

平成 29 年度  
証券ゼミナール大会

5

10

第 2 テーマ C ブロック  
資産形成としての投資信託

15

20

25

立教大学 飯島ゼミナール

	目次	p.2
	序章	p.3
5	第一章 投資信託について	p.4
	一節 投資信託の仕組み	p.4
	二節 日本の投資信託の歴史	p.5
	三節 投資信託の必要性	p.8
	第二章 投信改革	p.12
10	一節 改革後も伸び悩む投資信託	p.12
	二節 投信改革の誤算	p.14
	第三章 投資信託の意義	p.19
	一節 投資家にとっての投資信託	p.19
	二節 投資信託・投資運用会社にとっての投資信託	p.21
15	三節 投資対象となる国や企業にとっての投資信託	p.22
	第四章 金融リテラシーと投資信託	p.23
	一節 先進国に遅れをとる日本の金融リテラシー	p.24
	二節 日本の金融リテラシー向上のためには	p.26
	第五章 投資信託を促進するための2つの制度	p.29
20	一節 確定拠出年金の特徴と問題点	p.30
	二節 NISAの導入の目的	p.34
	三節 投資信託の抱える課題とNISAにおける解決策	p.36
	第六章 投資信託活性化のためには	p.37
	一節 今後の課題	p.37
25	二節 運用パフォーマンスの向上	p.39
	三節 既存商品の育成	p.41
	終章	p.43
	参考文献	p.44

## 序章

現在、日本で投資信託を保有している人は約 16% であると言われている。これは、投資信託協会が行ったアンケートの結果で、無作為に 2 万人の老若男女から回答を集めたものである。その結果によると、現在の投資信託の保有率は

5 60 代以上が半数と高齢者が中心となっている。また、投資信託を保有している投資家が投資信託に対して不満を感じる点は、「元本保証がない」、「仕組みや運用実績がわかりにくい」に続いて「手数料が比較的高い」ということが挙げられている。投資信託は元来、「元本保証がない」金融商品であるため、その点を改善することは難しいと考えられる。「仕組みや運用実績がわかりにくい」とい

10 う点に関しては、販売会社による顧客に対しての説明不足が挙げられ、「手数料が比較的高い」という問題に関しても、販売会社が顧客の納得できる手数料でないという改善点がある。<sup>1</sup>

このような問題に対して、信託・運用会社や販売会社に苦言を呈したのが金融庁である。長年にわたって国民に対して「貯蓄から投資へ」を促してきた金融

15 庁だが、資産運用の世界において顧客の利益を顧みない現実があると釘をさしたのである。具体的には、運用会社が系列元の販売会社のために手数料を稼ぎやすいファンドを組成していると指摘した。<sup>2</sup>このように資産運用業界には大きな変革の動きが見え始めているが、これと同時に「東京都、資産運用業育成へ 100 億円の財団創設」<sup>3</sup>というニュースがあるように国だけではなく、都道府

20 県の行政もまた資産運用業に対して注目を高めている。

本論文では投資信託に焦点をあて、投資信託の保有者が増えない現状や高齢の保有者が多い点について分析し、また金融庁が実施している NISA や厚生労働省が始めた確定拠出年金の両制度から、この 2 つの制度が広く国民に知れ渡り活用されるためにはどのような改善が必要であるのか、何が改善されることが国民にとって望ましい投資信託になるのかということについて考えていく。

25

---

<sup>1</sup> 「投資信託に関するアンケート調査結果」投資信託協会より

<sup>2</sup> 「日本の資産運用業界への期待」さわかみ投信株式会社より

<sup>3</sup> 日本経済新聞 電子版 2017 年 10 月 13 日より

## 第一章 投資信託について

この章では投資信託とはどのようなものなのか仕組みを説明し、その歴史や導入背景を述べる。その上で、なぜ今わが国が投資信託を必要としているのかを考えるために、まずは家計において、投資をして自ら資産を形成する必要性について述べる。

### 一節 投資信託の仕組み

「投資信託」とは、一言で言えば「投資家から集めたお金をひとつの大きな資金としてまとめ、運用の専門家が株式や債券などに投資・運用する商品で、その運用成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品」<sup>4</sup>である。そのため投資家は少額の資金から始められることができ、様々な銘柄や債券などに分散投資してリスクヘッジが可能である。また海外の株式や債券に投資したい場合に、個人で投資しようとする分析や手続きが必要なため、時間や労力、コストが多くかかるが、投資信託ならそれらを全て運用の専門家に任せることができるという利点を持つ。

収益は運用成績に応じて変動するため元本保証はされないが、投資家が購入する商品の運用対象や運用方法の違いにより、預貯金に近いローリスク・ローリターンのもことからリスクをとって大きな収益を狙うハイリスク・ハイリターンのもまで様々な種類がある<sup>5</sup>。

投資信託の仕組み<sup>6</sup>について詳しく見ると、大きく分けて四者が関わっており、その業務の異なる四者がひとつになって投資信託の仕組みが成り立っている。四者とはまず、資金の出し手である「投資家」である。投資信託を購入することで投資信託受益証券という有価証券を受け取ることから「受益者」と呼ばれる。次に、投資家から預かった資金を保管・管理し計算の業務を行う「信託銀行」である。投資家から預かった資産を受託することから「受託銀行」と呼ばれる。その次に、保管されている資金の運用を指図する「投資信託委託会社（運用会社）」である。投資家から資金の運用を委託されていることから「委託者」

<sup>4</sup> 「そもそも投資信託とは？」投資信託協会より引用

<sup>5</sup> 『図説 日本の証券市場 2016年度版』日本証券経済研究所 p.232 より引用

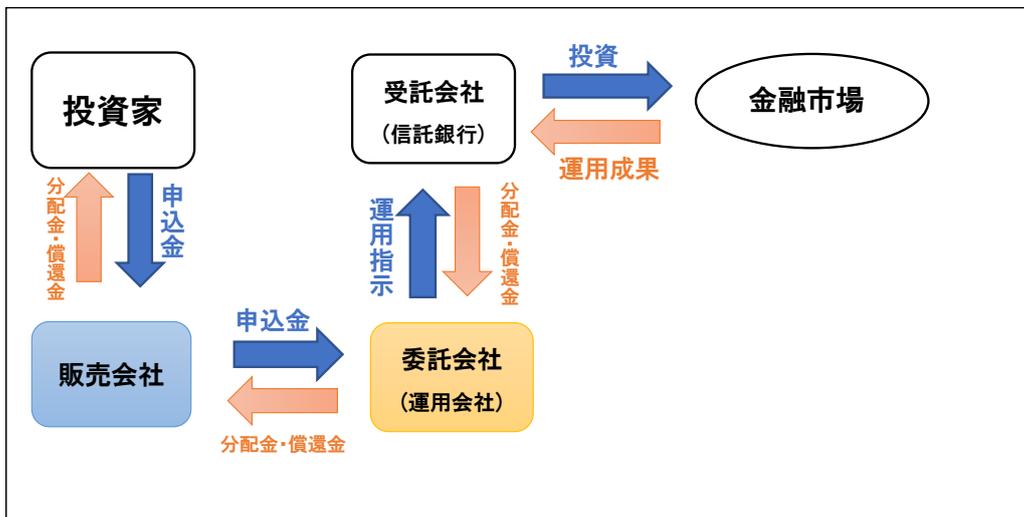
<sup>6</sup> ここでは契約型投資信託の場合で説明する。

と呼ばれる。

最後に、投資家が投資信託を購入する窓口となる、証券会社や銀行、郵便局などの「販売会社」である。投資信託の販売だけでなく、分配金・償還金の支払いに加え、投資信託に関する質問や相談も受け付けており、投資家と投資信託をつなぐ役割も果たしている。

販売会社は通常、販売した後は受益証券の保護預かりを行うだけであり、受益証券の名義は投資家のものなので、販売会社が倒産したとしても投資家の資金は守られている。運用会社が倒産した場合、運用会社は信託銀行に運用指図を行っているだけであり、信託銀行に保管されている資金はすべて信託銀行名義なので投資家の資金は守られている。信託銀行が倒産した場合も、保管されている投資家の資金は信託銀行固有の財産から切り離して扱われており、信託法<sup>7</sup>という法律によって守られている。

図表 1-1 投資信託の仕組み



15

出所：「投資信託の仕組み」楽天証券ホームページより筆者作成

## 二節 日本の投資信託の歴史

日本において、契約型公募投資信託は、1951年6月に「証券投資信託法」が施行されたことにより開始した。当時の日本は戦後の財閥解体により株式放出

20

<sup>7</sup> 1922年に制定された、信託の成立・受託者の立場・信託財産などについて定める信託の基本法

や大規模増資が起こり、市場に株式が溢れ過剰に供給されていた。それにより、価値が低下した株式の買い手としての役割を期待されたのが投資信託である。これにより証券の民主化を進め、企業への増資により戦後の経済復興を図ったのである。この点において、欧米は投資者のニーズに基づいて自然発生的に誕生したのに比べ、日本では政策的な意図をもって始められたという齟齬がみられる。

このように政策的に始められた日本の投資信託は「単位型株式投信」という商品から始まり、元本保証もなく変動リスクの高い株式を中心にしていた。そのため1955年までは不調だったものの、1956年以降の株価の上昇とともに残存元本を大幅に増やし、株式市場での存在も大きなものとなり「投信ブーム」を巻き起こした<sup>8</sup>。こうした日本の戦後の好景気を背景に、投資信託は人気の資産運用手段となった。このように、日本の投資信託はその時の経済状況に大きく影響されていた。そしてそれまで日本は株式投資信託のみであったが、1961年には、株式を全く取り入れずに債権のみで運用する公社債投資信託が誕生した。公社債投資信託は株式投資信託よりもリスクが低いため、投資にためらいを感じていた人々にも広まり、購入層が広がった。

その後1965年から証券恐慌が起こり苦しい時期が続いたが、それを乗り越え、日本経済はバブル経済へと向かっていった。バブル経済期において日本経済の発展は著しく進み、GDP世界第二位の経済大国にまで成長した。その中で公募投資信託の純資産総額も同様に、14兆円台(1983年)から58兆円台(1989年)にまで急成長した<sup>9</sup>。この要因としては、日経平均株価の急上昇が挙げられる。1983年には9000円台であったが、1989年には38000円台になっており、より多くの利益を求めて株式投資信託が著しく増加したと考えられる<sup>10</sup>。またこの時期、国債利回りと預貯金金利の低下もあり、国債保有者や預貯金をしている人々にとって、利回りの高い金融商品である投資信託への需要が高まったことも考えられる。その後バブルは崩壊し日本経済が低成長の中、日経平均株価は38000円台から2万円台まで急激に落ち込み、その影響で公募投資信託残

<sup>8</sup> 「図説 日本の証券市場 2016年度版」日本証券経済研究所 p.18 より

<sup>9</sup> 「公募投資信託の資産増減状況(実額)」投資信託協会

<sup>10</sup> 世界経済のネタ帳 日経平均株価の推移

高も 58 兆円から 45 兆円にまで急減少した<sup>11</sup>。

バブル崩壊により市場が伸び悩んでしまった投資信託は、1996 年から 2001 年にかけて行われた、自由・公正・開かれた市場を目指す日本版金融ビッグバンを背景に、さまざまな改革を行った。1 つ目として投資信託会社に証券会社  
5 以外の金融機関が参入する事が可能になった。2 つ目に運用規制緩和が行われた。そして 3 つ目に、ディスクロージャーが充実した。これら 3 つの改革により、投資家にとって商品や販売チャネルの選択肢が広がり、不透明性が改善されたため不信感も取り除かれたといえる。またこの改革における金融機関参入により今まで投資信託に触れてこなかった層にも広がったことと、銀行の預金  
10 金利がバブル時代に比べ超低金利になったことも重なり、投資信託が資産形成手段として注目を浴びるようになった。しかしその反面、家計は様々な問題にも直面するようになったというのも事実である。この金融ビッグバンの改革については第二章二節でまた詳しく述べる。

その後 2008 年のリーマンショックにより世界規模で金融危機が起こり、証券市場も暴落した。これにより日本の投資信託残高も 79 兆円台から 59 兆円台  
15 に減少した。しかし 2009 年に入ると世界の証券市場も回復に向かい、これに伴い日本の投資信託も回復した。

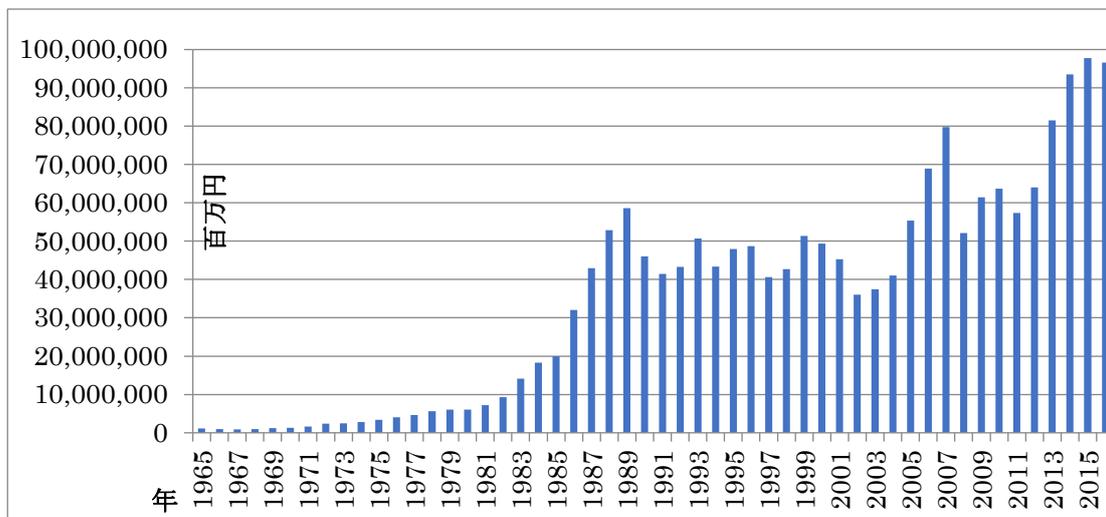
2014 年になると更に投資家にとって投資信託が安全性の高いものになるための改革が行われた。1 つ目として運用財産についてのリスク規制の導入が行  
20 われた。これにより投資家が想定外のリスクを負う可能性を未然に防ぐことが可能になった。2 つ目として運用報告書が、全受益者に交付する「交付運用報告書」と、運用会社 HP に掲載し受益者の請求があった場合に交付する「運用報告書（全体版）」に 2 段階化された<sup>12</sup>。また近年では第四章で後述する確定拠出年金や NISA、ジュニア NISA など、投資信託を促進させるさまざまな取り  
25 組みも行っており、投資信託残高は着実に増加していつている。しかしいまだ諸外国に比べると家計の資産構成における投資信託の割合は低く、課題が残ると言える。

---

<sup>11</sup> 「公募投資信託の資産増減状況（実額）」投資信託協会

<sup>12</sup> 「図説 日本の証券市場 2016 年度版」日本証券経済研究所 p.246 より

図表 1-2 公募型投資信託の純資産総額（百万円）



出所：「公募型投資信託の純資産総額」投資信託協会（2017）より筆者作成

### 5 三節 投資の必要性

これまで日本の投資信託制度について述べてきたが、なぜ現在の日本では投資信託を推進しているのだろうかという疑問が残る。この節ではその理由を考えるにあたって、まず初めに将来への不安が増加している日本経済の状況を見ていき、投資をして自ら資産を形成する必要性を考える。

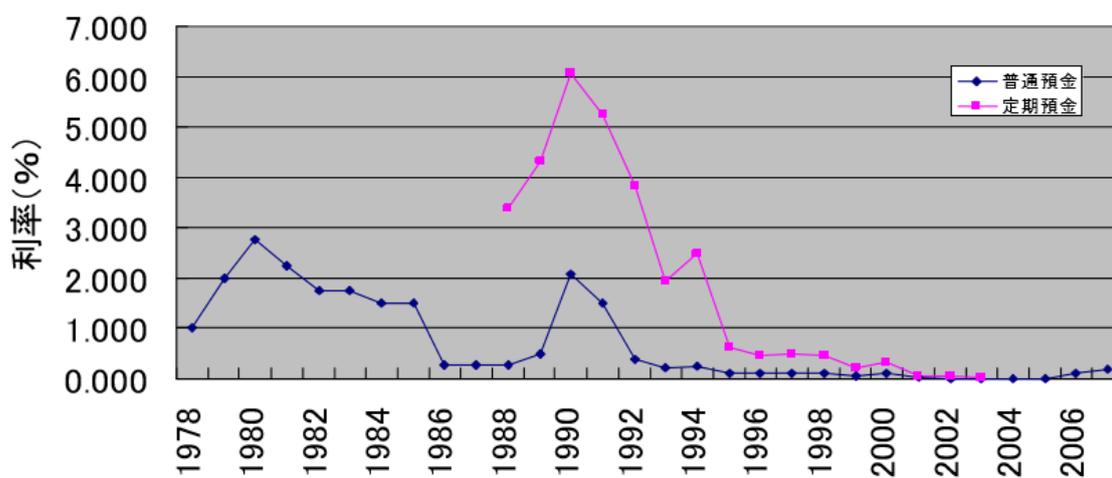
- 10 現在のわが国は、一人一人が資産運用などによって一定の金融資産を確保する「自助努力が必要な時代」といわれている<sup>13</sup>。図表 1-3 より、バブル期における日本の預金金利は定期預金が 6%、普通預金も 2%に達し、現在に比べ高い水準にあったことが分かる。しかしバブル崩壊とその後の経済復興のための金融緩和により金利はさらに下降した。その後ゼロ金利政策やマイナス金利政策を行い、2017年9月現在においては定期預金金利が 0.17%、普通預金金利が
- 15 0.001%とほとんど 0に近い。そのような状況の中では、銀行や郵便局にお金を預けているだけでは資産の増加は見込めない。また日本には国民年金制度があるものの、少子高齢化が進み社会保障費は拡大する傾向にある。また日本経済の長期停滞や国家予算の増大により、国の財政は悪化が続いている。このよう
- 20 な状況で懸念されるのは、さらなる消費税・社会保障費の増加など家計の生活

<sup>13</sup> みずほ証券「資産運用の必要性」より

が厳しくなることである。またこのままの状況が続くと、将来の年金制度の破綻も考えられ、老後の生活に不安が残るといえる。こうして不安が拡大する今、国民は国や企業に頼るのではなく、自ら資産運用を行い、財産を増やすことが求められる。

5

図表 1-3 日本の預金金利の推移<sup>14</sup>



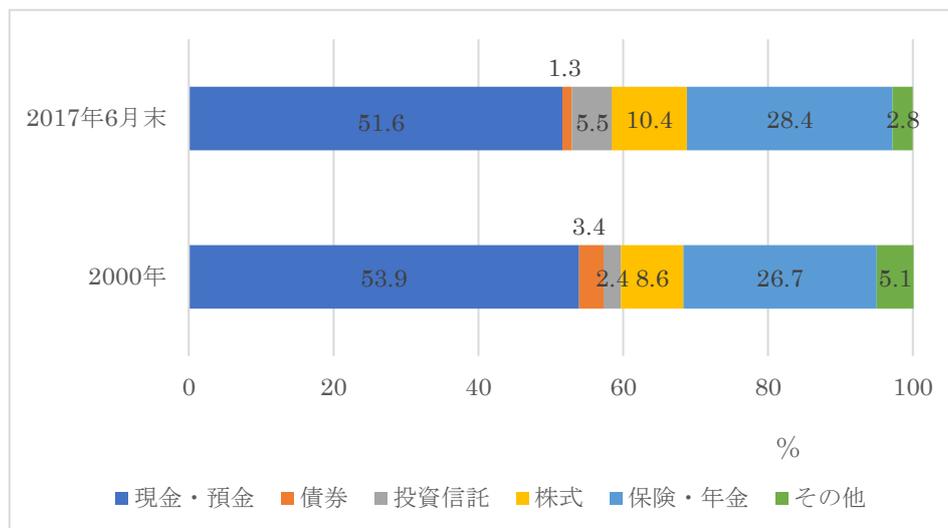
出所：「金利の推移」杉並区ホームページ（2015）1 ページより引用

- 10 わが国で「貯蓄から投資へ」というスローガンが打ち出されてから 17 年近く経ったが、その成果はどうであろうか。2000 年の個人金融資産の総額は 1409 兆円であるのに対し、2017 年 6 月末時点での個人金融資産の総額は 1832 兆円であり、この 17 年間で約 30% も増加したことになる。しかしその内訳を見てみると、現預金の比率は 2.3% しか減少しておらず、株式の比率も 1.8% しか変化がない。投資信託の比率は 2.4% から 5.5% に倍増したものの全体の割合としては低いままである。このような状況を見ると、いまだ日本ではリスク資産よりも安全資産を保有する傾向にあり、「貯蓄から投資へ」という目標は達成には至っていないと言える。

20

図表 1-4 家計金融資産構成の推移

<sup>14</sup> ※定期預金は預入期間 1 年以上 2 年未満のものである（1993 年は 3 年）



出所：「2017年第2四半期の資金循環」日本銀行調査統計局（2017）4ページ  
より筆者作成

- 5       ではなぜ日本では投資活動があまり進まないのでしょうか。
- 1       つ目の理由として、日本の家計が金融資産運用においてリスク回避的であることが挙げられると考えられる<sup>15</sup>。この主な要因として日本の雇用慣行であった終身雇用・年功序列が考えられる。労働力を家計にとっての一種の運用資産だと考えると、労働力は期待リターン（将来の所得）が極めて高く、リスク
- 10       （所得の増減・解雇など）が限りなく低い素晴らしい資産であった。このような状況下では家計はあえてリスク資産の割合を大きくして収益性を求める必要はなかった。また年功序列賃金の下では40代前半までは所得が比較的低い傾向にある事に加え、住宅ローンや子供の養育費なども重なりやすく、投資余力は生まれにくい。一方40代後半から50代にかけては所得の増加とともにこうした費用が減少し投資余力が生まれる。しかしファイナンシャルプランで推奨
- 15       される資産運用は若年層ほどハイリスク・ハイリターンで、年を経るほどローリスク・ローリターンの資産の比重を高めるべきと言われており、こうした所得分配とファイナンシャルプランが組み合わせあって、リスク資産に資金が回らない状況が確立されたと考えられる。

<sup>15</sup> 「入門の金融 投資信託のしくみ」糸島孝俊（2017）より引用

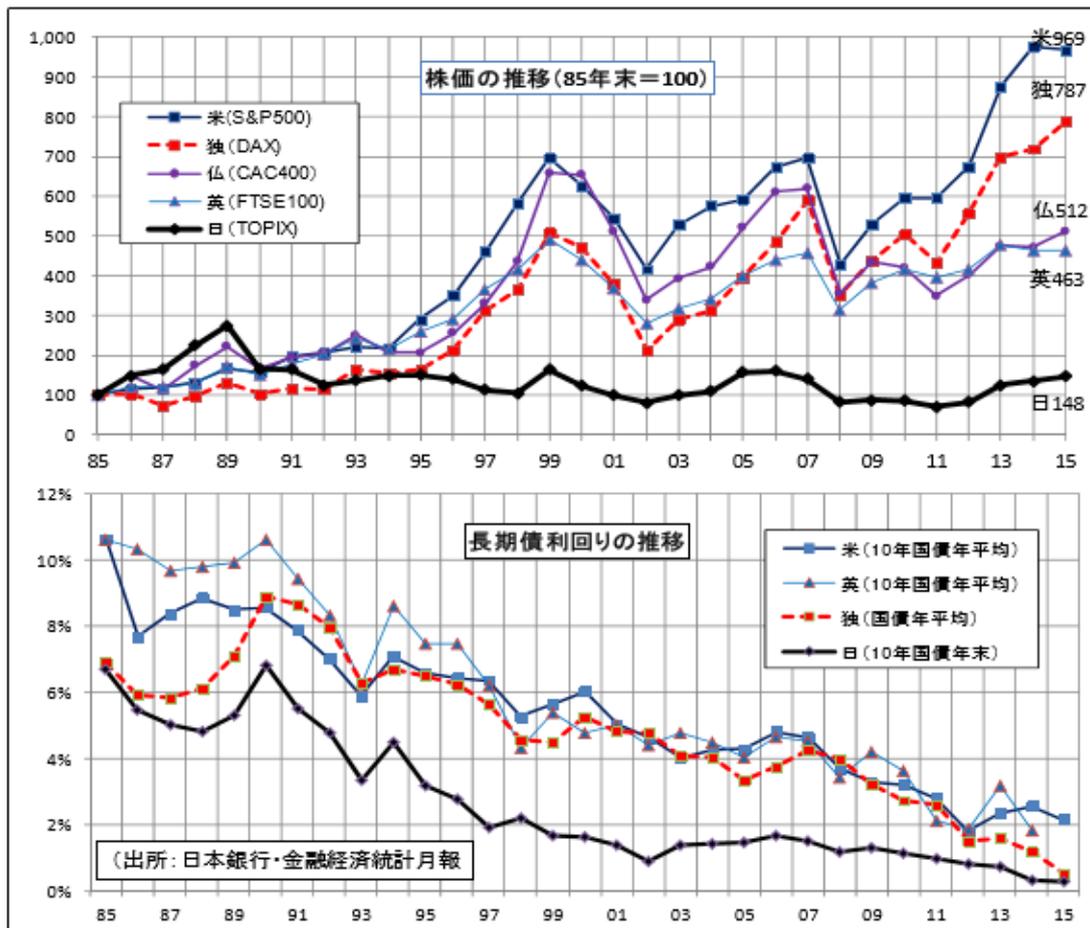
2 つ目の理由として金融リテラシーの低さが挙げられる。知識が十分になれば投資をしようという意思は生まれにくいし、投資に対して悪いイメージを持ってしまいがちである。この金融リテラシーについては第四章でまた詳しく述べる。

5       そして3つ目の理由として株価や長期債利回り低下により、投資の魅力が低下したことだと考えられる。以下の図表 1-3 は、1985 年を軸に 100 としてみたとときの諸外国と日本の株価の推移と長期債利回りの推移を表している。これを見るとわかるように、株価は諸外国が成長を続けているのに対して、日本は多少の増減はあるものの大きな変化は見られない。また長期債利回りはどの国も低下しているが、日本は 2015 年の時点で 1 番利回りが低い。このように国内の株式市場が長期的に低迷し、長期債利回りも低下している中で、国内のみ  
10       に投資をするにはリスクが高い。しかし海外の株式や債券に投資するには、長時間の勉強や分散投資のための多額なコストがかかり難しい。そのため日本において投資の魅力が低下し、金融資産構成におけるリスク資産の割合が思うよう  
15       に伸びなかったと考えられる。

しかし投資信託を活用することで、これまで述べたような「投資への障壁」を低くすることができる。一節でも述べたように、投資信託は自分で投資するよりも手軽に簡単に、そして分散投資によりリスクも比較的小さく抑えられる。そのため、今まで投資をしてこなかった層に投資の「契機」として投資信託は  
20       重要な役割を担うだろう。また投資信託が進むことで証券市場にも資金が流れて証券市場の活性化にもつながる。証券市場が活性化することで国内企業も資金を調達しやすくなり利回りも上がる。それにより内需も拡大し、日本経済の成長につなげる役目としても投資信託の必要性は高まっていると考える。この投資信託の意義については第三章で詳しく述べる。

25

図表 1-3 主要先進国の株価と長期金利の推移



出所: 「世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題」 杉田浩治 (2016) 4 ページより引用

## 5 第二章 投信改革

投資信託は、金融ビッグバンが始まった 1990 年代後半、家計の資産形成の中核商品と位置づけられ、様々な規制が実施された。本章では、数ある金融商品の中で投資信託が金融ビッグバンを通してどのような位置づけになったのか、また投信改革を経ても解決できなかった課題を提示していく。

10

### 一節 改革後も伸び悩む投資信託

投資信託は、1990 年代後半、金融ビッグバンに続く「新しい金融の流れ」<sup>16</sup>

<sup>16</sup> 20 世紀末 (主に 1990 年代) に様々な金融業や金融商品に対して規制緩和等が行われた結果、生じた近年にも続く金融業界の環境整備である。

の中で、家計が資産形成を行うための中核商品として位置づけられ、預貯金に滞留する家計のお金を投資へと導くための仲介機能を果たすことが期待され、様々な規制緩和（投信改革）が行われた。具体的には、運用成績の向上やコスト低減を期待して行われた。しかし、日本の家計金融資産に占める投資信託の比率は2017年6月末現在5.5%（図表2-1）と低い水準にとどまっている。

図表 2-1 日本の家計金融資産の割合

	2017年6月末 残高（兆円） （構成比（%））
金融資産計	1,832 (100.0)
現金・預金	945 (51.6)
債務証券	24 (1.3)
投資信託	100 (5.5)
株式等	191 (10.4)
保険・年金・定型保証	520 (28.4)
うち保険	367 (20.0)
その他	52 (2.8)

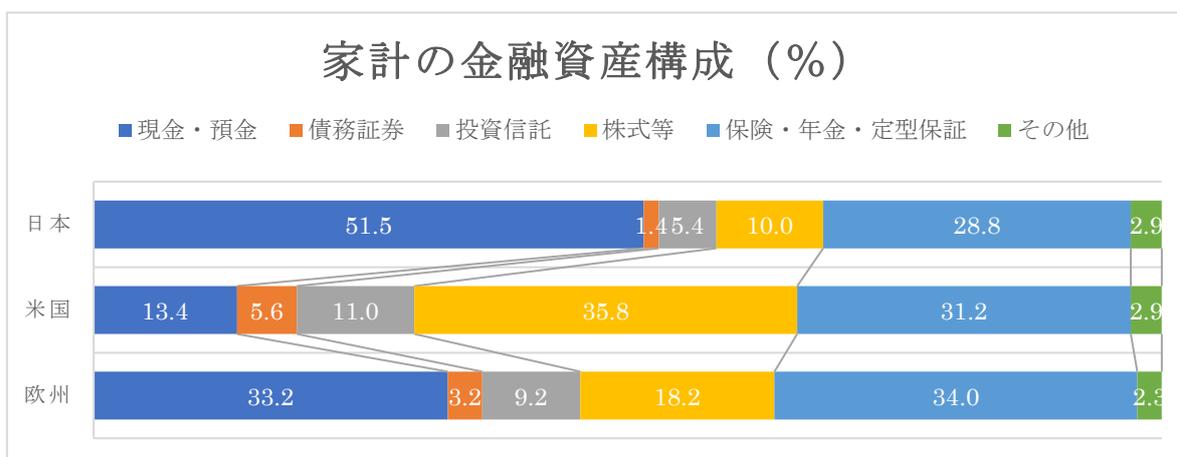
出所：「2017年第2四半期の資金循環」日本銀行調査統計局（2017）4ページ

10 より筆者作成

図表 2-1 を見てもわかる通り、家計における金融資産で最も多いのは現金・預金であり、51.6%を占めている。ここで日本だけでなく、米国や欧州の家計の金融資産構成について見てみる。（図表 2-2）

15

図表 2-2



出所：「資金循環の日米欧比較」日本銀行調査統計局（2017）2 ページより筆者作成

- 5 米国や欧州に比べて株式・投資信託等の割合が低く、日本人が投資に対して消極的な姿勢であることがわかる。世界的にみても日本は現金・預金の割合が高く、投資信託が意図した通りに利用されていない現状が見て取れる。

## 二節 投信改革の誤算

- 10 投資信託は、投資初心者向けの金融商品であると言われている。これは現金・預金の割合が高い日本の家計にとっても同じであると言えるだろう。まず、1990年代にどのような投資信託改革が行われてきたのかをみていきたい。

- 15 1990年代前半、我が国の投資信託は大量の元本割れ償還問題に直面していた。当時、投資信託は設定当初の応募期間にしか購入できず、3～5年で償還を迎える単位型投資信託の販売が一般的であった。バブル期に販売された単位型投資信託は、バブルの崩壊に伴って大幅な元本割れの状態での償還となったことから苦情が殺到し、社会問題にまで発展した。こうした反省から米国のミューチュアルファンド<sup>17</sup>を模範に、無期限で、募集期間終了後も購入（追加設定）可能な追加型を投信営業の主流にしようという動きが起こった。これを業界内

<sup>17</sup> ミューチュアルファンドは、米国において一般的な投資信託であり、複数の投資家が資金を出し合って共同で運用を行う。オープンエンド型投資信託とも言われるが、オープンエンドとは請求すれば随時解約することができるという意味である。

では「投信改革」と呼んでいる。

投信改革の一つ目は、銀行窓口での販売解禁である。これは、家計の金融資産を預貯金という形で預かっている銀行や郵便局で、投資信託を販売することにより家計のお金を預貯金から投資信託へと流入することが期待された。投資信託の販売は証券取引法上、有価証券扱いであったため証券会社が販売を独占していた。1998年12月、銀行窓口での直接販売が解禁(郵便局については2005年10月)され、販売チャネルが多様化した。これにより消費者(家計)は、金融商品を目にする機会が一段と増えた。

投信改革の二つ目に投資信託の組成・運用業務への参入規制の緩和、三つ目に運用規制の緩和がある。これは運用競争により各社のパフォーマンスの改善を期待して行われ、外資系や保険会社系、独立系も参入した。運用規制の緩和では、1980年代に人気であった中期国債ファンドやMMFといった公社債投資信託が低金利政策の継続などにより投資家への提供が困難になり、代わって元本割れのリスクのある株式投資信託が主役となった。家計の多様なニーズに応えるべく、様々なリスク・リターン特性を持つ金融商品が提供されることが望ましいとの判断から、運用規制の緩和が進められた。1995年デリバティブ取引<sup>18</sup>のヘッジ目的以外での利用の解禁や1990年の他者ファンドへの投資解禁等、ノックイン投資信託<sup>19</sup>や通貨選択型、ファンドオブファンズ<sup>20</sup>といった多層構造の金融商品の組成が可能となり、個人投資家にも販売されるようになった。

投信改革の三つ目に目論見書の導入が挙げられる。これはフェアな競争の確保と顧客への情報提供の観点から情報開示の制度として整備された。これは投資信託においても例外ではなく、1998年12月以降に目論見書制度が導入され

---

<sup>18</sup> 株式、債券、金利、為替など原資産となる金融商品から派生した金融派生商品のこと。主なものに、先物取引、オプション取引、スワップ取引がある。

<sup>19</sup> ノックインは他社株転換可能債等で用いられる投資の仕組みである。発行した企業の債券と異なる企業の株式(対象株式)と交換されることがあるため、このように呼ばれる。予め基準価格というものが設定され、債券の償還時に対象株式の価格が基準価格を下回っていた場合、その株式と利鞘で償還され、減損が生じる恐れがある。対象株式の価格が基準価格と同額かそれ以上の場合は元本と利鞘で償還される。

<sup>20</sup> ファンドオブファンズとは複数の投資信託を投資対象とする投資信託のことである。投資信託は通常株式や債券に投資をするが、それら個別銘柄の複数に投資をする。

た。投資信託の販売勧誘にはその交付が義務付けられたが、このことから目論見書を読むという行為が家計にとって大きな負担となってしまったのは言うまでもない。ここまで、投信改革について具体的にどのような改革が行われたのか見てきたが、これらが本来どのような効果を期待して行われた改革であったのかを整理したい。

5

投信改革を経て、期待されていたことは、家計にとっての選択肢の拡大とサービスの改善や利用コストの値下げであった。投資信託の組成・運用を担う投信委託業と、投資信託を家計に仲介する販売業それぞれに競争を導入することでパフォーマンスの改善や手数料コストの引き下げが促され、結果として家計

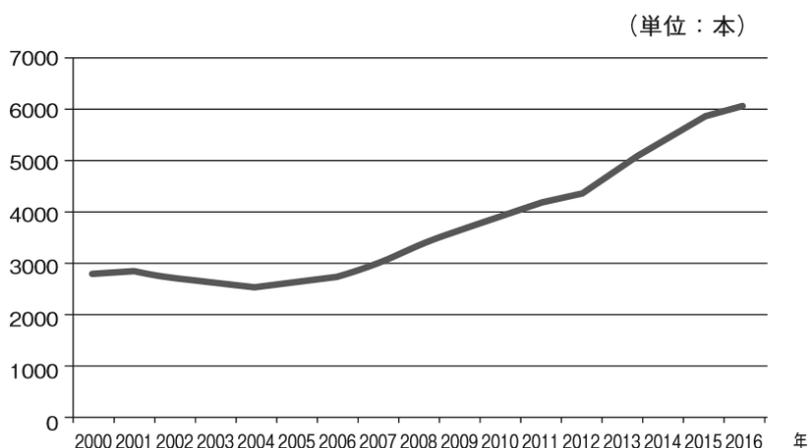
10

が受け取るリターンが高まると期待されていたが、その期待には反して家計は様々な問題に直面することとなった。ここでは 3 点を取り上げて述べていく。1 点目は、商品の多様化・複雑化である。投資信託の本数が多くなりすぎていることが深刻な問題となった。本数の多さは、規制緩和の前から業界内で問題とされていたが、参入規制の緩和によって商品供給者である投資信託会社が

15

増加し、さらに販売窓口として新規参入した銀行が、証券会社に対抗する形で専用ファンドを設立したことから投資信託の本数は加速的に増加した。(図表 2-3)

図表 2-3 わが国の公募契約型投資信託の本数の推移



20

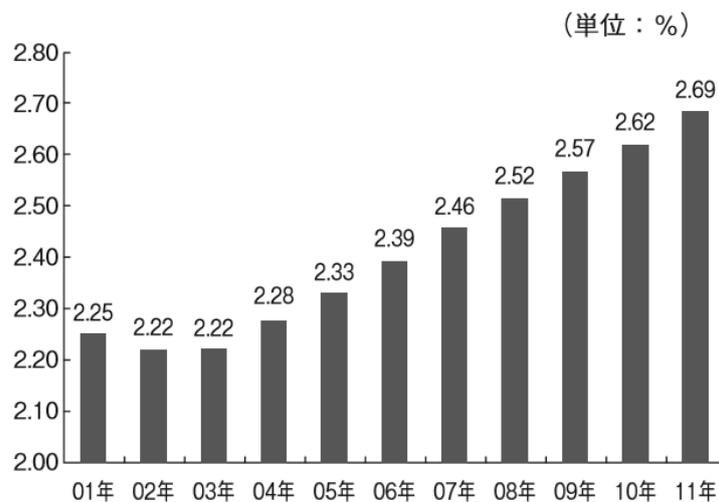
出所：「投資信託の現状と課題」永沢裕美子（2017）、24 ページより引用

これと時期を同じくして、商品の複雑化も進んだ。背景として、運用規制の緩

和に加え、超低金利が長引く中で、毎月分配型と呼ばれる投資信託が高齢者を中心に人気化したことが大きい。販売会社が高い分配金を払い出す商品を並べ、それが売れるという現象が生じた。投資信託会社は高い分配金を支払うための仕組みづくりに着手し、結果的に海外債券やデリバティブ取引、外国籍の私募ファンドなど高リスクの金融商品を組み込んだ商品となり、これらが窓口を通じて高齢者へと販売された。高齢者には負いきれないリスクを抱えた商品を不適切な販売勧誘によって売りつけることが横行していた。2008年リーマンショックによって世界的な金融危機に陥り、当時、毎月分配型の代表格として販売していたノックイン型投信において想定外の損失を被る投資家が続出し、消費者トラブルが相次いだ。

2点目は、投資信託の利用コストの上昇である。

図表 2-4 公募株式型投資信託の平均販売手数料の推移



15 出所：「投資信託の現状と課題」永沢裕美子（2017）、25ページより引用

図表 2-4 をみてわかる通り、コスト（販売手数料＋信託報酬）は 2003 年以降増加傾向にある。これは販売会社が受け取る販売手数料と代行報酬<sup>21</sup>が値上がりしたことが大きい。販売手数料や代行報酬が値上がりしている理由として、

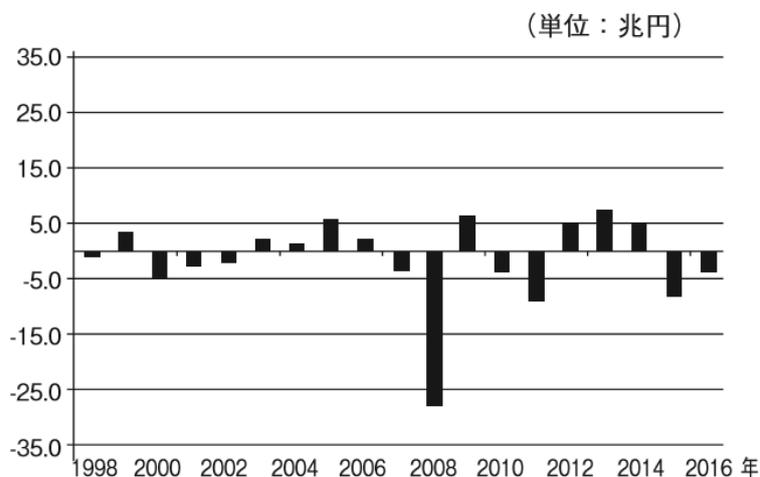
<sup>21</sup> 代行報酬とは、投資信託会社が本来行うべき業務のうち、受益者に対する運用報告書の送付や分配金の支払い等の業務を代行する対価として販売会社が受領する報酬

複雑な仕組みの商品が増え、説明等に一定の時間を要するためとされているが、複雑な金融商品を自ら購入しようとする投資家は数少ないと考えられるため、値上がりに対して納得できる説明とは言い難い。

最後に3点目として、資産運用のパフォーマンスがあまり振るわないという

5 ことが挙げられる。

図表 2-5 公募株式型投資信託の運用による年間純資産増減



出所：「投資信託の現状と課題」永沢裕美子（2017）、25 ページより引用

10

図表 2-5 には 1998 年から 2016 年までの 19 年間の公募の株式型投資信託の純資産の増減のうち、運用による純資産の増減分を取り出して表示したものである。19 年中 10 年が損失計上しており、金融ビッグバン以降に投資信託を購入した家計の多くが成功体験を得られていない状況である。

15

図表 2-6 売れ筋投資信託の日米比較

	規模（純資産）の 平均（兆円）	販売手数料	信託報酬 （年率）	収益率 （年率）
		平均（税抜き）		過去 10 年間 の平均
日本	1.1	3.20%	1.53%	▲ 0.11%

米国	22.6	0.59%	0.28%	5.20%
----	------	-------	-------	-------

出所：「つみたて NISA について」金融庁（2017）5 ページより筆者作成

図表 2-6 は 2016 年 3 月末時点での日本と米国の売れ筋投資信託の比較であるが、過去 10 年間の平均投資収益率は日本ではマイナスを記録しており、日本の投資信託が家計の資産形成に貢献できていないのは言うまでもない。

### 第三章 投資信託の意義

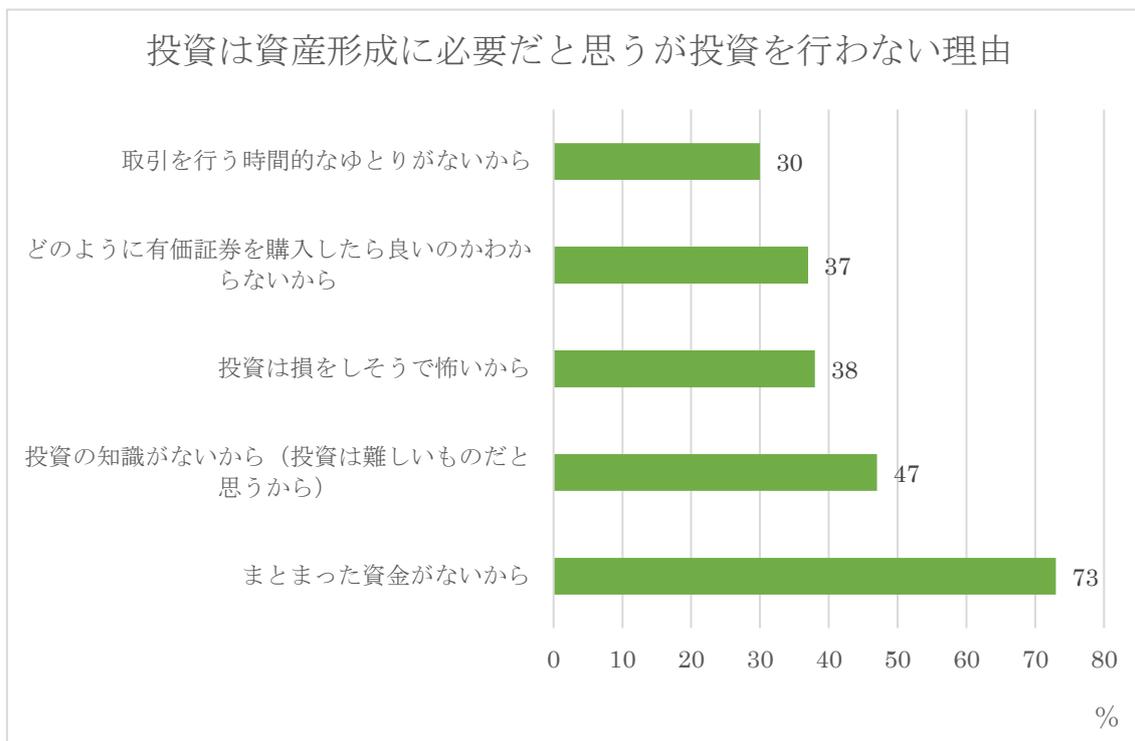
本章では第二章の投信改革を経て、家計が直面した問題を 3 点ほど取り上げたが、それらが投資家、投資信託・運用会社と販売会社、投資対象となる国や企業にとってはどのような影響を与えているのか、またどのような課題を取り除くことが投資信託の促進に繋がるのかということを考えていく。

#### 一節 投資家にとっての投資信託

金融庁の掲げる「貯蓄から投資へ」の流れが思うように進まない理由として、投資による成功体験を持っている人が少ないということが挙げられる。若年層の約 7 割は投資信託への投資の必要性はないと考えているとも言われている。このように考える若者が多いということや投資の成功体験を持っている人が少ないということから、金融商品への理解が乏しいと考えられる。

2017 年 6 月に金融庁が出したレポート「つみたて NISA について」の中に投資は資産形成に必要だと思いが投資を行わない理由という調査結果がある。(図表 3-1)

図表 3-1



出所：「つみたて NISA について」金融庁（2017）4 ページより筆者作成

結果から見ると、「まとまった資金がない」ということや「どのように有価証券を  
 5 購入したら良いのかわからないから」、「取引を行う時間的なゆとりがないから」という点が理由として挙げられているが、これに対する答えとしてそれぞれ「少額投資を知らない」、「積立投資を知らない」ということがあげられる。これら金融商品に関する知識がないことは金融リテラシーの欠如に基づいていると考えられる。金融リテラシーの欠如については本論文の第四章で金融リテ  
 10 ラシーの向上に向けた取り組みについて説明する。

さて、ここで金融リテラシーの向上だけがすべてなのかという疑問が生じるだろう。実際には、金融リテラシーの向上だけですべてを片付けることはできない。では、金融リテラシーを身に付けた上で、何が問題となるのかについて考える。それは数ある金融商品の中で何に投資をすることが最適な選択肢となるのかということである。投信改革は事実上失敗に終わったわけであるが、  
 15 行政機関は未だに投資信託を家計の中核商品とするべく施策を行っている。ここではその最たる例として確定拠出年金と NISA について紹介する。

確定拠出年金は企業型と個人型があり、一定額を拠出し、それを投資信託に

よって運用した運用益を 60 歳になったときに年金という形で償還されるものである。2001 年 10 月に厚生労働省によって導入され、米国の「401k」を模していることから、日本版 401k と言われている。自分の選択する投資信託の銘柄の運用益によって貰える額が変化するのが特徴である。また最大の魅力とされているのは、掛け金の全額が所得控除となり、運用益においても非課税である点である。これにより、一定の節税効果があるとされ人気を集めている。

一方で、NISA は 2014 年に始まった新たな制度で、2013 年末、証券優遇制度の終了に伴って、新たな投資優遇制度として、英国で成功した ISA を参考に日本版 ISA として金融庁が導入した。当初、年額上限額 100 万円、5 年間の運用で 500 万円までが非課税で運用できるとされていたが、2016 年から年間の上限額を 100 万円から 120 万円へ 20 万円増額した。これにより、最大で 600 万円が非課税で投資・運用することができ、運用益も得ることができる。こちらには所得控除などの仕組みはなく、節税効果はない。確定拠出年金と NISA については第五章でより詳しく扱う。

15

## 二節 投資信託・運用会社と販売会社における投資信託

次に投資信託・運用会社と販売会社の側面から投資信託についてみていく。

1 点目は、投資信託会社と運用会社である。これらの会社は信託報酬や監査報酬、売買委託手数料など多くの手数料がある。これらはすべて 2 点目で説明する販売会社が一括して集金し、それを投資信託会社、運用会社、販売会社の 3 者で分配している。ファンドによっては信託財産留保額がかかり、1 つの投資信託を買うのにおいても様々なコストがかかっている。投資信託会社や運用会社においてこうした手数料を収入源としている。さらに信託会社と運用会社が 1 つのグループ会社で行われている企業が多く、その企業間で信託商品を取り換えることによってこれら手数料の荒稼ぎが問題となっている。金融庁はこうした現状を問題視しており、是正するために「顧客本位の業務運営に関する原則」が示された。これについては販売会社においても取り組みを促されているので、次の点で説明する。

2 点目は、販売会社である。販売会社は証券会社と前述した窓口販売を行っている銀行や郵便局などがあげられる。販売会社は販売手数料や代行報酬があ

30

る。これについては第二章、二節で説明済みだが、投資信託の購入者に高齢者が多いこと、さらに毎月分配型が好まれることから高リターンを得るための複雑な金融商品が増えた。これにより説明時間が通常よりも要することから販売手数料を値上げしたと言っているが、このような複雑化した金融商品かつ高リスクのある商品を買いたいと思う投資家は極めて稀であり、そう多くないと考えられる。販売会社側は、顧客の多様なニーズに応えるために様々な商品を展開していると言われていたが、実際には、顧客がしっかりと納得した上で金融商品が販売されているのではないと言われていた。

5  
10  
では、なぜ銀行や郵便局がこのような高い販売手数料を取っているのかというと、その理由は日銀が行っている超低金利政策にある。超低金利政策により貸出の利鞘など銀行や郵便局の本業での手数料収入が減少したことにより、別の収入減を確保する必要性が生じた。本業で稼ぎ得られていないことこそが、手数料を高くしていた要因なのである。

15  
20  
しかし、近年こうした販売会社などの実情に対して、金融庁が苦言を呈しており、2017年3月末には「顧客本位の業務運営に関する原則」が示された。これは金融庁が2014年から繰り返し求めてきた「フィデューシャリー・デューティー」が端を発した。これには法的な規制はないが、実際に2018年から始まる積立NISAの銘柄選定には販売手数料がノーロード型（解約手数料、口座管理手数料についてもゼロであること）のものや、1.25%以下のもの、加えて信託報酬を0.25%~1.5%以内（銘柄によって異なる）に抑えられるなど、早くも顧客本位へと方針転換を行っている。金融庁が積極的に「顧客本位の業務運営に関する原則」を推し進めていくことによって、販売会社は利益を生み出すためにコストを削減するなど他の収益源を確保することに取り組み始めた。

### 25 三節 投資対象となる国や企業にとっての投資信託

投資を促すためには投資対象となる国や企業においても、どのようにしたら投資が流れ込むのかについて考える必要がある。そこでこのような国や企業が取り組むべきものはESGである。日本では2017年になって注目を集めているが、海外では一般的であるESG投資。Environment、Social、Governanceの頭文字をとってESG投資と呼ばれている。今まではSRIなどと呼ばれていた

ものであるが、環境や社会に対してよい取り組みをしている国や企業に対して投資を行うものである。長期的な視点かつ企業の持続的な成長（サステナビリティ）を促す投資と言われており、実際にこのような企業に投資した場合の利回りは非常に高い。

5

図表 3-2 運用資産に占める ESG 投資の比率と投資残高

	①運用資産に占める ESG投資の比率 (%)		②ESG投資残高・地域比率 (億ドル、%)		③ESG投資残高成長率 (%)
	2012年	2014年	2012年	2014年	2012-2014年
欧州	49	58.8	87575(66.0)	136076(63.7)	55.4
米国	11.2	17.9	37400(28.2)	65720(30.8)	75.7
カナダ	20.2	31.3	5891(4.4)	9449(4.4)	60.4
豪州	12.5	16.6	1341(1.0)	1800(0.8)	34.2
アジア	0.6	0.8	402(0.3)	529(0.2)	31.7
合計	21.5	30.2	132609(100)	213575(100)	61.1

出所：「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」三菱 UFJ 信託銀行  
(2016) より筆者作成

10

図 3-2 は 2012 年から 2014 年の間に ESG 投資がどれだけ成長しているのかを示したものである。世界的に見てどれだけ成長しているのかわかるだろう。環境や社会に配慮している企業や国の成長率は飛躍的に伸びており、今後も成長する企業であると言える。成長企業や成長過程にある国への投資は、高い収益も期待できるが、そのためには継続した企業、国家活動はもちろんのこと、それを支える資金が必要となる。結果として ESG 投資が盛んになることが、企業や国と投資家の双方にとって望ましいと言える。

15

## 第四章 金融リテラシーと投資信託

20

第一章で投資信託を含めた投資が日本であまり普及していない原因を述べ、その中の 1 つとして日本人の金融リテラシーが低水準であることを言及した。根本的に分散投資や長期投資が十分に理解できていないため、日本人は家計金融資産の半分以上を預金に回してしまうのである。本章では日本の金融リテラ

シー水準の現状と金融リテラシー向上のための政策的取り組みを諸外国と比較し、今後日本人の金融リテラシーを向上させるためには何が必要か考察する。

## 一節 先進国に遅れをとる日本の金融リテラシー

- 5 まず、金融リテラシーの定義を確認する。OECD<sup>22</sup>によれば、金融リテラシーとは、「金融に関する健全な意思決定を行い、究極的には金融面での個人の良い暮らしを達成するために必要な金融に関する意識、知識、技術、態度、及び行動の総体」<sup>23</sup>である。

- 10 金融リテラシーの水準と投資行動は密接に関係しており、2016年に金融広報中央委員会が日本の全国の18～79歳の個人25,000人を対象として実施した「金融リテラシー調査」<sup>24</sup>では、その関係性が顕著に表れている（図表4-1、4-2）。日本で投資を行っている割合は、金融教育の経験のある人々と、全体のデータで比べると金融教育の経験のある人々が大幅に上回っている。また、投資を行っている人々の中でも、金融教育の経験がある人々はそうでない人々に比  
15 べ、投資においてより合理的な判断のもとで行っていると考察できる。

更に同調査では、金融知識の有無を階層別にして分析した場合、低リテラシー層は投資行動が消極的であるのに対し、高リテラシー層に向かうにつれて投資に対して積極的な姿勢をとっていると考えられる。

- 20 以上のことから、日本国民の投資への姿勢をより積極的にするためには、金融リテラシー水準の向上が必要であると言える。

図表 4-1 金融教育と投資行動（％）

---

<sup>22</sup> ヨーロッパ諸国を中心に日・米を含め35ヶ国の先進国が加盟する国際機関。OECDは国際マクロ経済動向、貿易、開発援助といった分野に加え、最近では持続可能な開発、ガバナンスといった新たな分野についても加盟国間の分析・検討を行っている。（経済産業省HP）

<sup>23</sup> UNITED STATES – Country Note – Results from PISA 2012 Financial Literacy 参照

<sup>24</sup>金融広報中央委員会『「金融リテラシー調査」の結果』  
[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) 参照

		全サンプル	金融教育を受けた人			全サンプル	金融教育を受けた人
投資人の割合している	株式	31.6	52.3	いし商 るて品 人購性 の入を 割し理 て解	株式	75.7	85.5
	投資信託	25.8	43.8		投資信託	67.8	75.5
	外貨預金等	17.3	35.0		外貨預金等	74.4	75.5

図表 4-2 金融知識等の階層別の投資行動 (%)

	全サンプル	低リテラシー層 第1階層	第2階層	中リテラシー層 第3階層	第4階層	高リテラシー層 第5階層
株式に投資している人の割合<Q34>	31.6	11.3	24.2	27.1	37.4	55.3
投資信託に投資している人の割合<Q34>	25.8	7.9	18.7	22.0	31.6	46.3
外貨預金等に投資している人の割合<Q34>	17.3	6.1	13.5	13.0	21.2	30.8
金融教育を受けた人の割合<Q39>	6.6	2.8	6.4	5.5	6.7	11.0

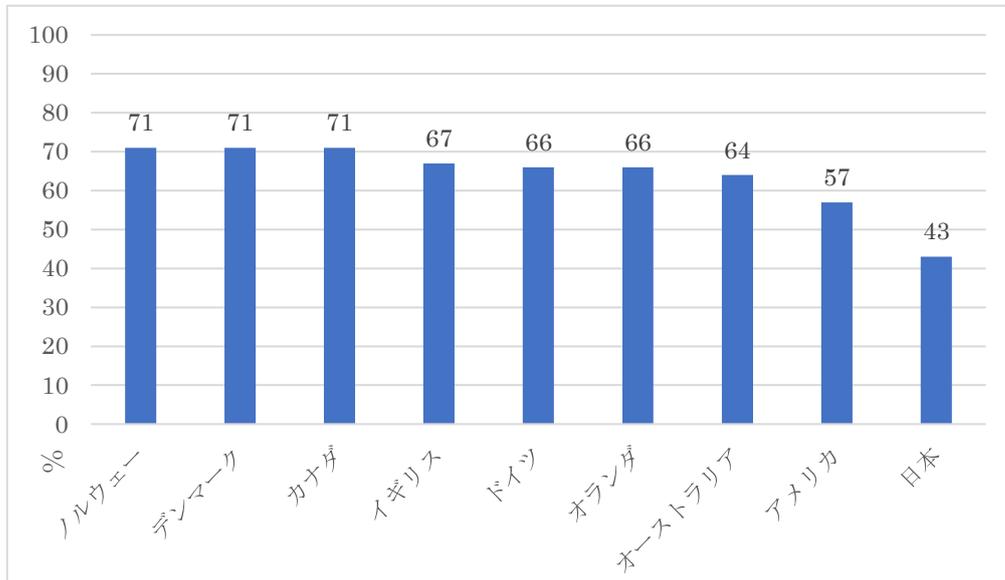
- 5 出所図表 4-1.2 : 『「金融リテラシー調査」の結果』金融広報中央委員会  
(2016) 31 ページより引用

日本の金融リテラシーは、諸外国と比べ低水準であると言われているが、その現状をいくつかの国々と比較しながら考えていきたい。

- 10 アメリカの有力格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 2015 年に世界各国を対象に「グローバル・ファイナンス・リテラシー調査」<sup>25</sup>を実施した。148 カ国の 150,000 人以上を対象に実施し、リスクの分散、インフレ、計算能力、複利の 4 分野において調査を行った。回答者は 4 つの分野のうち 3 つの質問に正解できれば金融知識があるとみなし、その結果の平均値を国ごとに算出した。その結果が以下のグラフである。

<sup>25</sup> THE STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES 「Financial Literacy Around the World」 [http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit\\_Report\\_FINAL-5.11.16.pdf?x87657](http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?x87657) 参照

図表 4-3 グローバル・ファイナンス・リテラシー調査の結果における主要国別比較 (%)



出所：「Financial Literacy Around the World」 THE STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES(2015)9,23-25 ページより筆者作成

15

以上のグラフから分かるように、日本は他の先進国と比べ正答率が著しく低い結果となっており、G7 の中では 6 位の結果となっている。特に資産運用を  
 考えるに当たり一番基礎となる概念である「インフレ」と「複利」については  
 G7 中最下位であった。この調査では、教育水準の高さから先進国の金融リテラ  
 シーの水準は新興国を上回っているが、日本は新興国である南アフリカの金融  
 リテラシーとほぼ同じ水準であるという調査結果が得られている。先進国であ  
 り、且つ国際的な金融センターを持つ日本にとって金融リテラシーの向上は不  
 可欠である。

25

## 二節 日本の金融リテラシー向上のためには

一節では、日本の金融リテラシーが低水準であることを他国との比較から述  
 べてきた。二節では、金融リテラシー向上に関する諸外国の取り組み、投資教  
 育の取り組みを比較し、日本の金融リテラシーの向上のためには何が必要であ  
 るかを考察する。

30

以下が、イギリス・アメリカ・日本の金融リテラシー向上に向けて行われている主な取り組みである。

図表 4-4 主要国の金融リテラシー向上への主な取り組み

	学校教育	その他
イギリス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2014 年から教育省が主導になって義務教育としての金融教育、投資教育が実施されている</li> <li>・pfeg による教師教育、資料提供などの支援</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2015 年、「金融能力戦略」を公表し、身につけるべき金融能力を明文化<sup>26</sup></li> <li>・金融能力の重要性の自覚を高めるため、2016 年 11 月 14 日～20 日を第 1 回 Financial Capability Week<sup>27</sup>に定め、日ごとにテーマを決め、イベントを開催</li> </ul>
アメリカ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・州によってカリキュラムは異なるが、オンラインで参加できる ICT と呼ばれる無料教材が多く用意されており、クイズやゲーム形式で体系的に金融を学んでいる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2003 年金融リテラシー・教育法に基づき、金融リテラシー教育委員会を設置</li> <li>・「若年層の金融ケープビリティに関する大統領諮問会議」<sup>28</sup>を設置</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>・学校教育における金融教育は 2011 年度から小学校・中学校・高校で全面実施されている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用セミナーの開催、啓発イベントの開催、投資信託や生命保険の社会的意義の説明などが行われている</li> <li>・金融庁、財務局、財務事務所から学校や地域へ講師を派遣することに加え、教材提供を行っている</li> </ul>

<sup>26</sup> 「金融能力」を①知識・スキル②マインドセット③情報へのアクセシビリティの視点の 18 項目により構成されるものとして定義した。

<sup>27</sup> イギリス全土において金融能力に関する自覚を高めることを目的とし、日ごとにテーマを決めて講演を行った。

<sup>28</sup> 財務長官・教育長官と民間セクター、州・地方政府からの代表で構成され、米国民が金融ケープビリティを構築する方法を助言する。

出所：「諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取り組みに関する調査研究報告書」EY 総合研究所株式会社（2016）74-77,89 ページより筆者作成

5 各国の対策を比べてみると、日本も諸外国と同じように国家主導で金融リテラシー向上のために取り組んでおり、教育面でも他国と遜色ない政策を行っているように思える。政策上は大差ないものであるにもかかわらず、なぜ金融リテラシーの差がこれほどまでに生まれてしまうのだろうか。

10 その原因の1つとして、日本の金融教育は経済知識の習得が、実践的な行動よりも重視される傾向にあることが挙げられる。一方アメリカやイギリスなどは経済知識に加えて健全な家計管理や生活設計の習慣化という、行動の改善と適切な金融商品を選択するより実践的なスキルが重視されている。例えばイギリスの金融教育では、ディスカッション形式で授業を行うケースもあるため、生徒が自分自身で考えを述べることにより、知識の定着も容易になり、実践的な知識を身につけることが出来る。またアメリカでは、図表 4-4 でも述べたように、オンラインで参加できるクイズ形式やゲーム形式での学習法がある。iPhone や iPad での参加が可能なものや、Twitter や Facebook から取り組むことが可能なものもあるため、講義形式で学習するよりも体系的に学ぶことが可能である。

20 「金融経済教育を推進する研究会」が平成 26 年に中学校・高校の教諭に行ったアンケート<sup>29</sup>によると、教科書の金融経済教育に関する記述が不十分であるという認識が約 4 割に上っており、特に高校の教諭は半数以上が不十分と回答した。その上で、「用語・制度の解説が中心となってしまう、実生活との繋がりを感じにくい」という回答が全体の半数を占めたほか、「知識は身につくが、  
25 能力や態度が身に付きにくい」という認識が 4 割に上った。また、「金融経済教育が特定の学年・時期に偏り継続的な学びが出来ない」や「金利や金融商品の種類、リスクとリターンの関係など、実践的な知識が少ない」と回答した教員

---

<sup>29</sup> 金融経済教育を推進する研究会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」

[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf) 参照

は3割前後であった。以上のことから、より実践的な知識を身につけるためにディスカッション形式で生徒自身が考えながら授業を行ったり、授業外でも現在若者に浸透しているインターネットから気軽に投資・金融に触れたりすることが重要となるのではないだろうか。

- 5 もう1つの原因として、日本では実践的な知識を持った投資教育の講師が不足していることが挙げられる。元来投資活動が活発でない日本では、それと対応して実践的な知識を持つ者も少ないことが予想される。

- 10 先程取り上げた「金融経済教育を推進する研究会」による同アンケートによると、全体の教諭の約半数もの人々が、金融教育を実施する際に、教える側の専門知識が不足していることを懸念材料として挙げた。つまり金融教育を行うにあたり、金融知識を得るための教員向けの研修会を行うことや、外部講師の派遣をより活発化させることが必要である。日本では既にこのような活動を行っており、金融庁は関係団体と連携し大学での授業をオムニバス形式で行うことも実施している。しかしこのような形式で金融の授業を行った大学数は平成  
15 28年度で8大学に留まっており今後も活動を広げる余地があると言える。また、講師への教育の面でもイギリスに比べると劣っている。そのため日本でもpfegのように金融教育の支援を目的として活動しているチャリティ団体を設立し、金融庁と協力しながら教育関係者への支援を行うことが求められる。

- 20 以上のように、日本の金融リテラシーを向上させるためには金融教育の改善が重要であると考えられる。実践的な行動・知識を身につけられる教育法の導入や、これまで以上の教育関係者への支援が必要である。

- 25 日本人の投資意欲を上げることににおいて、金融リテラシーの向上は非常に重要である。金融リテラシー水準の高い諸外国との比較で、日本の金融教育は実践的なものが乏しいことが見受けられた。金融リテラシー向上のために日本政府は、ただ国家的な政策を掲げるだけで無く、実際に若者に馴染みやすいような教育方法で、学習機会を増やしていくことが求められる。

## 第五章 投資信託を促進するための2つの制度

- 30 第四章において、日本での金融教育の不十分さにより、投資行動が消極的であり、改善の必要性がうかがえた。投資行動を促していく中で、その手段とし

で近年注目されているものに確定拠出年金と NISA がある。一般に、金融商品の投資を行うと運用益に約 20%課税されるが、二つの制度はどちらも運用益が非課税である。そこで、二つの制度を活用することで投資行動を促すことにつながるのか、その可能性について見ていく。

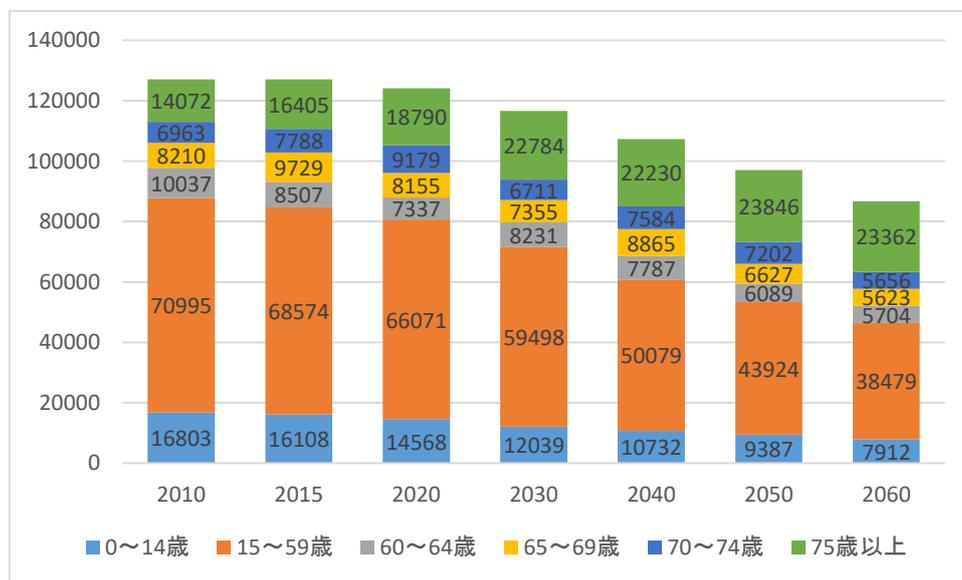
5

### 一節 確定拠出年金の特徴

現在、少子高齢化が進んでいる日本では、2010 年には 1 人の高齢者を 2.8 人<sup>30</sup>の現役世代で支えていたが、国立社会保障・人口問題研究所の推定によると、2030 年には 1.8 人で 1 人、2060 年には 1.3 人で 1 人の高齢者を支えるという計算になる。(図表 4-1)これは将来の現役世代が、現代の若者の約 2 倍の負担を強いられることになる。そのため、将来、公的年金の現在の水準を保つのは困難だと言われており、公的年金だけでは老後の生活を十分に補うことは難しいと考えられる。

15

図表 5-1 年齢区分別将来人口統計



出所：「国勢調査」総務省（2015）、「人口推計」総務省（2015）、「出生中位・死亡中位仮定による推計結果」国立社会保障・人口問題研究所（2017）より

筆者作成

<sup>30</sup> 図表 4-1 を元に現役世代を 15~64 歳まで、高齢者を 65 歳以降として計算

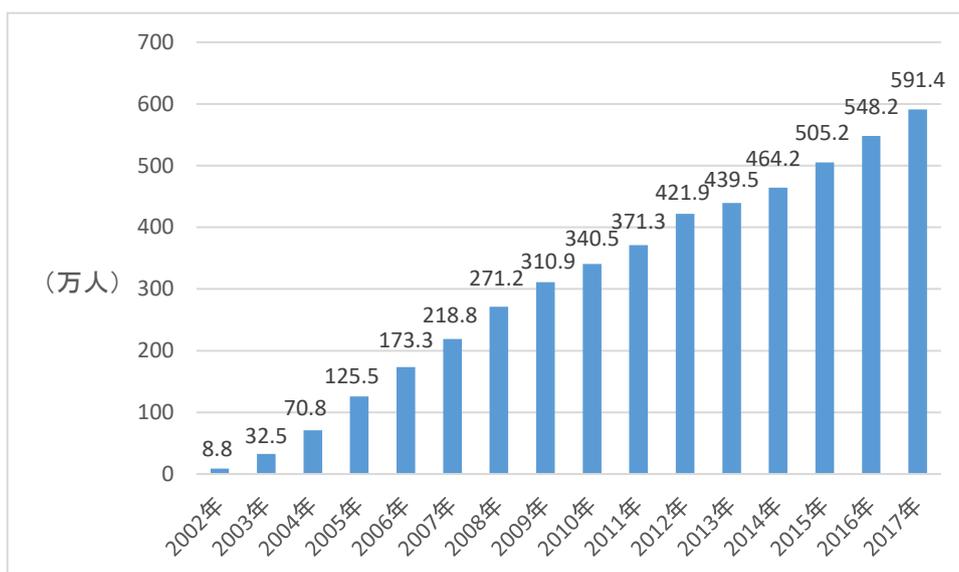
そこで公的年金と組み合わせて私的年金を活用することが老後の資金形成において重要になると考えられる。私的年金の1つとして、アメリカで資産形成手段として普及している確定拠出年金がある。確定拠出年金（以下 DC）の運用方法は主に、元本確保型である預貯金・保険商品と元本変動型である投資信託に分けられる。拠出金を企業が負担する企業型 DC と個人で加入する個人型 DC に分けられ、企業や加入者が自分で運用を行うことができる。拠出金を積み立てると同時に、運用を行うことで年金給付額を増やすことのできる年金制度である。

- 5 DC は受給権が保護されているという特徴がある。確定給付企業年金や他の企業年金制度などでは、会社での経営悪化や倒産があった場合、受給額が減額される可能性があるのだが、DC であればたとえ企業が破綻したとしてもそれまでに積み立てたお金は保護されるようになっている。また、原則拠出金を 60 歳まで引き出せないことになっているが、これは老後の資金形成のための必要性を高め、長期の運用を促すことにつながる。

- 10 そして、DC の最大のメリットは税制優遇が受けられるという点である。税制優遇を受けられるのは、「拠出時」「運用時」「受取時」の 3 つがある。掛け金の拠出時には税金の全額が所得控除される。運用時には、通常の金融商品であれば約 20% の課税があるのだが、それが非課税で行うことができるようになっている。また、受取時にも一時金の場合は「退職所得控除」として受け取ることができ、年金の場合は「公的年金等控除」として他の公的年金と合算して所得控除を受けることができる。

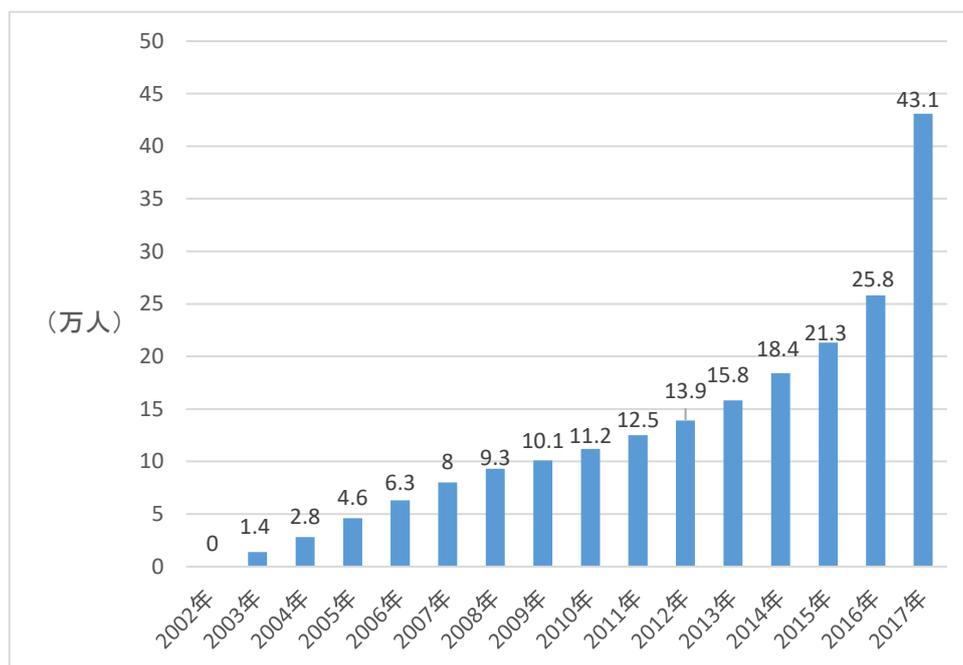
- 20 DC 加入者は年々増加しており、特に 2016 年から 2017 年にかけて、個人型 DC 加入者は約 25.8 万人から約 43.1 万人に増え、対前年比 67% 増が見られる。
- 25 (図表 5-2, 5-3)

図表 5-2 企業型 DC 加入者の推移



出所：「規約数等の推移」厚生労働省（2017）より筆者作成

図表 5-3 個人型 DC 加入者の推移



出所：「規約数等の推移」厚生労働省（2017）より筆者作成

それには DC の制度改正が行われていることが関係していると考えられる。

2012 年 1 月の法改正により「マッチング拠出」が可能になった。マッチング拠

10 出とは、企業型 DC 加入者でも一定額の拠出金を個人で上乗せすることができ

るといふ制度である。この上乘せした拠出金も含め、全額が所得控除の対象になる。加えて 2017 年 1 月の法改正では、加入対象が広がり、専業主婦や公務員など 3 号加入者も個人型 DC を利用できるようになった。加入者対象や拠出方法の多様化をはかることで加入者の増加を実現させていると言えるだろう。

- 5 また、日本生命保険相互会社はドイツで採用されている確定拠出年金制度である「リースター年金」<sup>31</sup>を参考にした制度の導入を提言している。<sup>32</sup>ドイツはアメリカ、イギリスなどの他の先進国と比べて、家計の金融資産の中で現預金の占める割合が高く、少子高齢化が進行しており、日本の状況と似通っている。少子高齢化の進行により、保険料を負担する世代が減少していくことは日本でも問題視されている。リースター年金には、児童補助を行うことで年金制度に
- 10 少子化対策も含まれているため、子育て支援という意味でも注目が集まっている。日本でもこの「補助金制度」を組み込むことで、国家財政の負担を減らし、自助努力の支援につながると考えられる。

- このように、DC の普及のために制度改正や見直しが行われており、DC を活
- 15 用することは老後の資金形成に重要な役割を果たすことができると考える。他の金融商品と違うのは税制優遇があることであり、非課税というメリットを最大限に活かすには、期待リターンが高い商品を選ぶことが最善であると考えられる。期待リターンが高いということは収益が大きく、その分税金も多くなるからである。本章で、DC の運用商品は元本確保型である預貯金・保険商品と元本変動
- 20 型である投資信託に分けられると述べた。期待リターンが高い商品を選ぶといっても初めて自分で金融商品を運用するとなると、いきなりハイリスクな商品

---

<sup>31</sup> 2001 年、ドイツでは少子高齢化にともなう、保険料の負担と年金給付額の抑制のために公的年金給付水準の引き下げが行われ、その補完措置として導入された私的年金制度である。導入以降、契約者数は年々増加し、2016 年には約 1650 万人にもものぼる。リースター年金は税制上の優遇があり、積立金に対して非課税であるという措置が取られており、国からの助成金があるという特徴がある。助成金は基本補助と児童補助の二つに分けられる。助成金の限度額は、段階的に引き上げられており、2008 年以降、基本補助は 154 ユーロ（約 2 万円<sup>31</sup>）、児童補助は子ども 1 人当たり 185 ユーロ（約 2 万 5000 円）であり、2008 年以降に生まれた子どもに関しては 1 人当たり 300 ユーロ（約 4 万円）受け取ることができる。

<sup>32</sup> 「公私年金連携社会における老後準備に関する研究会」報告書の発行について～日本版リースター年金の提言～より

を運用するのはためらいがあると考えられる。専門的な知識がなかったり、どの商品を運用するかなど、自分にあった商品を探すためには情報収集の時間が必要であったりする。そこで、DC を期待リターンの高いリスク性商品つまり投資信託で運用するのが良いと考えられる。投資信託であれば専門家に運用を

5 任せることができるため、今まで投資をしたことがなかったり、投資について知識が少なかったりする人でも気軽に始めることが出来ると考えるからである。

しかし、日本人には「投資においてリスク分散することはリスク低減につながる」という考え方があまり浸透しておらず、元本保証のある商品を好む傾向にある。したがって手元資金は定期預金などの元本保証のある商品を持ち、DC

10 では投資信託で運用するといったように、リスク分散を行うことが、近い将来や老後に備えた資産運用の最適な方法であると言えるだろう。そのためには自分は何のくらいリスクをとることが出来るのかを考え、資産配分を決める必要がある。そうすることで、自分の資産を有効的に活用することができ、また、

15 多くの人に「投資においてリスク分散することはリスク低減につながる」という認識を定着させることにつながり、投資を促すきっかけになるだろうと考えられる。

## 二節 NISA 導入の目的

二節では、第二章で取り上げた「投資に回すお金がない」「若い世代の投資機会が少ない」という課題を解決する一つ的手段として NISA<sup>33</sup>を取り上げていく。

20

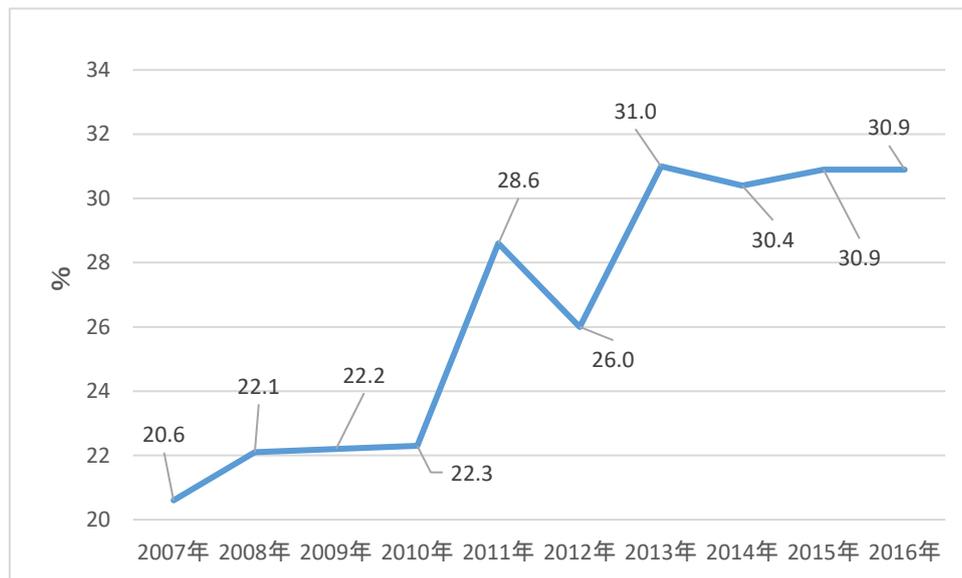
NISA の目的は主に二つあり、一つ目は将来への備えとなる資産形成の促進である。これは家計が安定した資産形成を行うための支援に繋がることを意味している。日本では将来の備えとなる、貯蓄や株・投資信託・保険といった金融資産を保有していない世帯、いわゆる「金融資産ゼロ世帯」が年々増加しており、2016 年の時点で約 3 割を占めている(図表 5-4)。NISA の導入をきっかけに、少しでも多くの人々が将来に向けた資産形成に取り組むことが期待されている。

25

---

<sup>33</sup>毎年決まった非課税投資枠が設定され、上場株式や投資信託の配当金(分配金)や値上がり益が非課税になる制度。日本に住む 20 歳以上が対象。

図表 5-4 金融資産非保有世帯率推移(二人以上世帯調査、%)



出所：「家計の金融行動に関する世論調査」金融広報中央委員会（2016）より著者作成

5

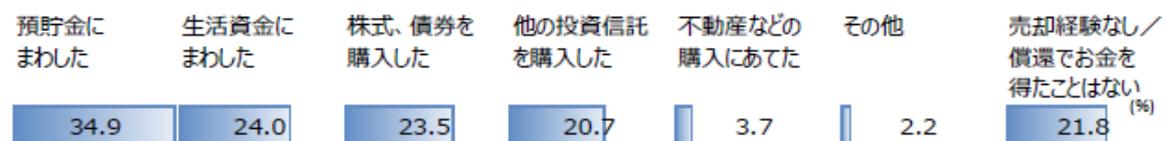
二つ目は、経済成長のための家計の金融資産を有効活用させることである。これは家計内で資金が成長し、供給が拡大していくことを意味している。日本国内において、家計が保有する金融資産は 1,800 兆円にのぼる(2017/10/04 日本経済新聞朝刊)。そのうち預貯金が占める割合は半数以上であり、他国と比べて日本は半数を超えていることがわかる(図 2-2)。

10

現在の投資信託の償還・売却資金は「預貯金」(34.9%)に回されることが最も多く、また「生活資金」(24.0%)、「株式・再建の購入」(23.5%)で使われることが、「他の投資信託の購入」(20.7%)に使われることよりも多くなっていることが分かる(図表 5-5)。

15

図表 5-5 償還・売却資金の流出先〔重複回答〕



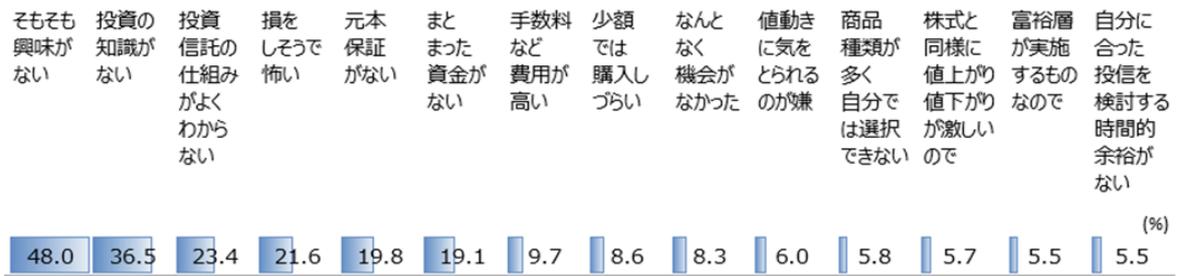
出所：「投資信託に関するアンケート調査報告書」投資信託協会（2016）33

資産形成が促進されると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、さらなる投資に繋がる、という好循環を生み出す効果が NISA には期待されている。

### 三節 投資信託の抱える課題と NISA における解決策

前述したように投資信託の抱えている課題について、NISA における解決策を述べていく。「投資に回すお金がない」19.1% (図表 5-7)、と「若い世代の投資機会が少ない」という点を挙げる。

図表 5-6 投資信託の非購入理由〔重複回答〕



出所：「投資信託に関するアンケート調査報告書」投資信託協会（2016）39

しかし、NISA では少額からの投資が可能であることから、「まとまった資金がないと投資信託が行えない」と一概には言えないと考えている。「つみたて NISA」という制度が 2018 年から始まり、年間 40 万円までの投資で得る配当や売却益が 20 年間で非課税になる。低コストであるため、若い世代向けの制度でもあり、「貯めながら増やす」という仕組みとして利用しやすい。長期的に資金を蓄えていくには、給料などの一部を自動的に貯蓄や投資に振り向ける仕組みを早めに作ることポイントとなる。現在、楽天証券のように 100 円から投資信託が購入できる仕組みもある。楽天証券の場合、今年 8 月から楽天スーパーポイントで投資信託が購入できるようになっていた。買い物やクレジットカード、ポイントカード、楽天証券や楽天銀行での取引で貯めたポイントで資産

形成が可能になる仕組みである。証券会社でのポイントで投資信託の買い付けができるサービスは、楽天証券が日本で初めてであった。2018年春以降、つみたてNISAでも楽天スーパーポイントで投資信託の買い付けが行えるようになる。つみたてNISAにおいても現金を出すことなく、投資信託への投資が可能になるということであり、ポイント支払いで商品を購入するのと同じ感覚で投資信託を購入することができる。

このように、少額から投資できることや、前述したように非課税で投資できることから、まとまった資金がなくても投資は可能である。そして例に挙げた楽天証券のように、実際に現金に触れることなく貯まったポイントで投資信託を購入することができるため、若い世代でも投資信託を始められるきっかけの一つになると考えた。

## 第六章 投資信託活性化のためには

本章では、ここまで挙げられてきた日本の投資信託の課題を整理し、それに対する対策を案じていく。

### 一節 今後の課題

一節では、特に第二章、二節で挙げられたような、日本でなぜ投資信託が浸透しないのかの課題を整理していく。

#### (1) 手数料の高さ

第二章二節で述べたように、日本の投資信託の手数料はアメリカの5倍もの額に及び、その分の手数料負担が投資家の負担となっている。第一章三節でみたように、2015年の時点で日本の投資信託の利回りは、諸外国に比べて著しく低い。元々の利回りが低いうえに、アメリカの5倍もの手数料を取られてしまうことにより、投資家側の目線からすると魅力を感じられないため、資産運用よりも貯蓄を選好してしまうと考えられる。これの対策としては、既存商品の育成を強化していくことが望ましいと考える。

#### (2) 金融リテラシー不足による投資商品への理解のなさ

第四章一節で述べたとおり、日本は諸外国に比べて金融リテラシーが著しく

低い。そのことにより、投資というものの本質の根本的な理解が進んでいないため、短期的な利益を求めてしまい複利運用ができなかったり、長期資産運用のメリットがとらえられず、投資信託を始めることができなかったりするという現状がある。なぜ、この商品を購入するのかなどの理由付けをできないまま購入してしまったり、毎月分配型ファンドが人気を呼んだりしていることで、それらの課題が顕著に表れている。

この課題の対策としては、第三章三節で述べたような ESG 投資の推進や第六章第二節で述べる積立て投資の推進による、運用パフォーマンスの向上による投資意欲の向上を促進させることが挙げられる。

10

### (3) ファンド数の多さ

図表 6-1 の通りに、各国のファンド数を比較すると、日本は残高規模の割にファンド数が多いことがわかる。同時に 1 本あたり規模はアメリカの 8 分の 1、イギリスの 2 分の 1 に止まっている。

15 単位型ファンド(387 本)の存在、および新商品に重きを置いた営業が行われているため次々と新ファンドを発足させていることがファンド数の増大をもたらしている主因であると考えられる。

これも、三節で述べていく既存商品の育成を図ることが対策としてあげられる。

20

図表 6-1 公募・証券ファンド数と 1 本あたり金額の国際比較(2010 年末現在)

	ファンド数 (本)	純資産	純資産 (円換算)	1本あたり金額(円換算)
日	3,905	63.72兆円	63.72兆円	163億円
米	7,569	118207億ドル	963.51兆円	1273億円
英	2,406	5766億ポンド	72.93兆円	303億円
独	2,158	2529億ユーロ	27.29兆円	136億円
仏	7,791	12103億ユーロ	130.59兆円	168億円

出所：「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託」杉田浩治（2011）15 ページより筆者作成

25

これにより、日本では投資家の換金時に信託財産留保金（換金に応じるため組入れ資産を処分するコストとして基準価額の0.2～0.3%程度）を徴収することが今や当たり前になっている。しかし米国には短期換金ペナルティーを除いてファンド留保金は存在しない。何故なら、オープンエンド型ファンドは、顧客の買付・売付注文を日々受付けながら徐々にファンド規模を拡大させていく（顧客の換金請求があっても新規販売により相殺されて組入れ資産の売却をしないですむ）ことが一般的であるので、資産処分コストは要らないのである。日本では資金の動きが一方的である（ファンド新設時にどっと資金が入るが、後は流出する一方というケースが多い）が故に、留保金を徴収せざるを得なくなっている。

## 二節 運用パフォーマンスの向上

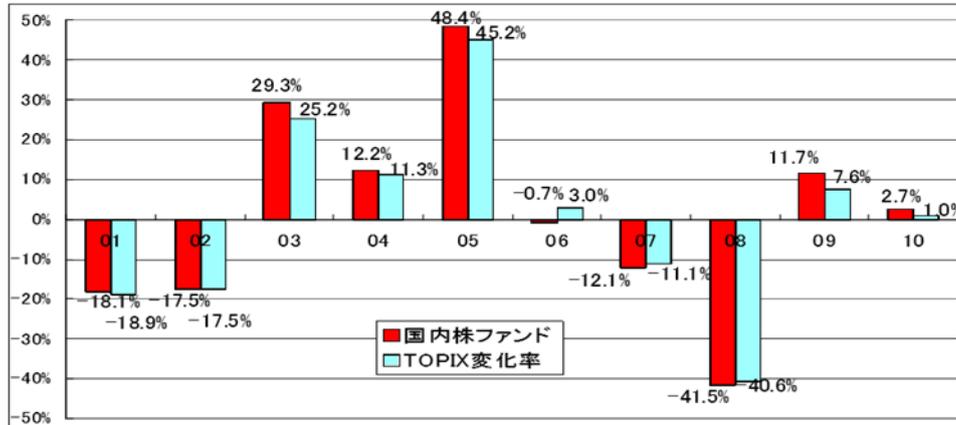
投資信託を日本で浸透させていくために、ファンド及び投資家の利回りの向上を図るための運用パフォーマンスの向上は必要不可欠である。パフォーマンスの向上には、運用技術の向上と併せて、良い投資素材の発掘が必要である。国内の厳しい投資環境に対応するために、グローバルな観点に立ってよい投資素材を求めることが必要である。また、機関投資家として国内株式の投資価値を高めることに貢献することも求められる。

### 20 ①投資家として日本企業の株式価値向上に貢献する

日本の投資信託の運用実績を検証する意味で、過去10年間の国内株ファンドの平均収益率と国内株の代表的インデックスであるTOPIX(東証株価指数)の収益率を比較すると図表6-2のとおりである。毎年の値動きを比較していくと、国内株ファンドの収益率がTOPIXを上回っていた年が6回、下回っていた年が3回、同率の年が1回あり、通算して国内株ファンドが6勝3敗1引分けでインデックスに勝っていた。

図表 6-2 日本の国内株ファンド収益率と TOPIX 収益率の比較<sup>34</sup>

<sup>34</sup> 国内ファンドはモーニングスターインデックス（分配金再投資、単純平均）、TOPIXは東京取引所（配当込み TOPIX の投資収益率）



出所：「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託」杉田浩治（2011）18 ページより引用

5 このように日本の投資信託のパフォーマンスはインデックスとの相対比較では負けていない。

しかし日本株市場全体（インデックス）の収益性が海外市場に比べ見劣りしてきたことは周知のとおりである。90 年代以降の日本の株価と世界の株価の差は 13 頁で述べたとおりであるが、最近 10 年間（01～10 年）をとっても  
10 TOPIX の年平均収益率（配当込み・算術平均）は 0.5% であり、米国 S&P500 の 3.6% より小さい。

こうしたことから、投資信託会社は機関投資家として日本企業の株式価値向上に資することが求められる。それにより、日本人の投資意欲が高まり、資産運用の重要性や利便性の理解が進むと考えられる。

15

## ②積立ての推進

①で述べたファンド利回りの向上は専ら運用会社の任務であるが、販売会社を含めた投資信託市場の課題として、投資家の買付け・換金のタイミングを考慮後の「投資家利回り」を向上させることが挙げられる。投資家は、市況が上  
20 がれば買い、下がれば売るという行動を取りやすい。投信先進国の米国においてすら、その傾向が見られるようである。その結果、投信について「売買タイミングを考慮した投資家利回りはファンドの運用利回りより低い」という報告が出ている。

つまり、03年にボストンの調査会社DALBAR社が発表したレポートによると、84年から02年までの期間で、米国株式ファンドに投資した投資家の平均リターンは年率2.6%であったという。この間の株式ファンドの平均リターンはリッパース社調べで9.3%であった。また最近のモーニングスター社の分析においても、09年末に至る米国投資家の長期ファンド（MMF以外の債券および株式ファンド）についての加重・年平均リターンは1.68%で、長期ファンドの平均リターン3.18%を下回っていた。

日本の投資家についても、似たような分析結果が発表されている。たとえば野村総合研究所発行『日本の資産運用ビジネス 2010/2011』によれば、2000年度初～2009年度末の期間を対象に、追加型株式投信の中で残高1千億円以上のファンドについて、16の商品分類別にファンドの加重平均収益率と投資家リターンを表す金額加重収益率を比較したところ、金額加重収益率が低い分類の方が多かったとのことである。

以上の事実は、投資家の恣意的投資行動をなるべく排除して、毎月積み立てなど定期・定額投資を推進することの有用性を示唆している。定額投資を続けていけば、ドルコスト平均法の効果により平均買付コストが下がることは良く知られているとおりである（たとえば01年1月から10年12月まで120ヶ月の月末日経平均株価の単純平均は11,985円であるが、毎月等金額を投資した場合の平均購入単価は11,377円と計算される）

さらに、積み立て投資の推進により、投資を初めて始める人にとっても始めやすくなると考えられる。投資信託は本来、資金も知識も時間も豊富でない投資家でも買える「証券投資の入門商品」のはずである。米国ではごくオーソドックスな株式ファンドや債券ファンドが販売の主流を占めているが、日本の最近の売れ筋商品の中には、多通貨ヘッジ・その他のデリバティブを組込むファンドなど難しい商品があることは否めない。しかし、積み立て投資は毎月、決まった金額を積み立てていくので、投資家側からしたら非常にシンプルに取引を継続させることができ、市場に参入しやすくなると考えられる。

### 三節 既存商品の育成

日本では新商品中心の営業活動が行われているために、ファンド数も多くな

っていることは一節で述べた。アメリカの場合をみると、投資家あるいは投資家との間に立つフィナンシャルプランナーが中長期の運用実績を重視してファンドを選択するため、よく売れるのは実績を積んだ既存商品であり、新商品の販売量は多くない。逆にいえば販売会社側でも「小さく生んで大きく育てる」

5 姿勢が徹底している。

話は少し技術論になるが、日本では投資家の換金時に信託財産留保金（換金に応じるため組入れ資産を処分するコストとして基準価格 0.2~0.3%程度）を徴収することが今や当たり前となっている。しかしアメリカには短期換金ペナルティーを除いてファンド留保金は存在しない。何故なら、オープンエンド型  
10 ファンドは、顧客の買付・売付注文を日々受けながら徐々にファンド規模を拡大させていく（顧客の換金請求があっても新規販売により相殺されて組入れ資産の売却をしないですむ）ことが一般的であるので、資産処分コストは要らないのである。日本では資金の動きが一方的である（ファンド新設時にどっと資金が入るが、後は流出する一方というケースが多い）が故に、留保金を徴収  
15 せざるを得なくなっている。日本でも、投資家が運用実績をチェックできる既存ファンドに「積み立て」投資することなどが一般的になれば、ファンドの資金量が安定化して信託財産留保金という必要悪をなくせる（投資家コストを下げられる）可能性がある。

また、アメリカのように古株ファンドが形成されていけば、投資家側も数多  
20 くあるファンドの中からも、安心感を持って投資信託を行えるファンドを選ぶことができるため、投資信託の浸透度は増していくと考えられる。

その実現のためには、業者の商品組成・販売姿勢も問題となる。商品の製造者・販売者が新商品の開発・販売だけでなく、既に製造・販売したファンドを大事に育成し、見守っていくことに一層注意していくことが望まれる。

25

30

## 終章

本論文では、投資信託が資産形成手段になるためにどのような課題を解決していくべきであるのか、それぞれの章で述べてきた。

5 金融ビッグバンや投信改革を通して、金融庁の狙いでは、投資信託が家計の資産形成手段において中核商品となるのを期待していた。規制緩和を通じた金融庁の取り組みは、本来意図していた「投資信託の家計における中核商品化」ではなく、投資家が投資信託を選ぶ上で、様々な課題を抱えさせる結果となってしまった。

10 規制緩和によって、投資信託の銘柄数が増えたが、増えすぎたことにより、それぞれの銘柄でパフォーマンスが低下し、パフォーマンスの改善を求められた。投資を促す取り組みとして、NISAを導入するまでも優遇制度が存在したが、優遇制度の終了間際には多くの投資家が金融商品の売却へと向かった。景気の良い時に利益を確定させるという思考は、金融リテラシーの欠如もあるが、バブル期を見てきた投資家たちにとっては「投資による成功体験が少ない  
15 こと」もあり、簡単に解決できる課題ではない。

金融庁は、2017年、「顧客本位の業務運営に関する原則」を示したが、これが効果を表すまでにはもう少し時間を要すると考えられる。優遇制度やNISAのようにその場しのぎ的な政策ではなく、2018年から始まる「積立NISA」や、厚生労働省が始めた「確定拠出年金」といった長期的な投資を促す制度  
20 国民に活かしてもらえるように金融リテラシーの向上に取り組んでいくことが求められる。

25

30

## 参考文献

### 書籍・資料

- ・糸島孝俊（2007）『入門の金融 投資信託のしくみ』日本実業出版社
- ・日本証券経済研究所（2016）『図説 日本の証券市場 2016年版』日本証券

5 経済研究所

### インターネット記事・論文・報告書

- ・「イギリスにおける金融教育」、鎌田浩子

<http://s->

10 [ir.sap.hokkyodai.ac.jp/dspace/bitstream/123456789/7929/1/kusiroron-47-04.pdf](http://ir.sap.hokkyodai.ac.jp/dspace/bitstream/123456789/7929/1/kusiroron-47-04.pdf) (2017/9/28 アクセス)

- ・「EB債の特徴やリスクとは?」、日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/risk/eb/index.html> (2017/10/27 アクセス)

- ・「家計の金融行動に関する世論調査 平成 28 年」、金融広報中央委員会

15 <https://www.shiruporuto.jp/public/house/loan/yoron/futari/2016/>  
(2017/10/15 アクセス)

- ・『「海外における金融経済教育の調査・研究」報告書』、栗原久

[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/k\\_report.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/k_report.pdf) (2017/9/27  
アクセス)

20 ・「為替レート/ユーロ」、Exchange-Rates

<http://ja.exchange-rates.org/Rate/EUR/JPY> (2017/10/18 アクセス)

- ・「企業年金制度」、企業年金連合会

[https://www.pfa.or.jp/nenkin/nenkin\\_tsusan/nenkin\\_tsusan01.html](https://www.pfa.or.jp/nenkin/nenkin_tsusan/nenkin_tsusan01.html)

(2017/10/2 アクセス)

25 ・「記入経済統計月報」、日本銀行

<http://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/data/sk2.pdf> (2017/9/20 アクセス)

- ・「規約者数等の推移」、厚生労働省

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html> (2017/10/12 アクセス)

30 ・「金融庁における金融経済教育の取り組みについて」、金融庁

- <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/saimu/kondankai/dai08/siryous4.pdf>  
(2017/9/30 アクセス)
- 5
- ・『「金融リテラシー調査」の結果』、金融広報中央委員会  
[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) (2017/10/2 アクセス)
  - ・「金利の推移」、杉並区ホームページ  
[http://www.city.suginami.tokyo.jp/\\_res/projects/default\\_project/\\_page\\_/01/013/583/gz\\_kenkyukai2\\_sr8.pdf](http://www.city.suginami.tokyo.jp/_res/projects/default_project/_page_/01/013/583/gz_kenkyukai2_sr8.pdf) (2017/10/26 アクセス)
  - ・「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」、三菱 UFJ 信託銀行
- 10
- ・[http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf) (2017/10/26 アクセス)
  - ・「契約型公募投資信託の資産増減状況（実額）」、投資信託協会  
<http://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/> (2017/10/3 アクセス)
  - ・『「公私年金連携社会における老後準備に関する研究会」報告書の発行について～日本版リースター年金の提言～」、日本生命保険相互会社
- 15
- ・<https://www.nissay.co.jp/news/2013/pdf/20131125.pdf> (2017/10/25 アクセス)
  - ・「公的年金制度の仕組み」、厚生労働省  
<http://www.mhlw.go.jp/nenkinkenshou/structure/structure03.html>
- 20
- ・「高齢化の状況」、内閣府  
[http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2017/zenbun/pdf/1s1s\\_01.pdf](http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2017/zenbun/pdf/1s1s_01.pdf)  
(2017/10/12 アクセス)
  - ・「平成 27 年国勢調査」、総務省統計局
- 25
- ・<http://www.stat.go.jp/data/kokusei/2015/kekka.htm> (2017/10/3 アクセス)
  - ・『個人型確定拠出年金「iDeCo とは？」』、特定非営利活動法人確定拠出年金教育協会  
<http://www.dcnenkin.jp/about/> (2017/10/8 アクセス)
  - ・「資金循環の日米欧比較」、日本銀行
- 30
- ・<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf> (2017/9/19 アクセス)

- ・「資金調査統計」、日本銀行  
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf> (2017/9/30 アクセス)
- ・「資産運用の必要性 1」、みずほ証券  
<https://www.mizuho-sc.com/beginner/knowledge/necessity01.html>  
 5 (2017/9/23 アクセス)
- ・「諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組みに関する調査研究報告書」、EY 総合研究所株式会社  
<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf> (2017/10/17  
 アクセス)
- 10 ・「諸外国の投資信託の販売動向と我が国への示唆」、杉田浩治  
[https://www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature\\_articles05.pdf](https://www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature_articles05.pdf)  
 (2017/10/17 アクセス)
- ・「人口推計」、総務省統計局  
 15 <http://www.stat.go.jp/data/jinsui/new.htm> (2017/10/3 アクセス)
- ・「新制度“つみたて NISA” 2018 年スタート 金融庁が推奨する理由とは?」、  
 ネット証券ニュース  
[https://life.oricon.co.jp/rank\\_certificate/news/2097994/](https://life.oricon.co.jp/rank_certificate/news/2097994/) (2017/10/5 アクセ  
 ス)
- 20 ・「世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題」、杉田浩治  
[www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1605\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1605_01.pdf) (2017/10/26 アクセス)
- ・「そもそも投資信託とは?」、投資信託協会  
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>(2017/9/10 アクセス)
- ・「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」、金融経済教育  
 25 を 推 進 す る 研 究 会  
[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)  
 (2017/10/1 アクセス)
- ・「注目の高まる ESG 投資」、みずほ総合研究所  
[https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl\\_info/pension/pdf/pension\\_news201707.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201707.pdf)(2017/9/8

アクセス)

- ・「つみたて NISA について」、金融庁

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-1/03.pdf> (2017/10/5 アクセス)

- ・「ドイツの確定拠出型個人年金制度（リースター年金）の現状」、齋田温子

5 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009aut08web.pdf>  
(2017/10/18 アクセス)

- ・「ドイツの企業年金・個人年金」、藤本健太郎

<http://www.ier.hit-u.ac.jp/jprc/soukai2005/fujimoto-paper.pdf> (2017/10/18 ア  
クセス)

10 ・「東京都 資産運用業育成へ 100 億円の財団創設」、日本経済新聞 電子版  
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO22196100S7A011C1EE9000/>  
(2017/10/23 アクセス)

- ・「投資信託に関するアンケート調査報告書 2016 年 12 月」、投資信託協会  
<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/> (2017/10/15 ア

15 クセス)

- ・「投資信託のメリットとデメリット」、楽天証券

<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/merit.html>

(2017/9/28 アクセス)

- ・「投資信託の歴史」、投資資料館

20 <https://www.toushin.com/beginner/history/> (2017/10/19 アクセス)

- ・「投資信託の歴史」、投資信託の投信資料館

<https://www.toushin.com/beginner/history/> (2017/9/17 アクセス)

- ・「投資信託とは?」、楽天証券

<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/> (2017/10/15 アクセス)

25 ・「なぜ、どのような経緯で NISA が導入されたか?」、DIR

[http://www.dir.co.jp/research/report/finance/nisa/20140204\\_008179.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/finance/nisa/20140204_008179.pdf)(2  
017/10/25 アクセス)

- ・「日経平均株価の推移」、世界経済のネタ帳

<http://ecodb.net/stock/nikkei.html> (2017/10/20 アクセス)

30 ・「日本の資産運用ビジネス 2010/2011」、野村総合研究所

[http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/research/JAMB2010\\_2011.pdf](http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/research/JAMB2010_2011.pdf)

(2017/10/23 アクセス)

- ・日本の将来推計人口（平成 29 年推計）、国立社会保障・人口問題研究所

[http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29\\_Report3.pdf](http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29_Report3.pdf)

5 [\(2017/10/3 アクセス\)](#)

- ・「日本の資産運用業界への期待」、さわかみ投信株式会社

<https://www.sawakami.co.jp/webmagazine/201706message/> (2017/10/5 アクセス)

- ・「ログインとはなんですか」、SBI 証券

10 [http://faq.sbisecc.co.jp/faq\\_detail.html?id=46015](http://faq.sbisecc.co.jp/faq_detail.html?id=46015) (2017/10/27 アクセス)

- ・「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託—その軌跡・現状と今後の課題—」、杉田浩治

[www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf) (2017/10/22 アクセス)

- ・「我が国に求められる義務教育・高等学校での金融経済教育強化」、井瀨正彦・野村重紀子・神山哲也

15

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013aut07.pdf> (2017/9/27 アクセス)

- ・「EU 諸国の少子高齢化に対応した年金制度改革」、岩間大和子

<http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/document/2005/200502/7.pdf>

20 (2017/10/18 アクセス)

- ・「2017 年第 2 四半期の資金循環」、日本銀行調査統計局

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf> (2017/10/12 アクセス)

- ・「15 Jahre Riester - Eine Bilanz」、Axel Börsch-Supan, Tabea Bucher-Koenen, Nicolas Goll und Christina Maier

25 <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=1981030200221210660881020>

100730731220420480770480560850780210110290830261171230851050610

191060570600600510290820990710641130280230210120130311020701230

0411811501511003002104912200908810307901812507412406508510101512

0074085003084105116080005087075007126&EXT=pdf (2017/10/23 アクセス)

30 ・「Financial Literacy Around the World」、THE STANDARD & POOR'S

## RATINGS SERVICES

[http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit\\_Report\\_FINAL-5.11.16.pdf?x87657](http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?x87657) (2017/10/2 アクセス)

### 5 新聞記事

- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年5月7日 3ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年5月13日 20ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年5月18日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年5月19日 7ページ
- 10 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年5月20日 21ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年5月27日 17ページ
- ・「日本経済新聞」夕刊 2017年6月10日 1ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月17日 20ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月25日 5ページ
- 15 ・「日本経済新聞」夕刊 2017年8月2日 5ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月9日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月14日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月10日 25ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月14日 17ページ
- 20 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月15日 5ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月21日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年6月28日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年7月8日 21ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年7月11日 19ページ
- 25 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年7月19日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年7月20日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年7月22日 20ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月1日 7ページ
- ・「日本経済新聞」夕刊 2017年8月1日 5ページ
- 30 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月14日 2ページ

- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月15日 2ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月16日 2ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月17日 2ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月18日 2ページ
- 5 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年8月25日 19ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年9月12日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年9月12日 17ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年9月13日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年9月30日 16ページ
- 10 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年9月30日 17ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月3日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月3日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月4日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月6日 9ページ
- 15 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月6日 21ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月11日 9ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月13日 7ページ
- ・「日本経済新聞」電子版 2017年10月13日
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月14日 15ページ
- 20 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月14日 20ページ
- ・「日本経済新聞」夕刊 2017年10月17日 5ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月17日 9ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月17日 19ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月18日 1ページ
- 25 ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月18日 7ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月20日 9ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月21日 21ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月22日 5ページ
- ・「日本経済新聞」朝刊 2017年10月24日 9ページ