

2019 年度証券ゼミナール大会

第 3 テーマ

「今後の家計の資産形成手段としての投資信託」

5



10

駒澤大学 深見ゼミナール

新保班

目次

	はじめに	4
	第 1 章 資産形成の重要性	5
5	第 1 節 家計における投資の必要性	5
	第 1 項 少子高齢化による影響	5
	第 2 項 退職金、年金給付額の削減	6
	第 2 節 超低金利政策の実施	9
	第 2 章 投資信託の概要	10
10	第 1 節 投資信託の仕組み	11
	第 1 項 投資信託の種類	12
	第 2 項 投資信託の特徴	13
	第 2 節 近年みられる税制優遇制度について	14
	第 1 項 NISA（少額投資非課税制度）	14
15	第 2 項 確定拠出年金	15
	第 3 章 投資信託の歴史	17
	第 1 節 投資信託の起源	17
	第 2 節 日本の投資信託の歴史	18
	第 1 項 投資信託の開始と戦後の再開	18
20	第 4 章 日本の投資信託固有の課題	20
	第 1 節 系列関係と手数料体系	20
	第 2 節 運用パフォーマンスの悪化と小規模ファンドの濫立	24
	第 3 節 分配型投資信託の組成	25
	第 5 章 フィデューシャリー・デューティーとその課題	27

	第 6 章	金融知識の欠如と付随する課題	30
	第 1 節	金融リテラシーの現状	30
5	第 1 項	日本における金融リテラシー	30
	第 2 項	学校教育における金融教育	33
	第 2 節	企業型確定拠出年金と金融教育	34
	第 1 項	導入時投資教育の実情	34
	第 2 項	デフォルト商品	36
	第 3 項	加入方式	38
10	第 7 章	提案	38
	第 1 節	手数料体系の透明化	38
	第 2 節	ファイアーウォール規制の導入	40
	第 3 節	共通 KPI への新たな指標の提案	42
	第 1 項	販売会社に対する共通 KPI の新たな指標	42
15	第 2 項	運用会社の運用パフォーマンスを開示	42
	第 4 節	企業型確定拠出年金の制度改革	44
	第 1 項	導入時投資教育の内容充実	44
	第 2 項	デフォルト商品の変更	45
	第 3 項	加入時のオプトアウト方式導入	45
20	おわりに	47
	参考文献	48

はじめに

近年の医療技術の進歩に伴って、日本人の「平均寿命」や健康で日常生活を
障なく送ることのできる期間を指す「健康寿命」は年々伸び、いわゆる「人生
5 100年時代」の到来がいよいよ現実味を帯びてきた。

1 度きりの人生をより健康に長く過ごせるのはこの上なく嬉しいことだが、
その一方で長寿化に伴い、現役世代の定年後の期間は今のシニア世代のそれよ
り伸び、老後資金も今より必要になると言われている。こうした状況を受け、
金融庁も「貯蓄から資産形成」を促進するさまざまな施策や制度改革が行われ
10 てきた。しかし、未だに日本の家計金融資産は預貯金が大半を占めている。ま
た、少子高齢化、退職金や年金給付額の削減の可能性、超低金利政策の長期化
など、今後さらに家計の資産形成が重要になっていくと考えられる。

しかし、個人が自らポートフォリオを作って、投資する能力もそれを学ぶ時
間も乏しい。さらに、個人が保有する貯蓄は、ライフプランの実現のために行
15 われており、元本割れが許されない資金でもある。そういう資金だからこそ、
投資信託は家計の資産形成手段に適していると考えられる。なぜなら、投資信託は
1万円程度の少額から投資を行うことが可能であり、個人から集めた資金を資
産運用の専門家が個人に代わって運用し、分散投資してくれるので、個別リス
クも低減してくれ、個人が自身で資産運用する際の難点をカバーしてくれる商
20 品性を持っている。

ところが、日本の投資信託には課題が多く、家計の長期的な資産形成手段に
適しているとは言い難い。本稿では、第1章で資産形成の重要性を分析し、
第2章では投資信託の仕組みなどを、第3章で投資信託の歴史を述べる。こ
のことを踏まえて、第4章では日本の投資信託固有の課題を明らかにし、第5
25 章ではフィデューシャリー・デューティーの課題を述べる。続く第6章では
金融知識の欠如とそれに付随する課題を取り上げ、それらに対する改善策の提
案を第7章で述べたい。

第1章 資産形成の重要性

我が国では、家計による資産形成の重要性についての議論が活発化している。金融庁は、「平成27事務年度金融レポート」において、金融行政の重点施策として、従来の「貯蓄から投資へ」に代えて、新たに「貯蓄から資産形成へ」を掲げた。政府は、家計に資産形成を促すために、これまでもさまざまな施策を行ってきた。

しかし、現在、日本の家計金融資産の構成比を見ると、半分が現預金であり¹、日本では投資が資産形成手段として普及しているとはいえない。また、多くの国民が投資の必要性を感じていないと考えている。政府が国民に資産形成を促しているのに、国民は投資を行わない。この乖離を埋めるには、なぜ私たちは投資を行わなければならないのかを考える必要がある。そこで、本章ではこのことについて考察したい。

15 第1節 家計における投資の必要性

家計の資産形成が必要とされる主な理由には、「少子高齢化」、「退職金や年金給付額削減の可能性」、「超低金利政策の実施」があると考えられる。以下ではこれらを詳しく見ていこう。

20 第1項 少子高齢化による影響

現在の日本は少子高齢化社会である。今後も続く少子化により、64歳以下の生産年齢人口の割合が減少し、65歳以上のそれが増加していくと言われている（図表1）。つまり、社会保険料を払う世代は減少するのに対して、社会保障を必要とする世代が増えることを意味している。

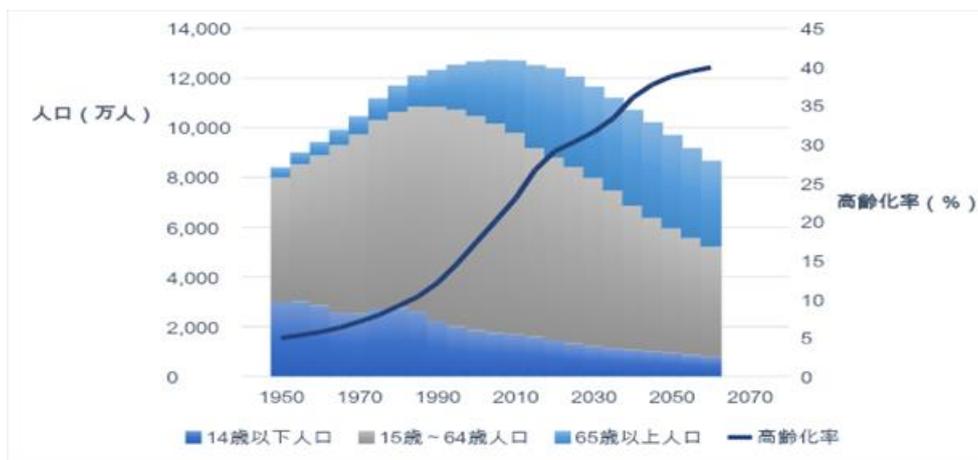
25 社会保障費の増加は、その財源である社会保険料や税金の負担増を招来し、若年層の可処分所得を減少させる可能性がある。その一方で、生活にかかる費

¹ 日本銀行（2019）「資金循環の日米欧比較」p.1

用は、今後も行われると予想される消費増税やデフレからの脱却が実現すれば、今後増加していくと考えられる。

5

(図表 1) 日本の人口推移



〔出典〕総務省(2016)「平成28年版情報通信白書 我が国の人口の推移」
ホームページより筆者作成

10 さらに、平均寿命は医療技術の進歩に伴って、今後さらに延びるとされ、「人生100年時代」と巷間言われるように、2000年生まれのこどもの半数は107歳まで生きると予想され²、100年生きることが当たり前の世の中になるだろう。

15 このように寿命が延びることは、人間にとって喜ばしいことではあるが、その一方で人生に必要なお金も増えることを意味している。なぜなら、人生が長くなると、それだけ必要となる生活費が増えるからである。したがって、私たちは「人生100年時代」を生き抜くために、若いうちから老後資産の形成に取り組み、資金面での備えをしておかなければならないのである。

第2項 退職金、年金給付額の削減

20 これまで日本人は老後生活に充てる費用を、退職金と年金給付の二つで賄っ

² リンダ・グラットン、アンドリュー・スコット著、池村千秋訳(2016)『LIFE SHIFT』東洋経済新報社、p.40

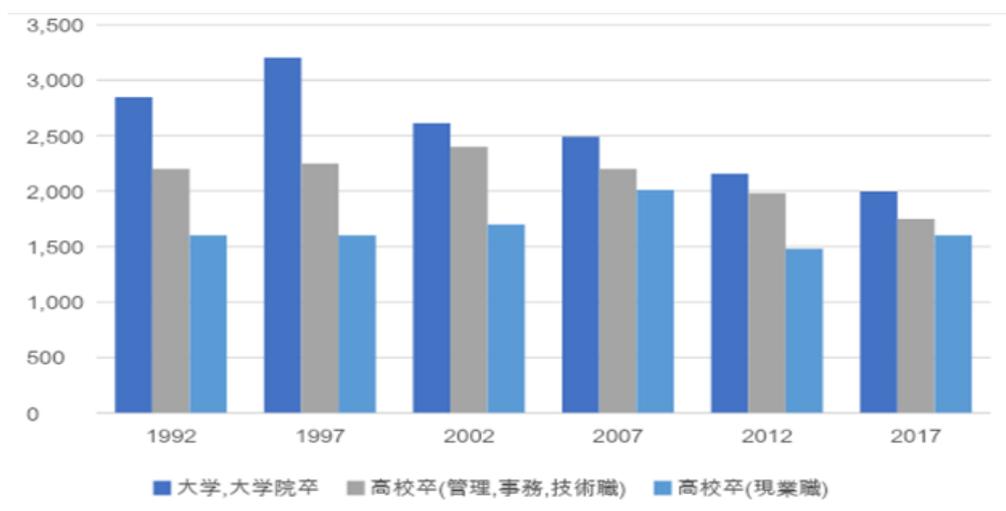
てきた。しかし、近年退職金の給付額は低下してきている。図表 2 によれば、給付額はピークの 1997 年比で 38% 低下し、そもそも退職給付制度がある企業も約 80% (2018 年) となっており、退職金給付額の減少や制度自体をもつ

5 企業が減少しているのである。

また、公的年金は給付水準の低下や、支給開始年齢の引き上げも見込まれる。先述した少子高齢化の進展は社会保障制度を支える世代の減少と支えられる世代の増加を招き、社会保障給付金の支出を一段と膨らませる。これによって、年金財政が一層悪化する。その結果、年金支給開始年齢の段階的な引き上げや、

10 年金支給額の減額が予測されるのである。

(図表 2) 平均退職給付額の推移 (単位: 万円)



[出典] 金融庁(2019)「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書
 「高齢社会における資産形成・管理」p.14 より筆者作成

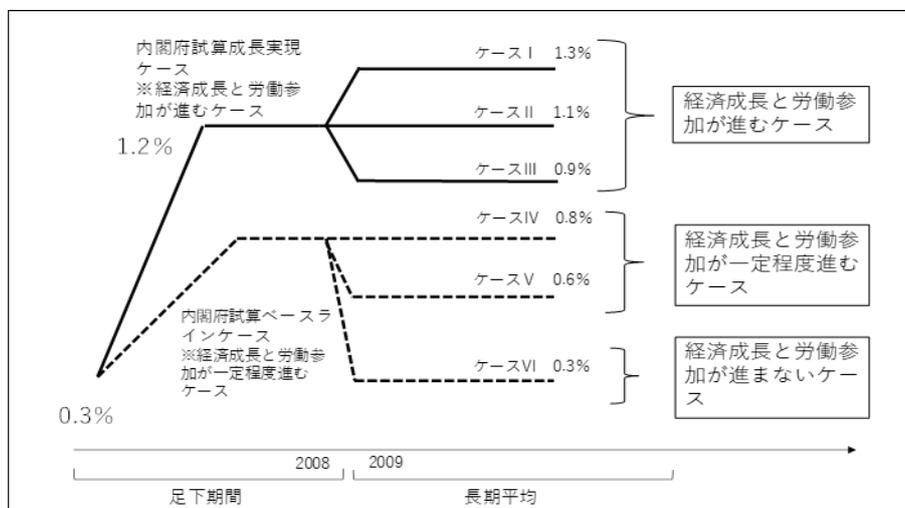
15

年金財政は 5 年に一度、財政検証が行われる。これは、経済や人口動態に一定の前提を置き、年金財政への影響や給付水準の変化から年金財政の健全性が検証される。図表 3 の示すとおり、政府は 2029 年度以降、6 通りの経済前提

20 提をもとにした給付水準の見通しを試算しているが、そのうち下位の 3 ケー

スでは、2043 年度以降、所得代替率³50%を維持できないとされる。

(図表 3) 六つの経済前提イメージ図



5

〔出典〕厚生労働省（2019）「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し－2019（令和元）年財政検証結果」p.8 より筆者作成

また、財政均衡が取れるまで機械的に給付水準調整⁴を進めた場合、所得代替率は 40%台に低下する見通しとなった。続いて、経済成長と労働参加が進まず、財政均衡の実現まで機械的に給付水準を調整すると、2052 年度に国民年金の積立金が枯渇し、完全な賦課方式に移行せねばならなくなる。その後は、保険料と国庫負担で賄える給付水準は、所得代替率が 36%～38%程度にとどまること became 明白になった。

³ モデル世帯（会社勤めの夫が平均賃金で 40 年間働き、妻が専業主婦の世帯）の月額年金給付が現役世代男性の平均月収の何パーセントになるかを表す。

⁴ マクロ経済スライドによる調整（物価や賃金が上昇した際に、本来は連動して増加する年金給付額を、スライド調整率を用いて自動的に抑制する仕組み）を適用している。

さらに、所得代替率を基礎年金、厚生年金でみると、各ケースにおいて基礎年金の所得代替率の低下幅が大きく、基礎年金しか受給できない人が低年金になることが懸念される⁵。これらの結果は、将来的にもらえる年金額が実質的に減ることの証左であり、親世代と同等の支給額を望むことは厳しいであろう。

第2節 超低金利政策の実施

平均寿命は延びるのに対し、退職金や年金の給付額減少を背景にして、昨今、金融審議会のワーキンググループの報告書で、老後資金は2,000万円必要と言われたように、退職金や年金で不足する部分は、自助努力で老後資産を形成しなければならない。

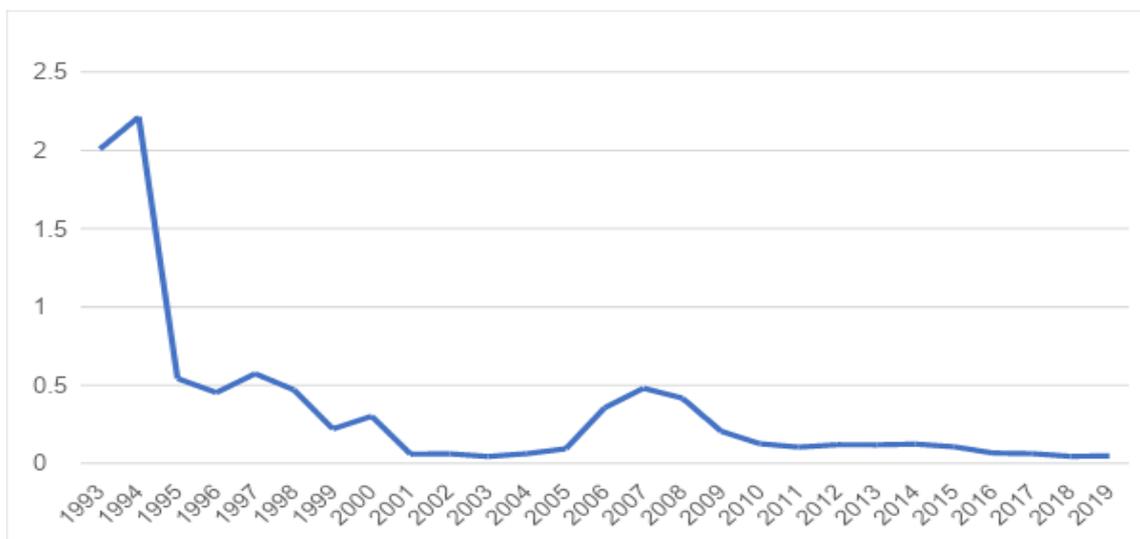
しかし、現在の高齢者が行ったように、それを預貯金で準備しようにも、現在の日本の定期預金金利は0.01%である（図表4）。元金を倍にするには約7,200年かかる。一方、1980年代のそれ（約6%）であれば、10年物の定期預金にお金を預けておけば、満期を迎える頃には、元金はほぼ倍に増えていた。このため、元本が保証された預金をしておくだけで、十分老後資金の準備が可能だったのである。

20

25

⁵ 堀江奈保子（2019）「財政検証から考える年金改革－厚生年金の適用拡大や労働参加の促進が重要に」みずほ総合研究所、p.3

(図表 4) 定期預金金利の推移



〔出典〕日本銀行「金融経済統計月報」ホームページより筆者作成

5

つまり、長寿化で必要な資金は増える一方、年金や退職金は現在の高齢者と同水準の給付が期待できず、不足分を預金で準備しようにも超低金利政策の長期化で、これも適わなくなっている。したがって、現役世代は老後資産の形成を、これまでの高齢者のように、元本が保証された預金だけでは行えないため、多少のリスクを採ってでもお金を増やす努力をしなければならないのである。したがって、証券投資を行う必要性が高まっていると言えるのである。

10

第2章 投資信託の概要

第1章で述べた理由から、日本人の現役世代は証券投資による資産形成が必要であるわけだが、いきなり個別株や債券に投資することはハードルが高すぎる。そうした投資初心者には最適な運用商品として、投資信託がある。なぜ家計にとって投資信託が資産形成の最適な商品とされているのか、投資信託の概要を踏まえて説明したい。

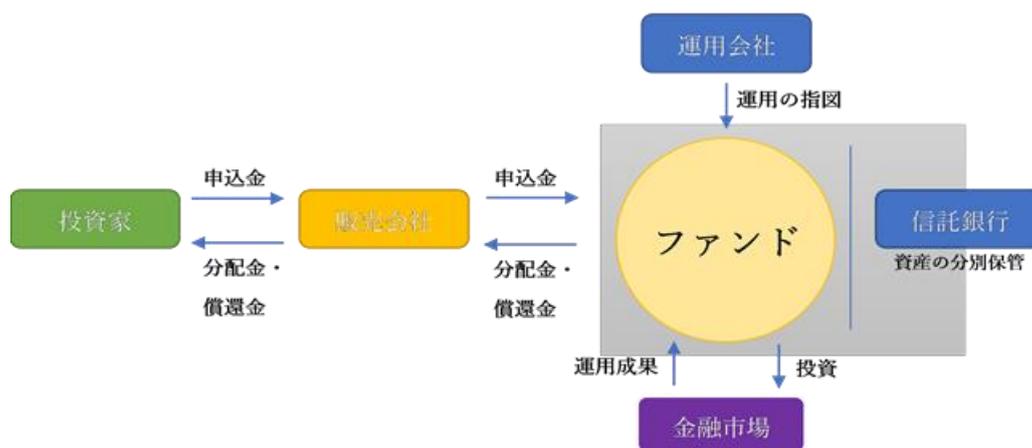
15

第1節 投資信託の仕組み

投資信託とは、投資家から集めた資金をまとめあげて一つの大きな資金プールを作り、その資金を運用の専門家が株式や債券などに投資、運用する商品である。そして、その運用成果は、投資家にそれぞれの投資額に応じて分配される仕組みをもった金融商品である⁶。

投資信託の仕組みは、図表5に示したとおりであり、そのプレイヤーは、投資家と運用会社を結ぶ販売会社、投資信託の設定を行い、投資家から集めた信託財産を運用する運用会社、そして投資家から集めた資産を保管、管理する信託銀行の三つから成り立っている⁷。では、投資信託にはどのような種類の商品があるのだろうか。次に、投資信託の種類を見ていこう。

(図表5) 投資信託の仕組み



15 [出典] 投資信託協会「投資信託の仕組み」ホームページより筆者作成

⁶ 投資信託協会ホームページ

⁷ 投資信託協会ホームページ

第1項 投資信託の種類

投資信託は募集対象やファンドの設立形態によるもの、投資対象によるもの、さらには購入可能な時期などで分類されている。以下、それらを簡単に説明しておきたい。

5

まず一つ目の分類は、募集対象によるものであり、公募投資信託と私募投資信託に分類される。前者は不特定多数の投資家に販売されるファンドであるのに対し、後者は50名以下の少数の投資家に販売されるファンドである。

10

次に、二つ目の分類は設立形態によるものであり、契約型と会社型に分類される。契約型とは信託契約に基づき運営され、会社型は株式会社に近い形で運営されるものであり、投資法人を設立して、投資家（投資主）はそこに投資する。そして、投資法人の稼ぎ出した収益が分配される仕組みである。そして、株式会社に類似した運営が行われると述べたように、定期的に株式会社の株主総会に相当する投資主総会が開催され、一定の重要な事項は投資主の議決が必要とされる。

15

そして、三つ目の分類は投資対象によるものであり、株式投資信託と公社債投資信託に分類される。株式投資信託は、株式を組み入れることができるファンドであるのに対し、公社債投資信託は株式を一切組み入れることはできず、公社債や短期金融商品などで運用するファンドである。

20

また、四つ目の分類は購入可能な時期によるものであり、単位型と追加型に分類される。単位型とは、ファンド発足前の募集期間のみに額面価額で資金を受け入れ、その後は追加資金を受け入れないファンドであり、追加型とはファンド発足後も引き続き時価で追加資金を受け入れるファンドのことである。

25

最後に、五つ目の分類は運用期間中に換金が可能か、否かによるものであり、オープンエンド型とクローズドエンド型に分類される。オープンエンド型とはファンドの買付・換金が純資産価値により常時行われ、クローズドエンド型は換金請求に応じないファンドのことである。こうしたいくつかの種類に分類される投資信託は、投資初心者には最適な運用商品とされる。その理由を次に見ていこう。

第2項 投資信託の特徴

投資信託の大きな特徴として、①小額投資、②分散投資、③専門家による運用の三つが挙げられる。一つ目の小額投資であるが、個人投資家が個別株式や債券への投資を行うには、数百万円程度のまとまった資金が必要になる。他方、投資信託に投資する場合、一万円程度から気軽に始めることができる。また、最近では楽天証券などのネット証券では、100円から投資信託を購入できる販売方法を採る会社もある。

そして、二つ目の特徴である分散投資とは、資産をいくつかの投資対象に分散して投資し、リスクを分散させることを指す。個人投資家が自身で分散投資しようとする多額の資金が必要となるが、投資信託はたくさんの人が拠出したお金を集めて、一つの大きな資金プールを作って、その資金を運用するので、個々の投資家の投資額は少なくても、さまざまな資産への分散投資が可能となり、リスクを軽減することを可能とする。

最後に三つ目の専門家による運用であるが、投資によってリターンを得るためには、多くの経済情報や企業情報、為替、金利などのデータを収集して分析しなければならず、これを一般の個人投資家が行うのは困難である。しかし、投資信託では、資産運用の専門家である運用会社のファンドマネージャーが、投資家に代わって運用してくれる。そして、こうした特徴をもつため、個人では買うのが困難な海外の株式や債券、特殊な金融商品への投資も可能となる。

また、株式を直接購入する場合と異なり、投資信託は運用会社が資産運用を代行してくれる金融商品であるため、商品の購入の際だけでなく、資産を運用している間も手数料が生じる。まず、投資信託を購入する際、販売会社に販売手数料を支払う必要がある。加えて、運用期間中に信託財産から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、運用会社・販売会社・信託銀行の三者で分配される。さらに換金時にかかる信託財産留保額があり、投資信託に関わる手数料には主として三種類ある。

日本では投資信託を直販する会社は少なく、その販売は既に投資家を顧客として抱える証券会社や銀行に依存してきた。販売手数料に関しては、運用会社はその上限を決めるだけで、その範囲内で販売会社は自由にそれを設定できる。

そのため、ネット証券を中心に、販売手数料を徴収しないノーロード型の投資信託の販売も見られるようになった。

第 2 節 近年みられる税制優遇制度について

- 5 近年、政府も個人の資産形成を促す観点から、さまざまな税制優遇制度を確立してきた。そのなかには投資信託に投資する上で有益な制度もある。以下では、その代表的な制度である NISA と確定拠出年金について述べていく。

第 1 項 NISA（少額投資非課税制度）

- 10 NISA とは、イギリスの ISA をモデルにして、2014 年 1 月にスタートした個人投資家のための税制優遇制度である。NISA では、毎年 120 万円の非課税投資枠が設定され、株式、投資信託などの配当・譲渡益が非課税対象となる。

- 15 現在は、従来の NISA だけでなく、ジュニア NISA、つみたて NISA を加えた 3 種類の制度が存在する（図表 6）。ジュニア NISA とは、未成年者を対象に年間 80 万円の非課税投資枠が設定されるものであり、2016 年に開始された。

- 20 そして、つみたて NISA とは、非課税投資枠は年間 40 万円に設定され、対象商品も投資対象や手数料、運用方針、運用実績、情報提供などのスクリーニング基準を満たした商品に限定されるなど、長期投資に適した商品が選別されているという特徴があり、投資初心者をはじめとして幅広い年代の人が利用しやすい仕組みとなっている。それぞれの制度の詳細は図表 6 のとおりである。

(図表 6) NISA、ジュニア NISA、つみたて NISA の特徴

	つみたて NISA	一般 NISA	ジュニア NISA
利用可能者	20 歳以上の日本居住者 (非課税口座が開設される 1 月 1 日現在)	20 歳以上の日本移住者 (非課税口座が開設される 1 月 1 日現在)	0～19 歳の日本居住者 (非課税口座が開設される 1 月 1 日現在)
利用可能額	40 万円/年 (最大 800 万円) 累積投資 (積立) のみ	120 万円/年 (最大 600 万円)	80 万円/年 (最大 400 万円)
利用可能期間	最長 20 年間 (投資期間は 2037 年まで)	最長 5 年間 (投資期間は 2023 年まで)	最長 5 年間 (投資期間は 2023 年まで)
対象商品	一定の要件を満たした 投資信託、ETF	上場株式、投資信託、 ETF 等	上場株式、投資信託、 ETF 等
いつでも引き出し可能か	引き出し可能 (非課税 枠は費消する)	引き出し可能 (非課税 枠は費消)	18 歳まで引き出し不可 (一部例外あり)
金融機関の変更	可	可	不可

- 5 [出典] 三井住友 DC アセットマネジメント「つみたて NISA」ホームページ
より筆者作成

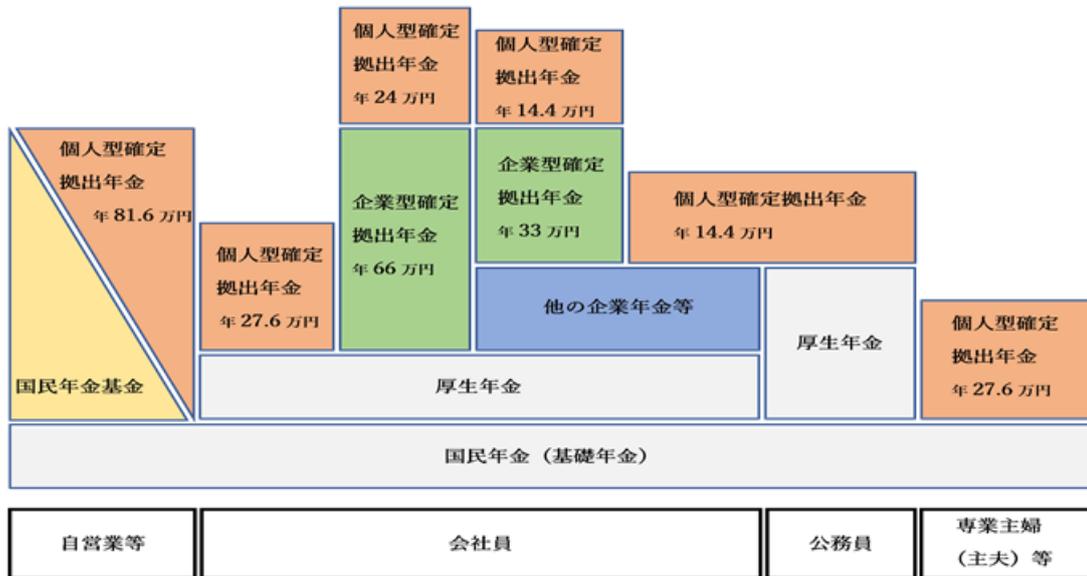
第 2 項 確定拠出年金

また、もう一つの税制優遇制度として、確定拠出年金がある。日本の年金制度は、図表 7 に示したとおり 20 歳以上の全国民が加入を義務付けられている国民年金、厚生年金適用事業者で働く会社員（公務員を含む）を対象とした厚生年金があり、その上乘せ部分として企業年金がある。この企業年金には、将来の給付額が約束されている確定給付年金と現在の保険料拠出額が決まっております、将来の給付額は運用によって増減する確定拠出年金がある。

15

20

(図表 7) 日本の年金制度



5 [出典] 「iDeCo ポータル」ホームページより筆者作成

さて、投資信託に投資する上で有益な制度として取り上げた確定拠出年金とは私的年金制度であり、図表 7 から分かるように、公的年金と組み合わせることで、より豊かな老後生活を送れる。この制度はアメリカの 401 (k) や
10 IRA をモデルにしており、企業型 DC と iDeCo に分けられる。

企業型 DC では、企業が掛金を毎月拠出し、企業が用意している運用商品の中から従業員が商品を選択し、資産を運用する。これへの加入は、従業員が自動的に加入する場合と、任意で加入する場合がある。さらに、2012 年から企業が拠出している掛金に、従業員が上乗せできるマッチング拠出が可能となり、
15 両者の拠出合計が月 55,000 円 (企業年金を併用している場合は 27,500 円) まで拠出可能となった。そして、従業員が定年退職を迎える 60 歳以降、運用してきた年金資産を一時金 (退職金) か、年金、もしくは一時金と年金を組み合わせる形で受け取る仕組みである。

こうした企業型 DC には三つの税制面でのメリットがある。一つ目は、運用
20 益は全額非課税となること、二つ目は、受取時に税を控除できること、そして三つ目にマッチング拠出を利用した場合、従業員が拠出する掛金は全額所得控

除の対象となり、所得税、住民税が軽減されることが挙げられる。

- 5 一方の iDeCo は、加入者自身が掛金を負担し、自らが契約する金融機関の用意する商品の中から運用商品を選び、自らの責任で運用を行う。年金資産の受取方法は、企業型 DC と同様である。

iDeCo の税制面でのメリットは、掛金が全額所得控除されるため、所得税、住民税が軽減されることに加え、運用益の非課税、受取時の税控除の三つが挙げられる。企業型 DC、iDeCo の双方に共通して言える重要なことは、加入者の運用次第で老後受け取る年金給付額が変化することである。

- 10 また、厚生労働省は企業型 DC と iDeCo 双方において、加入期間延長を議論しており、現行の 60 歳から企業型 DC では 70 歳、iDeCo では 65 歳に延長し、国民の老後への備えをより後押ししようとしている。

第 3 章 投資信託の歴史

- 15 現在の日本の家計は、金融庁が「貯蓄から資産形成」というスローガンを掲げているように、自助努力による資産形成が求められている。投資信託は、①少額からの投資が可能で、②資産運用の専門家が運用を行い、③分散投資を行うという特徴をもつ商品である。したがって、家計の資産形成手段として最適な商品であるが、日本では家計金融資産が預貯金に偏り、投資信託の比重は僅かである⁸。これには、日本の投資信託固有の課題があると考えられる。そこで、
- 20 以下では投資信託の歴史を振り返り、投資信託の理念や日本固有の課題の淵源がなぜ生まれたのかを明らかにしたい。

第 1 節 投資信託の起源

- 25 世界で初めての投資信託は、1868 年にイギリスで設定された「フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト」とされている。当時のイギリスは産業革命を終え、豊富な資本を保有しており、大資本家はインフラ整備や産業発展のために資本を必要としている国に、高い利回りを求めて積極的に

⁸ 前掲「資金循環の日米欧比較」 p. 1

対外投資を行っていた。

しかし、アメリカなどの海外投資にはリスクも伴い、投資知識や調査能力に乏しい中流階級の資本家には大きな壁が存在した。そこで、人々が集まってみんなでお金を出し合って資金プールを作り、さまざまな証券に分散投資をして、利益を享受するという手段を編み出した。それが投資信託の起源である。フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラストは現在も運用されており運用期間は151年を重ねている。

一方、アメリカの投資信託は、1921年にイギリスのそれを模倣して組成が始まった。第一次世界大戦まで債務国であったアメリカは、産業発展・インフラ整備の資金は、産業革命以降、イギリスをはじめとするヨーロッパ諸国に依存していた。しかし、大戦中にアメリカは生産能力を向上させ、戦場にならなかったことも幸いして、輸出を増やすことができ、資本輸出国に転じることに成功した。これに伴い国内でも株式所有の民主化が進み、これと並行して対外投資を行うために、投資信託に注目が集まった。

このようにイギリスとアメリカでは、投資信託誕生の根底には証券投資の民主化があり、中小投資家の合同運用に対するニーズの高まりが、投資信託誕生の背景にあった。

第2節 日本の投資信託の歴史

20 第1項 投資信託の開始と戦後の再開

日本で最初の投資信託は、1937年の藤本有価証券投資組合の結成である。これは民法上の任意組合として投資組合を設立して、さまざまな有価証券に投資したのであった。この組合には10,000人を超える投資家から資金を集め、127の組合を作り、1,270万円を動員した⁹。当時は日中戦争が勃発し、国債消化資金や軍需企業への資金供給が必要であるため、国民貯蓄奨励運動が行われており、その一環として藤本有価証券投資組合でも国債やこれらの株式に投資していた。しかし、信託会社からこの仕組みが信託類似行為に該当するとの

⁹ 大和証券（1963）「大和証券 60年史」p.142

批判に遭い、大蔵省の指示で1940年に解散した。

その後、1941年に当時の大蔵次官がユニット・トラスト式の投資信託を認可することを述べ、これによって野村証券と野村信託が提携した投資信託が許可された¹⁰。大蔵省が投資信託を認可した背景には、戦争の長期化に伴う戦費調達、軍需企業への円滑な資金供給があり、投資家が自生的に合同運用に対するニーズを高めたわけではなく、国策として行われていた貯蓄奨励の一環として、投資信託が始まるのである。

そして、第二次世界大戦が終わると、GHQの指導によって証券取引所は閉鎖されたが、ようやく1948年に証券取引法が公布され、1949年に東京証券取引所などが再開された。しかし、当時の株式市場は、大戦後の財閥解体や財産税の物納などで株式は供給過多に陥り、これが原因で株価が下がり、戦後復興を円滑に進めるために企業は資金を必要としたが、それがままならない状況にあった。

これを改善するために、政府は投資信託に再び目をつけた。供給過多の株式の受け皿にするために、一般大衆の資金を動員して国内の産業復興資金の調達を容易にしようとした。そこで、1951年に「証券投資信託法」が制定されたのである。

証券投資信託法が施行され、投資信託が認可されたが、従来、株式投資をしていなかった一般大衆の利用を前提としたため、預金と類似した貯蓄性が備えられた。そのため、ほとんどの商品の信託期間が2年程度と比較的短い「単位型」で組成され、しかも元本割れが起きた際には、償還延長措置も採られたのである¹¹。こうして価格変動があるはずの投資信託に元本観念を植え付けたのである。

そして、この時に生じた二つ目の課題として、投資信託業務の認可基準が、運用の巧拙ではなく、業者の規模が重視されたことである¹²。その結果、大手

¹⁰ 前掲「大和証券 60 年史」p.135

¹¹ 田村威（2011）「八訂投資信託 基礎と実務」経済法令研究会 p.40

¹² 深見泰孝、二上季代司（2019）「地方証券史ーオーラルヒストリーで学ぶ地方証券のビジネスモデル」金融財政事情研究会 p.762-763

証券が投資信託業務を兼業したため、今も見られる証券会社を親会社とし、運用会社を子会社とする系列問題を生むことになった。

5 この選択が、販売会社が投資家に販売しやすいテーマ性の強い商品を運用会社に作らせるという構造的な問題を生み出し、販売会社はそれを投資家に次々に販売し、その都度、販売手数料を獲得する営業が行われる素地を作っていたのである。

10 このように、日本での投資信託の開始、再開は、投資家のニーズの高まりを背景とするのではなく、国策上の要請から行われた。その結果、預貯金に近い商品性を持たせ、そして供給過剰の株式を吸収するため、投資信託業務の許認可の際、販売力を問うた。そのことが、日本での投資信託の発展を歪めたのであった。

第4章 日本の投資信託固有の課題

15 第1章でも述べたように、超低金利政策の長期化や少子高齢化などを踏まえると、自ら老後の資産を形成しなければならない。金融庁は、家計の資産形成および我が国全体の資金の流れを最適化させようと、これまでさまざまな施策を行ってきた。しかし、依然として、我が国の金融資産はその過半を現預金が占めており、投資信託は家計の資産形成手段として浸透していない。それには、いくつかの理由が考えられるが、その一つ目として日本の投資信託には、
20 固有の課題がある。本章ではまずこれを述べていこう。

第1節 系列関係と手数料体系

25 投資信託の手数料体系には、主として顧客が販売会社から商品を購入したときに払う販売手数料と、顧客資産を運用する間払う信託報酬がある。これらは図表8に示したとおり、販売手数料は販売会社が全額得られるのに対し、信託報酬は販売会社と運用会社、信託銀行の三者で折半する。このため、販売会社には販売手数料で収益をあげようというインセンティブが生まれる。その結果、同じ顧客に短期間に商品の売り買いを繰り返させる回転売買が行われるのである。

(図表 8) 投資信託の手数料の内訳

収益源	概要	販売会社	運用会社	受託会社
販売手数料	ノーロード 0% 債券ファンド 1% 株式ファンド 2~3%	全額収入	なし	なし
信託報酬	0.7~2.5%	①受託会社分を差し引いたもの。50%純資産増加に応じて、運用会社との取り分変更。	①受託会社分を差し引いたもの。50%純資産増加に応じて、運用会社との取り分変更。	0.1%程度

5

〔出典〕宇野淳監修（2010）「アセットマネジメントの世界」東洋経済新報社、p. 69 図表 3-3 より筆者作成

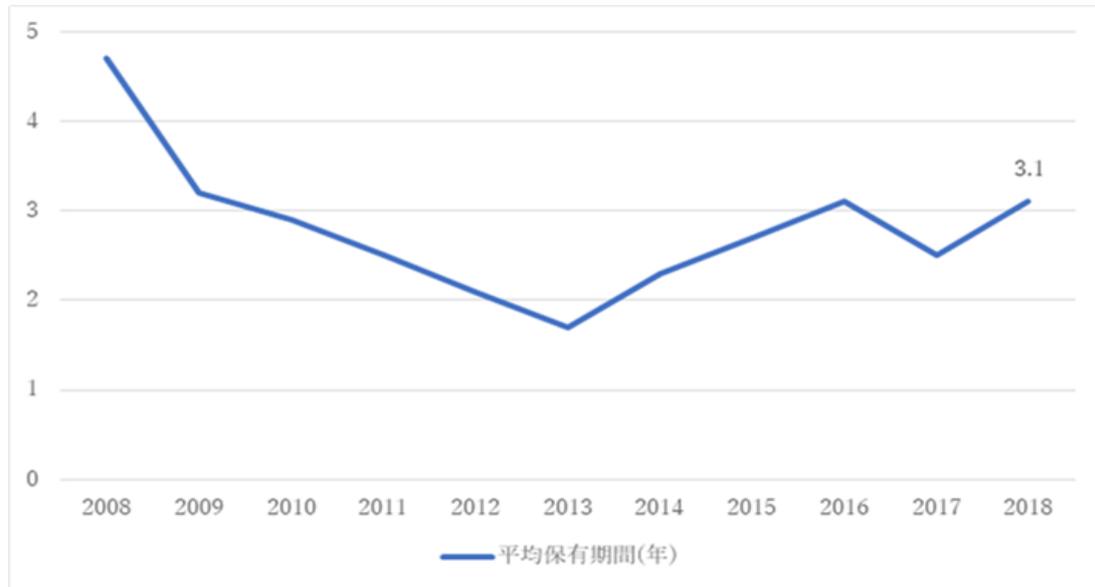
これを実証するため、図表 9 より、公募株式投資信託の平均保有期間をみると、10 年間でもあまり大きな変化は見られず 3.1 年と短いことがわかる。また、販売額と解約額を見てみると、日本ではほぼ同額の値が推移しており大量販売、大量解約が行われていることが明らかとなる¹³

15

20

¹³ 金融庁（2017）「説明資料」、p. 9

(図表 9) 公募株式投信 (除く ETF) の平均保有期間の推移



5

(注) 平均保有期間 = 年間純資産 ÷ 年間解約・償還額より計算

[出典] 投資信託協会 (2017, 2018) 「投資信託の主要統計ファクトブック」
p. 16、17 より筆者作成

10

販売会社がこうした回転売買を行うには、投資家の購入意欲がわく商品が必要となる。日本の場合、第 3 章で述べたように、元々証券会社が投資信託業務を兼務していたため、その後、投資信託業務を独立させたとはいえ、運用会社は証券会社の子会社として位置づけられている。そのため、今でも販売会社の運用資産の 82% が、系列運用会社の商品で占められている¹⁴。つまり、運用会社は資本面でも、販売面でも親会社 (販売会社) に依存している構図が浮かび上がる。

15

こういう構造の下では、販売会社から運用会社に対して、トレンドなテーマを取り扱った商品の組成をさせることも可能となる。そして、取り上げたテーマ

¹⁴ 金融庁 (2017) 「平成 28 事務年度金融レポート」 p. 63

マが旬を過ぎれば、別の旬のテーマを取り上げた商品を組成させる。こうしてアクティブ運用のテーマ型商品が相次いで作られ、それを販売会社は顧客に次々に販売していったのである。その結果、2012～2016年の日本のファンド平均新設率は、13.6%となっており、これはアメリカ（8.8%）やヨーロッパ（7%）よりも高くなっているのである¹⁵。

そして、純資産残高の多い商品を図表 12 に示したが、これによれば日本では純資産残高の多い投資信託のすべてをアクティブ型が占め、テーマ型の商品も上位にランキングされている。日本では先に述べた構造的な理由から、日本では投資信託の回転売買が行われているのである。

（図表 10）日本の純資産高上位 10 ファンドまとめ

順位	日本		アメリカ	
	2016年3月末時点	分類	2016年3月末時点	分類
1	国内外株式①	アクティブ型	米国株式①	インデックス型
2	海外株式① （アジア）	アクティブ型	米国株式②	インデックス型
3	国内外株式②	アクティブ型	国内外株式①	インデックス型
4	海外株式② （新興国）	アクティブ型	米国株式③	インデックス型
5	国内外株式③	アクティブ型	米国株式④	アクティブ型
6	国内株式①	アクティブ型	海外株式	アクティブ型
7	国内外株式④ （テーマ型）	アクティブ型	米国株式⑤	アクティブ型
8	国内外株式⑤ （テーマ型）	アクティブ型	国内外株式②	アクティブ型
9	国内外株式⑥ （高配当）	アクティブ型	国内外株式③	アクティブ型
10	国内株式②	アクティブ型	米国株式⑥	インデックス型

〔出典〕金融庁「投資信託説明資料」p.15より筆者作成

15

金融庁もこうした事態に懸念を示しており、「平成 27 事務年度金融レポート

¹⁵ 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、p.16

ト」でも、「銀行において、投資信託販売額や収益が増加してきた一方、残高や保有顧客数が伸びていない状況を見ると、今もなお、いわゆる回転売買が相当程度行われていることが推測される。投資信託が短期的なリターンを狙う回転売買の商品として使われ、長期的な資産形成に資する商品としては十分活用されていない」と指摘していることも、回転売買が行われていることの証左と言えよう。

第 2 節 運用パフォーマンスの悪化と小規模ファンドの濫立

10 日本ではテーマ型のアクティブ運用商品が次々に作られ、それが販売会社による回転販売の材料とされていることを指摘した。こうした回転販売が行われることによって起きる副次的な課題として、運用パフォーマンスの悪化と小規模ファンドの濫立が挙げられる。

15 販売会社によって回転売買が行われることにより、運用会社は常に解約に備えてファンド内に常に現金を残す必要がある。また、想定を超えた解約が起きた場合には、市場での流動性の高い資産から売却をして、解約資金を調達せねばならなくなる。

20 その結果、ファンドの純資産残高が減少し、十分に投資先を分散できなくなるため、個別リスクを十分に低下させることができず、また、流動性の高い銘柄から売却するため、流動性の低い銘柄が残り、運用パフォーマンスを低下させるのである。

25 そして、テーマ性商品を次々に組成し、回転売買を行うことによるもう一つの副次的な課題には、小規模ファンドの濫立がある。先にも述べたが、販売会社が顧客に商品を回転させるには、顧客の購入意欲がわく商品が必要となる。そのため、各社が類似したテーマ性商品を次々に組成するわけだが、こうした商品は取り上げたテーマが旬を過ぎれば乗り換えが行われるため、解約が続出する。その結果、純資産残高の少ないファンドが増えていくのである。

実際、日本とアメリカ、イギリス、ドイツ、フランスのファンド 1 本あたりの純資産を比較すると、日本のそれは 5 か国の中で最も少ない 159 億円で

あった（図表 11）。しかも、日本ではファンドの削減率も他国より低く¹⁶、2014 年に制度改正が行われた後も併合は進んでいないため、小規模ファンドが濫立し、それによってファンド運営は非効率となり、管理コストの増大を招くとともに、運用パフォーマンスが低下するという悪循環に陥るのである。

（図表 11）公募・証券ファンド数と一本当たり金額の比較（2017 年末現在）

	ファンド数	純資産 (円換算、億円)	一本当たり金額 (円換算、億円)
日	6,152	1,111,919	181
米	9,788	24,948,580	2,549
英	2,948	2,157,190	732
独	1,993	519,923	261
仏	10,860	2,606,257	240

（注）円換算は 2017 年末レート（1 ドル=112.65 円）

10 〔出典〕杉田浩治（2019）「投資信託の世界」p.113 より筆者作成

第 3 節 分配型投資信託の組成

日本の投資信託固有の問題として、三つ目に挙げるのは分配型商品の多さである。現在、日本では投資信託を保有する 41.6%の投資家が、毎月分配型商品
15 品を保有している（図表 12）。近年は金融庁が分配型商品を問題視していることもあって減少傾向にあるが、依然として多くの投資家が保有している。この商品の
特徴は、決められた月ごとに決算を行い、収益などの一部を収益分配金（分配金）として分配することにある。

しかし、定期的な分配は、投資信託の本来の利点である複利効果を削ぐこと
20 や、普通分配金には課税が行われるため実質的なリターンが目減りする。そして、分配金には普通分配金と特別分配金があり、前者は運用の成果を分配するものであるから問題はないが、後者は運用資産を切り崩して支払っているため、

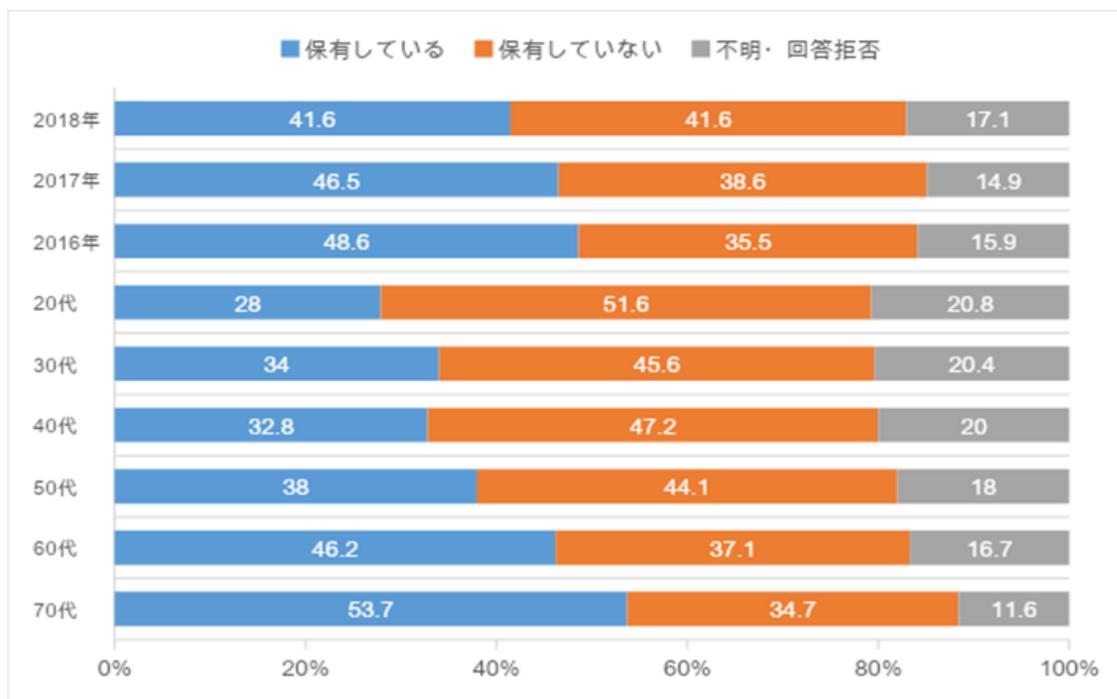
¹⁶ 前掲「投資信託の制度・実態の国際比較」日本証券経済研究所、p.16

運用資産の減少を招き、そのことがパフォーマンスを押し下げる一因になる。

こうした商品が生まれた背景は、日本では高齢層になるほど証券投資額が大きくなっている¹⁷ことにある。彼らのニーズには、投資信託で運用を続けながら、運用成果だけは定期的に取りたいというものがある。つまり、年金の補完商品としてのニーズが高いのである。こうした自ら望んで分配型商品を買う人にとってはよい商品かもしれない。

しかし、老後の資産形成を目的とした若年層には、複利効果を減殺する商品性をもつ分配型商品はニーズとマッチしないはずである。ところが、若年層の保有率も高い（図表 12）。つまり、販売会社が顧客に十分な情報提供して商品選択を促しているのか疑問が残る。

（図表 12）毎月分配型投資信託の保有状況



15

〔出典〕投資信託協会（2019）「投資信託に関するアンケート調査報告書」
p. 37 より筆者作成

¹⁷ 日本証券業協会（2019）「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」 p. 13

第5章 フィデューシャリー・デューティーとその課題

近年、各国の金融業界の中で、フィデューシャリー・デューティー（以下、FD と略記）に対する関心が高まっている。FD とは、英米法において信託を受けたものが履行すべき義務を指し、受託者責任とも訳される。もともとは「信託受託者が信託委託者および受益者に対し負う義務¹⁸」を指す概念であるが、欧米では、他者の信託にこたえるべく一定の任務を遂行するものが負うべき、幅広いさまざまな役割・責任の総称として用いられつつある¹⁹。

アメリカではFDは、企業年金関係者に対して顧客の最善の利益を目指させるよう、1974年の従業員退職所得保障法（ERISA法）でFDの規定が盛り込まれた。しかし、IRAの加入者はそれによる保護対象になっておらず、退職時に401(k)からIRAへロールオーバーさせると、ロールオーバーした時点から、保護対象外となるという規制の空白が存在した。その後、ロールオーバーさせる退職者が増えると、この空白が問題視され、1986年に内国歳入法（IRC）でFDが課されるようになった。もちろん違反した場合は、刑事訴追や賠償責任が負わされる。

他方、日本でも平成28年の金融審議会がFDを審議され、七つの原則（①顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表など②顧客の最善の利益の追求③利益相反の適切な管理④手数料などの明確化⑤重要な情報の分かりやすい提供⑥顧客にふさわしいサービスの提供⑦従業員に対する適切な動機付けの枠組みなど）を、各事業者にコンプライ（採択）するか、エクスプレイン（採択しない場合の説明責任）するかを求めた。これは、アメリカのような法令に基づくものではなく、プリンシプルベースであるため、あくまでも各金融機関が自主的に定めるものであり、違反しても刑事訴追や損害賠償などの法的責務は問えない規定となっている。

こうした構造のため、金融庁は金融機関の取り組みを「見える化」させ、金融機関に顧客本位の業務運営を行わせようとした。投資信託に関しては、顧客

¹⁸ 企業年金連合会ホームページ「用語集」

¹⁹ 金融庁（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則」p. 1

本位の業務運営に関する原則を採択した販売会社に対しては、中長期的な運用パフォーマンスがリスクや手数料などに見合っているかを比較可能にするため、三つの共通 KPI を公表させているが²⁰、果たしてこれで十分に顧客本位の業務運営が行われているかは比較できないのではないだろうか。

5 また、これまで一定数の金融事業者が KPI を自主的に設定・公表してきたが依然として未公表事業者は 5 割に上る（図表 13）。そして、運用会社は顧客に対して、資産運用という知的専門サービスの提供を行い、顧客からの信頼に基づき業務を遂行²¹しており、FD の対象には運用会社も含まれているのに
10 もかかわらず、自主的に KPI を公表している会社はほとんどない。

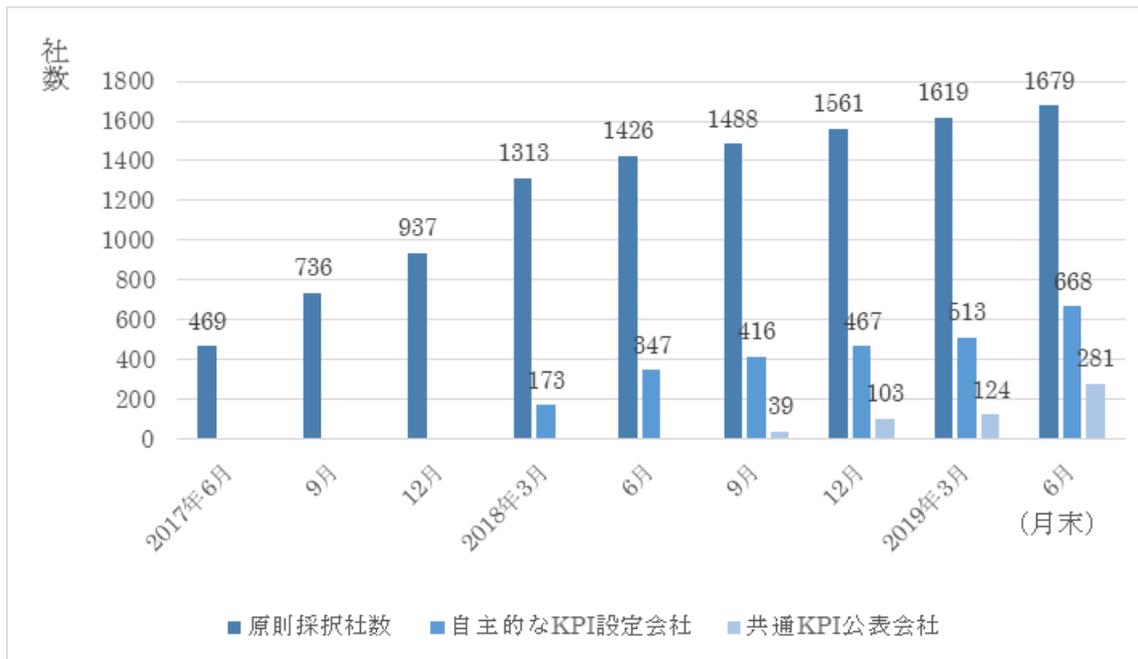
15

20

（図表 13） 自主的 KPI と共通 KPI 公表事業者数

²⁰ 公表する対象は、①投資信託・ファンドラップの運用損益別顧客比率、②投資信託の預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン（設定後 5 年以上）、③投資信託の預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン（設定後 5 年以上）に限られている。

²¹日本証券業協会（2016）「資産運用に関するワーキンググループ（第 10 回）（書面）」 p. 6



(注) 「自主的な KPI」 設定者数は、取組方針やその実施状況において KPI を公表している事業所を集計

- 5 (注) 「共通 KPI」 公表社数は、3 項目の共通 KPI のうち、1 項目以上公表している事業者数を集計

〔出典〕 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モニタリング結果(概要版)」 p.2 より筆者作成

10 また、金融庁も運用会社の運用力を示した自主的 KPI の公表を促す方針とされるが、現時点ではまだ行われておらず、共通 KPI も検討を進めるにとどまっている²²。とはいえ、金融庁も KPI の項目を検討するため、QUICK 資産運用研究所に「資産運用業者の運用パフォーマンスを示す代表的な指標 (KPI) に関する調査」を委託している。

15 この調査では、①個人投資家が購入する国内公募の追加型株式投資信託を運用する資産運用業者(以下、運用会社)ごとの運用力の指標化、②アクティブ(積極運用)型の投信における運用コストと運用パフォーマンスの相関関係の定量分析を委託し、商品性でカテゴリーを六つ(全ファンド、国内株式、先進

²²金融庁(2018)「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～(平成30事務年度)」 p.35

国株式、先進国債券（投資適格、ハイイールド債）、海外 REIT）に分けて、シャープレシオや累積リターン、年率リターン、リスクを分析している²³。ただ、販売会社の共通 KPI では運用損益別顧客比率が出されていたが、これではカテゴリー別の結果が開示されただけであり、運用損益別運用商品比率のような、その会社の運用力が一目で分かるようなデータは出されておらず²⁴、こうしたデータの開示が課題であろう。

第 6 章 金融知識の欠如と付随する課題

10 第 1 節 金融リテラシーの現状

第 1 項 日本における金融リテラシー

日本の家計金融資産が預貯金に偏重していることは、先にも述べた。この原因については、一つは証券投資に対するイメージの悪さ、もう一つは金融リテラシーの低さが挙げられよう。前者については、図表 14 に示したとおり、プラスイメージよりマイナスイメージの方が強く、その理由としてはギャンブルのようなものや、難しいという印象が持たれている。また、投資信託に対するイメージについて、投資信託協会が行った調査結果を図表 15 に示したが、これも元本割れが怖いや、仕組みが分かりにくいといったイメージが持たれている。

20

（図表 14）証券投資のイメージ

²³ 金融庁（2019）「資産運用業者の運用パフォーマンスを示す代表的な指標（KPI に）関する調査」 p. 1

²⁴ 当然運用パフォーマンスは相場に依存するため、運用損益別運用商品比率でその会社の真の運用力が把握できるわけではないが、会社の運用力を把握するには、パフォーマンスごとに何本のファンドがあるのかを示すのは一つの指標となるだろう。

		プラス					マイナス						複数回答
		資産を増やす	将来の生活資金の蓄えに役立つ	勉強になる	社会貢献に役立つ	楽しそう	難しい	ギャンブルのよさなもの	お金持ちがやるもの	なんとなく怖い	しつこく勧誘される	その他	
全体	n=7000	38%	16%	9%	3%	2%	41%	33%	33%	29%	11%	2%	1%
	n=5200	33%	11%	6%	2%	1%	43%	35%	37%	32%	11%	2%	1%
	n=1257	59%	40%	22%	6%	5%	33%	25%	13%	16%	8%	2%	0%

5 〔出典〕日本証券業協会（2018）「証券投資に関する全国調査（調査結果概要）」p.19より筆者作成

（図表 15）投資信託についてのイメージ

10

		N値	元本割れが怖い	仕組みが分かりにくい	用語がわかりにくい	長期運用に向いている	投資の初心者向けである	投資の上級者向けである	気軽に始められる	仕組みがわかりやすい	その他	わからない・特にない	無回答
	全体	1472	54.2%	43.8%	24.1%	20.2%	16.2%	14.1%	13.2%	4.8%	2.8%	8.4%	1.5%
性別	男性	798	48.5%	41.7%	18.9%	22.1%	18.5%	13.7%	15.9%	5.9%	3.3%	8.9%	1.3%
	女性	674	61.0%	46.1%	30.3%	18.1%	13.5%	14.7%	9.9%	3.6%	2.2%	7.7%	1.8%
年代別	20代	60	50.0%	48.3%	31.7%	18.3%	11.7%	20.0%	15.0%	6.7%	1.7%	10.0%	0.0%
	30代	218	50.5%	46.8%	27.5%	19.7%	20.2%	12.8%	10.6%	2.4%	1.8%	9.7%	0.3%
	40代	330	50.0%	48.2%	25.8%	20.3%	13.0%	18.2%	10.6%	2.4%	1.8%	9.7%	0.3%
	50代	264	54.2%	44.3%	24.2%	23.5%	15.2%	16.3%	13.6%	2.7%	4.2%	6.4%	1.9%
	60代	347	62.2%	41.2%	23.6%	19.0%	16.4%	13.5%	11.5%	4.0%	2.9%	7.8%	0.6%
	70代以上	253	53.0%	37.2%	17.8%	19.4%	19.0%	7.1%	19.0%	10.3%	2.4%	8.3%	4.3%

〔出典〕投資信託協会（2012）「投資信託を含む金融商品関心層対象の全国調査結果【2012年（平成24年）調査結果の概要】」ホームページより筆者作成

15

しかし、本来、投資信託は資産運用の専門家が、投資家に代わって資金を運

用してくれる商品であり、投資家はそれほどの金融知識を必要としない、投資初心者には最適な商品であるにもかかわらず、こうしたイメージが持たれている。それはなぜかと言えば、日本人の金融リテラシーの低さに帰着する。

- 5 これを金融広報中央委員会が調査した諸外国との調査で確認すると、日本人の金融リテラシーは、アメリカやイギリスと比べて低い（図表 16、17）。こうした日本人の金融リテラシーの低さが、投資初心者向け商品である投資信託ですら、仕組みがわからないや用語がわかりにくいといった印象を持たれる要因であろう。では、なぜ日本人の金融リテラシーは低いのだろうか。

10

（図表 16）米国との比較

	日本	米国
正誤問題 6 問平均	47	53

〔出典〕金融広報中央委員会『「金融リテラシー調査 2019 年」の結果』

15

p. 17 より筆者作成

（図表 17）OECD 加盟国との比較

(%)

		日本	英国	ドイツ	フランス
知識（5 問平均）		60	63	67	72
① 金利	Q18	69	57	64	57
② 複利	Q19	44	52	47	54
③ インフレの定義	Q21-1	62	80	87	87
④ リスクリターン	Q21-3	77	74	79	87
⑤ 分散投資	Q21-4	47	52	60	75

20

〔出典〕金融広報中央委員会『「金融リテラシー調査 2019 年」の結果』

p. 18 より筆者作成

第2項 学校教育における金融教育

日本ではこれまでも金融教育が行われてこなかったわけではない。その歴史を振り返れば、1973年に金銭教育研究校が創設され、金融、経済に関する正しい知識、お金やモノに対する健全な価値観を養成したことに始まる。その後、2005年には同年を「金融教育元年」と位置づけ、高校生以下の金融教育への支援が強化され、2007年には「金融教育プログラム」が発行され、学校教育における金融教育の体系化が目指された。さらに、2014年には金融経済教育推進会議が「金融リテラシー・マップ」を公表した。

「金融リテラシー・マップ」とは、小学生から高齢者までを年齢層別に、それぞれの生活スキルとして、最低限修得しなければならない知識を、家計管理、生活設計、金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択、外部の知見の適切な活動の四つに分け、具体的に例示したものである。そして、高校生以下に対して例示された内容は、金融教育プログラムや学習指導要領（一部記載されていないものもある）に準拠して作られた。つまり、既存の教育内容を踏まえて作られたのである

しかし、金融教育を受ける機会があったかを問うたアンケートでは、73.9%がその機会はなかったと回答し、62.4%が金融教育を行うべきと回答している。その乖離は何を意味しているのであろうか。学習指導要領を確認すると、学校教育で行われている内容は、金融制度に関する理解が中心であり、金融商品などを紹介するものではない。既修者の思い描く金融教育とは、パーソナルファイナンス教育であるのに対し、学校教育で行われている教育内容は制度や仕組みを中心としているため、受けていないという回答になるのであろう。

こうした乖離を踏まえ、新学習指導要領では、金融や証券に関する記述が拡大し、高校では公共で金融商品を活用した資産運用に伴うリスクとリターンが、家庭科では基本的な金融商品の特徴が教えられる。これにより、今後は日本人の金融リテラシーも向上すると見込まれる。しかし、既に学校教育を終えた人たちの金融リテラシーをいかに向上させるかは課題である。

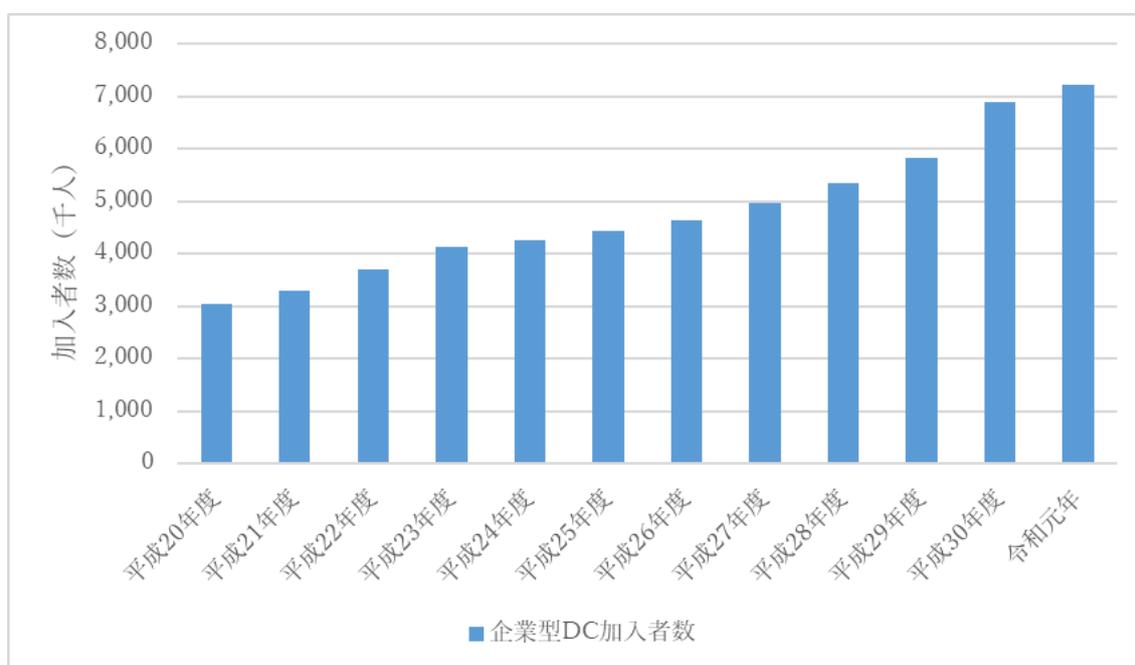
第 2 節 企業型確定拠出年金と金融教育

第二章で述べた、企業型 DC は、2001 年に施行されて以来、その加入者は増加しており、会社員の約 5 人に 1 人が加入している。

5

10

(図表 18) 企業型 DC 加入者の増加



〔出典〕企業年金連合会「確定拠出年金の統計」ホームページより筆者作成

15

第 1 項 導入時投資教育の実情

社会人に向けた金融教育を行える機会は、企業型 DC の導入時投資教育や継続教育がそのチャンスであろう。企業型 DC は 2001 年の開始以来、加入者数を増やし、現在、会社員の約 5 人に 1 人が加入している。しかも、確定拠出

年金法には投資教育を「事業主は、その実施する企業型年金の企業型年金加入者等に対し、これらの者が行う第二十五条第一項の運用の指図に資するため、資産の運用に関する基礎的な資料の提供その他の必要な措置を継続的に講ずるよう努めなければならない」とし、努力義務が課されている。

5 5
では、導入時投資教育の実情はどうだろう。2014年時点では概ねすべての事業所で実施されており、問題無く拡大しているように思える（図表19）。しかし、問題はその内容や質である。確定拠出年金投資教育ハンドブック（企業年金連合会）では、投資教育の内容を必ず提供すべき「基本的知識」と応用的な「望ましい知識」に分けて整理しており、その「基本的知識」だけでも四つの項目がある。この内容を「業務時間内」に「一回のみ」で行うには無理があると考えられる。つまり、内容や質は不十分であり形骸化している。

（図表19） 導入時投資教育の現状

15

実施対象	全員対象 94.6%、希望者のみ対象 5.4%
実施時間	業務時間内 68.9%、時間外 16.3%、両方 14.8%
実施回数	一回のみ 82.6%、2回 11.7%、3回以上 5.7%
実施手法（実施率、複数回答）	集合研修 94.6%、臨時発行物 41.7%、ビデオ研修 36.5%

〔出典〕企業年金連合会「確定拠出年金投資教育ハンドブック」p.3より筆者作成

20

25

(図表 20) 基礎的知識

5

基本的知識			
確定拠出年金制度の理解	投資を行うに当たって必要な知識	リタイアメントプランニングに必要な知識	制度を活用していくに当たって必要な知識
<ul style="list-style-type: none"> ・確定拠出年金制度の特徴 ・加入対象者 ・掛金額とその決定方法 ・運用商品の選択肢 ・運用商品の預け替え機会と変更の方法 ・給付の種類、受給要件、開始時期、受取方法 ・ポータビリティの仕組みとその方法 ・脱退一時金を受けられるケースと受取りの方法 ・短期離職者の事業主返還規定がある場合、その内容 ・税制措置 ・マッチング拠出制度のメリットと活用法 ・その他実施事業所に固有の仕組み 	<ul style="list-style-type: none"> ・運用商品の種類と特徴 ・アセットクラスの種類と特徴 ・リターン概念と投資対象ごとに期待できるリターンのレベル ・リスク概念と投資対象ごとの具体的リスクのレベル ・分散投資の重要性と効果 ・長期投資の意義と複利効果 ・定期的な積立投資の意義と効果 ・リスク許容度の概念と考え方 	<ul style="list-style-type: none"> ・老後の資産形成は現役時代に取り組む必要があること ・現役時代のライフプランを勘案すると、老後資産形成は早期かつ長期で取り組むべきこと ・男女それぞれのリタイア後の年齢の平均余命は一般的想定より長いこと ・標準的な公的年金水準と受給開始年齢 ・標準的なセカンドライフの家計支出水準 ・公的年金は終身給付であること ・老後の期間、不足額等を勘案して求められる資産形成の必要額 	<ul style="list-style-type: none"> ・規約等のルールへアクセスする方法 ・コールセンターやWebへアクセスする方法 ・社内の問い合わせ窓口 ・運用指図の具体的手順 ・口座残高、運用記録等へのアクセス方法およびその読み方

〔出典〕 企業年金連合会「確定拠出年金投資教育ハンドブック」p.21~23 より筆者作成

10

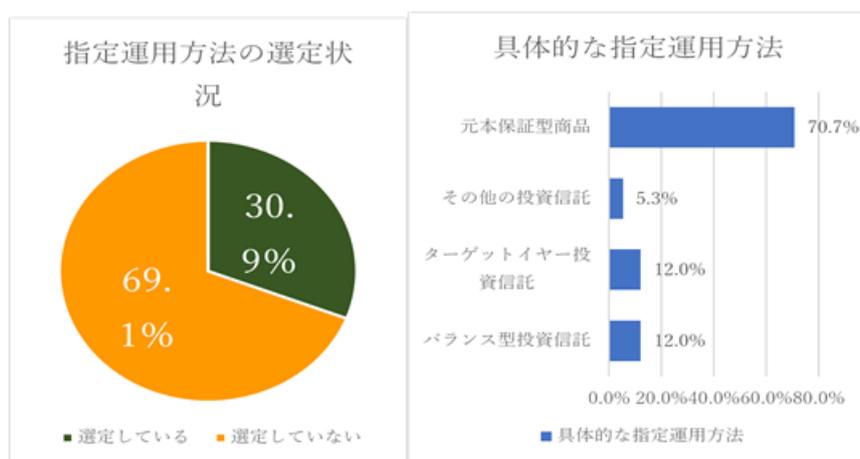
第2項 デフォルト商品

企業型 DC では、従業員が企業の用意している運用商品の中から運用商品を選択し、資産を運用するが、現在、約 3 割の企業がデフォルト商品を指定しており、そのうちの 7 割が元本確保型商品を指定している（図表 21）。

15 本来、老後の資産形成を目標にしたとき、老後まで時間がある若年層はリス

クを取りやすいため、元本確保型商品の投資比率を低くし、資産形成に積極的であることが望ましい。また、老後を間近に控える高年層はリスクを抑え、元本確保型商品のそれを高くし、年金資産額を確定していくことが望ましい。しかし、デフォルト商品の 7 割が元本確保型商品であることは、この望ましい姿を達成できていない現状を示唆している²⁵。

(図表 21) デフォルト商品の選定状況



10

〔出典〕企業年金連合会(2017)「2017(平成29)年度決算確定拠出年金実態調査結果(概要)」p.10より筆者作成

15 また、確定拠出年金法が2017年に改正され、改正前にはデフォルト商品の設定が可能とだけ言及されていたのだが、指定運用方法が明記され、未指図の加入者に対しては、一定の手続き後は加入者が指図したものとみなして、資

²⁵ これに対し厚生労働省は、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」

(改正DC法)により「あらかじめ定められた指定運用方法に関する規定の整備を行うとともに、指定運用方法として分散投資効果が期待できる商品設定を促す措置を講じる」ことを求めている。そして、改正DC法ではデフォルト商品に関する改正以外にも、継続教育の努力義務化や運用商品数の抑制なども規定されている。

産を指定運用方法で投資してもよいことにされた。これにより、デフォルト商品に長期分散投資が可能な商品への移行が見込まれる。アメリカの 401 (k) を参考にすると、ターゲットイヤーファンドなどのライフサイクル型ファンドを中心に設定されると考えられる。

第 3 項 加入方式

日本では企業型 DC の加入は任意加入としている。つまり、加入するか否かは従業員が選べる。しかし、近年の退職金の減少や、今後、公的年金受給額の減少も予想されるため、老後のための資産形成の重要性は高まっている。また、従業員が制度に加入しなかった場合、掛金相当額はその人の給与に上乗せされて支給され、十分な老後資産の形成ができなくなる可能性も出てくる。

金融庁のワーキンググループ報告書が発端となった老後 2,000 万円問題以降、老後資産の形成に対するニーズは高まっており、企業型 DC の加入方式は現行の任意加入でよいのかは疑問の残るところである。また、人間の行動には、現状維持バイアスや双曲割引といった行動バイアスが働く。行動経済学の視点から見ても、現在の加入方式には課題があると考えられる。

第 7 章 提案

第 4 章以降では、投資信託における現状の課題（①系列関係と手数料構造に付随する課題、②フィデューシャリー・デューティーに関する課題、③金融知識の欠如に伴う課題）を指摘した。以下では、これらに対する提案を述べたい。

第 1 節 手数料体系の透明化

第 4 章で述べたように、日本では歴史的経緯から販売会社と運用会社が親子関係にあり、運用会社は販売会社に多くを依存している関係にある。こうした構造にある上に、手数料が販売手数料の方が高いため、回転売買を繰り返す方が販売会社は効率的に収益を上げられる。その結果、次々にテーマ型のファ

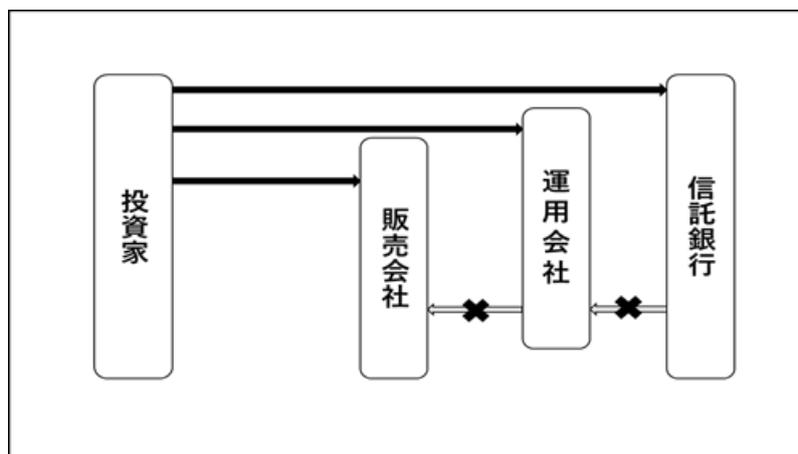
ンドを子会社の運用会社に作らせ、それを使って回転売買を繰り返す。そして、こうした回転を繰り返す結果、ファンド 1 本あたりの純資産残高が減少し、運用が困難となるため、運用パフォーマンスが低下するという悪循環に陥っているのである。

金融庁もこれを問題視し、顧客本位の業務運営をするよう FD の徹底を呼びかけてはいるものの、それを採択するか否かは、あくまでも各金融事業者の自主的判断に任されており、未だ回転売買が続けられている。本来的には、コミッションベースのビジネスは、顧客との間に利益相反を生む。すなわち、販売会社の収益を上げるためには、顧客に回転をさせなければならない。そうすると、真の意味で顧客本位の営業を標榜するには、フィーベースのビジネスモデルを採るべきである。

とは言いながら、現在の規制体系の下では、FD を法規制とすることは難しい。そこで、我々は手数料の透明化を提案し、これによって販売会社にフィーベースのビジネスモデルへの移行を促す。手数料の透明化とは、販売会社に対する手数料のキックバック禁止である。

従来、投資信託の購入の際、顧客は直近の基準価格に数%上乗せした概算金額を払っている。販売会社はその中から販売手数料を取り、残金でファンドを購入している。また、信託報酬も図表 22 のように、信託財産の中から支払われているため、手数料がいくらなのか顧客に不明確である。

(図表 22) 手数料透明化イメージ



〔出典〕 筆者作成

そこで、販売手数料、信託報酬は顧客から徴収することを日本証券業協会の自主規制ルールとして設け、販売手数料は購入金額が確定した時点で、改めて顧客に請求し、信託報酬も信託銀行に代わって販売会社が顧客から代理徴収することとしたい。

こうすることで、顧客に投資信託の購入、保有に必要な手数料が明確となり、顧客が負担する手数料がどのサービスへの対価なのかが明確となる。また、手数料が透明化すれば、販売手数料に引き下げ圧力がかかることが予想され、販売会社はコミッションへの依存を諦めざるを得なくなり、結果として、販売会社はビジネスモデルをコミッション型からフィー型へ移行させると考える。

このことで、販売会社と顧客との利益は、預かり資産の増加で一致するため、コミッション型で懸念されていた両社間の利益相反は解消するだろう。また、金融機関にとってもメリットがある。フィー型への移行を遂げたアメリカのストラテジージック・インサイト社では解約率が低下し、安定的な収益の獲得が見込める。

世界に目を移してみても、アメリカやイギリス、カナダ、オーストラリアなどでは、投資アドバイザーに対する FD 強化、コミッション型からフィー型への移行は進んでおり、グローバルなトレンドになっている。日本も今後より健全な投資信託市場の拡大を目指すには、世界の潮流に追随すべきであると考え

第 2 節 ファイアーウォール規制の導入

第 4 章で述べたように、販売会社が回転売買を繰り返すには、顧客に販売しやすい商品が必要となる。これを販売会社と運用会社が系列関係にある場合、運用会社は資本でも販売でも販売会社に多くを依存しているため、運用会社が系列運用会社に新たなテーマ性商品を作らせている実態がある。

そこで我々は、この販売会社と運用会社が系列関係にある場合、両社の間にファイアーウォール規制を日本証券業協会、投資信託協会の自主規制ルールとして設け、人事交流や情報交流の制限を提案する。

図表 23 に示したが、運用会社 28 社の役員受入状況をみると、そのすべてが販売会社などから 175 名、全役員の 75%を受け入れている²⁶。その一方で、独立社外取締役²⁷を受け入れている運用会社は、25%に留まっている²⁸。

5

(図表 23) 左図：独立社外取締役の設置、右図：販売会社からの役員の受け入れ



10

〔出典〕金融庁(2016)「平成 28 事務年度 金融レポート」p.64 より筆者作成

15 親会社である販売会社からの役員受け入れは、親会社の利益代弁者という立場ももつため、顧客からは利益相反が危惧される。したがって、ファイアウォール規制を導入することにより、運用会社は商品開発に自主性を発揮し、従来、アクティブ商品の運用パフォーマンスを下げる原因であったテーマ型商品の組成を抑制でき、売りやすい商品ではなく、自分たちが買いたい商品を作る

20 ことができるようになると思う。

²⁶ 金融庁(2016)「平成 28 事務年度金融レポート」p.63

²⁷ 独立性の判断については、東京証券取引所(2007)「上場管理等に関するガイドライン」ホームページ参照

²⁸ 前掲(2016)「平成 28 事務年度金融レポート」p.63

第3節 共通 KPI への新たな指標の提案

第5章で述べたとおり、現在の共通 KPI では、金融機関が顧客本位な業務運営を行っているかどうかを十分に比較できない。また、顧客本位な業務運営を行わなければならない運用会社が KPI を公表していないのも問題である。そこで我々は(1)現状の指標に加えて新たな指標を作成すること、(2)運用会社に運用パフォーマンスを開示させることを提案する。

第1項 販売会社に対する共通 KPI の新たな指標

10 現在、共通 KPI として、①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン、③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターンの開示が販売会社には求められている。しかし、我々はこれだけでは顧客本位の営業を本当にしているのか、十分な情報開示がされているとは思えない。そこで、既存の指標に加えて、①販売した投資信託の平均保有期間、②ノ
15 ーロード商品数や販売商品に占める割合、③系列運用会社商品の販売比率の開示を提案したい。

新たに追加した三つの指標は、自主的 KPI で公表されているが、公表している会社は少ない。これらを開示させれば、①、②は短期売買に対する指標となり、③は系列会社の組成したファンドをどのくらい販売しているかが明らか
20 となり、回転売買の実態が数値に現れるだろうと考えられる。これにより、販売会社による回転売買の実態が明らかになれば、販売会社に回転を抑制させる圧力にもなり FD の観点からもより顧客本位の業務運営を促すことができると考える。

25 第2項 運用会社の運用パフォーマンスを開示

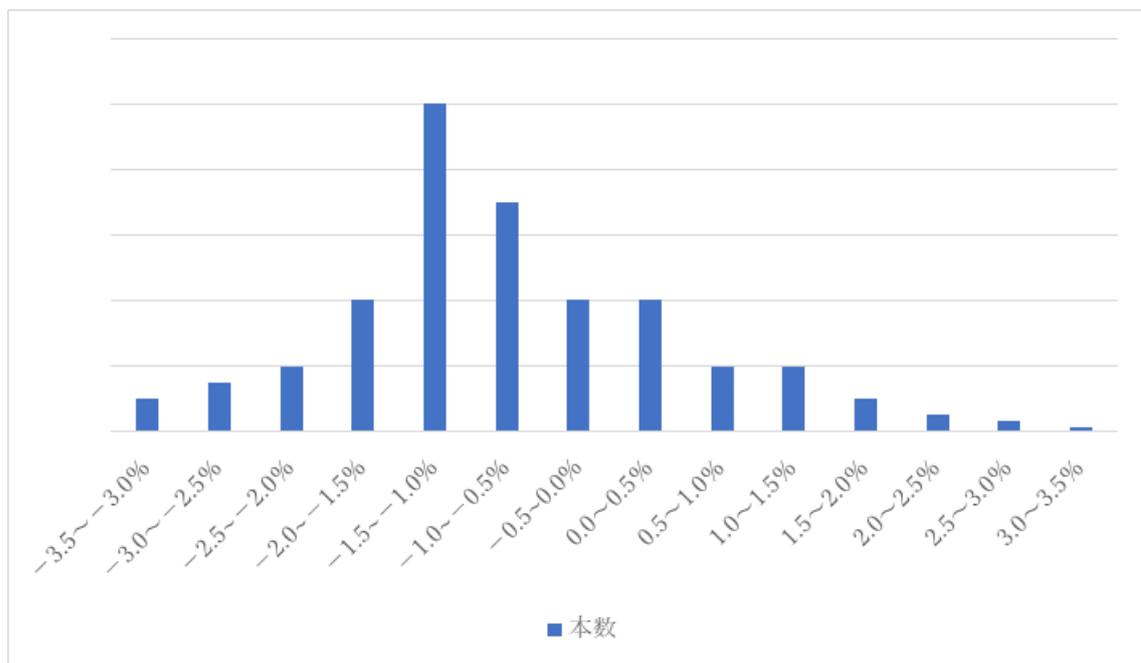
現状の KPI は運用会社が公表していない。顧客から信頼に基づき業務の遂行を任せ、顧客の利益のために能力を十分に発揮しなければならない立場にある運用会社こそ、KPI を公表する必要があると考える。FD の観点からも、運用会社にこそ受託者責任はあると考え、その責任を果たしているかを開示す

5 することは当然のことと考える。そこで、図表 24 に示したように、ファンド組成から 5 年、10 年以上経った株式投資信託、公社債投資信託、オルタナティブなど商品種類ごとに、0.5%単位で区切り、それぞれに何本あるのかの開示を提案したい。5 年、10 年以上で分けることで長期の成績を確認することができる。図表 24 は、金融庁の運用損益別顧客比率を参考にし、運用会社別にファンド成績を表示する。

10 もちろん、これは相場に依存するため、開示することで投資家の不安を煽ることになるのではないかという意見があることは分かっているが、それ以上に運用会社に運用パフォーマンスを上げさせる圧力になるとともに、顧客が中長期的な資産形成を行う際の運用会社選択の判断材料になると考える。また、これを開示することにより、純資産残高が少なく、運用が困難なファンドはファンド償還や、ファンド併合が加速すると考えられ、むしろ全体的な運用パフォーマンスは向上するのではないかと考えている。

15

(図表 24) パフォーマンス別ファンド数のイメージ図



〔出典〕 筆者作成

20

第4節 企業型確定拠出年金の制度改革

第6章で述べたように、日本の金融リテラシーは低い。また、現在の企業型DCの課題として、任意加入であること、そして運用資産が預貯金に偏重していることを挙げた。そこで、次の提案をしたい。

第1項 導入時投資教育の内容充実

我々は導入時投資教育の実施の努力義務だけでなく、その内容も指定した上で努力義務とすることを提案する。教育内容については確定拠出年金投資教育ハンドブック（企業年金連合会）にある、「基本的知識」とする。実施方法は、内定拘束期間に e-learning で実施し、教育内容は、確定拠出年金投資教育ハンドブック（企業年金連合会）にある「基本的知識」とする。そして、現在、入社時に行われている導入時投資教育の内容を、ライフプランとファイナンシャルプランの作成に変更し、資産形成の重要性をより理解できるものにする。

ファイナンシャルプランの作成は、ロボ・アドバイザーを用い、いくつかの質問に答えることで、ライフプランを実現するためのポートフォリオを表示させる。その質問は資産形成の目的や投資方針を問うもの、ライフイベントなどの項目を設けることとする。それにより、加入者のリスク許容度だけでなく、ライフプランやその考え方も把握できる。新入社員は診断結果を見て、そのプランで企業型DCの資産を運用するのか、それとも自身で運用するのかを選択できるようにする。内定拘束期間での e-learning による知識付けと、その知識を踏まえた入社後のロボ・アドバイザーによる資産形成の重要性の意識付けを行う。

このように導入時投資教育を変えることで、形骸化しているそれを中身のあ

るものとし、e-learning やロボ・アドバイザーを使用することで、低コストでの運営が実現できるものとする。また、日本経済新聞によると、毎月の掛金すら知らない加入者が57%、残高確認をしたことがない人も半数いるとされる。導入時投資教育の充実により、金融に関心を持ってくれれば、さらなる金融リテラシーの向上も期待できる。

第 2 項 デフォルト商品の変更

現在の企業型 DC のデフォルト商品は、多くを元本確保型商品が占めている。そこで、改正 DC 法の趣旨を踏まえ、デフォルト商品をターゲットイヤーファンド（ターゲットイヤーは 75 歳）に一本化することを提案する。これは、既にアメリカでも実施されているが、これを日本でも実施する。これにより、新たな行動を起こそうとしない現状維持バイアスや、失敗を避けようとする後悔回避バイアスを回避させることができるだろう。

10 第 3 項 加入時のオプトアウト方式導入

現在の企業型 DC は任意加入方式を採っている。しかし、それでは加入しなければ、掛金は給料に上乗せされ、老後資産の形成が十分にできなくなる恐れがある。そこで、我々は加入方式をオプトアウト方式にすることを提案する。これにすることで、一旦強制加入させるため、老後資産の形成に役立つと考える。

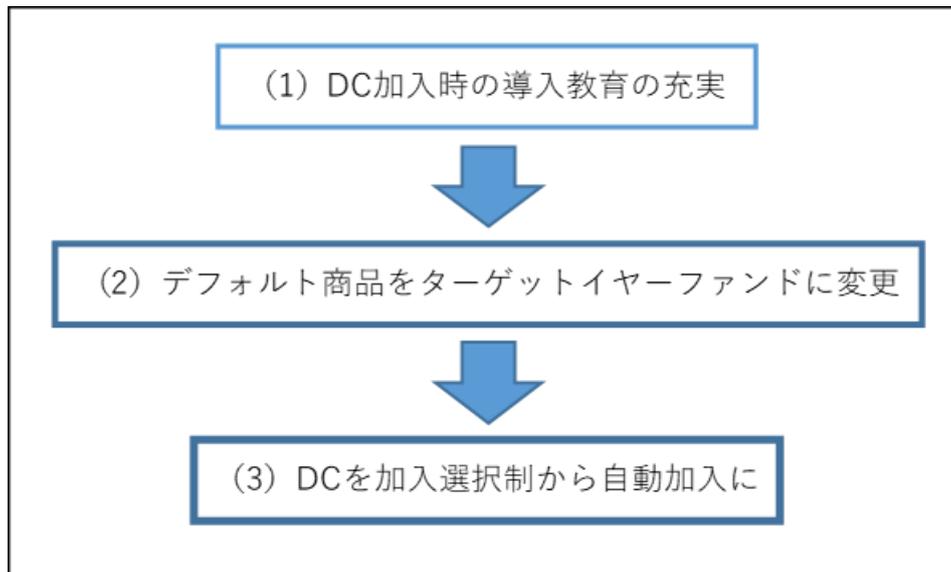
以上第一項から第三項について述べてきたが、総じてこの三つの提案を段階的に導入することにする。

20

25

30

(図表 25) 段階導入の説明



5

〔出典〕 筆者作成

もし、外側から変えていくとすると、加入したにも関わらず制度が未熟である
といった問題が生じると考える。段階的に導入し内側から変えていくことは、
10 企業が本質的に変わることができ、最終的に従業員にもより良い制度を提供す
ることができるだろう。

最後に我々が考える今後望ましい投資信託とは、顧客と金融機関が相互に尊
重し合い、利害を一致させるよう努めることとする。そのためには、受託者で
ある金融機関がその役目を果たし、顧客の長期的な資産形成に寄り添い、向き
15 合う姿勢が求められる。一方で顧客には、豊かな老後を過ごすための資産を投
資信託で形成できるように、自身の金融資産を鑑み、適切なリスクをとれるよ
う最低限の知識を持つことが必要である。

20

おわりに

本稿では、家計における資産形成手段としての投資信託について考察した。

5 第 1 章では、少子高齢化、退職金・年金給付額の削減、超低金利政策を背景とする資産形成の重要性を述べた。第 2 章では投資信託の概要、仕組みを説明し、投資信託で資産を運用する上で利用できる税制優遇制度を述べた。第 3 章では、投資信託の歴史から、本来あるべき投資信託の姿と、日本のその乖離を明らかにし、それを背景として、日本固有の課題が生じていることを第 4 章で述べた。そして、第 5 章ではフィデューシャリー・デューティーが不十分であること、第 6 章では金融リテラシーの課題を述べ、第 7 章ではそれら
10 に対する改善案を提案した。

我々は、①日本版 RDR 制度やファイアーウォール規制を導入し、回転売買やそれを可能にさせる系列運用会社によるテーマ型商品の乱造を抑止しようと
15 考えた。また、販売会社の共通 KPI への新たな指標の追加と、これまではあまり公表されていない運用会社への KPI 開示を提案した。さらに、企業型 DC へのオプトアウト方式や、デフォルト商品のターゲットイヤーファンドへの変更、それに伴って、導入時投資教育の内容充実を提案した。

この提案により、資産形成の重要性を理解している人も、それをまだしていない人も、誰もが資産形成をすることになり、かつ金融事業者には顧客本位の業務運営を徹底させられると考えている。本稿で挙げた課題の解決を目指すこと
20 で、家計の資産形成手段として投資信託が利用され、日本の投資信託市場、証券市場が活性化し、巡り巡って日本経済が豊かになることを願い、これを結びの句とする。

25

30

参考文献

- ・宇野淳監修(2010)『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社
- ・江川雅子(2008年)『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社
- 5 ・江口行雄(1961)『投資信託発展史論』ダイヤモンド社
- ・大島和隆(2018)『97%の投資信託がダメなこれだけの理由』ビジネス社
- ・大村敬一・俊野雅司(2014)『証券論』有斐閣社
- ・カン・チュンド(2010)『投資信託 35の法則』ソーテック社
- ・近藤駿介(2018)『1989年12月29日、日経平均3万8915円』河出書房
- 10 新社
- ・櫻井豊(2016)『人工知能が金融を支配する日』東洋経済新報社
- ・澤上篤人、馬場千恵(2017)『長期投資でお金の悩みから自由になった人たち』日経BP社
- ・ジョセフ・ノセラ著 野村総合研究所訳(1997)『アメリカ金融革命の群像』
- 15 野村総合研究所情報リソース部
- ・田村威(2017)『十四訂 投資信託 基礎と実務』経済法令研究所
- ・日興リサーチセンター(2016)『日本経済と資本市場』東洋経済新報社
- ・日本証券経済研究所(2008)『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社
- 20 ・日本証券経済研究所(2018)『図説 日本の証券市場』日本証券経済研究所
- ・中野晴啓(2014)『入門投資信託のしくみ』日本実業出版社
- ・野尻哲史(2017)『「英国流」資産形成アイデアに学ぶ』日本経済新聞出版社
- ・野村資本市場研究所(2008)『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版
- 25 社
- ・橋本卓典(2017)『捨てられる銀行2 非資産運用』講談社現代新書
- ・長谷川俊明法律事務所(2009)『利益相反とファイナンシャル・ビジネス：顧客保護管理体制の構築に向けて』野村総合研究所情報リソース部
- ・林敏彦・大村英照(1994)『文明としてのネットワーク』NTT出版
- 30 ・平野敦之(2016)『確定拠出年金投資』自由国民社

・森本紀行（2016）『フィデューシャリー・デューティー 顧客本位の業務運営とは何か』ビジネス教育出版社

- 5 ・森本紀行、坂本忠弘、谷崎由美（2018）『フィデューシャリー・デューティー・ワークショップ 金融における顧客本位な働き方改革』金融財政事情研究会

ホームページ 以下はすべて2019年10月25日に確認した。

- 10 ・浅井義裕（2017年）「金融教育は有効なのか？-日本の大学生を対象とした-考察-」

<

https://www.jstage.jst.go.jp/article/seikatsukeizaigaku/46/0/46_11/_pdf>

- 15 ・iFree/大和証券投資信託委託株式会社コラム『世界で最初の投資信託は明治維新の時に誕生した』

<www.daiwa-am.co.jp/ifree/special/column/003.html>

・大橋善晃（2015）「英国におけるリテール投資商品販売制度改革 FCAによるRDR実施後調査について」

- 20 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_01.pdf

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

< www.camri.or.jp/files/libs/930/201708071227015742.pdf >

- 25 ・NPO法人確定拠出年金教育委員会（2012）「確定拠出年金に関する継続教育設計のための考え方」< [https://www.npo401k.org/wp-](https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2012/12/kangaekata2013.pdf)

[content/uploads/2012/12/kangaekata2013.pdf](https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2012/12/kangaekata2013.pdf) >

・NP0401k教育協会（2017）「企業型確定拠出年金（DC）担当者の意識調査2017年版（第13回）報告書サマリー」

< [https://www.npo401k.org/wp-](https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2017/12/2017_summary_forhp.pdf)

- 30 [content/uploads/2017/12/2017_summary_forhp.pdf](https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2017/12/2017_summary_forhp.pdf) >

・岡田功太（2017）「米労働省とSECのフィデューシャリー・デューティー規

則5を巡る議論の進展」

< www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03web.pdf >

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

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

・金本悠希（2007）「金融商品取引法のファイアーウォール」

<<https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/07110901securities.pdf>>

- 10 ・企業年金連合会（2014）「企業型確定拠出年金投資教育ハンドブック」

< https://www.pfa.or.jp/jigyو/jimushien/files/dc_handbook.pdf >

- 15 ・企業年金連合会（2017）「2017（平成29）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」

< https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2017_1.pdf >

・金融審議会（2012）「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」

- 20 < https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf >

・金融審議会市場ワーキング・グループ報告書（2019）「高齢社会における資産5 形成・管理」

<

- 25 https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf

>

・金融庁総務企画局（2016）「事務局説明資料（国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー）」

<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160706/02.pdf>

- 30 ・金融庁（2012）「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グ

ループ最終報告」

< https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf >

- 5 ・金融庁(2014)「平成26事業年度金融モニタリング基本方針(監督・検査基本方針)」< <https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf> >
- ・金融庁(2015)「平成26事務年度 金融モニタリング基本方針(監督・検査基本方針)」< <https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf> >
- ・金融庁(2016)「平成27事務年度 金融レポート」
- 10 < <https://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf> >
- ・金融庁(2017年)「『顧客本位の業務運営に関する原則』の定着に向けた取り組み」< <https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/03.pdf> >
- ・金融庁(2017)「顧客本位の業務運営に関する原則」
<<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>>
- 15 ・金融庁(2017)「説明資料(3月30日)」
<<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryoku/20170203/03.pdf>>
- ・金融庁(2017)「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ報告書」
< <https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/01.pdf> >
- 20 ・金融庁(2018)「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIについて」
< <https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20180629-3/01.pdf> >
- ・金融庁(2018)「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」
< <https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/01.pdf> >
- 25 ・金融庁(2016)「NISA制度の効果検証結果」
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>>
- ・金融庁(2017)「平成28事務年度 金融レポート」
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>>
- ・金融庁(2017)「平成29年3月30日説明資料」
- 30 < <https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryoku/20170330/03.pdf> >
- ・金融庁(2018)「平成29事務年度 金融行政方針」

- < <https://www.fsa.go.jp/news/29/2017StrategicDirection.pdf> >
- ・金融庁(2018)「変革期における金融サービスの向上に向けて～金融行政のこ
- 5 れまでの実践と今後の方針(平成30事務年度)～」
- <https://www.fsa.go.jp/policy/For_Providing_Better_Financial_Services.pdf >
- ・金融庁(2019)「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について(インターネット調査結果分析の中間報告)
- 10 < <https://www.fsa.go.jp/news/30/20190409fd/01.pdf> >
- ・金融広報中央委員会会長吉國眞一(2015)「金融版「学問のすすめ」リテラシー元年先取りした日本の取り組み」『金融財政ビジネス』
- <
- 15 <https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/gaiyo/pdf/kikou151112.pdf> >
- ・厚生労働省(2018)「確定拠出年金制度」
- <<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000367973.pdf>>
- ・厚生労働省年金局(2016)「確定拠出年金制度における現状と課題について」
- 20 < https://www.pfa.or.jp/kanyu/seminar/dcseminar/2016/files/dcseminar_2016_01.pdf >
- ・厚生労働省(2019)「人口動態調査」
- <www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/jinkou/.../index.html>
- ・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(運用商品提供数の上限・指定運用方法の基準)」
- 25 < https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf >
- ・杉田浩治(2015)「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の動き」
- < http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf >
- 30 ・杉田浩治(2016)「投資信託の販売をめぐる世界の動向」
- <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf >

- ・ 杉田浩治 (2016) 「世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題」
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1605_01.pdf
- ・ 杉田浩治 (2017) 「投資信託の制度・実態の国際比較 (第 2 部)」
 5 <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1709_01.pdf>
- ・ 杉田浩治 (2017) 「世界の投信ビジネスの動向」『証券レビュー第 57 巻
 第 8 号』
 <<http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5708/02b.pdf>>
- ・ 杉田浩治 (2018) 『投資信託の制度・実態の国際比較』
 10 <<http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g26/g26.pdf>>
- ・ 生命保険文化センター (2016) 「平成 28 年度 生活保障に関する調査《速報
 版》」
 <www.jili.or.jp/research/report/pdf/h28hosho.pdf>
- ・ 総務省 (2017) 「統計からみた我が国の高齢者 (65 歳以上) 9 月 17 日掲載」
 15 <www.stat.go.jp/data/topics/pdf/topics103.pdf>
- ・ 総務省 (2018) 「労働力調査 (詳細集計) 平成 30 年 (2018 年) 平均 (速
 報) 結果のポイント, 概要, 統計表等」
 <
[https://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/nen/dt/pdf/index1.](https://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/nen/dt/pdf/index1.pdf)
 20 [pdf](https://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/nen/dt/pdf/index1.pdf)>
- ・ 損保ジャパン日本興亜 DC 証券 (2018) 「確定拠出年金法等の改正 (2018 年
 5 月 1 日施行分) について」
 <[https://www.sjnk-](https://www.sjnk-dc.co.jp/~media/sjnkdc/files/news/2018042001.pdf)
[dc.co.jp/~media/sjnkdc/files/news/2018042001.pdf](https://www.sjnk-dc.co.jp/~media/sjnkdc/files/news/2018042001.pdf)>
- ・ 大和総研 (2019) 「SEC のブローカー・ディーラー規制の強化」
 25 <[https://www.dir.co.jp/report/research/law-](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702_020883.pdf)
[research/securities/20190702_020883.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702_020883.pdf)>
- ・ 大和総研 (2012) 「中小企業にとって確定拠出年金は必要か」
 <[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/12051002capital-mkt.pdf)
 30 [mkt/asset/12051002capital-mkt.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/12051002capital-mkt.pdf)>
- ・ 大和総研 (2019) 「投信での運用が広がってきた確定拠出年金」<

- https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20190627_020878.pdf >
- ・ 田中健太郎 (2013) 「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」
- 5 < <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr03web.pdf> >
- ・ 田中浩 (2007) 「ファイアーウォール規制についての考え方」
- <
- https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/dail/siryoku/20071114/06.pdf>
- 10
- ・ 投資信託協会 (2019) 「投資信託の世界統計」
- <www.toushin.or.jp/statistics/world/>
- ・ 投資信託協会 (2018) 「投資信託の全体像 (純資産総額・ファンド本数) 直近データのバックナンバー」
- 15 <https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/backno_I011BG/>
- ・ 投資信託事情 (2017) 「グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンス (GFIE) 2017」
- <https://www.matonavi.jp/pdf_attachment/file/219/1711_GFIE_P18_21.pdf>
- 20
- ・ 投信まとなびホームページ (2019) 「ファンドランキング」
- <<http://www.matonavi.jp/fund/ranking.html>>
- ・ 内閣府、財務省、日本銀行 (2013) 「政府と日本銀行の共同声明 (1 月 22 日)」)
- 25 <www.boj.or.jp/announcements/press/.../ko130206a2.pdf>
- ・ ニッセイアセットマネジメント (2017) 「公的年金の資産残高と投資行動」
- <www.nam.co.jp/news/mpdf/170927_tj2.pdf>
- ・ 日本 FP 協会 「ライフイベント表を作ってみよう」
- < https://www.dai-ichi-life.co.jp/tips/lc_game/pdf/download_003.pdf >
- 30
- ・ 日本 FP 協会 「ライフプランニングの基礎」

- < http://www.tfp.co.jp/fp/afp/pdf/lifeplan_sample.pdf >
- ・ 日本銀行(2018)「2018年第1四半期の資金循環」
<<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>>
 - 5 ・ 日本銀行金融機構局(2018)「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等(9月12日)」
<www.boj.or.jp/statistics/dl/depo/tento/index.htm>
 - ・ 日本銀行調査統計局(2018)「資金の日米欧比較」
<www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
 - 10 ・ 日本証券業協会(2016)「英国における個人の中長期的・自助努力による資産形成のための投資優遇税制等の実態調査」
<www.jsda.or.jp/shiryo/.../kaigai_houkokusyo_160623.pdf>
 - ・ 日本証券業協会(2015)「証券投資に関する全国調査(調査結果概要)」
<[http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf)
 - 15 [.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf)>
 - ・ 日本証券業協会(2018)「NISA口座開設・利用状況調査結果(平成30年3月31日現在)について」
<<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou/nisaall.pdf>>
 - ・ 日本証券経済研究所(2016年)「投資信託の販売をめぐる世界の動向」
<http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf>
 - 20 ・ 日本投資信託協会「投資信託の仕組み」
<<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>>
 - ・ 野村重紀子(2017)「確定拠出年金(DC)の運用制度改革の方向性-DC運用専門委員会の成果と課題-」
<<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum10web.pdf>
 - 25 ・ 野村重紀子(2013)「オーストラリアのスーパーアニュエーション-1.6兆豪ドルの私的年金の示唆-」『財界観測』第76巻第4号
<
[https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf](https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_201310_01.pdf)
 - 30 [/p_201310_01.pdf](https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_201310_01.pdf)>

- ・三井住友信託銀行(2018)「【総まとめ版】確定拠出年金法の改正について」
 < <https://www.smtb.jp/business/dc/DCmail/jimunews/20180517siryon.pdf> >
- 5
 - ・みずほリサーチ(2009)「銀・証ファイアーウォール規制」
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r090601keyword.pdf>
 - ・宮本佐知子(2018)「一続く現預金への滞留と流動性資金割合の上昇」
 『野村資本市場クォーター』
- 10
 - <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018spr12web.pdf>
 - ・三菱UFJ国際投信(2017)「日本版ISAの道 その184」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170605.pdf >
 - ・三菱UFJ国際投信(2017)「日本版ISAの道 その183」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170529.pdf >
- 15
 - ・三菱UFJ国際投信(2017)「日本版ISAの道 その186」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170619.pdf >
 - ・三菱UFJ国際投信(2017)「日本版ISAの道 その204」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171120.pdf >
 - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その216」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180305.pdf >
- 20
 - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その220」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180423.pdf >
 - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その239」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181001.pdf >
- 25
 - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その242」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181022.pdf >
 - ・三菱UFJ国際投信(2018)「日本版ISAの道 その250」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181217.pdf >
 - ・三菱UFJ国際投信(2019)「日本版ISAの道 その284」
 < https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170529.pdf >
- 30
 - ・ICI Global「2018 Investment Company Fact Book」

<<http://out.easycounter.com/external/icifactbook.org>>

・三菱 UFJ 国際投信(2017)「日本版 ISA の道 その 198」

< https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171002.pdf >

5 ・文部科学省(2008)「生きる力」

www.mext.go.jp/a_menu/shotou/new-

[cs/pamphlet/__icsFiles/afieldfile/2011/07/26/1234786_1.pdf](http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/new-cs/pamphlet/__icsFiles/afieldfile/2011/07/26/1234786_1.pdf)

>

・文部科学省(2017)「学習指導要領の改訂について（消費者教育の充実等）」

10 < https://www.caa.go.jp/policies/council/cepc/meeting_materials_3/pdf/meeting_materials_3_171003_0006.pdf >

・文部科学省(2018)「新学習指導要領について」

< www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chousa/shisetu/044/shiryo/__icsFiles/afieldfile/2018/07/09/1405957_003.pdf >

15 ・文部科学省(2014)「文部科学省における金融経済教育の取組について」

< <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/saimu/kondankai/dai04/siryu7.pdf> >