

平成 27 年度「証券ゼミナール大会」

第 5 テーマ A ブロック

日本における投資信託の現状と今後の課題

名城大学 柳田ゼミナール 野々垣班

目次

	序章	2
	第 1 章 投資信託の現状	3
	第 1 節 日本の現状からみる資産運用の必要性	3
5	第 2 節 投資信託とは	5
	第 3 節 日本の現状	11
	(1) 家計サイドでの現状	11
	(2) 販売機関サイドでの現状	13
	(3) 運用パフォーマンスの概況	16
10	(4) 制度面での現状	19
	第 2 章 諸外国との比較	25
	(1) 米国における投資信託市場	25
	(2) 英国における投資信託市場	28
	(3) 仏国における投資信託市場	31
15	(4) 日本と諸外国の比較・考察	33
	第 3 章 投資信託のあり方	34
	第 1 節 投資信託の定義	34
	第 2 節 提案	35
	終章	38
20	参考文献	39

序章

2015年10月に安倍首相は、内閣改造を行い、第3次安倍内閣が発足した。この内閣では、「アベノミクス第2ステージ」と称し、「1億総活躍社会」の実現に向けて、「新3本の矢」が打ち出された。これは、①GDP600兆円への引き上げ②夢を紡ぐ子育て支援③安心に繋がる社会保障の3本からなっている。

5 社会的課題の解決に一層尽力していきたいという安倍内閣の意向が示されており、9月25日の記者会見で「新たな3本の矢の1本目に旧3本の矢が集約された形となっている」と麻生太郎財務相は言及した。しかし、実現性には疑問を抱くようなものばかりである。今回の政策転換の本当の理由は、これまでの

10 経済政策の失敗から国民の目をそらすことだと評価する専門家もいる。NHK・日本テレビの両世論調査を見ると、第3次安倍内閣について「評価しない」との回答が「評価する」の回答を上回っており、「1億総活躍社会」についても「期待していない・期待できない」が「期待する」を上回っている。このアンケート調査からも分かるように、政府の取組みに期待している国民は少ないだろう。

15 しかし、今後も社会不安は増大していくことが見込まれる。こうした現状を鑑みるに、日本の国民には、一層、自己責任の下で生活していくことが必要であると考えられる。

これらを踏まえ本稿では、第1章で、日本の投資信託の現状について取り上げ、課題を明らかにしていく。次に、第2章では、諸外国との比較を通じ、日本と諸外国の投資信託市場の違いを明らかにし、第3章では、私たちが考える投資信託のあり方の定義、そして、この定義を実現させるための提案を述べていく。

20

第1章 投資信託の現状

この章では、日本が現在抱える社会不安等を認識し、資産運用の必要性を述べ、投資信託についての基本的な理解を深める。そして、投資信託に関する様々な主体ごとの現状について述べていく。

5

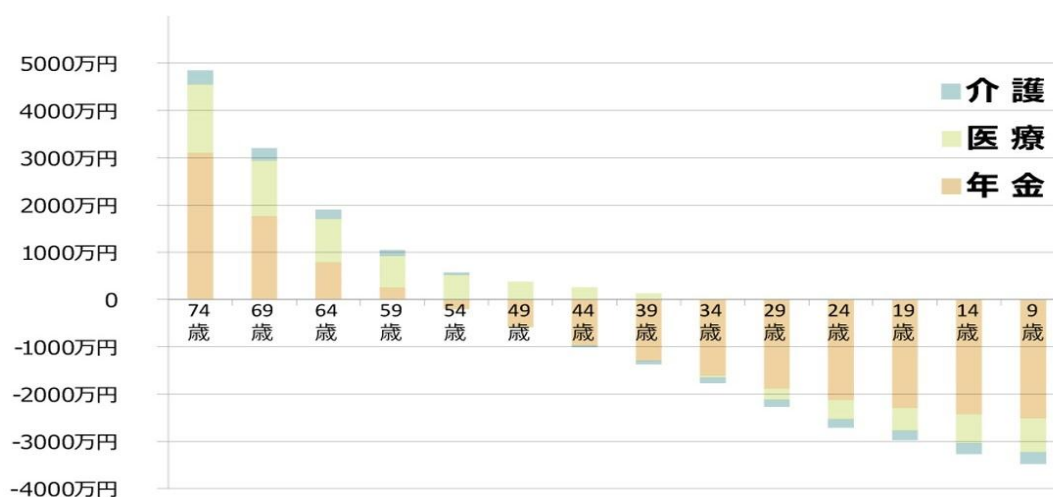
第1節 日本の現状からみる資産運用の必要性

少子高齢化といわれる日本では、労働力人口の減少、将来不安への懸念が大きくなっている。現在では、65歳以上の高齢者人口の割合は、約25%となっており、今後も増加していく見込みである¹。こうした中で、国民が不安を感じているのが老後生活に対する不安であるだろう。生命保険文化センターが18～69歳までを対象に無作為に調査したアンケートによると、老後生活に対する不安を抱えていると回答した国民は、86.0%を占めており、具体的な内容についてみると、公的年金に対する不安が81.4%と高い割合を占めている²。そもそも、公的年金とは、人生における様々なリスクに備える機能を有するものであり、この機能は、社会全体の支え合いの仕組み（賦課方式）によるものである。ここでは、日本の現状を認識し、資産運用の必要性を述べていく。

10

15

図1 年金・医療・介護における世代間別損得計算



(出所) 厚生労働省 2014年「財政検証結果レポート」

20

¹ 国立社会保障・人口問題研究所 HP

² 生命保険文化センター (2013年) 「生活保障に関する調査」

図 1 を見ると分かるように、受給額は、40 歳以下の世代からマイナスとなっている。上述したように公的年金は賦課方式で運営されており、この賦課方式は少子高齢化が進行していくと、年金の受給額が支払った保険料よりもマイナスになるという世代間格差の問題を引き起こしている。この事実を認識しているのか、現役世代の保険料の未納問題も同時に引き起こされているといえる。

5 更に、日本の合計特殊出生率は 2014 年末時点において 1.42 となっているが、国立社会保障・人口問題研究所によると「出生率は長期的に 1.35 で推移する」と予測しており今後も人口は減少していくことが予想される³。この合計特出生率は、首相官邸データによると、相当期間が 1.5 を割り込んだ先進国でその後、

10 1.5 以上の水準に回復した国はこれまでにないということがわかった。人口減少社会となって、生産年齢人口が減少し、加えて、長寿化で高齢者が増えるということは、支え手が少なくなり、支えるべき高齢者は多くなるといえる。このような現状を鑑みるに、今後は、公的年金の給付水準の抑制等の社会保障費の縮小が考えられる。

15 少子高齢化だけでなく、バブル崩壊時の金融危機による「ゼロ金利政策」による低金利が現在に至るまで続いている。預貯金中心の資産構成では、ほとんど資産が殖えることはない。それどころか、2012 年に発足した安倍政権によるアベノミクスの影響で、物価の上昇も起こっており、預貯金のみでは、資産が目減りしてしまう。また、2017 年 4 月には消費税が 10%にまで引き上げられることとなり、国民の負担は、一層増すばかりである。

20

増大する社会不安に対処するには、国に頼るばかりではなく、国民の自助努力による資産形成が必要であると考え。現在では、日本版 401 (k) プランや NISA などの制度面での充実も図られており、老後の資産形成手段のひとつとして、国民に広く認識されるよう国も尽力している。制度面のより一層の充実

25 に、国民 1 人 1 人が自己の将来を考え、ライフプランに合わせた資産運用を行っていくことが重要であると考え。

³ 厚生労働省 (2014 年) 「人口動態統計 (確定数) の概況」

第2節 投資信託とは

投資信託とは、投資家から集めたお金を資金としてまとめ、ファンドマネージャーが投資・運用しその成果として生まれた利益を投資家に還元するという仕組みの金融商品である。本節では、投資信託に関する種類、歴史、法制度や改革についての基本的な部分について述べ、次節に繋げていく。

I 投資信託の種類・歴史

投資信託は以下の図のような分類がなされている。

図2 種類

運営の仕組み	契約型、会社型
運用スタイル	パッシブ運用、アクティブ運用
投資対象	株式投資信託、公社債投資信託
運用方針	インデックス型、アクティブ型
投資対象の国・地域	国内型、海外型、グローバル型

10 (出所) 投資信託協会を参考に筆者作成

日本の投資信託は、発足から約 60 年を迎え、投資信託大国と呼ばれる米国の投資信託の歴史と比べてみても大差はない。日本の投資信託は 1951 年に制定された証券投資信託法の名のもとに成立し、「単位型株式投資信託」という珍しい商品でスタートした。この背景には、戦後の財閥解体や財産税の物納等による株価の大幅な下落があり、このため「かかる事態に対処する対策の一つとして、証券民主化の一翼を担うべく、投資信託制度を活用すること」になったのである⁴。その後、追加型投資信託(1952 年)や公社債投資信託(1961 年)等が発足したが、90 年のバブル崩壊までは、投資信託販売の中心は、単位型株式投資信託であった。これは、戦後経済の復興による右肩上がりの株価トレンドを前提として、期間が決められた貯蓄的商品を毎月募集するというビジネスモデルが主流であったためである。バブル崩壊以降も Money Mutual Fund (以下 MMF と記述) や、日経 300 上場投資信託等の株価指数連動型が発足し、運用

⁴ 杉田浩治 (2011 年) 「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託」

方式についても、ファミリーファンドや、ファンド・オブ・ファンズといった運用方式が認められるようになった。

投資信託に関わる変化は商品性だけではない。日本の金融市場も現在に至るまで、多様な変化を遂げており、投資信託市場に影響を与えている。中でも、

5 1996年に政府主導で進められた日本版金融ビッグバンによる市場の変化は、最も大きな影響を与えた。販売面についてみると、銀行等が投資信託販売に参入したことがある。この銀行窓販は投資信託の認知度を飛躍的に向上させ、投資信託残高構成は証券会社が50.6%であるのに対し、銀行等の登録金融機関では、

10 は、金融ビッグバン以前にも、社債市場の発達や国債の発行開始(1965年)による債権市場の拡大とともに債権組み入れが増加する等、投資対象が多様化し、海外への投資も1970年の対外証券投資自由化によって、認められるようになった。しかし、海外投資が十分に普及したのは、日本版金融ビッグバン以降である。また、2014年からは、日本版 Individual Savings Account (以下 NISA

15 と記述)が創設された。NISAの制度趣旨には「約1,700兆円ある我が国の家計金融資産について、自助努力に基づく資産形成を支援・促進する」とあり、「貯蓄から投資へ」という流れを一層加速させたいという政府の意向が感じられる。このNISAに適している金融商品として、投資信託が考えられており、NISAの導入に合わせて、改革がなされた。

20 上述してきたように、日本の投資信託は、後述する米国・英国のように投資家ニーズに沿って自然発生的に誕生し変化してきたというよりも、制度・商品・販売チャネルを含め、国策の影響を受けてきた面が多々ある。しかし、第1節でも述べたように、今後、増加すると予測される社会不安に対応するため、個人の自助努力による資産運用の必要性は高まっている。投資信託は、現在では、

25 作り手、売り手、買い手などのさまざまなサイドにおいて、問題を抱えているが、今後こういった問題に対応し、投資信託という仕組みを中長期的な資産形成における手段のひとつとして、国民に広く利用されるべきであると考え。

⁵ 投資信託協会(2014年)「販売チャネル別純資産残高」

II 投資信託の規制・監督体制について

金融業を担う証券会社や銀行、保険等の金融機関の多くは公的規制や監督の下で取引を行っている。規制とは市場における様々な取引に対する政府を含む公的機関の介入と捉えることができ、市場の規律や自由のみに委ねた場合、金融機関の果たすべき目標が達成されない際に必要とされる。投資信託の介入を行う公的機関は金融庁であり、金融庁は金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律（以下投信法と記述）に基づき規制・監督を行っている。金融庁の主な業務は、金融機関に対する立入検査などのオンサイト・モニタリングとヒアリングや資料の徴求等のオフサイト・モニタリングである。金融庁では、オンサイト・モニタリングとオフサイト・モニタリングを効果的・効率的に組み合わせることにより、金融機関や金融システムに対してより深度ある実態把握に努める点に重点を置いている。日本の投資信託には純資産総額に対して商品の数が多い特徴があり、ファンド1本あたりの純資産額は米国の10%にも達していない。また、日本の販売会社と運用会社は系列関係にある場合が多く、販売会社が系列会社の新商品を推す回転売買などの営業姿勢悪化という問題点に繋がっている。

そこで、金融庁は「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）」を公表した。この中にある「資産運用の高度化」という重点施策には「家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることが重要である。このため、商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）を実際に果たすことが求められる。」と記載されている。基本方針では「資産運用の担い手」を「フィデューシャリー」、「受託者としての責務」を「デューティー」と呼んでおり、金融庁が上述した問題点から投資家を保護するため、金融機関に一層自助努力を求めた方針と考えられる⁶。

日本の販売機関の収入源は販売手数料中心であり、販売員が回転売買を推す傾向がある。これは、投資家と販売機関で利益相反が発生する可能性があるた

⁶金融庁（2014年）「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）」

め、金融庁は投資家保護に努めるために規制を強めるべきであると考え。今回の金融庁による基本方針は「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任」を定めたが、義務化による強制力はなく、規制を強めるよりも、金融機関に自発的改革を促す形となった⁶。結果、

5 金融庁によるモニタリング活動や金融機関の自助努力によって一定の効果を上げることはできても営業姿勢の根本的な解決には繋がりにくいと考えられる。

現在、投資信託の個人金融資産に占める割合は高いとはいえ、市場発展の考慮が必要であるが、規制の強化によって、顧客にとって不利益をもたらすような営業スタイルという行動の削減を優先すべきであると考え。厳しい規

10 制・監督体制による投資家にとって公正な環境を確立したうえで、市場発展を目指すべきではないだろうか。

Ⅲ 投資信託の法制・改革に対する評価

1951年に証券投資信託法の施行により、本格的な制度として始まった日本の投資信託制度は、およそ60年の歴史を持つこととなる⁷。この長い歴史において、投資信託に関連する法整備や改革が多数あった。中でも、注目すべきである改革が1996年から2001年にかけて行われた日本版金融ビッグバンによって改正された金融システム改革法の成立、2014年の金融審議会の「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」の報告書に沿って行

15 われた2014年度の改革の2点が挙げられるだろう。本稿では、こうした投資信託に関連する法整備や改革に対する評価を時系列的に述べていく。

投資信託が開始した当初は、証券会社の兼業業務という位置付けであったが、1960年代に入ると、利益相反抑止の観点から一旦証券会社から分離されることとなった。1967年には、「昭和40年不況」時に発生した額面割れ償還による

25 社会的批判を踏まえ、投信法が改正された。これにより、「組み入れ証券に係る株主権行使」「委託会社の受益者への忠実義務」「ディスクロージャー義務」等が規定され、投資家保護の観点が盛り込まれたものとなる。70年代からは、新しい投資信託商品の登場や、外資系企業の日本参入などによる環境変化に伴い、

⁷ 戦前にも投資信託は存在し、1941年に野村証券が初めて設立したが、法律に基づき本格的な制度として始まったのは1951年である。

法律の整備がなされた。

90年代には、金融規制の緩和が大きく進んだ。1993年に施行された「金融制度改革法」では、異業種間の業態別子会社による相互参入も認められるようになる。これは、異業種間の相互参入のベースとなる漸進的な改革であった。

5 しかし、金融制度改革がなされるまでに、長い時間を要した日本の金融市場は、他の先進国の金融市場に遅れをとることとなった。こうした世界の流れに対応すべく、1996年に日本版金融ビッグバンが提唱された。これは、「2001年までに東京市場をロンドンやニューヨーク並みの国際市場に」というスローガンの下で、金融規制の撤廃・緩和が行われた。日本版金融ビッグバンの下で、金融システム改革法(1998年)が施行され、この法律の施行に伴い、元々の「証券投資信託法」は、名称を変更し、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」と名前を変え、異業種間の相互参入の自由化や、会社型投資信託の導入、商品設計の自由化など、投資信託市場も、一層の活性化を図る事を目的として、規制緩和がなされた。

15 「日本版金融ビッグバン」の改革期間が終了し、日本の金融市場は、大きく変化を遂げることとなったが、世界の金融市場の競争力を評価する「グローバル金融センターインデックス」では、第9位という結果が出ている⁸。これは、他のアジア地域における香港やシンガポールよりも低い順位にとどまっていた。これを受け、日本の金融資本市場の国際化・競争力強化に向け議論が行われ、ここで議論された内容を基に金融庁は「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめ、政府一体として推進されることが盛り込まれた。このプランの最大の目的は、「我が国の市場の競争力を強化し、その魅力を向上させていくこと」であり、これを実現するために、「多様な投資機会・調達機会の提供」「多様で質の高い金融サービスの提供」「公正・透明で信頼性のある市場の構築」

20 の3つの分野にわたって法律上の整備が行われた。この法律を「金融商品取引法」という。これは、①投資サービス法制の構築②開示制度の拡充③自主規制機能の強化④不公正取引の厳正な対応という4つの柱から成っている。この法律の施行により、投資家に対して、特定の投資家(プロ)と一般の投資家(アマ)との間で保護ルールに差が設けられ、金融商品を取り扱う業者においても、

⁸ 日本経済新聞 2007年3月2日記事より引用

販売・勧誘・契約等の行為に対し規制が強化されることとなった。

2008年にはサブプライムローンをきっかけにリーマンショックが起き、世界的な不況に見舞われた。日本も例外ではなく、この不況に対応すべく2010年度の民主党政権下で閣議決定された「新成長戦略」と同年12月に公表された

5 「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」では、投資信託商品の多様化等に対応すべく投資信託・投資法人法制の課題の把握と見直しが検討された。また、2014年はNISAが導入された年である。このNISAの制度趣旨が「中長期的な資産形成の支援」であり、投資信託がNISAの投資対象の中心となるとの考えから、以下に述べるような改革がなされた。この投

10 信制度改革の主な内容は、①運用財産についてのリスク規制の導入②ディスクロージャーの改善③トータルリターンを通知する制度の導入などである。①では、報告書の指摘していた通り「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くと評価でき、国際比較から見ても、このリスク規制はグローバルスタンダードに近づくことになったとも評価している⁹。②では、すべ

15 ての投資信託購入者に交付することが義務づけられている交付目論見書にリスクをわかりやすく明記すること、受益者に交付する交付運用報告書を2段階化し、理解しやすくすること等の改正が行われた。③では、投資信託の分配金は、元本の払い戻しに相当することがあるとして、投資信託の収益には、分配金に基準価額の変動を加えることが必要であるという報告書の指摘により、制

20 度整備が行われた。この制度は、米国やユーロエリアでは採用されておらず、他の国よりも充実した投資家サービス制度になるだろう。

上述したように、日本の投資信託は、制度導入時から現在に至るまで、多種多様な変化を遂げている。こうした変化は、世界情勢や経済状況の変化に合わせて、政府主導となり行われたものが多いことがわかる。上述したような改革

25 に対しては、よい評価もあれば悪い評価もあり、例えば、「これまでに比して思い切った施策が盛り込まれており、当局の対応として高く評価できる」¹⁰といった意見がある一方で、「約1,700兆円の個人金融資産の効率運用を促す手段を導入することは、本来、最優先に実現させるべきことにも関わらず盛り込

⁹ 杉田浩治（2014年）「投資信託の14年改革と今後の課題」

¹⁰ 清水啓典（2008年）「我が国金融・資本市場の国際化に向けて」

まれている」¹¹との意見がある。個人的な見解ではあるが、2007年の金融商品取引法までの改革に対しては、我が国の国際的地位を保守するための、市場活性化等の意図があるように感じられた。しかし、2014年のNISA導入に向けて行われた制度改革は、家計の目線に立ち、現状の課題とその対応策について

5 盛り込まれたディスクロージャー制度や、投資家サービス制度の充実は、投資家保護の観点では非常によいものであると考える。

第3節 日本の現状

本節では、投資信託に関する主体ごとの現状を把握し、課題を明らかにして

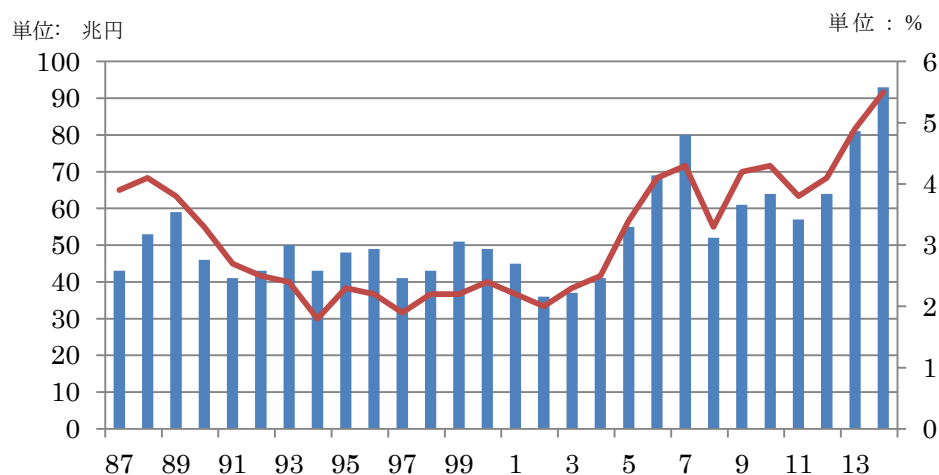
10 いく。

(1) 家計サイドでの現状

我が国の家計における個人金融資産残高は、約1,700兆円である¹²。資産構成として、「現金・預金」の比率が52.5%と過半を占め、「株式・出資金」の比率が9.5%、「投資信託」の比率が5.5%となっている¹²。

15

図3 投資信託残高と個人金融資産に占める投資信託の割合推移



(出所) 投資信託残高は投資信託協会、個人金融資産に占める投資信託の比率の推移は、資金循環統計より筆者作成

¹¹ 淵田康之 (2008年) 『金融・資本市場競争力強化プラン』とわが国金融機関の課題」

¹² 日本銀行 (2015年3月末時点) 「資金循環統計」

投資信託残高と個人金融資産に占める投資信託の割合推移はこのようになっている。図3を見るとわかるように、バブル崩壊や、リーマンショック時には一時低迷しているが、投資信託残高は、増加傾向にあり、2014年時点では、最高額を記録している。加えて、個人金融資産に占める投資信託比率も投資信託残高と同様増加傾向にあるが、5.5%では、家計の資産運用手段として浸透しているとは言えない状況にあるだろう。個人の投資信託保有についてみると、比較的年齢の高い層が保有する割合が大きく、50代以上が約7割となっている¹³。その主な要因として、若年層は子育てや住宅ローンの返済などにより家計に余裕資金がなく、投資信託の購入まで資金が回らないなどの原因があると考えられる。

今日、金融商品の多様化・複雑化が進展する中で、金融商品取引法等による投資家保護の法制度整備も同時に進められてきた。制度整備が進められてきたとはいえ、投資家と金融機関の間における情報の非対称性が拡大している。各種のアンケート調査をみると、投資家の金融リテラシーが依然として十分ではないことが確認できるほか、投資信託等の金融商品に関する苦情件数も増加傾向であることがわかる¹⁴。家計は、投資信託という金融商品そのもののメリットを享受することができていないのではないだろうか。本稿では、家計に投資信託が浸透していない現状について、投資信託に関する様々な制度整備がなされてきたのにも関わらずなぜ普及していないのか述べていく。

これまでにも指摘されてきたように、家計の金融リテラシーの不足に原因がある。投資信託は少額からでも分散投資を可能とするものであり、個人投資家の長期的な資産形成ツールとして優れた特徴を持っている。しかし、現状は無目的の余裕資金で保有している傾向もあり、その機能および役割が十分に発揮されているとは言い難い。それだけでなく、日本では、投資信託が金融機関の「手数料徴収ツール」として機能しているのが実態である。証券会社の営業マンや銀行窓口の担当者が「いま1番人気の商品です」などと言って勧めるのは、たいていが販売手数料の高い投資信託である。その結果、金融機関の勧めに従って商品の仕組みやリスクを理解できないまま投資し、損失が発生したときに

¹³ 投資信託協会 HP

¹⁴ 金融広報中央委員会 HP

驚き、相談所に慌てて駆け込む人が多数出てくる。上述した手数料、つまり販売会社が投資信託販売により獲得する利益は、販売時の販売手数料に偏ったものが多く、この販売手数料は年々上昇している。それだけではなく信託報酬も年々上昇している。信託報酬とは、運用期間中の管理費用であり、毎年かかり続けるコストで、購入時点のみ必要な販売手数料とは違い、運用成績に直接影響を与えるものであり、個人投資家の収益を圧迫する要因となっている。この2つの手数料の平均値の合計は4.21%もあるということを顧客には理解していただく必要がある¹⁵。金融機関の営業マンに勧められたままに商品を購入するのではなく、どの商品が自己の資産形成に適しているのか考えることのできるリテラシーを家計は、身に付ける必要がある。しかし、現在の日本の金融経済教育は、このような教育が十分に成されていない。なぜなら、学校段階の教育現場では授業時間が不足しており、金融経済教育の時間を十分に確保出来ない¹⁶。社会人の段階ではNPO法人等がセミナーなどを行っているが、開催時期が不定期であり学べる環境が整っていない為である。このように各段階で、環境の整備がなされていない事から、全世代において金融リテラシーが身に付いていないのではないだろうか。

投資信託は多くの方が活用できるという利点がありながらも、現状はあまり活用されていないと言えるだろう。今後、こういった問題点を改善するためには1人1人が各家計に合った投資信託を活用できるような最低限度の金融リテラシーを身に付けることが大切であると考えます。更に、販売会社の営業姿勢の工夫など、顧客のニーズに答えることが投資信託を浸透させることに繋がるのではないかと。

(2) 販売機関サイドでの現状

販売会社の主な業務は、投資家ごとの口座を管理し、投資信託の販売や換金、分配金・償還金の支払いなどがある。また、投資家が資産運用する際の質問に対応し、相談にのるため、投資家と運用会社を繋ぐ存在であるといえる。日本の投資信託の販売は、1951年に投資信託が発足して以来、40年余りの間証券

¹⁵ 朝倉智也（2012年）『低迷相場でも負けない資産運用の新セオリー』

¹⁶ 日本証券業協会 HP

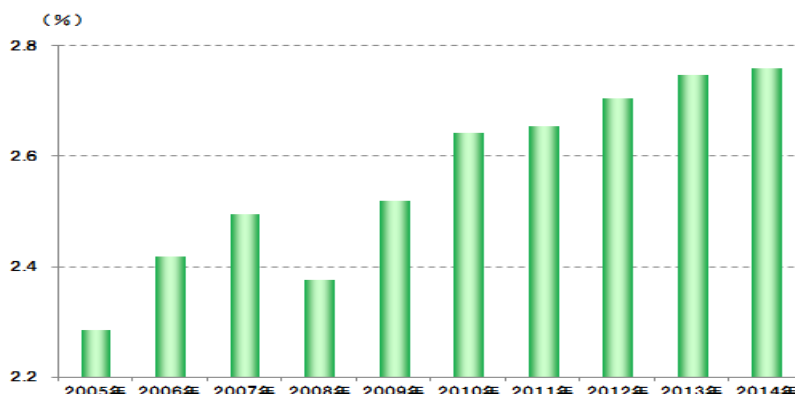
5 会社が担ってきた。しかし、1998年の金融システム改革において、銀行による投資信託の販売が解禁されたほか、2005年には郵政民営化に先駆けて郵便局での投資信託の販売も始まり、販売チャネルは拡大した。このように日本の投資信託の販売チャネルは発展を遂げてきたが、約1,700兆円といわれる家計の金融資産構成に占める投資信託の割合は5.5%にとどまっている¹²。なお、投資信託の販売チャネル別のシェアを見てみると、証券会社が50.6%(約71.0兆円)、銀行等の登録金融機関が46.1%(約64.6兆円)、直販の投資信託が3.3%(約4.6兆円)となっている¹⁷。証券会社や銀行との対面販売による取引が多くなっている原因として、証券会社は金融商品の種類が豊富であり、銀行は預金と投資をまとめて行える上、支店が多く家計にとって利用しやすいといった要因が挙げられる。しかし、現在の日本の投資信託は、投資家にとって対面販売は望ましいといえない現状がある。

15 第1に、販売会社と運用会社の癒着構造である。投資信託は様々な種類の商品が存在するため、販売会社は投資家のニーズに合った有益な商品を提案すべきである。しかし、日本の販売会社と運用会社は系列関係にある場合が多く、運用会社は販売会社にとって販売しやすい商品を作り、販売会社は運用会社の商品を優先してしまい、投資家よりも販売会社や運用会社目線で販売を行ってしまうことが考えられる。

20 第2に販売会社の販売姿勢である。上述したように、販売会社が投資家目線ではなく、自社や運用会社目線で販売を行うことによって現在の日本の販売会社には手数料優先の販売姿勢が発生し、販売手数料平均の上昇、平均保有期間の短期化といった問題がある。

¹⁷ 投資信託協会（2014年）「販売チャネル別純資産残高」

図 4 販売手数料平均の推移（2005年～2014年）



(出所) 立花証券 第一回 販売手数料を考える

- 5 図 4 を見るとわかるように、近年、投資信託の販売手数料平均は増加傾向にある。対面販売の証券会社や銀行の販売手数料は人的なコストがかかるため、ネット証券などと比べると割高となる傾向がある。例えば、投資信託の純資産残高で上位の「グローバルソブリンオープン（毎月分配型）」の販売手数料をみると、カブドットコム証券や SBI 証券といったネット証券はノーロードで販売
- 10 しているのに対して、三菱東京 UFJ 銀行は 1.62% の販売手数料がかかる¹⁸。販売手数料は購入の際にかかる確実なマイナスリターンであり、投資家目線であれば販売手数料を可能な限り抑えようとするが、証券会社や銀行等の登録金融機関の販売担当者には販売ノルマがある場合が多く、販売機関目線では自社の利益を考え、手数料の高い投資信託を売ることが最優先となる。そのため、
- 15 販売担当者がオプションやデリバティブを活用して運用するアクティブ型の投資信託や、ハイイールド債を組み込みこみ、高利回りをアピールした販売手数料の高いファンド等を推すといった利益相反行為が行われ、販売手数料の平均上昇を招いている原因と考えられる。

- 次に、個人投資家が保有する投資信託の平均保有期間の短期化である。現在、
- 20 日本の投資信託平均保有期間は 2015 年 6 月末時点で 2.8 年となっている¹⁹。直近 10 年のピークは 2008 年度の 4.3 年であり¹⁹、約 1.5 年短くなっている。平均保有期間が短くなった原因としては、投資信託の残高に対して受け取る手数料

¹⁸ モーニングスター株式会社 HP

¹⁹ 日本経済新聞 2015 年 7 月 26 日記事より引用

料の信託報酬よりも、売買時に受け取る販売手数料の方が大きいため、販売機関が乗り換え(スイッチング)による回転売買を推す手法が増加したことによって短期化が進んだと考えられる。また、上述したように投資信託の販売会社は、運用会社と系列関係にある場合が多いという特徴があるため、回転売買では系列の運用会社の新商品を推す傾向がある。参考として、英国の投資信託全体の平均保有期間は 2011 年で約 3.8 となっており、英国などと比べると日本の投資信託の平均保有期間は依然短い期間となっている²⁰。

現在、日本で投資信託を販売するには、証券会社や銀行、投資信託委託会社の役員や使用人である上に、金融商品取引法に定める外務員として登録しなければ、原則として、投資信託の販売ができない²¹。外務員資格試験には投資家保護の概要が含まれており、外務員は投資家に寄り添った商品の提案を行うべきである。しかし、実際は上述したように販売会社や運用会社を優先することにより発生する課題が山積しており、投資家保護でなく自社の利益のみを追求する販売機関の営業姿勢について、今後は、評価体系の改善などのビジネスモデルの転換が必要ではないだろうか。

(3) 運用パフォーマンスの概況

近年、投資信託は年金財政悪化により利用者が年々増加しており、更に、国家政策として資産形成層の投資信託利用者増加を目指した NISA の導入によって注目されている。しかし、投資家のリターンは投資信託王国とも称される米国などと比べて低く、パフォーマンスの悪さが指摘されている。我が国の投資信託利用者のリターンが低い背景には、「構造要因」と「行動偏向要因」があると考えられる。「構造要因」としては、高い手数料や販売会社と運用会社の癒着構造、販売会社の営業スタイルや手数料削減努力の欠如など販売・運用会社側の問題が挙げられる。また、「行動偏向要因」としては、投資家がファンド購入時に目先の利益を優先してしまい収益性の悪いファンドを購入してしまうといった、投資家側の問題が挙げられる。

²⁰ 日本証券業協会 (2011 年) 「英国の ISA (Individual Savings Account) の実施状況等について ～英国の ISA の実態調査報告」

²¹ 金融商品取引法 64 条 2 項

初めに、投資信託の構造要因による問題点を述べていく。まず、歴史的な背景として、日本の運用会社の大半は大手金融機関の一部門として立ち上がり、運用会社として独立・分離した後も大手金融機関の傘下として存続してきた。こうした構造が運用会社の経営を歪めてきた可能性は否定できない。例として、

5 親会社が主導で商品設計を行い、運用会社は運用理念を顧みずにファンドを設定し、不採算である小規模ファンドを乱立させてしまうというケースは少なくない。投資信託の一商品として「テーマファンド」というものがある。これはITやバイオテクノロジーなどのテーマに沿った運用を行う商品である。2000

10 年のITバブルの頃は、ITに関係のある企業に投資をするファンドが数多く設定されたが、その後すぐにITバブルが崩壊し、これらのファンドの基準価額が低迷することによって多くの投資家に損失を与えるという結果に至った。テーマというのは、流行りのようなものであり、注目されている時期にはすでにブームの頂点であるというケースが多い。このような投資信託を設定する運用会社にも責任があるが、販売しやすい商品として販売会社からの圧力で作られることが多く、投資信託業界全体の問題として捉える必要があるだろう。

15

次に、性質に問題点を内包する商品について挙げる。それは「毎月分配型投資信託」である。これは収益の決算を1か月ごとに行い、その度に分配金（配当金）を出す投資信託のことを指す。なお、MMFや中期国債ファンドも1か月決算であるため、これに該当するが、ここでは株式投資信託において毎月分配を行うものを指す。毎月分配型投資信託は、日本においては1990年代後半より設定されるようになった。当初は先進国の債券に投資し、安定的な分配を目指すものが多かった。しかし、その後、リスクの高い低格付債や新興国の債券に投資し高いリターンを狙うもの、高配当の株式に投資するもの、不動産投資信託(REIT)に投資するもの、それらを組み合わせて投資するバランス型ファンドなども現れている。2000年代に入り、団塊の世代が退職を迎える時期になって、毎月年金代わりに分配金を受け取れる事をメリットと感じた高齢者を中心に、大量の資金がこの種の投資信託に流入するようになった。国際的な金利低下を背景に、安定的に債券で収益を上げる事が出来るようになったことも、それに拍車をかけた。2015年2月時点で、日本で最大の純資産総額を有する毎月分配型投資信託は「新光 US-REIT オープン『愛称:ゼウス』」となっており、

20

25

30

その額は約 1 兆 5,000 億円になっている。しかし、毎月分配型投資信託は投資家が毎月の決算時に収益を得るには、その都度手数料を支払う必要がある。また、毎月分配型投資信託は高い分配金を出すために、利益の少ない月には元本を取り崩してまで分配金として投資家に分配している。分配金を支払うために元本を取り崩すことの弊害は、取り崩した額だけ基準価額(投資信託 1 口あたりの値段)が下がってしまうため、例え相場上昇時に値上がりしても収益が上がらず、結果的に投資家が損失を受ける可能性があることである。また、2014 年の毎月分配型投資信託の運用実績上位 50 本は 70%以上が元本割れしているという状態である¹³。そのため毎月分配型投資信託は投資家にとってパフォーマンスの良い商品とはいえないだろう。

次に、投資信託の運用方法は大きく 2 つに分類すると、「パッシブ運用」と「アクティブ運用」に分けられるが、その実態について述べていく。まず、パッシブ運用とは、ベンチマークとするインデックスの投資収益率に等しい収益率をあげることを目指す運用スタイルのことである。パッシブ運用の投資信託には、日経平均株価や東証株価指数(TOPIX)の動きに連動した運用成果を目指すインデックファンド等がある。これは市場が十分に効率的であれば、アクティブ運用により、市場平均以上の運用成績をあげるのは困難であるとの効率的市場仮説の考え方に基づいたものである。次に、アクティブ運用とは、ベンチマークや市場平均を上回る運用成績(リターン)をあげることを目標とした運用スタイルのことを指す。

しかし、アクティブ運用には、投資家にとっていくつか不利益な点がある。まず、アクティブ運用の場合、運用に様々な手間がかかるため、パッシブ運用に比べ、信託報酬が割高となっている。さらにアクティブ運用の中にはアクティブ運用にも拘らず、投資内容がほとんどパッシブ運用と変わらないというものも存在する。また、年金積立金管理運用独立行政法人(Government Pension Investment Fund)の日本株運用におけるパッシブ運用の比率は 87%を占めている。また、約 8 割のアクティブファンドはパッシブファンドに比べ、パフォーマンス面で劣っている。アクティブ運用がパッシブ運用と比べ、失敗しやすい理由としては、インデックスを上回る運用成績を実現しているアクティブファンドが存在するのは事実であるが、運用成績が向上することによって個人投

資家の資金が大量に流入し、運用会社の資金が適正なサイズを超えることで機動的な運用ができなくなり、運用成績が悪化するという可能性が発生するためであると考えられる。

- 次に投資家の行動偏向要因について記述する。まず、主な投資信託の購入者は一般に投資に関して熟達していない場合が多い。そのため、市場の変化に疎く、市場全体あるいは特定分野が好況になると、その好況が世間において明らかになってからでないと投資行動を起こさない傾向があり、仮にファンドマネージャーが今後は下落相場になると判断している状況でも、誰もがいつでも売買できるオープン型の投資信託では、遅れて投資をする投資家から押し寄せる資金を拒絶することはできず、積極的な株式投資を控えるべき局面でも、無理やり投資先を探して投資しなければならないという状況に陥ってしまう。このような投資はそれまでの収益を薄めるだけでなく、来るべき不況時には損失が発生することになる。

15 (4) 制度面での現状

I NISA

- NISA は、2014 年 1 月から英国の Individual Savings Account(以下英国 ISA と記述) をモデルにスタートした「少額投資非課税制度」である。通常、株式や投資信託等から得られた配当や譲渡益は所得税や地方税の課税対象となるが、NISA は毎年 100 万円を上限とする新規購入分を対象に、その配当や譲渡益を最長 5 年間非課税にする制度となっている。図 5 は NISA の制度概要をまとめたものである。

図 5 NISA の概要

制度対象者	20 歳以上の日本国内居住者
非課税対象	上場株式・公募株式投資信託などの配当や譲渡益
非課税投資枠	新規投資額で年間 100 万円が上限（最大 500 万円）
非課税期間	最長 5 年間 ※期間終了後、新たな非課税枠への移行による継続保有が可能
投資可能期間	平成 26 年～平成 35 年（10 年間）
口座開設数	1 人につき 1 口座

（出所） 政府広報オンライン

- NISA が導入された背景には、将来への備えとなる資産形成の支援がある。
- 5 預貯金や株・投資信託・保険といった金融資産を全く保有していない世帯が日本では増加しているため、NISA 導入を 1 つのきっかけに若い世代をはじめとする人々が少しでも多く将来に向けた資産形成に取り組んでもらうことが期待されている。それに加え、経済成長のために家計の金融資産を有効活用（家計からの成長資金の供給拡大）するためである。日本国内において家計が保有する金融資産は約 1,700 兆円に上るが、そのうち預貯金が占める割合は半数以上と、他国と比べ高くなっている¹²。そこで「貯蓄から投資へ」の流れが促進されることで家計から企業への資金供給が拡大し、経済が成長するとともに、家計も潤い、さらなる投資につながるという好循環を生み出すという意義も NISA には期待されている。
- 15 2015 年 3 月末時点の NISA 口座開設数は 879 万 1,741 口座となっている。1 年前（2014 年 3 月末時点）は 650 万 3,951 口座であったので、この 1 年で 228 万 7,790 口座増えている。また、口座開設の年代別の比率は 60 代が一番多く 26.9%を占めており、20 代は 14.1%となっている²²。

²² 金融庁 HP

この結果から分かるように、若年層の NISA 利用者は、低い状況にある。金融庁のアンケート調査によると若年層の NISA 口座の利用を妨げる主な要因として、余裕資金の不足や投資に対する知識の不足などが挙げられている。また、投資実行者のうち約 9 割は既存投資家であり、若年層や投資未経験者が投資を始めるきっかけになったとは言い難い現状である。職業別では公務員や無職の者が中心となっており、NISA で開設した口座のうち、実際に株式や投資信託などを買った割合は 45.1%となっている。スタートから 1 年の節目で口座の稼働率は半分に届かず、過半数の約 55%が休眠口座になっている²³。稼働率が低迷する要因の 1 つとして、NISA スタート時の口座開設事務手続きに長い時間を要することが挙げられる。また、口座を開設した人からは「強い勧誘を受けたため開設した」などの声も挙がっている²⁴。このように、必ずしも投資に積極的な顧客ばかりではないのが現状である。

今後の動向として、新聞等では NISA に投資可能な年齢を 20 歳から 18 歳に引き下げる、子供向けのジュニア NISA を導入するなどの案が報じられている。ジュニア NISA は、日本証券業界が実現に向けて各方面に働きかける「当面の主要課題」の 1 つとして挙げられている。英国では、通常の ISA は 18 歳から開始することが出来る。それに加え、18 歳未満を対象としたジュニア ISA も 2011 年から導入されている。子供の将来のために貯蓄を奨励すること、子供に貯蓄の習慣をつけさせることを目的としている。我が国でも子供の資産形成および投資教育に資する制度としてジュニア NISA の制度が期待されている。また、「職域 NISA」の導入も検討されている。導入に際して税制改正などを行う必要は特になく、既に実績も残しているため、投資経験がない個人に NISA 口座の開設を促す有効な方法として期待されている。

NISA の今後の利用拡大に向け、制度の趣旨や利用者のニーズを踏まえた施策の推進や金融経済教育の充実等により、投資未経験者や若年層への裾野拡大を図ることが重要になってくる。そして、NISA が、国民の資産形成手段のひとつとして深く浸透することとなれば、恒久化にも多いに期待できるのではないかと考える。

²³ 日本証券業界 HP

²⁴ 産経ニュース 2015 年 3 月 10 日記事より引用

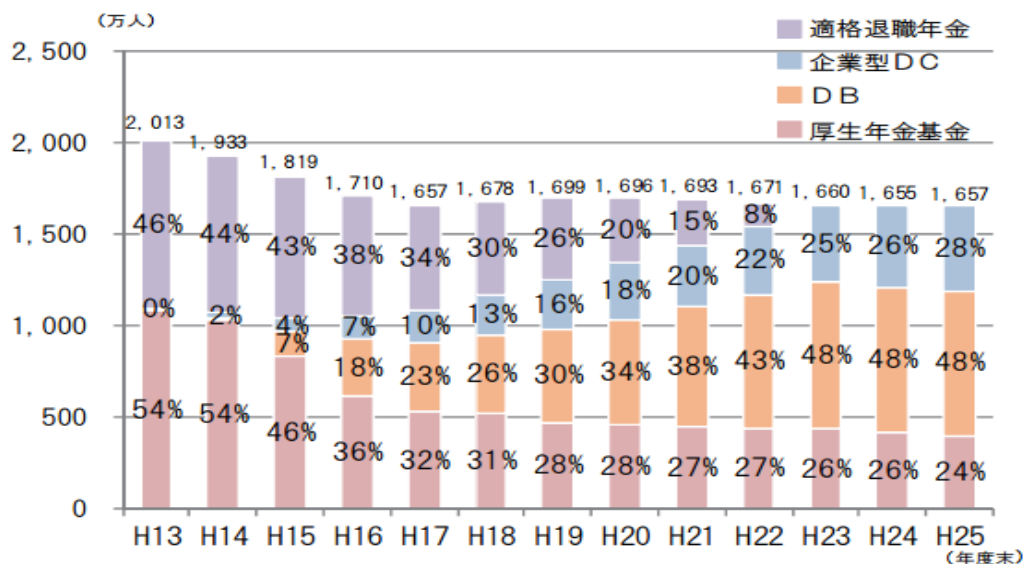
II 確定拠出年金

企業年金制度等は、個人の老後の所得保障の充実において大きな役割を担っており、公的年金の目減りの見通し等を受け、その重要性が高まっている。確定給付企業年金(Defined Benefit 以下 DB と記述)及び確定拠出年金(Defined Contribution 以下 DC と記述)の創設以来、ライフプランの多様化等、社会状況は大きく変化しており、より柔軟で利用しやすい制度が求められてきた。本章においては、DB・DCを中心に、企業年金制度等の現状等について述べていく。

企業年金制度等の加入者数の推移は図6のとおりである。企業年金制度等の加入者数については、2001年度末において2,013万人であったが、2005年度末まで減少傾向にあり、2005年度末以降はほぼ横ばいとなっている。従来適格退職年金及び厚生年金基金が企業年金制度等の中心的役割を担っていたが、適格退職年金が廃止され、厚生年金基金についても新設が禁止されるとともに代

15

図6 企業年金制度等の推移



(出所) 厚生労働委員会調査室

20 米国においては、確定拠出型の401(k)プランの導入が株式市場の活性化に大きな影響を与えていたことから、我が国においても確定拠出型の制度創設に

より、貯蓄から投資への動きを促し、景気回復に資すること等が期待された。これらの背景の下、2001年6月に確定拠出年金法が成立し、同年10月にDCが創設された。DB・DCについては、随時制度の見直しが行われてきた。DBについては、2005年10月に制度間の資産移換（ポータビリティ）の拡充、

5 2009年3月に給付設計の弾力化、退職時年金支給の年齢要件の拡大等、DCについては、2004年10月、2010年10月及び2014年10月に拠出限度額の引上げがなされたほか、2011年8月に投資教育の継続的実施の明確化、2012年1月にマッチング拠出の導入、2014年1月に資格喪失年齢の60歳から65歳への引上げ及び中途脱退要件の緩和等が行われてきた。現在、我が国の企業年金

10 制度等の加入状況を見ると、厚生年金被保険者における企業年金加入者の割合は約40%にも満たない水準となっている。そのため、制度設計の多様化や企業側の負担軽減を図ることによって、柔軟で使いやすい企業年金制度等の普及・拡大が求められている。

次に個人型DCの加入可能範囲の拡大及び制度間のポータビリティの拡充

15 の必要性等について述べる。2014年における転職者数は290万人、就業者における転職者の割合は4.6%であり、2010年以降増加している²⁵。直近10年間の転職・離職経験者は男女とも増加傾向にあり、2012年における転職・離職経験者数は男性2,966万人、女性3,680万人、転職・離職経験者の人口に占める割合は男性55.5%、女性64.1%に上るとされる²⁵。また、正規雇用労働者は減少傾向にあり、非正規雇用労働者は増加傾向にある。これらの状況を踏まえると、国民1人1人のライフプランは多様化してきており、就労形態に関わらず、

20 企業年金制度等を利用しやすい環境の整備が求められている。また、個人の老後の所得確保のための自助努力の方策としては、企業型DCに対するマッチング拠出や個人型DC等がある。個人型DCの加入者数は、制度創設以来増加し

25 続けており、厚生労働省調べによると、2015年2月末には約21万人となっている。しかし、現行法上において個人型DCに加入可能な者（約3,963万人）に占める割合は約0.5%にとどまっている。個人型DCは、国民年金第3号被保険者、企業年金加入者、公務員等共済加入者が加入できない制度とされるなど、加入可能範囲が限られている。また、企業年金加入者が離転職をした場合には、

²⁵ 厚生労働省 HP

将来の給付は、各々の企業年金に加入した期間等に応じて、それぞれの企業から別々に行われる。そのため、離転職に伴い、年金として支給を受けるための加入期間を満たさず、将来年金としての支給を受けられなくなる可能性がある。そのため、離転職時に制度間の資産移換（ポータビリティ）を可能としているが、全ての離転職に対応できていないのが現状である。制度間のポータビリティがない場合、離転職した際の年金資産の扱いについて様々な課題が生じることとなる。例えば、企業型 DC のある企業で勤務していた労働者の転職先が DB のみ実施の企業であった場合、継続的な DC 掛金拠出ができなくなり、DC の運用指図者となる。2013 年度末における運用指図者及び自動移換者は 80.9 万人に上っている。これは個人型 DC の加入者の約 4 倍となっており、離転職による影響を受けている者は少なくない。それらの状況を踏まえ、現在、個人型 DC に加入することができない国民年金第 3 号被保険者、企業年金加入者、公務員共済等加入者については、個人型 DC への加入を可能とすべきであると考えられる。また、制度間のポータビリティについては、現場のニーズを踏まえつつ、各々の制度が税制上の優遇措置を受けている固有の考え方を考慮した上で、拡充すべきであると考えられる。

それらの状況を踏まえ、政府は 2015 年 4 月 3 日に自営業者らを対象とする「個人型確定拠出年金」の対象者を広げ、主婦や公務員を含めて年金加入者なら誰でも入れるようにすることを柱とした私的年金制度についての関連法改正案を提出した。個人型確定拠出年金は現在、企業年金に入れず社員や自営業者向けで、自ら掛け金を負担する仕組みとなっている。本法案が改正されれば、約 2,800 万人が新たに加入できるようになり、年間の掛け金上限額は主婦 27 万 6,000 円、公務員 14 万 4,000 円となる。これは、公的年金の目減りに備えるため、企業年金などを拡充して老後の生活資金を補うことが目的であると考えられる。また、さらに中小企業への企業年金の普及を促すため、従業員 100 人以下の中小企業における事務手続きを簡素化し、掛け金の上限を月 5,000 円程度に抑えた「簡易型確定拠出年金制度」も創設される。これによって、異なる企業年金間においても、転職時に積み立てた資産を移しやすいよう、改められることになる。

確定拠出年金制度に求められることは国民の最適な資産形成を促すことであ

るだろう。その上で、年金運用の方法である投資信託にはその役割を担う必要性がある。確定拠出年金制度の普及には投資信託の各面における改善が必要であり、投資信託の普及には確定拠出年金制度の改善が必要であるだろう。

5 第2章 諸外国との比較

この章では、投資信託大国と呼ばれる米国、投資信託発祥の地である英国を含む欧州の投資信託市場の特色を述べ、日本とは異なる点を明らかにしていく。

(1) 米国における投資信託市場

10 世界の投資信託残高は、2014年期末時点で約37兆ドルとなっており、このうちのおよそ半数を占めるのが、米国である¹³。米国の投資信託は、1940年の投資会社法の制定から本年で75年の歴史をもつこととなる。ここでは、米国の投資信託発展の背景を述べながら、日本とは異なる点について考察していきたい。

15 米国の投資信託残高は、約4.5億ドルから約16兆ドルへと大幅に増加した。この大幅な投資信託市場の成長には、最も大きな要因として、米国市場の株価上昇と家計金融資産の増大が挙げられるだろう。ダウ平均株価は、131ドルから17,000ドルへ上昇し、家計金融資産は、6,080億ドルから66兆7,560億ドルに増加した。この米国における経済成長が、投資信託市場の成長に最も大きく寄与したのは言うまでもないが、その他の要因として①商品多様化②販売チャネルの拡大③DC制度の普及等の要因も大きく関連している。

①商品多様化については、日本と同様に様々なタイプの投資信託が生まれ、投資家の多様なニーズに応えられるようになった。しかし、米国と日本では、投資信託の売れ方に大きな違いがある。2012年3月末時点の日本と米国の純資産額上位トップ10のファンドを見ると、日本のランキングでは、5年前からランクインしているファンドは10本中2本のみであり、米国のランキングでは、10本中7本もランクインしているという¹⁵。これは、日本人が人気の投資信託を次々と乗り換える投資をしていることを示している。加えて、日本の上位ファンドには、豪ドル建てやブラジルリアル建てといった資産運用の核を
25 為すのにふさわしいとは言い難い投資信託がランクインしているのが現状であ

る。さらに、米国の投資信託協会にあたる Investment Company Institute(以下 ICI と記述)の資料によると米国の投信残高は 2000 年代に入り、2.5 倍に上昇したが、ファンド数は 7,000 本台を推移しほとんど増えていない²⁶。このことから、米国は日本とは違い、既存商品を大事にする商品政策を貫いていることがわかる。

5

②米国の販売チャネルは、1970 年代以降大きく拡大し、証券会社だけでなく、銀行や保険会社、更には、スーパーマーケットでさえも売られている。また、日本と米国では、大きく異なる点が、独立 FP の存在であるだろう。2007 年末時点の ICI 調査によると、投資信託の販売チャネル別残高構成については、投資助言者（証券会社、銀行、保険会社の FP のほか、IFA を含む）が約半数を占めている。この投資助言者の属性内訳についても調査がなされており、上述の残高構成とは別の調査であるが、投資家の投資信託購入経路についての利用者の調査である。投資信託の利用率のうち後述する DC 制度のみで投資信託を購入しているのが 39%、そのほかの 61%の利用チャネルをまとめたのが以下の図である。

10

15

図 7 確定拠出年金以外での購入経路

購入経路	利用率	
投資助言者	49%	
証券会社		28%
独立FP		26%
銀行など		18%
保険代理人		10%
会計士		6%
直接購入	31%	
投信会社直販		19%
ファンドスーパー		18%

(出所) ICI Research Report “Profile of Mutual Fund Shareholders,2013”

20

図 7 をみてもらうと分かるように、独立 FP は、証券会社に勤務している FP と同程度のシェアを占めており、独立 FP の重要度がわかる。また、上述した既存商品への長期投資には、独立 FP による正しいアドバイスによるところが大きい。制度面での現状で詳しく述べるが、日本では、独立 FP の普及は、そ

²⁶ 杉田浩治 (2015 年) 「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」

れほど進んでいない。これには、日本と米国の FP の報酬体系や業務内容に違いがあるのが原因であると考える。

③の DC 制度については、1981 年に DC 型の 401 (k) プランが発足し、90 年代の株価上昇を背景に飛躍的に拡大した。14 年 6 月末時点では、日本の個人型確定拠出年金にあたる Individual Retirement Account(以下 IRA と記述)と 401 (k) プランとの合計資産残高は 13 兆 7,570 億ドルにのぼり、米国の家計金融資産に対する比率は 21%に拡大した²⁶。また、DC 資金の運用先として、投資信託の割合が傾向的に高まった。この理由は、82 年以降の株価の長期上昇を背景に、DC 制度加入者の間に「老後に備える長期の資産運用については、預金など元本安全商品でなく、短期的リスクはあっても長期的には高いリターンを期待できる株式組入れ商品を中心とすべし」という認識が高まったことにある。現在では、DC 資産のうち投資信託で運用されている割合は半数を占めるまでに拡大した。また、投資信託の世帯普及率は、14 年末時点で 43.3%であり。これを年齢別にみると、45~54 歳の働き盛り世代の保有率が 53%と最も高いが、35 歳未満の世代でも 34%も保有している²⁶。この背景には、やはり、DC 制度による影響が大きいだろう。米国の若年層は、まとまった資金がなくとも給与のうちから老後に備える資産形成をしていることがわかる。日本の DC 制度では、運用商品は、投資信託が 4 割を占めており、加入者は、投資信託による長期投資の有用性を認識しているように思う²⁷。また、加入者数も年々増加傾向にあり、企業型の加入者数は 2014 年末時点で 464.2 万人である。しかし、現行法上において個人型 DC に加入可能な者（約 3,963 万人）に占める割合は約 0.5%にとどまっている。米国の投資信託における DC 制度の重要性は上述した通りであり、DC 制度の普及は、投資信託市場の発展に大きく貢献している。OECD 加盟国でも現在では、DB から DC へのシフトが行われているため、日本でも、各国の動きに倣い DC 制度の普及は必要なのではないだろうか。

米国の投資信託市場の発展には、上述してきたような、①商品政策②独立 FP の存在③DC 制度の普及が、大きく貢献してきた。しかし、冒頭でも述べたように、最大の要因は、株価の長期上昇や家計金融資産の増大によるものである

²⁷ 厚生労働省（2014 年） 「確定拠出年金における運用について」

だろう。しかし、家計金融資産の増大については、日本においても実現しているといえる。なぜなら、米国の金融資産の対 GDP 比率は 13 年末時点で 3.97 倍であるが、日本の家計金融資産は 15 年 3 月末時点で約 1,700 兆円あり、対 GDP 比率は、3.40 倍に達しているからである。今後は、日本の家計に自助努力による資産形成への意識が浸透していくことが望ましいのではないだろうか。

(2) 英国における投資信託市場

英国は、1868 年に世界最初の投資信託が誕生した場所であるといわれ、投資信託残高第 7 位の国である。英国では、金融経済教育を子供たちの就学期間中
10 に行うこと重要視しており、2008 年には教育カリキュラムが改訂され、中等教育に金融経済教育が義務付けられている。英国における個人向け金融商品の販売の特徴として、保険や個人年金が家計金融資産に占める割合が高い。これらの金融商品や、投資信託の個人に対する販売において、英国ではその発行者や証券業者よりも独立金融アドバイザーである Independent Financial
15 Adviser(以下 IFA と記述)が大きな役割を担っている。例えば、英国投資運用業協会の統計によると、2014 年 8 月時点で英国籍投資信託全体の約 36%が IFA 経由により販売されている²⁸。IFA は、英国金融サービス機構が認定した資格試験に合格する必要がある。日本では、証券会社、銀行、投資信託委託会社の役員や使用人であって、保険業法に定める保険募集人、金融商品取引法に定める
20 外務員として登録しなければ、原則として保険、個人年金や投資信託の販売ができず、金融商品仲介業者は特定の証券会社、銀行等が取り扱う金融商品しか投資勧誘ができない。こうして、日本の投資信託の販売は、銀行や証券会社などの金融機関主導で行われていることに対して、英国では IFA が、個人投資家の投資行動に大きく影響力を与えている点で異なる。また、英国では 2010 年
25 代から個人向け金融商品販売制度改革である RDR (Retail Distribution Review) が行われ、金融商品の販売方法に関する見直しが行われてきている。これまでの IFA の顧客向け金融商品の販売に当たっての報酬は、投資信託委託会社など商品供給金融機関から販売業者に支払われるコミッション方式が主流であったが、この販売業者の報酬の取り方では、顧客との利益相反が生じる可

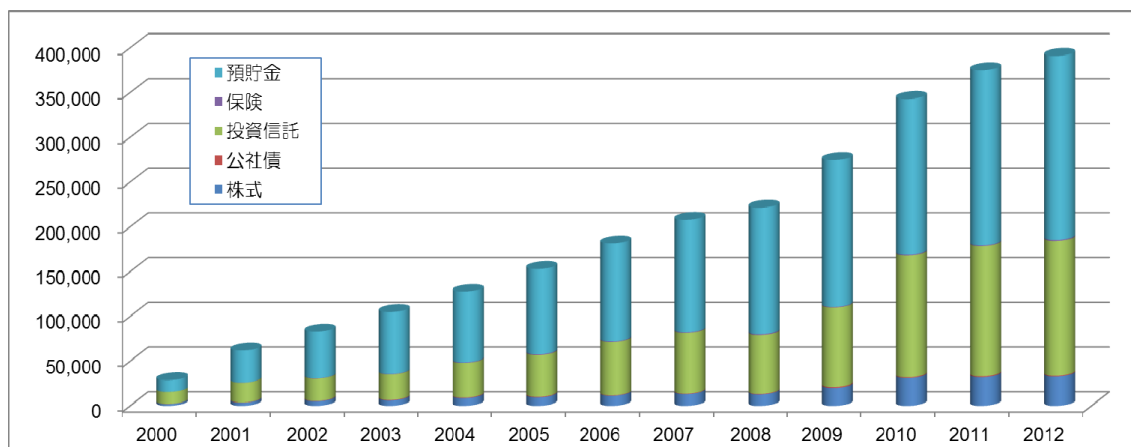
²⁸ 国際投信投資顧問株式会社 (2013 年) 「日本版 ISA の道」

能性があるため、IFA の報酬はコミッション方式を廃止し、顧客から販売業者に支払われるフィー方式のみとした。

2010 年には、英国企業株式を保有する機関投資家向けに策定した株主行動に関するガイドラインであるスチュワードシップ・コードを、英国企業財務報告評議会が公表した（2012 年改定）。コードには、利益相反の管理として、機関投資家の義務は、「顧客や受益者の利益のために行動すること」と明記されている。コードの本質的な適用対象は、英国上場株式を運用する英国において登録された機関投資家であり、機関投資家が順守すべき 7 つの原則から構成されている。しかし、スチュワードシップ・コードは、あくまでも機関投資家に対して定められた行動規範であり、法的な義務ではないため、どこまで強制力を持たせるかがこれからの課題であると考えられる。

金融の歴史が深い英国の投資信託市場の中でも、個人の資産形成促進策として成功と位置付けられ、評価されているのが英国 ISA である。英国 ISA とは、英国において 1999 年 4 月に政府主導で導入された少額投資非課税制度のことで、年間、日本円で約 135 万円を上限として株式、公社債、投資信託、保険などの金融商品に投資し、当該金融商品から生じる利子、配当、譲渡益を非課税とするものである。また、ISA 制度は「貯蓄率の引き上げ」や「年金以外の資産形成支援」という国民生活の向上を目的としているため、株式等だけでなく利用者にとって使い易い制度となるよう、預金型 ISA、株式型 ISA といった種類があることや、制度の恒久化、年間拠出額の上限引き上げなど、制度開始以来様々な見直しが行われてきた。

図 8 ISA で保有する金融商品の残高



(出所)日本証券業協会 2011年 「英国のISAの実態調査報告」

図 8 のグラフからわかるように、ISA で保有する金融商品の残高は上昇を続
 5 けている。数値で見ると、2000 年の残高総数が 28,708 に対し、2012 年の残高
 総数は 390,922 と約 13 倍の増加となっている²⁹。英国 ISA の特徴として、投
 資信託の平均保有期間が長く、貯蓄率の引き上げを目的にしているため、ISA
 で保有している金融商品の中で、預貯金に占める割合も大きい。平均保有期間
 は英国投資信託協会によると、2011 年の英国籍投資信託全体で 3.79、ISA で
 10 は 6.51 と長期保有に大きく影響を与えていることがわかる²⁹。ISA を利用した
 投資信託における販売チャンネルで、近年、急速にシェアを拡大しているのが、
 ファンド・プラットフォーム会社である。2014 年 8 月時点のファンド・プラッ
 トフォーム会社の販売額は日本円にして約 2,160 億円と、ISA ファンド全体に
 15 も、57% (日本円で約 1 兆 1,160 億円) とシェアを誇っている³⁰。

英国 ISA は、若年層から高齢者まで様々な年齢層で口座が開設されており、
 その中で、若年層への普及をサポートしているのがジュニア ISA の存在である。
 ジュニア ISA とは、18 歳未満の居住者が証券業者、銀行、保険会社、投資信
 託委託会社等に、株式型 ISA と預金型 ISA をジュニア ISA としてそれぞれ開
 20 設することができる制度である。ジュニア ISA は、当該ジュニア ISA の名義人
 である子供が 18 歳になったとき、ISA になるため、若年層への普及と幼少期

²⁹ 日本証券業協会 (2013 年) 「英国の ISA の実施状況等について」

³⁰ 国際投信投資顧問株式会社 (2014 年) 「日本版 ISA の道」

からの金融教育に役立っていると考えられる。英国 ISA は、物価水準の上昇等により低水準であった貯蓄率を改善するための措置として 10 年間の時限的措置のもとに開始されたが、以上で述べたような政策によって、低所得者層や若年層に普及したことが評価され、2008 年に恒久化された。

- 5 英国の投資信託市場発展の背景には、上述した要因が関連している。最も注目すべきなのは、やはり ISA 制度であるだろう。英国での ISA 利用者は約 2,390 万人と言われ³¹、成人人口（約 5,000 万人）の半数近い個人投資家が利用している。つまり、国民の 2 人に 1 人が ISA 口座を保有しているということである。日本でも、2013 年に NISA が導入され、口座開設者数は年々増加傾向にあるが、
- 10 約 8 割は、既存投資家である³²。偏在性のある NISA 利用者の改善をすることは、日本の投資信託市場の発展につながるにではないだろうか。

(3) 仏国における投資信託市場

- 仏国の家計における金融資産の割合は、現金・預金 30.4%、債券 1.5%、上場
- 15 株式 3.2%、投資信託 6.9%、非上場株式等 8.1%、出資金 4.8%、年金・保険 37.7%、その他 7.4%である³³。投資信託市場は米国と比べると、純資産残高はそう大きくないが、個人金融資産に占める比率は保険商品経由の間接保有も含むと、約 5 分の 1 を占めており、米国とほぼ同等の水準にあるといえる³⁴。また、投資
- 20 信託の本数は 8,000 本以上と多く、1 本当りの平均規模はそれほど大きくないが、これは、企業の年金制度や貯蓄制度向けに特別の投資信託が設定され、一
- 定期間後の元本を保証するような満期型の投資信託が多いという特徴を反映している。

- 仏国の消費者は、貯蓄に関しては保守的な傾向が強いと言われており預貯金
- など安全性の高い商品で運用する割合が高い。例えば、1990 年代後半の株式投
- 25 資のブーム時には、株式投資信託よりもバランス型投資信託に資金が集まり、以来、仏国では MMF 以外ではバランス型が投資信託の主流となっている。ユニバーサルバンク制度の下、銀行の窓口で投資信託や保険商品も販売さ

³¹ 日興アセットマネジメント（2011 年）「英国版 ISA に見る成功の秘訣」

³² 野村総合研究所（2015 年）「NISA の利用実態調査」

³³ Banque de France（2011）"Quarterly financial accounts France "

³⁴ 野村資本市場研究（2007 年）「EFAMA」

れており、主要な販売チャネルであった銀行は、保守的な預金者への導入商品として、バランス型商品が最も適切であると判断して、これを利用した。このような国民性でありながらなぜ投資信託市場が世界第2位まで成長したのか述べていく。

- 5 第1に、マルチサポート生命保険という商品である。保険料を複数の投資信託に投資することが出来る商品で、いわゆる変額保険や変額年金のような商品である。仏国では、保険商品に対する資産運用益及び相続税の取り扱いが大きく優遇されているため、保険を利用した貯蓄が広く普及している。投資信託へ投資しつつ、税制メリットを受ける商品として利用されているのがもともと仏
- 10 国では保険商品と投資信託が同じチャネルで販売されることが多かったため、保険でラップして投資信託を売るという仕組みも機能しやすかったと言える。

- 第2に、仏国の投資信託の大きな特徴と言える保証型投資信託である。元本や元本の一定割合を保証する商品で、利回りは株式インデックス等に連動するという商品である。保証型投資信託の多くは、3年、5年、10年といった期間
- 15 が設定され、募集期間を限定し、早期解約にはペナルティを課すいわゆるクローズ型のものがほとんどであり、元本保証は運用期間の親会社の金融機関や保険会社から提供される仕組みとなっている。保証の原資を賄うため、信託報酬手数料は2%前後と比較的高めとなっている。当初は批判する声もあったが、情報開示や販売ガイドラインの見直しにより主要な商品の1つとなった。

- 20 更に、仏国の投資信託市場ではMMFが大きな地位を占めてきた³⁵。その理由として、諸外国と比べて短期の商品のウェートが高く、そうした市場の特徴に合わせて開発されていることが挙げられる。それに加え、預金業務への厳しい規制も要因の1つだと考えられる。金利や手数料も政府の規制下にあり、2004年10月までは、要求払い預金の口座に金利をつけることが禁止されていた。
- 25 インフレと規制金利によってMMFの金利が預貯金の金利を大きく上回っていたのである。そのため、預金からMMFへの大規模な資金シフトが促されることになった。もう1つの要因として、税制優遇が挙げられる。1970年代末から90年代初頭にかけて仏国11政府は国内の有価証券への投資を促すために、有価証券や投資信託に対する税制優遇を導入していった。政府にとって、家計に

³⁵野村資本市場研究所（2005年）「AFG」

よる株式や株式投資信託への投資を拡大させることが政策上、重要な課題となっていたからである。そのため、こうした政策が投資信託市場の拡大につながっていくこととなった。投資優遇税制は、MMFにも適用された。中でも最も大きな影響をもたらしたのが1989年の税制改正である。これによって、投資信託が運用収益を再投資する場合には課税が繰り延べられることになり、更に、投資家が売却した際のキャピタル・ゲインについても一定額以下であれば非課税となった。仏国では投資信託に決算毎の分配の義務がないこと、キャピタル・ゲイン課税の優遇が大きいことから、運用収益の分配を行わずに再投資に回す投資信託が多くなっている。MMFも同様であり、日本のように1口当りの純資産価格を出来る限り一定に保ち配当で還元を行う仕組みではなく、運用益が再投資されるに従って純資産価格が増加し、投資家は売却時にキャピタル・ゲインという形で収益を受け取る仕組みとなっている。このように運用益の分配に柔軟性があり、うまく税制優遇措置を活用出来たことや、MMFが流動性資金の貯蓄手段として広く普及していったことが仏国における投資信託市場の活性化につながったと考えられる。

(4) 日本と諸外国の比較・考察

日本の投資信託が家計金融資産に占める割合は、5.5%であり、家計の中長期的な資産運用手段として浸透してきたとはいえない。投資信託王国と呼ばれる米国の投資信託は、世界の投資信託残高の半数を占めており、大いに発展しているといえる。これには、株価上昇や家計金融資産の増大等が大きく寄与しており、更に、商品政策や、証券投資インフラの整備、販売チャネルにおいて、日本の投資信託との違いがみられる。日本の若年層には余裕資金が無い等の理由から、リスク性資産へと振り分けられるほどの余力を持っていないが、米国では、若年層から、ストックを切り崩すのではなく、フローである給与のうちから老後における資産形成への意識が浸透している。しかし、米国では、格差問題が深刻化しており、米国の富裕層が投資信託残高の底上げに貢献している面は否めないが、それでも、米国のDC制度の普及や既存商品に注力するという商品政策、販売チャネルの多様化については、参考にすべき点は多くあると考えられる。

次に、英国の投資信託市場については、金融経済教育を積極的に行っており、米国の独立FPの役割を果たしているIFAの存在が日本とは異なっている。日本の金融教育については、現状、教員の確保が困難、時間に余裕が無い等の理由により、金融リテラシーは、家計に身についていないといえる。英国では、

5 金融リテラシーを身につけていないことは、自己の将来に大きな影響を及ぼすだけでなく、社会や家族にも影響を与えるという意識の下で、金融経済教育に力を入れている。日本は、英国ISAをモデルとして、NISAが創設され、2014年に公表された「日本版スチュワードシップ・コード」についても英国を参考にしており、こうした当局の取り組みについては、企業価値向上等の観点から

10 大いに評価できる。

最後に、仏国の投資信託市場については、日本と同様に、保守的な国民性であるのにも関わらず、保険商品経由の間接保有を含めた投資信託の家計金融資産に占める割合が、米国と同程度の割合を占めている点が特徴的である。また、投資優遇税制により、運用収益の再投資の際の課税を繰り延べ等の優遇があり

15 貯蓄手段として広く国民に浸透されることとなった。

諸外国と日本の投資信託市場を比較してみると、1章第3節で述べたような課題がより一層深まったといえる。米国の商品政策や、証券投資インフラの整備、英国の金融経済教育を、日本は参考にすべきであるだろう。増大する社会不安への対応力が求められている日本では、約1,700兆円に上る家計金融資産

20 を有効活用するため、様々な面における課題解決は急務であるだろう。

第3章 投資信託のあり方

この章では、上述した投資信託の現状や諸外国との比較を踏まえて、私たちの考える、今後の投資信託あり方について定義し、課題解決のための提案に繋

25 げていきたい。

第1節 投資信託の定義

第1章で述べたように、日本における投資信託は、家計の資産形成を促進する手段として、機能してこなかったといえる。あり方を考える際に、本稿では、

30 「国民の中長期的な資産形成を支援し、多様化するライフプランへの対応力を

高め、日本経済に好循環をもたらすもの」と定義づける。

冒頭でも述べたが、増大する社会不安に対応するためには、国に頼るのではなく、自助努力による資産形成が必要であると考えます。各家計が、日本経済や社会問題について主体的に考え、ライフプランを形成し、それに合わせて、資産形成することが求められているだろう。しかし、投資信託市場の主な顧客は高年齢層に偏っている。中長期的な視点で資産運用を行うことが重要であるのは、若年層(20~30代)であると考えられる。この層では、資産運用ができない理由に「余裕資金の不足」「時間がない」とあるが、投資信託では少額からでも投資を行うことができ、ドルコスト平均法による積立投資の手法であれば、時間を多くとる必要もない。若年層に投資信託を広く利用してもらうことは投資信託市場の成熟に大きく寄与することができるのではないだろうか。

第2節 提案

この節では、私たちの考える定義を実現させるための方策についていくつか提案し、それらが投資信託に関わる主体にどのような影響を与えるのかについて考察していく。

I 金融リテラシーの向上

上述してきたように、今後増大することが予想される社会不安に対応するには、自助努力による資産運用が必要であると述べた。資産運用を行うには、家計の金融リテラシーの向上は必要不可欠であるだろう。したがって、初めに、提案していききたいのが金融リテラシーの向上である。しかし、投資信託には、専門的な知識を必要とせず、投資初心者でも手頃に投資を行えるというメリットがあるため、高度な知識は必要ないのではないかと考える。私たちの考える定義の実現のために、「最低限身につけるべき金融リテラシー」とは、家計が、日本の社会問題等の現状を鑑みて、資産運用の必要性を認識し、長期投資、分散投資の有用性を理解する。その上で、自身の将来について主体的に考えられる能力であると考えます。これらのリテラシーを家計に身に着けるためには、金融経済教育を一層充実させる必要があるだろう。しかし、金融経済教育とは、様々な意味合いで使われることが多く、ここでは、最も重点を置きたい金融経

済教育として①経済教育②経済学教育③生活設計の3つを挙げる。

各家計が日本経済について関心を抱き、資産運用の必要性を理解することは、国民の主体的な行動を促進することが見込まれるだろう。さらに、ライフプランニングを行うことで、国民1人1人が自身の将来についてより深く考えるようになれば、国民の預貯金偏重の資産構成をリスク資産へと振り分ける家計も多くなるのではないかと考える。

II 環境整備への取り組み

家計の金融リテラシーを高めるとともに、投資環境の整備を進めることを提案していききたい。投資環境の整備とは、DC制度の利便性の向上やNISA利用者層の拡大等である。これらの制度が家計において、より身近で利用しやすいものとなる必要がある。しかし、1章3節でも述べたが、現状としてDC制度やNISAにおいて解決すべき課題がある。DC制度では、ポータビリティの確保や、年間拠出額が低い等の課題、NISAでは、利用者の偏り、休眠口座の存在等の課題を解決するための施策は急務である。

制度面における諸課題を解決し、利便性を高めた上で、DC制度を普及させることが望ましいだろう。米国では、401(k)プランの普及が投資信託市場に大きな影響を与えており、米国の若年層には、まとまった資金がなくとも、給与(フロー)のうちから資産形成を行われている点を参考にすべきであると考えられる。日本の若年層では、資産運用を行えない要因の1つとして、「余裕資金の不足」があるが、ゆとりある老後を過ごすためにも、若年層から長期的な資産運用を行う必要があると考えられるためDC制度を活用していききたい。DC制度では、自身でポートフォリオを組成し、自己責任の下で資産運用を行うため、1点目に挙げた金融リテラシーをベースとして、より一層、国民の経済に関する興味・関心を引き起こすことができるのではないかと考える。

DC制度は、あくまで老後に向けた資産形成を促進する制度であり、中途解約等を行ってしまうことは、非効率である。そのため、老後だけでなく、ライフイベントに合わせた資産運用を行いたい家計には、職域NISAを普及させることも1つの手段であると考えられる。職域NISAもDC制度と同様に、給与天引き方式で使用されるため、各家計のライフプランに合わせて、積立投資に

よる長期的な運用を行うことができる。

- 5 上述した制度面を充実させることは、余裕資金の不足している若年層において、給与(フロー)のうちから資産形成を開始することを目的とする。この際には、投資信託に携わる民間企業にも DC 制度向けの商品ラインナップを充実させることや、コンサルティング業務に注力する等の改善を図っていただきたい。官民一体となって家計に資産運用を行いやすい環境づくりを行うことは、投資信託市場への継続的な資金の流入を促し、各主体に良い影響をもたらすことができるだろう。

10 III 金融機関のビジネスモデルの転換

- 私たちの考える提案により、家計の金融リテラシーを高め、資産運用を行いやすい環境作りに力を注ぐことで、国内における投資信託市場の規模を拡大させる。投資信託市場の規模拡大は、販売機関等の収益機会の増加につながる。しかし、第1章第3節で述べた売買時における手数料(以下コミッションと記述)
- 15 重視のビジネスモデルでは、家計の中長期的な資産運用の支援にはふさわしくない。定義にもあるように、投資信託は、家計の中長期的な資産運用において活用してもらいたいため、販売機関等の民間企業には、収益源をコミッションではなく、残高に連動した手数料(以下フィーと記述)へと移行してもらいたい。残高連動型のフィー重視が主流となっている国として、米国の例を参考にす
- 20 ることができるだろう。米国において投資信託のブームとなる以前の1991年頃、収益の大部分は、現在の日本と同様に、取引連動のコミッションが収益の中心であった。その後、第2章で述べたような株価上昇等の影響を受け、投資信託市場は成熟していくとともに、残高連動のフィーが収益の柱へと育ち、2010年末時点では、収益の過半を残高連動の手数料が占めるようになった。
- 25 残高連動型のフィー重視へとビジネスモデルが転換されるには、投資信託市場の成熟度合いも関係しているといえよう。日本でも投資信託が家計において身近なものとなり、中核を担うようになれば、残高連動型のフィーへと収益源が移行される余地はあると考えられる。また、現在の現役世代はネットリテラシーが高く、今後の投資信託では、直販型等のネット証券や米国で普及段階に
- 30 入りつつあるロボアドバイザー等も、シェアを拡大していくことが予測される。

こうした中、既存の大手証券会社や銀行が収益を増加させていくためには、投資信託の販売員のあり方を見直す必要性もあるといえる。「単なるお客様第一主義」のような精神論的な顧客本位ではなく、戦略的・包括的なサービスを顧客へ提供し、対面営業のメリットを前面に打ち出していくべきではないだろうか。

5

終章

本稿では、資産運用の必要性を述べ、投資信託に関する様々な主体ごとの現状把握と諸外国との比較で課題を明らかにしてきた。それらを踏まえた上で、今後の投資信託はどうあるべきなのかという視点から、これを定義し、その定義の実現に向けての提案を述べてきた。

10

今後、投資信託が担う役割は増大することが見込まれるだろう。ネットリテラシーの高い若年層の中には、現在の日本の現状を把握している人も多いと考えられる。冒頭でも述べたが、国の取り組みに期待ができない今、自己責任での生活能力が国民に求められているのではないだろうか。そうした中で、余裕資金の不足している家計にとって強い味方になるのが投資信託である。私たちの考える最低限度の金融リテラシーを備えることは、国民が経済的に自立し、自身の将来について主体的な行動を呼び起こすことになるのではないだろうか。そして、官民一体となった環境作りに注力し、投資信託市場をより活力あるものへと変えることを目指す。その上で、投資信託業務に携わる販売会社等の民間企業には、より競争を促し、顧客がよりよいサービスを楽しむことができるよう努力してもらいたい。

15

20

本稿では、投資信託をいかに普及させ家計にとってどのような金融商品であるべきなのかという視点から考察してきた次第である。そのため、資産運用会社の情報開示や、投資信託が作られやすいといった規制面等にはほとんど触れられなかった。また、根本的な問題である日本の格差社会についても触れることはできなかった。これらは今後の課題として研究していきたい。

25

今後、日本の経済状況や社会問題はどのように変化することは予測することはできないが、投資信託が預貯金の代替的手段として広く国民に利用され、理想的なライフプランの実現を支援することを願っている。

30

参考文献

- 杉田浩治 2015年「米国投信 4分の3の歴史から何を学ぶか」
- 朝倉智也 2013年『低迷相場でも負けない資産運用の新セオリー』
- 杉田浩治 2011年「発足から満60年を迎える日本の投資信託」
- 5 藤井一哉 2008年「日本版金融ビッグバン以来の包括的金融改革」
- 金子久 2009年「英国の事例に学ぶ日本版ISA普及への課題」
- 三菱UFJ信託銀行 2013年「英国版ISAとの比較から考察する日本版ISAの特徴」
- 井上武 2008年「世界第二の規模を誇るフランスの投資信託市場」
- 10 木下正俊 2008年「金融機関の健全性確保のための規制・監督」
- 加藤貴仁 2009年「投資信託に関する監督法上の課題」基本方針」

参考HP(各機関発行の報告生類等含む)

- 投資信託協会 <https://www.toushin.or.jp/statistics/world/>
- 一般社団法人日本コンサルティングFP協会 <http://consulting-fp.com/?p=206>
- 15 総務省統計局 <http://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/tsuki/>
- 日本銀行 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>
- 金融庁 <http://www.fsa.go.jp/index.html>
- 金融広報中央委員会 <http://www.shiruporuto.jp/finance/trouble/torihiki/>
- Finance Green Watch <http://financegreenwatch.org/jp/?p=50665>
- 20 野村資本市場研究所 <http://www.nicmr.com/nicmr/>
- 日本証券業協会 www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/houkoku_uk_isa
- 大和総研グループ www.dir.co.jp/research/report/esg/keyword/20130426
- 国際投信投資顧問株式会社
- <https://www.kokusai-am.co.jp/news/jisa/pdf/141027.pdf>