となり得る。確定拠出年金こそが投資信託への資金流入のきっかけとなりうる制度である。

図表 4-2-1 企業型確定拠出年金の利用者数推移

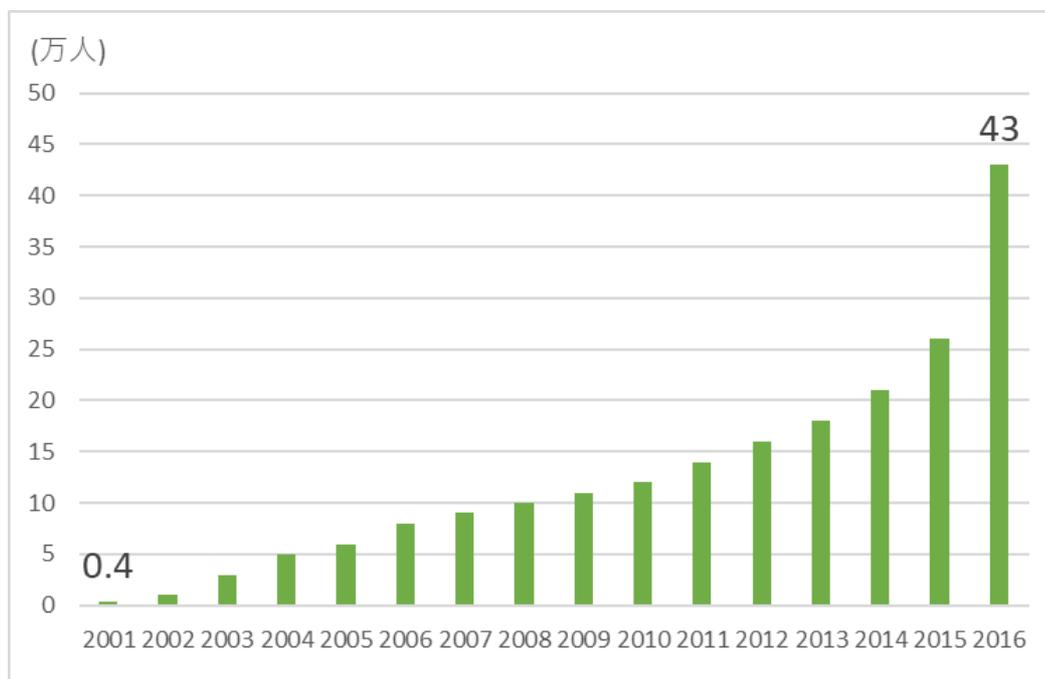


15

出典：りそな銀行企業年金レポートより筆者作成

〈<http://www.resonabank.co.jp/nenkin/info/note/pdf/201706.pdf>〉

図表 4-2-2 個人型確定拠出年金の利用者数推移



出典：りそな銀行企業年金レポートより筆者作成

〈<http://www.resonabank.co.jp/nenkin/info/note/pdf/201706.pdf>〉

5

## 第2項 FA と投資信託市場への流入資金における問題

ここまで資金流入額の停滞を打破するための手段として、確定拠出年金を挙げた。しかし、それだけでは流入した資金の大部分が、アクティブファンド等の高手数料・高回転の商品に流れている現状を変えることは難しい。

- 10 私たちはFA(フィナンシャルアドバイザー)がその現状を打破する役割を持つと考える。FAとは投資だけでなく、投資以前の事柄・顧客の人生計画等に対応した長期の金銭収支および資産形成の計画(保険活用・相続・税対策を含むフィナンシャル・プランニング)の作成を含む幅広い分野のアドバイスを行うプロ<sup>2</sup>のことである。日本においてはFP(フィナンシャルプランナー)とい
- 15 う呼称が広く使われるが、呼称が違うだけでFAとFPは同じ意味を持つ言葉である。

<sup>2</sup> 杉田(2015) p.2より

このように投資家が投資に関する知識が少なくても、人生計画などを伝えることにより、その投資家に合った資産形成計画等を立てることが可能である。そのため、FAは対応する投資家、家計の金融リテラシーが低い場合でも顧客が本当に求める投資商品、ポートフォリオを提案することが可能である。これらのことから、私たちはFAこそが流入した資金の大部分がアクティブファンド等の高手数料・高回転の商品に流れている現状を変えうる存在であると考え

### 第3節 結語

10 日本の投資信託における問題である販売・手数料に関する問題、ファンド規模に関する問題、金融リテラシーに関する問題がそれぞれに結びついており、それによって日本の投資信託の現状が生み出されている。その現状を変えるためには、資金流入額の停滞の打破、流入してくる資金の方向転換が必要だと考えられる。それらを行うためには、前者に対しては確定拠出年金、後者に対してはFAが有効である。次章では問題解決に向けた具体的な政策を述べてい

15 く。

## 第5章 政策提言

20 この章では、これまで投資信託市場における問題に対して有効である、と述べてきた確定拠出年金、独立系FAに関する具体的な政策を提案していく。

### 第1節 確定拠出年金の制度改革

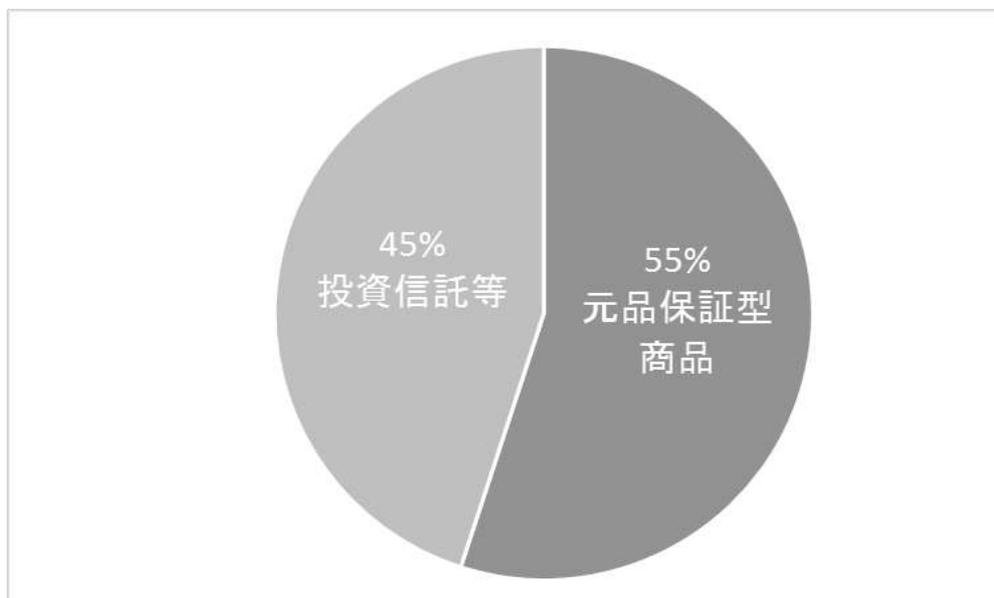
確定拠出年金は資金流入の停滞を打破するために、有効な手段であると述べてきた。その確定拠出年金における問題点とそれを解決するための具体的な政策についてこの節では述べていく。

#### 第1項 既存の制度の問題点

30 図表5-1-1を見ると預貯金、保険などの元本保証型商品の確定拠出年金の運用商品における割合は55%となっており、確定拠出年金が投資信託の普及の十

分な助けになっているとは言えない。

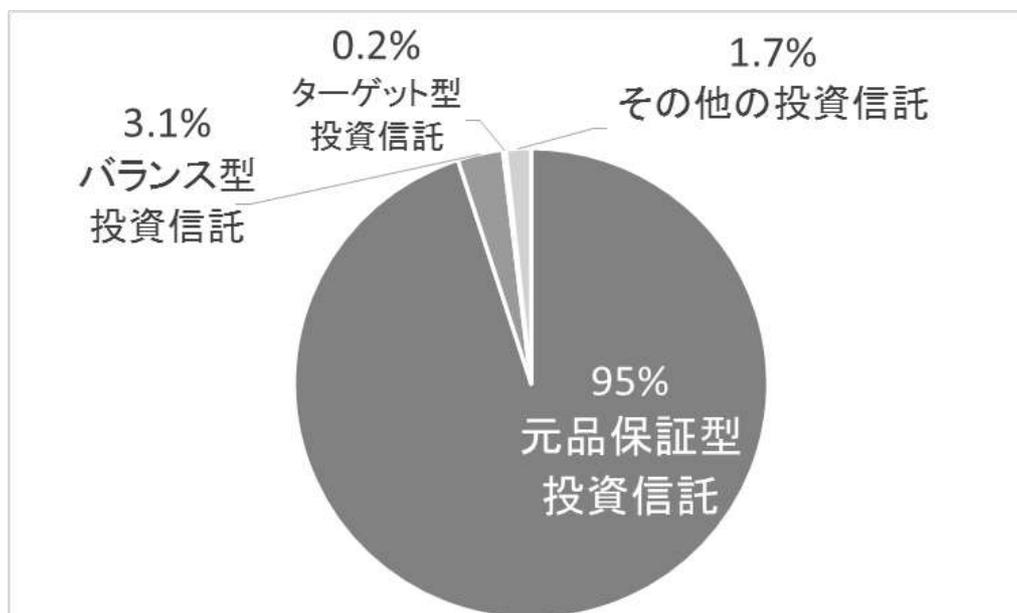
図表 5-1-1 確定拠出年金を通じた運用商品の選択状況



- 5 出典：「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書-確定拠出年金の運用商品選択への支援-」・厚生労働省・2017年・p.17より筆者作成

また図表 5-1-2 を見るとデフォルト商品中の元本保証型商品の割合は 95% となっている。そのため、私たちは、デフォルト商品における元本保証型商品の割合の高さが、確定拠出年金中の元本保証型商品の割合が大きい原因となっていると考える。

図表 5-1-2 デフォルト商品の運用商品の選択状況



出典：企業年金連合会報告書より筆者作成

〈<http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan->

5

[Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf)〉

デフォルト商品とは運営管理機関が運用商品のラインアップを提示し、加入者がその中から選択することが原則となっている中、加入者が商品を選択しなかった場合に、自動的に加入者が選択したとみなす、事業主等が設定した商品のことである。

確定拠出年金を通じて元本保証型商品を選択することは、家計にも大きなデメリットが存在する。確定拠出年金には税制の優遇が存在する。しかし、元本保証型商品はリターンが小さいがゆえに、運用時の税制の優遇が十分に生かすきれない。

さらに、OECD 諸国でも課題とされている、運用指図を行わない DC の加入者の資金がデフォルト商品として設定される元本確保型の商品に投資された結果、十分なリターンを確保できていない<sup>3</sup>という問題が存在し、元本保証型商品を選択することにより確定拠出年金本来の役割が果たせなくなってしまう恐れ

<sup>3</sup> 佐川(2016) p.3 より

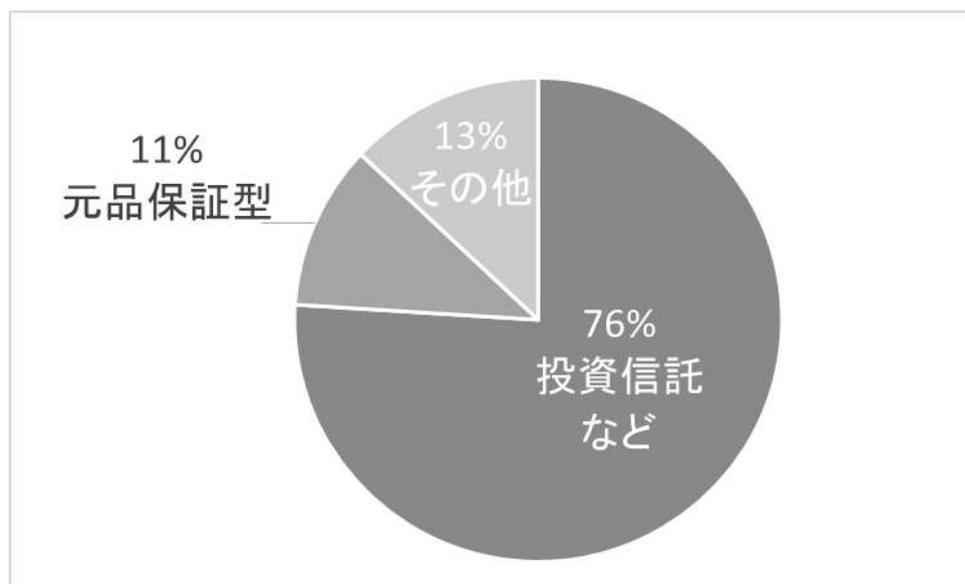
がある。

## 第2項 デフォルト商品に関する米国の制度の導入

このデフォルト商品の課題に対して、現在日本におけるデフォルト商品に関する制度から、米国におけるデフォルト商品に関する制度への移行を提案する。

図表 5-1-3 をみると米国の 401k プランでの商品選択割合は元本保証型 11%、投資信託など 76%、その他 13%となっており、日本に比べて元本保証型の商品の割合が極めて低いことが分かる。私たちはこの要因として、米国の確定拠出年金のデフォルト商品として元本保証型商品が登録されていないことが大きいと考えた。

図表 5-1-3 米国 401k プランにおける運用商品の選択状況



出典：インベスト・カンパニー・インスティテュートより筆者作成

15 <<https://www.nikkei.com/article/DGXZZ052835000V10C13A3000000/>>

米国では 2006 年に年金制度改革が行われ、その中で 401k プランの対応も行われた。変更前のデフォルト商品は MMF や GIC（利回り保証契約型保険商品）に代表されるステーブル・バリュー・ファンドといった、低リスク商品が中心であった。しかし、従業員の確定拠出年金の加入の自動化と、従業員の給与の確定拠出年金への拠出率の引き上げの自動化に伴い、デフォルト商品への投

資比率が高まると考えられた。それにより、低リスクの商品をデフォルト商品に設定したままでは、長期的に十分な資産形成を行なえないのではないかという議論が発生した。こういった背景があり、米国ではある程度のリスク・リターンを期待できる運用商品を 401k のデフォルト商品として指定した。デフォルト商品を指定した事業主に対して責任を問わないことが米労働省規則に明確化された。

現在、米国ではデフォルト商品としてライフサイクル・ファンド、投資顧問による運用勘定 (SMA)、バランスファンドが設定されている。ライフサイクル・ファンドとは投資家（ここでは確定拠出年金の利用者）のライフサイクルに合わせて、資産配分が変わるファンドのことである。すなわちファンド購入者が若年層の場合は、運用の期間が長くなるため、リスクは大きくとも長期的には高いリターンが期待できる株式の組み入れ比率を高めた積極運用を行い、高齢層に近づいていけば運用の期間が短くなるため、確定利付き商品の組み入れ比率を増やした安定運用に資産配分を変えていくというような運用を行うものである。

投資顧問による運用勘定 (SMA) とは、証券会社が投資家から預かった資金を、投資一任契約に基づいて、投資家の運用方針に従って一括して運用・管理するサービスのことである。運用方針の策定、ポートフォリオの管理、運用商品の選択、売買執行、口座管理、パフォーマンス評価など、コンサルティングを含めたきめ細かいサービスを受けられるようになると考えられている。

バランスファンドとは株式や債券など複数の資産分類 (アセットクラス) を組み入れたタイプの投資信託である。特徴としては、複数の資産クラスに分散投資ができ、リスクが抑えられることが挙げられる。時間の経過とともに資産配分の調整が必要になるが、バランスファンドでは自動的に運用会社がそれを行ってくれるので、仕事が忙しくて資産の見直しができないような人に有効なファンドである。

これらのファンドは米労働省規則で定める要件に該当する適格デフォルト商品として認められている。また、投資家が適格デフォルト商品から設定した場合、運用結果について受託者責任が問われないとするセーフハーバールールが示された。適格ファンドの運用において大きな損失を出しても、選択した事業

主は責任を負う必要がなく、国が責任を負う制度がとられている。

現在日本での確定拠出年金は制度改革も行われ、加入者も大きな伸びをみせていることより、今後も資産形成手段として注目をされるはずである。確定拠出年金の加入者が増大している中で、日本でデフォルト商品をリスク・リターンがあるものに移行すると、確定拠出年金はより多くの資金を市場に流入させる起爆剤となることが期待できる。

### 第3項 実現可能性

日本において元本保証型商品がデフォルト商品として設定されている理由としては、事業者や運用機関が運用失敗を回避するために安全性が高い商品を選択しようとするからである<sup>4</sup>。これは運用失敗時の責任回避のためであると考えられる。しかし、その点については適格ファンドの運用において大きな損失を出しても、選択した事業主は責任を負う必要がなく、国が責任を負う制度を導入することから、事業者や運用機関が導入を拒否する理由にはなり得ないと考える。

この制度を導入することにより、国は損失が出た場合の責任を負う必要が生まれ、この責任を果たす方法としては、国による損失への補填などが考えられる。

また、政策を導入する際の政府における問題は損失の補填などによる費用が考えられる。この費用については、デフォルト商品で導入する3種類のファンドにおいて大きな損失がでることは考えにくいこと、確定拠出年金を通じて資産形成が行われ、社会保障費が低減するであろうこと、証券市場に資金が流入することにより税収が増加するであろうことから相殺、または全体で見ればプラスに転じると考えられる。そのため、この費用は導入に際しての阻害点にはなるもののインセンティブの方が大きいと考える。

### 第4項 政策効果

この政策による影響として最も大きなものが、投資信託市場への資金流入

---

<sup>4</sup> 渡邊(2013) p.177 より

である。投資信託市場への資金流入は市場の拡大、活性化につながると考えられる。

5 また確定拠出年金を通じた資産形成がよりリターンの大きいものとなり、退職後の資産形成につながると考えられる。これは家計への大きな効果である。また、退職後に向けた資産形成が実現することにより、日本の財政を最も圧迫している社会保障費の低減につながるため国家財政にも良い影響を与える。

10 また、確定拠出年金による資金流入は株式市場や債券市場にも影響を与えられ、と考えられる。企業型確定拠出年金の残高は7兆4,500億円であり、元本保証型が55%を占める。政策の実施によって元本保証型商品の割合が米国並みに下れば、

$$7 \text{兆} 4,500 \text{億} \times (0.55 - 0.11) = 3 \text{兆} 2,780 \text{億}$$

15 の資金流入額の増加が見込める。日本銀行によるETF買い入れでは2014年から年間3兆円の市場への資金流入が起り、一定の株価の下支え効果が見られた<sup>5</sup>。このことから3兆円の資金流入は市場の下支えに一定の効果があると考えられる。

20 また、現在の企業型確定拠出年金の利用者は約591万人で、確定拠出年金、確定給付年金を併用して、かつ退職一時金制度も採用している場合の拠出限度額は月額27,500円のため、政策の実施によって元本保証型商品の割合が米国並みに下れば

$$\text{月次 } 591 \text{万} \times 2 \text{万} 7,500 \times (0.55 - 0.11) = 715 \text{億} 1,000 \text{万}$$

25 
$$\text{年次 } 715 \text{億} 1 \text{千万} \times 12 = 8,511 \text{億} 2,000 \text{万}$$

の資金流入の増加が見込める。日本銀行によるETF買い入れでは2010年から2013年にかけて年次約5,000億円から約1兆円の資金流入が起っており、

---

<sup>5</sup>大塚(2016) p.2-5

その間で株価の上昇が見られた。このことから年次 1 兆円弱の資金流入でも株価の上昇に一定の効果が得られると考えられる。

- 5 また、これは企業型確定拠出年金において、もっとも拠出限度額が小さくなる場合で計算していること、加入者は増加傾向にあり、今後も増えていくと考えられることから、実際の資金流入額はより大きくなると考えられる。投資信託を実際に運用する株式市場や債券市場に良い影響が与えられれば、投資信託の運用による収益増大も見込めると考えられる。

## 第 2 節 確定拠出年金を通じた独立系 FA の普及

- 10 これまでに FA を活用すれば、アクティブファンド等の高手数料・高回転の商品に流れている現状を変えることができると述べてきた。しかし、日本における FA には問題が存在している。この節ではその問題、そして問題を解決するための具体的な政策について述べていく。

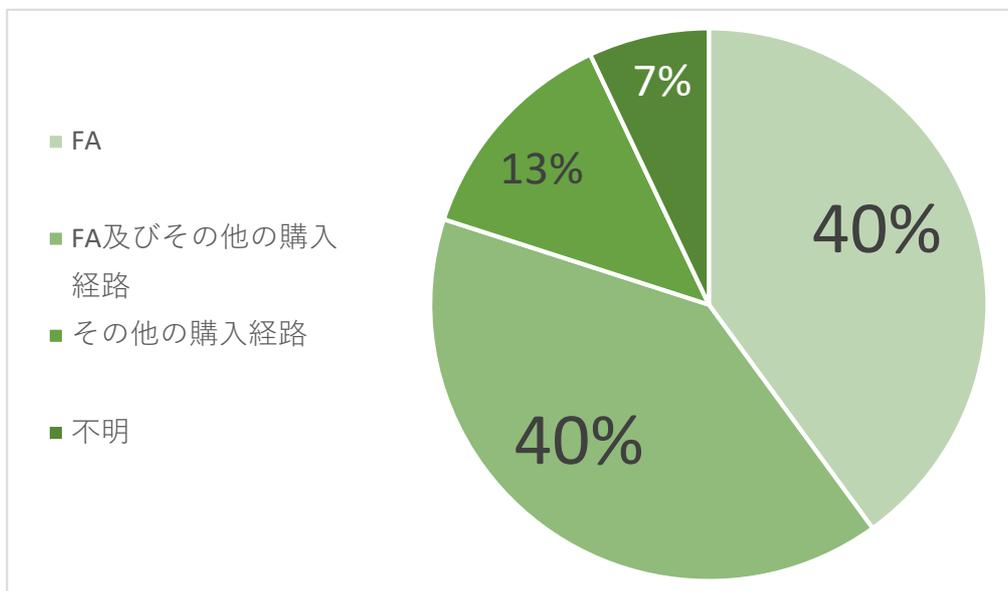
### 15 第 1 項 現状の問題点

日本において一般的に FP、FA と言えば企業系 FA を指し、日本における FA のうち約 9 割が企業系 FA である。

- 20 日本における企業系 FA は銀行や証券会社につとめ、給料を貰うような収入体系が一般的で、自社商品のみ、または自社商品を優先して顧客に販売を行っている。そのため一般的な形態の企業系 FA では、顧客に対して投資信託運用・販売会社が売りたい商品を売るといった問題の解決につながらないと考えられる。

- 25 それに対し、米国では独立系 FA が一般的で、約 30 万人の独立系 FA が活動している。図表 5-2-1 米国での職域 DC 以外での投資信託購入経路を見ると FA のみが 40%、FA 及びその他の購入経路が 40%となっており、職域 DC 以外でも投資している米国投資家の約 80%が FA を利用していることが見てとれる。

図表 5-2-1 米国投資家の職域 DC 以外での投信購入経路



出典：『米国フィナンシャル・プランナー-その現状と新しい動き-』

5

杉田浩治・2015年・p.10より筆者作成

米国における独立系FAが日本における企業系FAと大きく違う点として、収入形態が挙げられる。図表 5-2-2 は米国におけるFAの平均収入構造を表したグラフである。このグラフを見ると米国のFAは運用資産額に対し定率のフィーを収受する「対運用残高フィー」が46%を占めており、企業から委託された投資商品を売り、売り上げに応じたコミッションを収受する「投資商品コミッション」の21%を大きく上回っている。

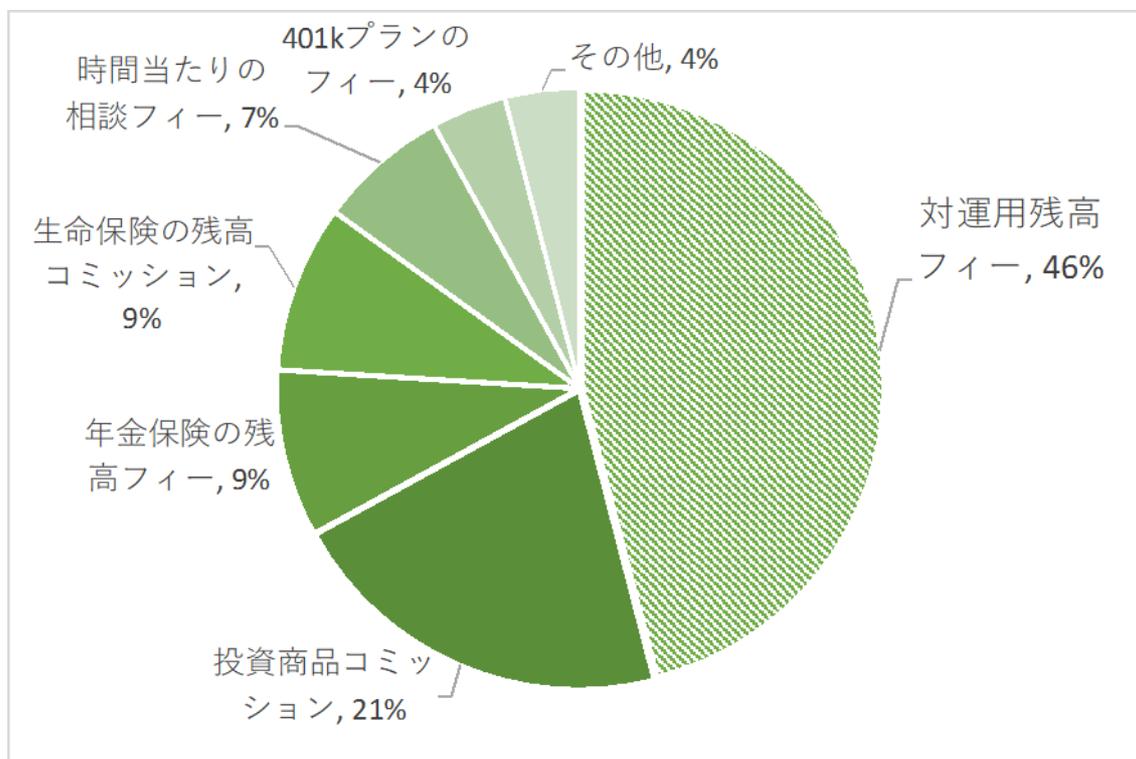
米国において独立系FAの収入源である対運用残高フィーを増やすには、顧客のニーズに応じた商品を提供し、顧客が望む形でのリターンをあげることが必要だと考えられる。そのため、米国における独立系FAはより顧客の利益に沿った商品販売が必要となると考えられる。このことによって、顧客に対して投資信託運用・販売会社が売りたい商品を買うという問題の解決につながる。

しかし、日本での独立系FAの普及には大きな問題がある。私たちは日本における独立系FAの普及の阻害要因として、日本ではFAに対して、フィーを払って投資アドバイスを得ようとする人が少なく、米国のような独立系FAの収

20

入形態を整えられないことが大きいと考える。杉田(2015)でも、「日本では、いまだに『情報とアドバイスはタダで得られる』と考える投資家が多く、フィーを払って投資アドバイスを得ようとする風土にはなっていない」(『米国のフィナンシャル・プランナー-その現状と新しい動き-』杉田浩治 2015 p.20)と述べられており、日本ではFAに対して費用を払うことに対して、抵抗があるといえる。これらのことから、日本で独立系FAが普及しない大きな原因は独立系FAが活躍できる環境が十分に整っていないことであると考えられる。

図表 5-2-2 米国におけるFAの平均収入構造



出典：『米国のフィナンシャル・プランナー-その現状と新しい動き-』

杉田浩治 2015年 p.6 より筆者作成

## 第2項 確定拠出年金を通じた独立FAの普及

日本に米国における独立系FAを導入するためには収入における問題が存在すると指摘してきた。そこで私たちが注目したのが、企業型確定拠出年金における導入時教育である。

具体的な政策内容としては、企業型確定拠出年金加入時に行われる導入時教

育の教育者を独立系 FA に移行させていくというものである。企業型確定拠出年金は、今後加入者が伸びていくと予想される制度であり、私たちは投資を始めるきっかけの制度となりうると考えている。その加入者に対し、独立系 FA により今まで行われてきた確定拠出年金に関する事柄や一般的な投資知識の他に、

5 資産形成の重要性、資産形成において独立系 FA が果たす役割、独立系 FA の収入形態に関する考え方等についての教育を行い、独立系 FA が日本で活躍できる下地作りを進める。

現状、日本における独立系 FA は非常に少なく、約 3000 人程度しか存在しない。このことから、日本の独立系 FA が企業型確定拠出年金加入者全体に今すぐ

10 教育を行うのは困難だと考えられる。そのため、現在行われている導入時教育から独立系 FA に完全に移行させるまで一定の期間を設けるという提案を行う。日本における独立系 FA のニーズは高まっており、実際に IFA は増加しているとみられている。確定拠出年金を入口とし、投資を行う人は増えていくと予想されるため、独立系 FA の日本におけるニーズは、より高まっていくと考えら

15 れる。そのため、完全移行まで一定期間を設ければ、十分実現可能だと考える。

もう一つの独立系 FA に関する政策として、独立系 FA として活動するための資格の作成、活動する上での明確なルール設定を提案する。独立系 FA のニーズは現在高まっており、今後も高まり続けると述べてきた。独立系 FA のニーズが高まり、それに応じて独立系 FA が増えていけば、質の悪い独立 FA が増えかね

20 ない。独立 FA の質を一定以上に保ち続けるには、資格の作成、ルール設定が必要であると考えられる。

### 第3項 実現可能性

この政策を導入するに当たるインセンティブとしては、独立系 FA には収入の増加、社会的地位の向上が考えられる。独立系 FA は米国では社会的に立場が確立されている。医師や、法律家(弁護士、検事)に並ぶ専門家として位置づけられ、年収も 1000 万を超える場合も珍しくはない。それに対し、日本で一般的な企業系 FA は会社勤めであり、同年代の一般的なサラリーマンと同程度の年収となっている。これはこの政策における大きな問題点である独立系 FA の不足が、企業型 FA からの人手が流入することにより、解決のための要因となる。

- 5
- 10 家計には中・長期的な資産形成手段を高い金融リテラシーなしでも、選択できるようになるというメリットが挙げられる。残高フィーとして投資額の一部が費用となるが、それを補ってあまりあるリターンが家計には生まれると考えられる。

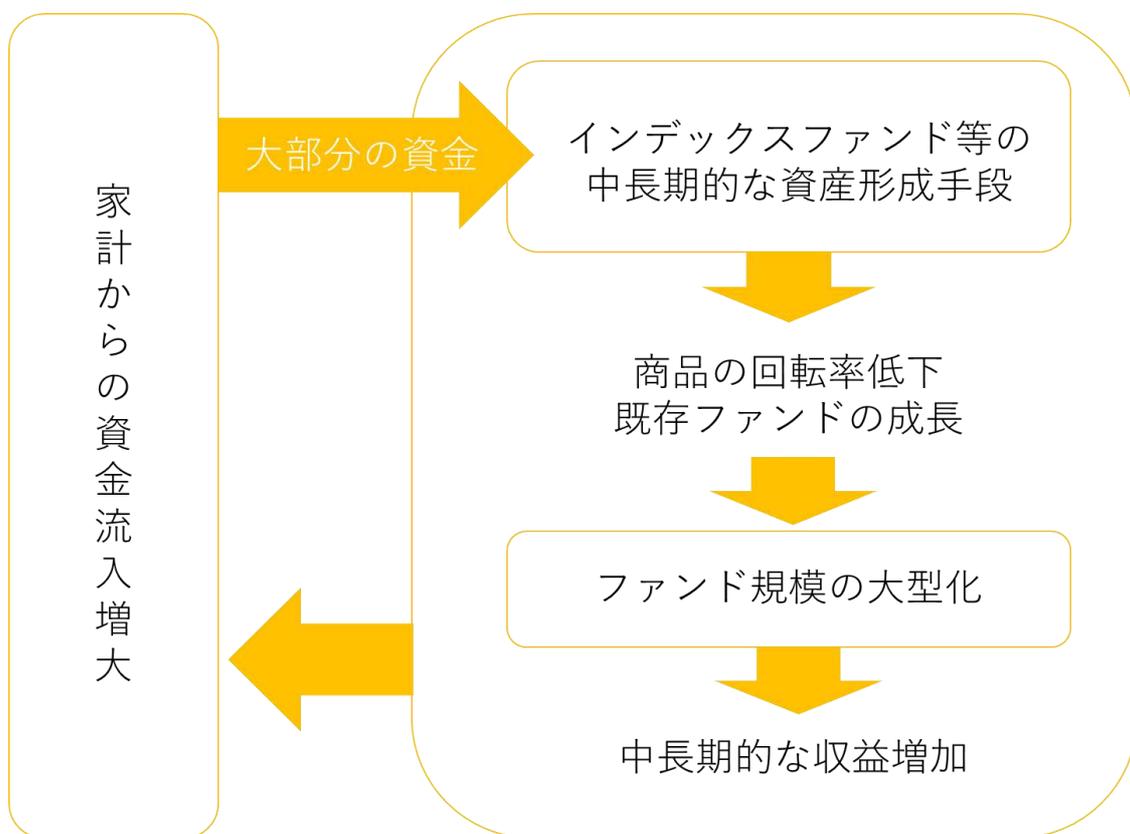
- 15 国には家計の資産形成手段の確立による社会保障費の低減というメリットが考えられる。また投資信託業界は資金流入額の増加が望めるため、市場そのものの拡大というメリットがあると考えられる。

### 第3節 二つの政策のつながりと政策効果

- 20 投資信託の問題がそれぞれつながっていたように、私たちが提案した政策もそれぞれつながっている。

- 25 確定拠出年金によって資金流入のきっかけを作り、それを独立系 FA の普及によってさらに増大させていく。その増やした資金流入を独立系 FA によって、インデックスファンドなどの中長期的資産形成手段に流入させる。それによって、商品の回転率が低下し、既存ファンドの成長の促進につながると考えられる。既存ファンドが成長していけば、ファンド規模が大型化する。ファンド規模の大型化、中長期的な資産形成手段の広まりによってさらなる家計からの資金流入増大が望めると考えられる。

図表 5-3-1 政策実施後の家系と投資信託業界



筆者作成

## 5 終章

本稿では、日本における資産形成手段としての投資信託としての在り方について述べてきた。現状、少子高齢化に伴い、日本では現役世代の老後の不安が懸念され、家計金融資産が現金預金に偏っていることから、政府が掲げた「貯蓄から投資」を促す手段として投資信託の普及が促されてきた。しかし、日本の投資信託の現状を見てみると今まで家計の長期的、安定的な資産形成手段として機能してきたとは言えない。そこには投資信託に資金が流れない流入の問題と、資金がうまくいい商品に流れていかない問題があると考えた。

そこで私たちは投資信託への資金流入額増大を目指す政策として、確定拠出年金の制度改革を考えた。現在の日本の確定拠出年において元本保証型商品の選択が多いことで確定拠出年金が投資信託に向けて資産があまり流れていない

ことより、確定拠出年金が投資信託の普及に寄与できていないことが言える。さらに確定拠出年金のデフォルト商品の中の割合では9割が元本保証型の商品が占めており確定拠出年金が投資信託へうまく資金を流せないのはデフォルト商品における元本保証型商品の割合が高いことが原因であると考えた。そこで

5 私たちは米国の401kにおけるデフォルト商品制度の導入を提言した。米国のデフォルト商品制度はデフォルト商品の中の割合の多くをリスク・リターン

の望める商品にするというものである。この制度の導入により確定拠出年金の利用により投資信託への資産流入の増加が望める。

次に、資金が流入したとしてその流入した資金が手数料の高いアクティブ運用などの商品に流れてしまっ

10 ては悪循環を断ち切ることはできない。そこで私たちは独立系FAの普及を考えた。現在日本には独立系FAの数は非常に少なく、その要因として、独立系FAが活躍していける環境が整っていないこと考

え、私たちは、独立系FAの活躍の環境づくりとして確定拠出年金の継続教育を数年の移行期間を用いて独立系FAに一任する背策を提言した。独立系FAは

15 投資の専門家であり十分に継続教育を担える人材である。確定拠出年金は長期的な運用を行う投資であり、その期間があることで徐々に独立系FAの市場が確立していき環境が整っていく。

私たちが提言した二つの政策により、確定拠出年金の資金流入のきっかけを作ることができ、独立系FAの普及の影響によりその資金が成績の良い商品に

20 流れることで、さらに資金が増大していく。結果的にインデックスファンドの中長期的資産形成を促し、商品回転率の低下により既存ファンドが成長し資金流入が増大すれば、投資信託の悪循環を断ち切り好循環に切り替えることが可能である。好循環になることで投資信託が普及し、家計の資産経営手段となり、さらに確定拠出年金の普及で老後の遺産形成の不安も解消されることを願

25 いこの論文の結びとする。

## 参考文献・URL

〈参考文献〉

朝倉智也（2015）『図解はじめての投資信託』学研パブリッシング

朝倉智也（2011）『投資信託に関する現状の課題と対応』

- 5 一般社団法人投資信託協会（2015）『日本の投資信託 2014』  
一般社団法人投資信託協会（2016）『投資信託に関するアンケート調査報告書』  
釜江廣志（2015）『入門証券市場論』有斐閣  
城下賢（2009）『日本株式市場の投資行動分析：行動ファイナンス』中央経済新聞
- 10 厚生労働省（2017）『確定拠出年金における運用の改善について（運用商品提供  
杉田浩治（2016）『世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題』  
杉田浩治（2014）『投資信託の制度・実態の国際比較』  
杉田浩治（2014）『投資信託の 14 年改革と今後の課題』  
杉田浩治（2016）『投資信託の販売をめぐる世界の動向』
- 15 杉田浩治（2011）『発足から満 60 年を迎える日本の投資信託』  
杉田浩治（2014）『米国投信 4 分の 3 の歴史から何を学ぶか』  
杉田浩治（2015）『米国のファイナンシャル・プランナー-その現況と新しい動き-』日本証券経済研究所  
田村威（2014）『投資信託：基礎と実務』経済法令研究会
- 20 田村威（2016）『プロフェッショナル投資信託実務』経済法令研究会  
友松義信（2014）『信託入門』金融財政事情研究会  
日本証券経済研究所『図説日本の証券市場論』  
年金資産運用研究会『変革迫られる年金運用 マイナス金利の衝撃』日本経済新聞出版社
- 25 野間敏克（2015）『証券市場と私たちの経済』放送大学教育振興会  
野村垂記子（2017）『進化する確定拠出年金』年金資産運用研究会  
野村総合研究所（2007）『本邦における独立系 FP のビジネス形態』  
福光寛（2007）『ベーシック証券市場論』同文館  
山崎元（2017）『シンプルにわかる確定拠出年金』KADOKAWA

〈参考 URL〉

インベスト・カンパニー・インスティテュート

〈 <https://www.nikkei.com/article/DGXZZ052835000V10C13A3000000/> 〉  
(2017/10/27)

- 5 株式会社野村総合研究所「個人資産の運用分析を通じた世界的な視野での産業  
金融の枠組みに係る検討」  
〈[http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2014fy/E003664.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2014fy/E003664.pdf)〉(2017/10/27)  
企業年金連合会報告書  
〈[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf)  
10 [Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000166991.pdf)〉 (2017/10/27)  
金融広報中央委員会「金融リテラシー調査(2016)」より  
〈[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)  
2016/pdf/16literacy.pdf〉 (2017/10/27)  
金融庁「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告」  
15 〈 [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20161222-1/01](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/01) 〉  
(2017/10/27)  
金融庁「説明資料(平成29年3月30日)」  
〈<http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryoku/20170330/03.pdf>〉(2017/10/27)  
金融庁「平成27年度金融レポート」  
20 〈<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>〉 (2017/10/27)  
国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来人口(平成29年推計)」  
〈 [http://www.ipss.go.jp/ppzenkoku/j/zenkoku2017/pp\\_zenkoku2017.asp](http://www.ipss.go.jp/ppzenkoku/j/zenkoku2017/pp_zenkoku2017.asp) 〉  
(2017/10/27)  
国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年推計)」  
25 〈 [http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29\\_ReportALL.pdf](http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29_ReportALL.pdf) 〉  
(2017/10/27)  
投資信託協会 HP 「契約投資信託の仕組み」  
〈<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>〉(2017/10/27)

投資信託協会 HP 「第三回長期投資のメリットとは」

〈 [https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol\\_03/](https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/) 〉  
(2017/10/27)

日本証券経済研究所「投資信託に関するアンケート」

5 〈[https://www.toushin.or.jp/statistics/paper\\_list/](https://www.toushin.or.jp/statistics/paper_list/)〉

りそな年金研究所「企業年金レポート」

〈 <http://www.resonabank.co.jp/nenkin/info/note/pdf/201706.pdf> 〉  
(2017/10/27)

三菱 UFJ 国債投信株式会社コラム

10 〈<https://www.am.mufg.jp/text/kam160201.pdf>〉

THE WORLD BANK DATE ” Deposit interest rate ”

〈<https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.DPST>〉 (2017/10/27)

iFinance 金融情報サイト「会社型投資信託概要について」

〈[https://www.ifinance.ne.jp/learn/fund/fdb\\_7.html](https://www.ifinance.ne.jp/learn/fund/fdb_7.html)〉 (2017/10/27)

15 GLOBAL NOTE「世界の名目 GDP 国別ランキング・推移 (IMF)」

〈<http://www.globalnote.jp/post-1409.html>〉 (2017/10/27)

SPIVA 日本スコアカード

〈 [www.japanese.spindices.com/documents/spiva/spiva-japan-year-end-2016-jpn.pdf](http://www.japanese.spindices.com/documents/spiva/spiva-japan-year-end-2016-jpn.pdf) 〉 (2017/10/27)

20 My INDEX HP

〈<http://myindex.jp>〉 (2017/10/27)