

# 平成 30 年度 証券ゼミナール大会

5

## 第 2 テーマ

「家計の資産形成手段としての投資  
信託」

10

立教大学

飯島ゼミナール

小島班

## 目次

|    |                                         |    |
|----|-----------------------------------------|----|
|    | 序章 .....                                | 2  |
|    | 第 1 章 自助努力における投資信託 .....                | 3  |
|    | 第 1 節 投資信託の仕組み .....                    | 3  |
| 5  | 第 2 節 投資信託の歴史 .....                     | 4  |
|    | 第 3 節 投資信託の生み出せるメリットとそこから見えるあり方 .....   | 5  |
|    | 第 2 章 日本の投資信託の現状 .....                  | 7  |
|    | 第 1 節 確定拠出年金の伸び悩み .....                 | 7  |
|    | 第 2 節 NISA を用いた投資信託 .....               | 11 |
| 10 | 第 3 節 販売において回転売買や系列関係がもたらす問題 .....      | 15 |
|    | 第 4 節 金融リテラシー制度 .....                   | 17 |
|    | 第 5 節 ETF の普及 .....                     | 19 |
|    | 第 3 章 海外比較 .....                        | 22 |
|    | 第 1 節 米国の確定拠出年金制度との比較 .....             | 22 |
| 15 | 第 2 節 英国の ISA 運用との比較 .....              | 26 |
|    | 第 3 節 販売における米国の資産管理型運営と運営会社との関係比較 ..... | 28 |
|    | 第 4 節 金融リテラシーの比較 .....                  | 29 |
|    | 第 5 節 米国の ETF 市場との比較 .....              | 31 |
|    | 第 4 章 課題 .....                          | 34 |
| 20 | 第 5 章 提案 .....                          | 42 |
|    | ① 職場積立 NISA と DC の連携強化 .....            | 43 |
|    | ② IFA 育成制度の設立 .....                     | 44 |
|    | ③ フィデューシャリー・デューティの新たな販売体制の導入 .....      | 45 |
|    | 終章 .....                                | 48 |
| 25 | 参考文献 .....                              | 49 |

## 序章

これまでの我が国では、預金が資産形成の手段として第一の選択肢であり、金融資産は預金でよいという考え方が主流であった。ところが超高齢化社会の進展、一向に脱却できない不況下での低金利政策の施行により「貯蓄から投資へ」、さらには「貯蓄から資産形成へ」と言われるようになった。

近年我が国では超高齢化社会が進み、これによる今後の年金額の減少が問題視されている。女性の社会進出や晩婚化など様々な問題により出生率は年々低下し、それに対して医療技術の発展に伴い高齢者の数は年々増加傾向となっている。こうした中で特に問題とされるのが年金である。日本では年金制度として賦課方式を採用しているが、生産年齢人口が減り年金受給者が増えれば、1人当たりの年金給付額は減少するかもしれないという懸念が広まっている。

加えて、近年我が国ではマイナス金利、デフレ社会などの進行により銀行預金の金利が著しく低下している。バブル期においては、普通預金の金利は2%を超える金利であったが「失われた20年」と呼ばれる1990年代前半以降の預金金利は低下していった。これは2018年も変わらない状況であり普通預金の金利は0.001%、10年物の定期預金金利は1千万円以上預け入れても0.015%<sup>1</sup>とほとんど運用できていないような状況となっている。

このように我が国は今後、老後における収入が少なくなっていく可能性が非常に高い現状があり、加えて生産年齢人口の減少により税金納付額も減少していることで社会保障も増額されていくことが見込まれている。こうして訪れる収入が減り支出が増える未来では、「自助努力によって資産形成を行う」ことが必要になってくるのである。

そこで本論文では、第1章で自助努力の方法として注目される投資信託の概要とあり方について述べる。第2章では、投資信託に関わる販売会社の投資への向き合い方や注目されつつあるETFの普及、活用促進法として政府が進めているNISAやDCの制度、それらに関わる日本人の金融リテラシーの現状について述べる。第3章では第2章で述べた現状を、それらの先進国である米国や英

---

<sup>1</sup>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について」より引用。

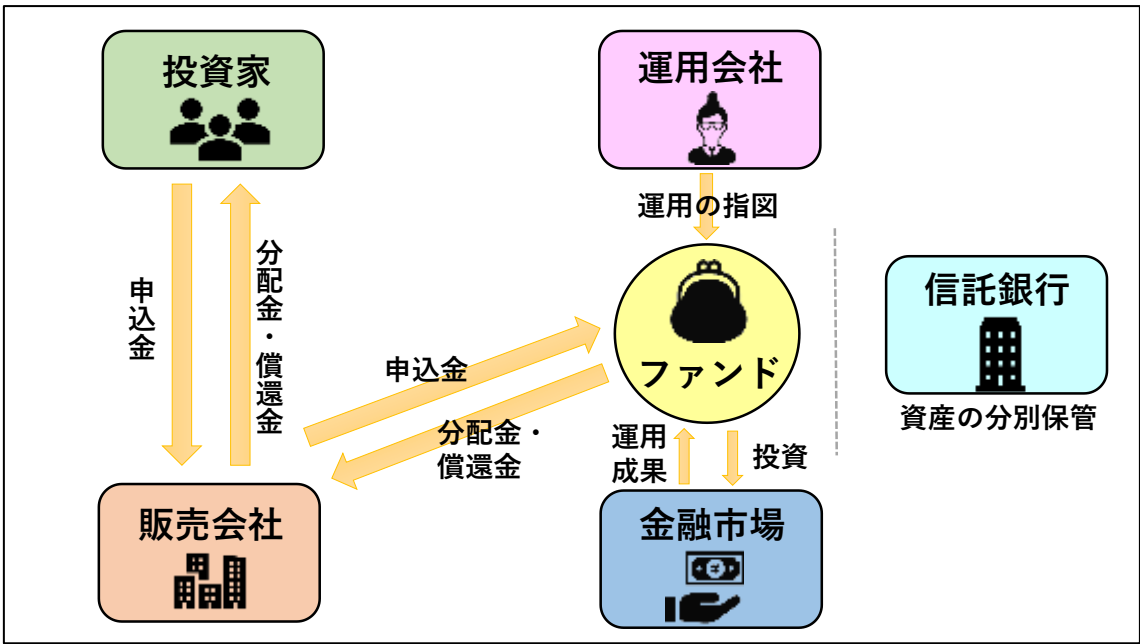
国と比較していく。そして、第 4 章でそこから見える日本の投資信託の課題について検討し、第 5 章で解決案を提示していく。

5 第 1 章 自助努力における投資信託

本章では序章で述べた通り、今後資産形成における自助努力が必要となる我が国において、その方法として注目されている投資信託について仕組みや歴史、メリットから家計の資産形成にどのように貢献できるのかについて検討していく。

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ひとつの大きな資金にして、専門家が株式や債券などに投資し、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である。投資信託の仕組みは図表 1 の通りである。



図表 1 投資信託の仕組み

出所) 投資信託協会 HP「投資信託の仕組み」より筆者作成

投資信託は運用会社で作られ、販売会社を通じて販売される。販売会社は投資家と投資信託をつなぐ窓口であり、投資家の口座を管理し、投資信託の販売や換金、分配金・償還金の支払いなどを行う。投資家から集めた資金はひとつにまとめられ、運用会社自身の資産とは区別するために、信託銀行に保管される。運用会社は、さまざまな情報を収集、分析し、集めた資金を基に運用方法を決定し、資金を保管している信託銀行に株や債券の売買を指図する。そして信託銀行が売買を実行する。

## 第2節 投資信託の歴史

- 10 戦後、財閥解体などにより供給過多にあった株式の受け皿として、1951年に証券投資信託法が施行され、野村、大和、日興、山一の4大証券が国内株式ファンドの販売を開始したことで、日本の投資信託は誕生した。元本保証のない投資信託の販売は証券会社に限られていたが、金融ビッグバンの中で、投資家と投資信託の接点を広げるため、銀行や当時の郵便局にまで販売網が広がった。
- 15 投資信託に組み入れることができる資産も国内株式に限られていたが、社債市場活性化のねらいから60年代には公社債投信、70年代には海外証券にまで拡大され、為替変動リスク低減のための先物予約も可能になった。1995年にはデリバティブの利用が可能になり、2000年には不動産市場活性化のねらいから不動産投資信託が発足され、商品、販売の多様化が進められてきた(図表2参照)。

|        | 法 制                                                                                            | 商 品                                                | 販 売                                    | 運 用                                                                         |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 1950年代 | 証券投資信託法施行、投資委託業務を証券会社の業務によりスタート (1951)                                                         | 単位型株式投資でスタート (1951)<br>追加型株式投資発足 (1952)            | 証券会社のみで販売                              | 国内株中心                                                                       |
| 1960年代 | 委託会社の証券会社からの分離 (1960 営業開始)<br>投資信託法改正、「委託会社の受益者への受益義務、組み入れ証券にかかる譲渡権行使、ディスクロージャー義務」などを規定 (1967) | 公社債投資発足 (1961)                                     |                                        | 国内債組み入れ本格化 (1961)                                                           |
| 1970年代 |                                                                                                | マザーファンドを活用した運用方式 (ファミリーファンド) 発足 (1970)             | 外国投資の国内販売自由化 (1972)                    | 外国証券組み入れ開始 (1970)                                                           |
| 1980年代 | 委託会社が投資顧問業務に参入 (1984)                                                                          | 中期国債ファンド発足 (1980)                                  |                                        | 先物・オプションの利用可能となる (1987)                                                     |
| 1990年代 | 外資系が投資委託業務に参入 (1990)<br>銀行系が投資委託業務に参入 (1993)<br>投資改革決定 (1994) 1995 年に実施                        | MMF 発足 (1992)<br>日経 300 上場投資発足 (1995)              | 投資委託会社の直接販売開始 (1990)                   | デリバティブのヘッジ目的以外への利用など運用規制緩和 (1995)                                           |
|        | 金融システム改革法施行 (1998)                                                                             | 私塾投資発足 (1999) ファンド・オブ・ファンズの設定が可能となる (1999)         | 銀行、保険等が本気で販売参入 (1998)                  | 運用の外部委託可能となる (1998)                                                         |
| 2000年代 | 投資委託業者の受益者責任を明確化 (2000)<br>公社債投資時価評価へ移行 (2001)<br>確定拠出年金発足 (2001)<br>金融商品取引法施行 (2003)          | 会社型投資発足 (2000)<br>不動産投資発足 (2001) 機関輸出型ETF上場 (2001) | 金融商品販売法施行 (2001)<br>郵便局での投資販売開始 (2005) | 運用対象を不動産を含めた幅広い資産に拡大 (2000)<br>一部のMMFが元本割れ (2001)<br>運用対象資産として商品が加わる (2008) |

図表 2 日本の投資信託の歴史

杉田浩治 (2011)「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—」より引用

### 第 3 節 投資信託の生み出せるメリットとそこから見えるあり方

自助努力による家計資産形成を行う上で大きな役割を担っていくのがこれまで述べてきた投資信託というものである。では、投資信託はなぜそれに適しているのでしょうか。そこには①少額分散投資、②長期保有による安定したリターン、③専門家が運用してくれる商品であり、アドバイスも受けやすい運用方法である、という 3 つの特徴が関わっている。以下ではその特徴について説明していこう。

まず、少額分散投資についてであるが、これは投資信託のみが生み出せるメリットである。投資信託は株式や債券に個人で投資をすることとは異なり、多

くのアセットを組み合わせたバスケット型商品に対して投資をするため、これが実現できる。単に株や債券に投資する場合、リスク分散のために多くの銘柄を最低でも1株10万円～100万円という金額で購入しなくてはならない。しかし、投資信託の場合1つの商品を購入すればリスク分散ができるため少額から安全な投資が行えるのである。

また、投資信託商品は、長い目で見た時に利益が出る可能性が高い商品であるため、他の商品よりも将来への積み立てにおいて確実なリターンを生み出すことができる。分散投資もまた、こうした長期投資によってその効果を発揮することができるのである。

最後に、専門家が運用してくれる商品であり、アドバイスも受けやすい運用方法という特徴に関しては、投資信託は第1節でも述べたが、運用会社が存在するため金融リテラシーの不足を補える商品であり、誰でも簡単に扱える運用方法なのである。

このように家計資産形成に非常に有効なメリットを投資信託は実現できる。そのため投資信託のあり方としてはこのようなメリットを生かすことのできる形であるべきである。それはインデックス運用を商品運用の基本とし、設計としてはリスクを避け長い目で利益を生めるバスケット型商品、長期で保有し続け積立のように利用していく。そして、リテラシーがなくても誰しものが利用できるような販売会社のシステムが整っている。こうした姿こそ、今後求められる投資信託のあり方であるとともに、そのための整備を進めていかなければならない姿なのである。

運用方法にはインデックス運用とアクティブ運用があるが、アクティブ運用の場合、長期保有の安定したリターンというメリットを生かすことができない。

そのため、投資信託においてはインデックスが中心であるべきである。また、商品設計においてもリスクヘッジを多少無視した商品設計も行うことができる商品でもある。しかし、投資信託に求められることは、リテラシーがない人間でも確実にリスク分散を行え、長期で保有すれば少なからず利益を出せることであるため、高いリターンよりも低いリスクを意識した商品設計が必要だろ

う。

このようなあり方を実現するため現状の投資信託とこれからの課題、それに対する提案を第2章以降で述べていきたい。

## 5 第2章 日本の投資信託の現状

我が国の金融資産構成比は、2016年時点で預金が51.7%なのに対し株式・投資信託は14.9%<sup>2</sup>とかなり低くなっている。この数値からもわかる通り日本では未だに投資信託はあまり利用されていない。なぜ投資信託は選択されにくいのか。本章ではこの金融資産の利用を促進する手段（確定拠出年金・

10 NISA）、金融リテラシー、販売会社、商品、と言った視点から日本の投資信託の現状を検討していく。

### 第1節 確定拠出年金の伸び悩み

本節では、投資信託の利用を促進する手段の一つである確定拠出年金について概要と現状を述べていく。

確定拠出年金（Defined Contribution「DC」）は、2001年10月から確定拠出年金法の施行により開始された新しい私的年金制度である。確定拠出年金が導入された背景としては、大きく3つ挙げられる。まず1つに、公的年金の給付水準の引き下げや支給開始年齢の引き上げにより、自助努力で資産形成を行える制度の必要性が生じてきていることがある。次に、超低金利の長期化による企業年金の積立不足の増大により企業負担が増大することに対応する制度が必要となっていることが挙げられる。最後に、雇用の流動化・多様化が進んでおり、この流動化・多様化に対応できる退職給付制度の必要性がでてきたことがある。

25 従来主流であった確定給付企業年金（Defined Benefit「DB」）は、あらかじめ加入者が将来受け取る年金給付の算定方法が決まっており、企業が資産を運用し、損失が出た場合は企業側が負担するといった制度である。この制度は会社への負担が大きいことや、加入者にとっても転職や自己都合退職などを行う

---

<sup>2</sup>小森卓郎（2018）「家計の資産形成等を巡る状況と課題」より引用



際に給付が不利になってしまうことなど現在の日本においては不適合な部分がある。それに対して確定拠出年金制度は、あらかじめ事業主が拠出する掛金の額が決まっており、事業主が拠出した掛金を加入者自身が株式や債券といった運用商品を選択した上で運用を行い、その運用結果に基づく年金を老後に受け取るというものである。老後までの間の運用が将来の給付を左右するため、加入者自身の運用商品の選択が重要となり、損失が出た場合も加入者自身が負担するといった特徴をもつ。

- 確定拠出年金には個人型 DC と企業型 DC の 2 種類がある。企業型 DC は厚生年金保険の適用事業所となる企業が実施し、掛金は基本的に企業が拠出する。
- 10 2012 年から従業員拠出が認められたが、金額は「企業拠出額の範囲内で、かつ企業・個人の合計拠出額が所定の限度額を上回らないこと」<sup>3</sup>という制限が付いている。一方、個人型 DC は国民年金基金連合会が実施し、掛金は加入者個人が拠出するものである。企業型 DC と個人型 DC の相違点の詳細は図表 3 のようになっている。運用商品の選択の幅が個人型 DC の方が大きいことや、納付方法、
- 15 受給権を得られる時期などに細かい違いがある。

---

<sup>3</sup> 厚生労働省（2012）「企業型年金加入者掛金について」より引用。

|         | 個人型 DC (iDeCo)                                                                                           | 企業型 DC                                 |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 加入      | 任意加入                                                                                                     | 会社が退職金制度として導入している場合、原則加入               |
| 拠出者     | 加入者本人                                                                                                    | 会社                                     |
| 拠出限度額   | 自営業者やその家族<br>…68,000 円<br>会社員<br>…12,000 円・20,000 円・23,000 円のいずれか<br>公務員等…12,000 円<br>専業主婦（夫）など…23,000 円 | 企業年金制度あり…27,500 円<br>企業年金制度なし…55,000 円 |
| 納付方法    | 口座振替                                                                                                     | 会社が一括で納付                               |
| 運営費用    | 加入者本人が負担                                                                                                 | 会社または加入者のどちらかが負担するかは規約の定めによる           |
| 金融機関の選択 | 加入者本人が選択                                                                                                 | 会社が選択                                  |
| 運用商品    | 選択した金融機関が用意する商品から選択                                                                                      | 会社が用意した商品から選択                          |
| 給付      | 5 年以上 20 年以下の範囲で指定した期間年金で受け取る。または、一時金として受け取る。（年金と一時金の併給もあり）                                              | 規約に定められた受取方法から選択                       |
| 受給権     | 任意加入であるため、拠出時から受給権あり                                                                                     | 少なくとも勤続3年で付与                           |

図表 3 個人型 DC と企業型 DC の違い

出所) 野村証券 HP「企業型と個人型の違い」より筆者作成

5

次に、確定拠出年金のメリットは、拠出、運用、給付、それぞれにおいて、税制の優遇がなされることである。まず拠出時の優遇については、個人型 DC で

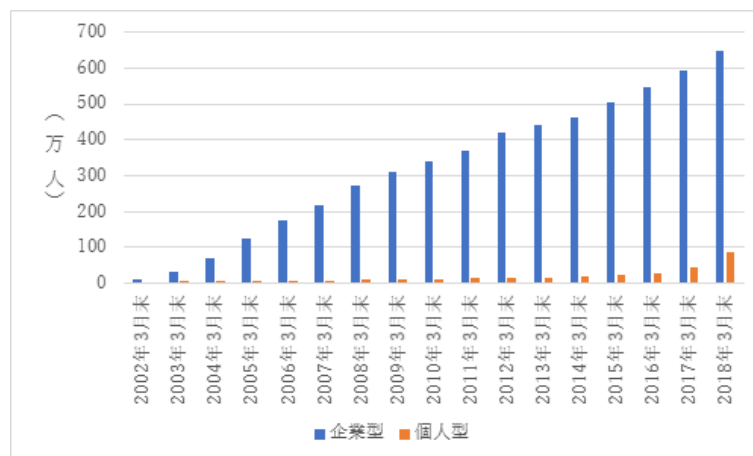
は掛け金が全額所得控除になり、企業型 DC の場合は、掛け金が非課税となる。運用時の優遇については、確定拠出年金で運用して得た利益は非課税となる。給付時の優遇については、一時金として受け取る場合は「退職所得控除」、年金として受け取る場合は「公的年金控除」となり、一定の税制優遇を受けられる。

5 いずれの場合であっても、納税額が低く抑えることができる。

他にも、企業型 DC に加入している会社員が転職をした場合、加入資格があれば転職先の確定拠出年金または個人型 DC に資金を移換できることや、万一自己破産しても没収されることがないといったメリットがある。

10 一方、デメリットとしては、受給できるのは 60 歳以降であるため、60 歳になる前に必要になるかもしれない資金の運用には向かないこと、管理手数料が自己負担であること、運用リスクが自己責任であること、企業年金があり確定拠出年金がない会社に転職した場合、加入資格を失うことなどがある。

ではここから DC の現状について述べていく。確定拠出年金制度の加入者数の推移は図表 4 のようになっており、企業型 DC と個人型 DC の加入者は確定拠出年金制度導入時から増加を続けていることがわかる。個人型 DC においては、15 2017 年 1 月より加入対象者が拡大され、60 歳未満のほとんどの国民年金の被保険者が個人型 DC へ加入可能となったため、加入者増大へと繋がった。



20 図表 4 確定拠出年金の加入者数

出所) 厚生労働省 HP「規約数等の推移」より筆者作成

以上より、確定拠出年金の加入者数は年々増えており、特に個人型 DC は 2017

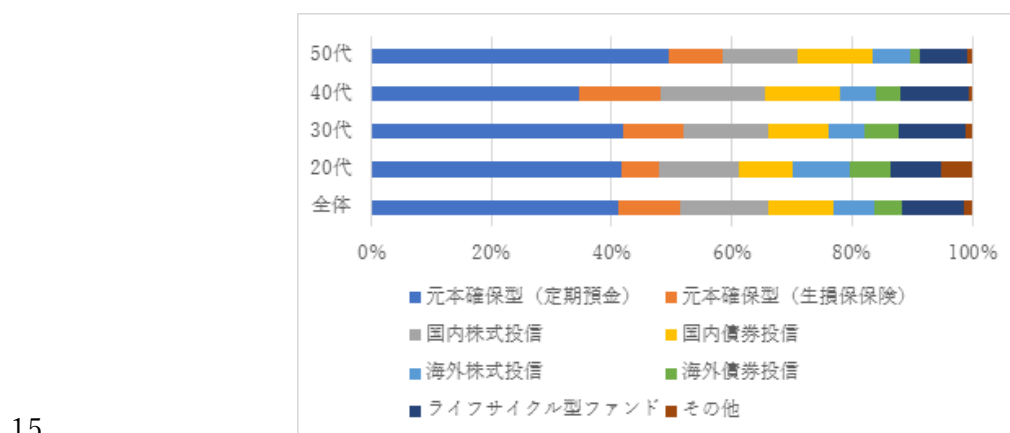
年に入ってから急激に増加している事が分かった。次に加入率（全加入対象者における加入者の割合）という点からみてみる。確定拠出年金の加入対象者（20歳以上 60 歳未満）の人口は約 6200 万人であり<sup>4</sup>、個人型 DC の加入者は約 70 万人、企業型 DC の加入者が約 650 万人であるので、個人型 DC の加入率は約 1%、

5 企業型 DC の加入率は約 10% となり、個人型 DC と企業型 DC を合わせた加入率は約 11% となる。この数値から、制度に加入可能な人のうち、実際に加入している人は 1 割程度しかいないことがわかる。

では、加入者の確定拠出年金での運用方法の現状はどうなっているのであろうか。確定拠出年金加入者の資産残高比率のグラフを見てみると、各年代層と

10 もに元本確保型商品の選択割合が高いことがわかる（図表 5 参照）。全体で見ると、元本保証型は 51.4%、投資信託は 48.3% という値になっている。

このように、確定拠出年金加入者数は増加しているものの、加入率は低く、また、投資信託の割合が低いためにメリットを活かせていない利回りの低い運用方法となっている。



図表 5 確定拠出年金加入者の資産残高比率

出所）厚生労働省 HP「加入者の資産残高比率」より筆者作成

## 20 第 2 節 NISA を用いた投資信託

本節では、日本の投資信託の利用を促進する制度の一つである NISA 制度を

<sup>4</sup>総務省統計局（2018）「人口推計」より引用。

みていく。NISA(Nippon Individual Savings Account)とは、2014年1月に開始され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・投資信託等の配当・譲渡益等が非課税対象となる。一度にまとまった額の投資をして短期的売買を繰り返すのではなく、少額から時期を分散させて投資を行い、リスクを抑えて少しずつ資産を増やしていくのに適した制度である。金融庁によると、2018年3月末時点で一般NISAの口座数は1,117万196口座で、口座内の買付額は13兆9,276億2,875万円となっている<sup>5</sup>。

NISAは、つみたてNISAやジュニアNISA、職場積立NISAなど、投資額や対象年齢、非課税期間の各面において、さらなる拡充を進めている。ではそれぞれの違いを見ていこう。

つみたてNISAは2018年1月に開始され、少額からの長期・積立・分散投資を通して、家計の安定的な資産運用を促進することを目的としている制度である。つみたてNISAでは毎年40万円を上限に一定の投資信託を購入でき、そこから得られる利益が最長20年まで非課税となる。つみたてNISAの対象商品は、手数料が低水準で、頻繁に分配金が支払われないなどと限定されている。また、毎月積み立てることで投資時期を分散し、長期保有することによって、リスクの軽減が図られている。2018年1～3月において、開設されたつみたてNISAの口座数は約51万口座あり、一般NISAの口座数と合計すると約69万口座である<sup>6</sup>。また、つみたてNISAは一般NISAと比べ、20～40代による口座開設の割合が高く、全体の約64%を占めている<sup>7</sup>。つまり、つみたてNISAの開始を契機に、新たに投資を行う層が広がり、投資信託の普及に貢献しているといえよう。

図表6はNISAとつみたてNISAの比較概要であるが、2つは同時に併用できないため、いずれかを選択する必要がある。NISAもつみたてNISAもいつでも払出しや売却が可能である。

---

<sup>5</sup> 金融庁（2018）「NISA口座の利用状況調査」より引用。

<sup>6</sup> 金融庁（2018）「NISA（一般・つみたて）の現状」より引用。

<sup>7</sup> 金融庁（2018）「NISA口座の利用状況調査」より引用。

|         | NISA                     | つみたて NISA                |
|---------|--------------------------|--------------------------|
| 利用対象者   | 20 歳以上                   | 20 歳以上                   |
| 年間投資上限額 | 120 万円                   | 40 万円                    |
| 非課税保有期間 | 5 年間                     | 20 年間                    |
| 投資対象商品  | 上場株式・公募株式投資信託・ETF・REIT 等 | 長期の積立・分散投資に適した一定の投資信託    |
| 投資方法    | 制限なし                     | 契約に基づく定期かつ継続的な方法による買い付け  |
| 口座開設期間  | 10 年間<br>(2014 年～2023 年) | 20 年間<br>(2018 年～2037 年) |

図表 6 NISA とつみたて NISA の比較

出所)「つみたて NISA について」金融庁・2017・P.7、

「平成 29 年度税制改正」財務省・2017・P.4 より筆者作成

5

一方、ジュニア NISA は、2016 年 1 月から開始された日本在住の 0～19 歳の未成年者を対象にした少額投資非課税制度である。原則親権者等が未成年者のために、代理して運用を行い、毎年 80 万円を上限に、株式・投資信託等への投資から得られる配当金や分配金が非課税となる。投資可能期間は 2023 年まで、非課税期間は最長 5 年間である。また、20 歳以降は NISA 口座が自動で開設される。ジュニア NISA は中長期にわたる投資のための制度であり、子どもや孫の将来に向けた資産形成を主な目的としているため、口座開設者が 18 歳になるまでは非課税で払出しが出来ないというデメリットがある。2018 年 3 月末時点でのジュニア NISA 口座数は 26 万 9,723 口座で年々増加傾向であるが<sup>8</sup>、非稼働口座数が多く、未だ NISA やつみたて NISA ほど普及は進んでいない。しかし、日本の家計金融資産の約 6 割を 60 歳以上の高齢層が保有しているため<sup>9</sup>、親や祖父母から子どもや孫などの若年層への世代間の資産移転を促すのに有効な手段であると考ええる。

10

15

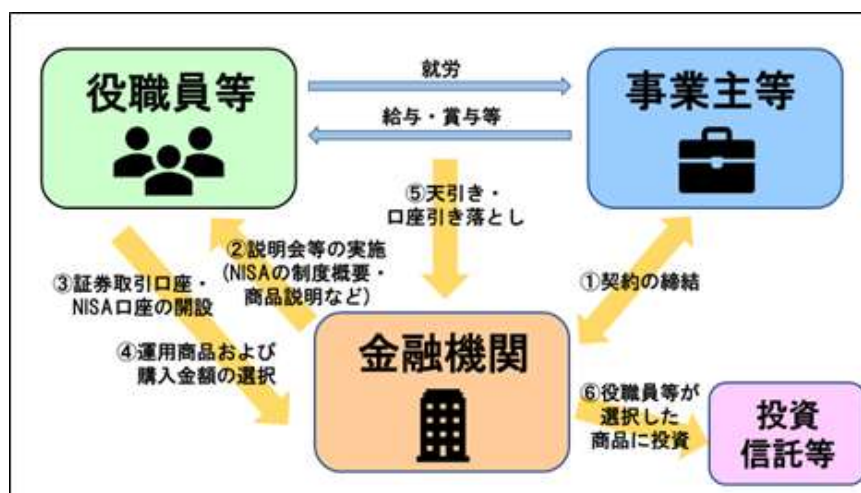
職場積立 NISA とは、「職場という身近な場を通じて、NISA を利用した資産形

<sup>8</sup>金融庁（2018）「NISA 口座の利用状況調査」より引用。

<sup>9</sup>金融庁（2016）「金融レポート」p.56 より引用。

成ができるよう事業主等が利用者(役職員等)を支援する、福利厚生増進を図ることを目的とした制度」<sup>10</sup>である。利用者は事業主等が契約した、証券会社などの NISA 取扱業者が選定する金融商品の中から投資商品を選択し、給与天引きや口座引き落とし等によって、定時定額で投資を行う(図表 7 参照)。職場積立 NISA では、通常の NISA とつみたて NISA の二つの NISA が利用可能であり、どちらの NISA を利用するかは事業主と NISA 取扱業者の契約により決定する。

職場積立 NISA を導入している企業の従業員は、口座開設や商品説明が職場で済み、また金融・投資教育を受けることが出来るというメリットがある。教育内容としては、①税制②資産形成の目的③分散投資・長期投資の効果④対象商品の特性・リスク等がある。60 歳になるまで引き出せない企業型確定拠出年金と違い、職場積立 NISA はいつでも非課税で売却・換金することが可能であるため、住宅資金や自家用車購入資金、子どもの教育費など、60 歳になるまでに使う可能性が高い資金を職場積立 NISA で運用することが出来る。導入している企業は 2017 年 12 月末時点で 8,685 社であり、まだまだ導入率は低いのが現状である<sup>11</sup>。



図表 7 職場積立 NISA のフロー図

出所)「職場積立 NISA」三井住友トラスト・アセットマネジメント  
より筆者作成

<sup>10</sup>日本証券業協会 (2018)『「職場積立 NISA」について』より引用。

<sup>11</sup>日本証券業協会 (2018)「職場積立 NISA のご案内」より引用。

### 第3節 販売において回転売買や系列関係がもたらす問題

第1章・第3節で述べたように、投資信託の長期分散投資により家計の安定した資産形成を行うためには、販売会社や運営会社などの金融事業者が投資商品の開発、販売、運用、資産管理において顧客の利益を追求し、質の高い商品・サービスを提供することが重要となる。そこで本節では、安定した資産形成に向けてどのような投資信託が販売されているのか、また、その主体となる販売・運用会社の構造的問題みていきたい。まず、安定した資産形成に向けた投資信託が販売されているのかを検討するために、米国との比較をしながら日本の投資信託の現状をみていこう。

- 5
- 10 米国では、長期にわたり資産残高を拡大しており、長期的に運用実績があり、かつ低コストのことが多い。一方、日本の投資信託は1本当たりの規模が小さく、設定以来の年数は短く、手数料は高い。また、長期の運用では収益がマイナスになっているという特徴がある（図表8参照）。その原因として日本で人気の投資信託が、投資対象を特定の種類の資産に限定したテーマ型や毎月収益を分配する分配型の商品であることが挙げられる。
- 15

- 20 テーマ型の商品はブームが終われば基準価格が下がるリスクがあり、基準価額が値上がりしたら利益を確定させ別のファンドへの乗り換えが行われる。毎月分配型の商品は、利益が出ず元本を取り崩して分配されれば、運用原資が大きく目減りし、運用効率を下げてしまう。また長期運用でないために複利効果が薄く、コストも高くなってしまう。投資信託協会の行ったアンケートによるとこのようなテーマ型や分配型が中心の日本の販売状況に対して、商品投資信託保有経験者は、「手数料が比較的高い」（26.5%）、「リターンが低い」（19.5%）などの点で不満に感じていることを読み取ることができる<sup>12</sup>。

25

---

<sup>12</sup>投資信託協会（2018）「投資信託に関するアンケート調査報告書」より参考。



| 国  | 純資産<br>平均（兆円） | 設定以来<br>期間平均 | 販売手数<br>料平均 | 信託報酬<br>平均（年率） | 収益率<br>（年率） |
|----|---------------|--------------|-------------|----------------|-------------|
| 日本 | 1.1           | 13           | 3.20%       | 1.53%          | ▼0.11%      |
| 米国 | 22.6          | 31           | 0.59%       | 0.28%          | 5.20%       |

図表 8 規模の大きい投資信託の日米比較（純資産額上位 5 銘柄）

出所）金融庁（2016）「金融レポート」より筆者作成

5 それに加えて、日本の投資家の多くはテーマ型や分配型商品のリスクや特性を十分に理解していないようである。投資経験者は投資信託を購入する際の重視点として、「安全性の高さ」が（47.4%）最も高く、次いで「値上がり期待」（36.5%）、「過去の運用実績」（25.7%）、「分配頻度の多さ」（11.4%）や「過去の分配金額」（11.0%）となっており<sup>13</sup>、分配や収益性へのニーズが高いことがうかがえる。詳しくは次の第 4 節で述べるが、日本の金融リテラシー水準は比較的低い水準にある。日本の投資家は分配金を利息のようなものと認識しており、複利運用の重要性を理解していない<sup>14</sup>。投資経験者うちの 2、3 割は、それらの商品性を理解しないまま購入していて、米国の投資家に比べて他の商品と比較を行うことも少ない<sup>15</sup>という指摘もある。米国の投資家が商品理解に基づき保有する一方で、日本の投資家は商品の理解が不十分なまま、安定した資産形成には向かない商品を購入しているのである。

安定した資産形成を行うために中長期的に投資信託を保有したいといった顧客の目的にかかわらず、テーマ型や分配型の投資信託を中心に販売されているといった現状は販売会社主体の構造に起因している。販売会社に対し、投資信託の購入の際に顧客が販売会社に伝えた運用方針の違いに応じ、どのような性質の投資信託を提案しているかについてのアンケート調査をみると、顧客の運

<sup>13</sup>投資信託協会（2018）「投資信託に関するアンケート調査報告書」より参考。

<sup>14</sup>金融広報中央委員会（2016）「『金融リテラシーの調査』の結果」より参考。

<sup>15</sup>金融広報中央委員会（2016）「『金融リテラシーの調査』の結果」より参考。

用方針にかかわらず、販売会社は分配頻度の高い商品を提案していることがわかる<sup>16</sup>。

投資信託にかかる主要な手数料は販売会社が商品を販売する際に得られる販売手数料と、資産を運用している間得られる信託報酬である。図表 8 に基づき  
5 投資信託にかかわる主要なコストをみると、販売会社は販売の際には平均 3.20% 程度の販売手数料を得られるが、運用の間は平均 1.53% 程度の信託報酬を信託銀行と、運用会社、販売会社で分けなければならない（図表 8 参照）。よって、販売会社は顧客に短期間で商品を乗り換えさせ、より利益の得られる販売手数料の獲得を目的とし回転売買を行いたい誘惑にかられることになる。

10 また、大手の運用会社の多くは販売会社が親会社となっていて、販売会社は系列関係にある運用会社の運用している商品を数多く売っている。テーマ性が強く、販売会社が手数料を稼ぎやすい商品を、系列の運用会社に作らせ販売しているのである。そのため特定の資産に偏ったテーマ型の商品や手数料が稼ぎやすい商品が人気になっている。顧客の商品選択の幅が販売会社の系列関係の  
15 有無に左右され、運用パフォーマンスが良い商品や、顧客が資産形成に向いている商品を選択することができないため、顧客に対する利益相反が生じている。

以上のように、販売・運用会社の回転売買や系列などの構造的問題によって、投資家の理解が不十分なまま安定した資産形成には向かない商品が販売され、日本の投資信託は保有期間が短く、手数料が高く、運用収益が悪いという現状  
20 を招いている。

#### 第 4 節 金融リテラシー制度

では、先ほど触れた日本の金融リテラシーの現状についてはどのように理解すればよいのだろうか。

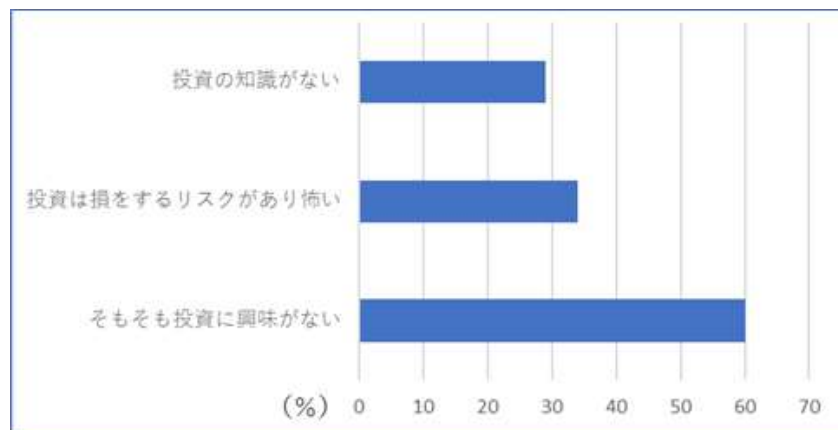
25 金融庁のアンケート調査によると、投資未経験者のうち、83% が「有価証券への投資は資産形成のために必要ない」と回答している。その理由としては、「そもそも投資に興味がないから」が 60%、「投資はリスクがあり怖い」が 34%、「投資の知識がない」が 29% となった（図表 9 参照）。また、「有価証券への投

---

<sup>16</sup>金融庁（2016）「金融レポート」より引用。

資は資産形成のために必要だ」と認識しながら投資をしない理由として、「投資の知識がないから」が 47%で最も多く、「投資は損をしそうで怖いから」が 38%、「どのように有価証券を購入したらよいかわからないから」が 37%となった（図表 10 参照）。これらの回答から、日本人が投資に消極的である理由の大部分をリテラシー不足が占めていることがわかる。

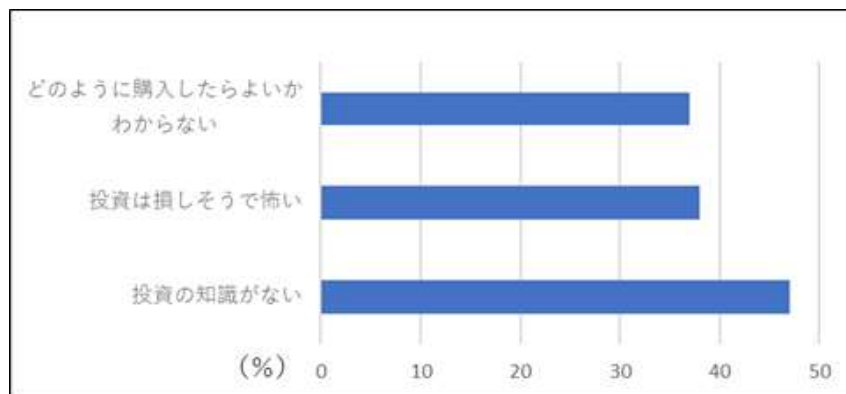
5 分をリテラシー不足が占めていることがわかる。



図表 9 有価証券への投資は資産形成に必要ないと思う理由

出所) 金融庁 (2016)「金融レポート」より筆者作成

10



図表 10 有価証券を保有したことがない理由

出所) 金融庁 (2016)「金融レポート」より筆者作成

15 また、図表 11 の通り、金融広報中央委員会のアンケートによると学生のうち 86%は金融教育を受けていないという現状がわかる。また、金融教育の有無によって金融に関する問題の正答率にも 18%もの差が生まれており、その後の行

動でも興味を持つかどうかという点にまで影響を及ぼしていることが見て取れる。

| (学生に占める構成比)                      | 金融教育                  |                          | 差異<br>(A-B) |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------|
|                                  | 受けた学生<br>(14%)<br>(A) | 受けていない学生<br>(86%)<br>(B) |             |
| 正答率<25問計>                        | 56.4                  | 38.2                     | 18.2        |
| 金融行動・考え方                         |                       |                          |             |
| 金融商品購入時に他の商品と比較した人の割合<Q24・29・32> | 56.6                  | 48.0                     | 8.6         |
| お金の長期計画をたてる人の割合<Q1-4>            | 54.3                  | 40.4                     | 13.9        |
| 商品性を理解して投信を購入する人の割合<Q34>         | 80.0                  | 37.9                     | 42.1        |
| 金融経済情報を月1回以上みる人の割合<Q48>          | 71.6                  | 41.7                     | 29.9        |
| 学校での金融教育の必要性を認識している人の割合<Q41>     | 88.3                  | 59.3                     | 29.0        |

(注) 18～24歳の学生について集計。

## 5 図表 11 金融教育を受けた学生と受けていない学生の正答率

出所) 金融広報中央委員会 (2016) 『『金融リテラシーの調査』の結果』

より引用

10 このように、我が国の金融リテラシーは非常に低いと言える現状にあり、これは社会人だけではなく、今後の未来を担っていくであろう学生などでも変わらない現状となってしまう。

## 第 5 節 ETF の普及

15 これまで再三述べてきた通り、これからの家計資産形成において長期分散投資は重要な課題である。そのような中で、投資信託商品に求められるものは土本氏によるとコストが低いこと、透明性が高いこと、簡単であることの 3 点が必要であるとされる<sup>17</sup>。そこで近年注目が集まりつつあるのが ETF (Exchange Traded Fund) である。ETF は上場投資信託と呼ばれ、投資信託商品が株や債券のように上場され、市場で取引されることから投資信託と株や債券などの特徴、

<sup>17</sup>金融庁 (2016) 「金融審議会『市場ワーキング・グループ』(第 5 回) 議事録」より参考。

両方併せ持った商品である。本節では、この ETF が長期分散投資に向いているのかについてコスト、透明性、簡単という観点から考えていこう。

|      | ETF       | 通常の投資信託商品   |
|------|-----------|-------------|
| 募集対象 | 証券会社      | 個人や法人などの投資家 |
| 取引場所 | 市場内での売買   | 販売会社を通した販売  |
| 価格   | 基準価格と取引価格 | 基準価格        |

図表 12 ETF と通常の投資信託商品の比較

- 5 出所) 日興アセットマネジメント株式会社「ETF と投資信託、株式の違い」  
より筆者作成

まずコストについてだが、図表 12 の募集対象と取引場所が変わってくる。募集対象が ETF の場合証券会社であり、運用会社の認める指定参加者が対象となる。この指定参加者は大口だけに限定されており、市場での取引であることにより通常の投資信託で掛かってしまう販売会社に支払う信託報酬が節約できる。これにより ETF は通常の投資信託よりもコストを低く実現できるのである。

次に透明性についてであるが、これは ETF の場合、上場していることで上場規則に則ることが必要で、これによりバスケット内の全銘柄の情報の開示が義務付けられている。加えて、図表 12 のように価格が 2 つ設けられていることで、理想値との乖離がわかりやすいという点から通常の商品よりも透明性が高くなっている。

最後に簡単であることは投資信託商品全てに共通する部分でもある。金融リテラシーが低い個人投資家では、投資を行いたくてもリスクヘッジの方法がわからないなどの問題により諦めてしまうことが多い。しかし、投資信託商品であればすでにリスク分散された商品が組みられていることで、誰でも容易にリスク分散を行いながら資産運用ができる。また ETF の場合そのバスケットが日経平均株価などの指数に連動するように組みられている商品であることから、特に株や債券、REIT などそれぞれの銘柄のことを知らない人でも値動きが比較的簡単に予想できるのである。

このように ETF という商品は通常商品に比べ長期分散投資に向いている商品

であり、コストをかけずに資産形成を行うことのできる商品として近年世界中で注目が集まってきている。これは日本においても同じである。我が国における ETF 市場はこれまで非常に遅れていた。しかし、近年マーケットメイク制度<sup>18</sup>が導入されるなど政府も注目し成長させるための施策を取り始めた。これに

- 5 より図表 13 からわかる通り年々純資産残高は増加傾向にあり、商品銘柄数も着実に伸びてきていることがわかる。しかし、第 3 章で詳しく述べるが世界的に見ると依然として日本の ETF 市場は小さく、加えて銘柄の内訳をみていくと日本株式 ETF の割合が未だに非常に高い現状にある。これにより銘柄数は増えていても、未だに消費者の需要に合った商品が提供できていないことを意味
- 10 している（図表 14 参照）。今後の拡大が求められる市場であるが、そこには依然として課題も残されている。

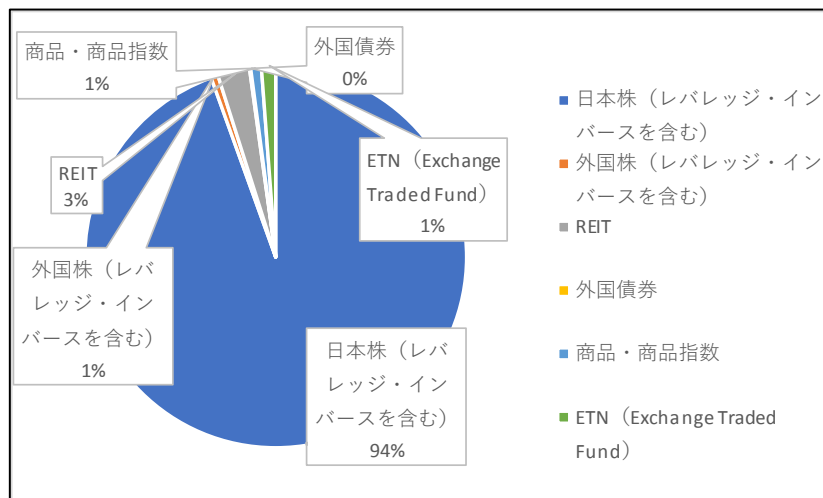


図表 13 日本の ETF の純資産残高と銘柄数推移

- 15 出所) 日本取引所グループ東京証券取引所 (2016)「今後の ETF 市場について」より引用

---

<sup>18</sup> 「マーケットメイカー」と呼ばれる専門業者が ETF の買注文と売注文を常に出し続けることで取引の流動性を提供するもの。(東証マネ部！(2017)「ETF が買いやすくなる『マーケットメイク』とは？」より引用。)



図表 14 2016 年の日本 ETF の商品種類内訳

出所）図表 13 に同じ

5

### 第 3 章 海外比較

本章では第 2 章で述べた 5 つの観点についてそれぞれの制度等が進んでいる国である米国や英国のそれと日本とを比較していき、英米では投資信託が普及している要因について考えていく。

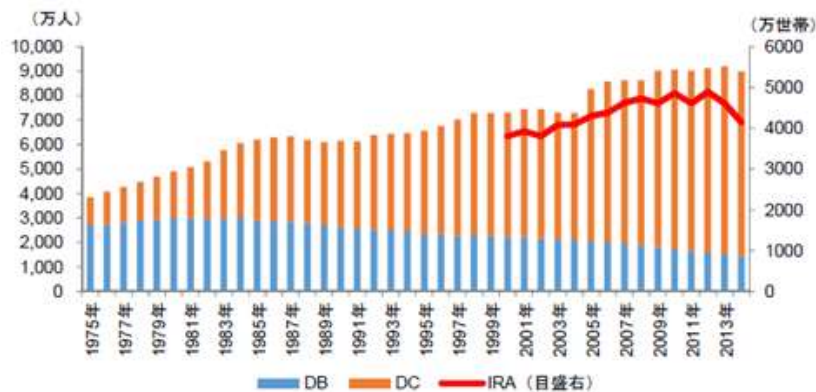
10

#### 第 1 節 米国の確定拠出年金制度との比較

米国では、1974 年に、IRA（Individual Retirement Account、個人退職口座）が導入され、2013 年には 4000 万世帯以上（全世帯の 4 割以上）に浸透した。IRA は、企業年金でカバーされていない自営業者等のための制度で、日本の個人型 DC に相当するものである。そして 1981 年には、従来の確定給付（Defined Benefit「DB」）型に加え、以前に比べ事業主負担が軽い確定拠出型年金（DC）型の 401k が導入された。401k も、2013 年には 4000 万世帯以上に浸透した。IRA と 401k はどちらも個人の自助努力による退職準備貯蓄を促進するための税制優遇制度として導入され、消費思考の強い米国人に貯蓄を促す政策の一環でもある。したがって 401k についても従業員拠出が基本であって、企業の拠出は補助的な上乘せ拠出となっている。

15

20



図表 15 米国職域年金有効加入者数と IRA 加入世帯の推移

出所）EY 総合研究所株式会社（2016）「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」より引用

図表 15 のように、米国が DC 加入者を延ばしてきた理由の 1 つとして、2006 年に年金保護法の成立により 401k への自動加入方式が導入されたことが挙げられる。これは企業年金に加入していない勤労者全員を IRA へ自動加入させようとするものである。従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合のみ加入する（＝企業が拠出金を給料から天引きできる）オプトイン方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否しなければ自動的にプラン加入者に繰り入れることができるオプトアウト方式」に改めた。

次に、米国における家計の年金資産をみる。図表 16 を見ると、家計年金資産残高は高い伸びを続けていることがわかる。2015 年には 24 兆ドルに達しており、その内訳をみると、IRA は 7.3 兆ドルと大きな割合を占めている。DC は 1981 年の 401k 導入や 1990 年代の DB からの移行により高い伸びを示し、6.7 兆ドルとなった。個人金融資産に対する DC の比率は制度発足 10 年後の 1991 年の時点で 7.6%<sup>19</sup>であり、日本の制度発足の 10 年後である 2011 年時点での 0.4%と

<sup>19</sup>杉田浩治（2012）「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」より引用。



比較しても高いことがわかる。

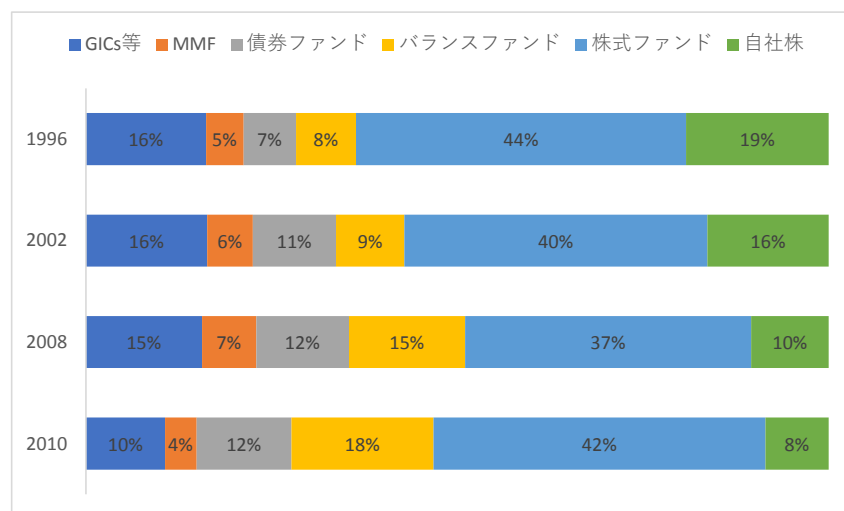


図表 16 米国家計年金資産残高の推移

5

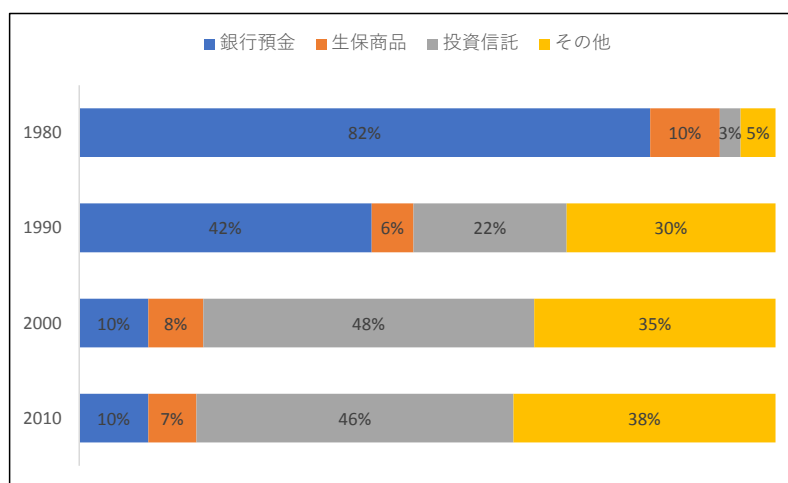
出所) 図表 15 に同じ

次に、401k と IRA の資産構成の推移を見る。まず、401k の資産構成の推移のグラフを見ると、バランスファンドの増加が顕著であることがわかる。2010 年時点では株式ファンド・バランスファンド・自社株を合わせた投資信託が約 7 割を占めている (図表 17 参照)。一方、IRA の資産構成の推移のグラフを見ると、1980 年時点は銀行預金などの元本確保型が 80%を占めていたが、その後大きく変動し、2010 年には銀行預金の比率は 10%に激減し、反対に投資信託の比重が 3%から 46%に高まったことがわかる (図表 18 参照)。



図表 17 401k の資産構成の推移

出所) 杉田浩治 (2012) 「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」より筆者作成



図表 18 IRA の資産構成の推移

出所) 図表 17 に同じ

このことから、米国において、DC の運用は 90 年代初頭までは銀行・預金等の元本確保型の比重が高かったが、次第に投資信託の比重が高まっていることがわかる。この理由としては、デフォルト商品を投資信託商品にしたことが考えられる。401k 加入者が資産の運用方法について選択を行わなかった場合、企

- 業は、労働省の定める規制に沿った資産を選んだものとみなすことができるようにした。さらに、労働省は加入者の運用指示がなかった場合のデフォルト商品として「ターゲットイヤーファンド<sup>20</sup>、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（SMA）」の3つとすることを規則で定めた。この3つはいずれも投資信託商品である。

## 第2節 英国のISA運用との比較

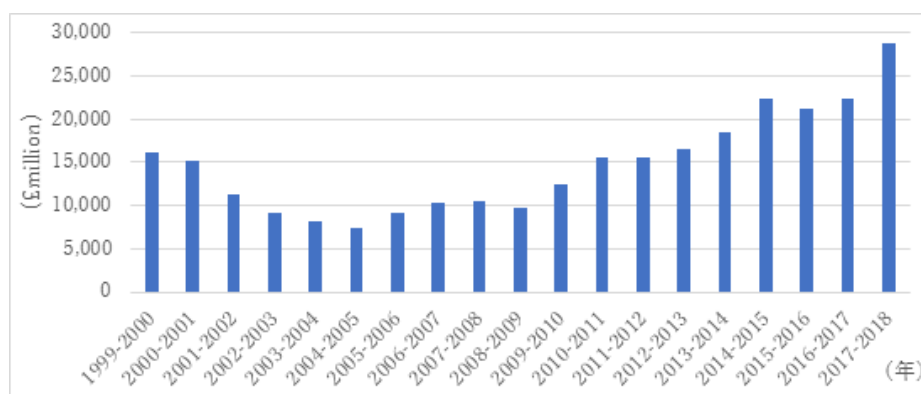
ここでは英国の投資信託制度であるISAについてみていく。また、ISAの恒久化前とNISAの現状を比較していきたい。

- 10 日本のNISA制度のモデルとなった英国のISAは、口座内で購入した上場株式や投資信託の配当金などの金融商品の利益が非課税になる制度である。1999年に英国民の貯蓄率向上を目的とし、導入当初は投資可能期間に10年間という期限が設定されていた。しかし、開始から7年後に財務省による制度の効果検証が実施され、1,600万人以上の人々がISA口座を保有していることや、低
- 15 所得層や若年層に対しても普及していると判断されたことから2008年に恒久化された<sup>21</sup>。制度恒久化によってISAが使えなくなるという懸念がなくなり、投資家の安心感が高まったことで、ISAの利用は一層拡大し、資産残高も増加したことがわかる(図表19参照)。

---

<sup>20</sup> 投資信託会社が投資家の退職予定時期（ターゲットイヤー）別に数本以上のファンドを用意し、投資家は自分の退職時期に近いファンドを購入する。各ファンド内の資産配分は投資信託会社が時間の経過に合わせて変更していく（当初は株式の比重を高くし、ターゲットイヤーが接近するにつれ債券など安定資産の比重を高めていく）ので、投資家は何もする必要がない商品である。

<sup>21</sup> 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制等の実態調査』報告書より参考。



図表 19 ISA 資産残高の推移

出所) HMRC (2018) 「Number of ISAs, amounts subscribed to each component and average subscription per account by tax year」

より筆者作成

図表 20 は、効果検証が行われた 2016 年の ISA と現在の NISA の制度を比較したものである。口座数と資産残高をみると NISA は ISA より若干劣るが、口座保有者において NISA(一般・つみたて)は 20～40 代が 30.7%、中でもつみたて NISA は 63.8%であり、若年層にも普及しているといえる。つまり、恒久化前の ISA と現在の NISA は制度としてほぼ同じような状況であるといえる。

|         | ISA                            | NISA                    |
|---------|--------------------------------|-------------------------|
| 利用対象者   | 18 歳以上                         | 20 歳以上                  |
| 年間拠出限度額 | 株式型・預金型の合計で 7,000 ポンド≒約 100 万円 | 一般：120 万円<br>つみたて：40 万円 |
| 口座開設期間  | 10 年間                          | 10 年間                   |
| 対象商品    | 株式・債券・投資信託・保険等                 | 上場株式・株式投資信託等            |
| 口座数     | 1,812 万口座                      | 1,197 万口座               |
| 資産残高    | 2,610 億ポンド≒約 18 兆円             | 14 兆 5,179 億円           |

図表 20 恒久化前の ISA と NISA の比較

出所) 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制等の実態調査』報告書」より筆者作成

### 第3節 販売における米国の資産管理型運営と運営会社との関係比較

第2章第3節では米国は日本に比べて金融リテラシーが高く顧客の理解に基づき、長期的な運用実績があり、低コストで収益の安定性が高いものが保有されていることを述べた。本章では販売・運営会社の構造において米国との比較  
5 を行いながら、そのような差がどのような原因で生じているのかについて考察してみよう。

まず、日本と米国の販売・運営体制についてみていく。日本の販売体制は販売手数料獲得を目的とする個別商品販売型であり、これが回転売買をもたらしている。一方、米国の販売体制は90年代中ごろから個別商品販売型から資産管理型に移り変わっている<sup>22</sup>。資産管理型運営とは販売報酬を従来の売買コミッションではなく対残高フィーとして収受することである。加えて、投資信託の手数料を販売手数料と運用手数料など、ファンドの売買に支払うのではなく、IFAの投資顧問報酬など、アドバイスに対し支払う仕組みに置き換えられてきた。これは回転売買の弊害がなくなるだけでなく、対残高フィーであるので  
10 顧客資産が増えれば販売者の報酬が増え、運用パフォーマンス向上においても顧客と販売・運用会社の両方にインセンティブがある。

また、日本の販売会社と運用会社が系列関係にある一方で、米国の運用会社は販売会社の系列ではない独立系の運用会社であり、販売会社の利益相反への対応と運用会社の関係の見直しが進んでいる。販売会社も運用会社も従来の系列関係を  
20 超え、広く中立的な商品の品揃えを行うようになり、中立性や情報開示が強く意識されるようになった。顧客のニーズに合わせて競い合うような環境が形成され、コストを下げ、情報開示性を高めるインセンティブが向上した。

次に販売チャンネルに関しても、日本の主要な販売チャンネルは証券会社と銀行による店頭販売である一方で、米国の主要な販売チャンネルとして、銀行や証券会社のほか、手数料を割り引くディスカウント・ブローカーやIFAの利用が多い<sup>23</sup>。アドバイスはつかないが手数料を安く購入したい顧客はディスカウント・ブローカーを利用し、手数料は割高になるが信頼できるアドバイスの必要な人は

---

<sup>22</sup>杉田浩治（2016）「投資信託の販売をめぐる世界の動向」より参考。

<sup>23</sup>杉田浩治（2016）「投資信託の販売をめぐる世界の動向」より参考。

IFA を利用するなど、顧客のニーズに合ったコストを選択しやすい環境にある。また最近では人ではなくロボットによる助言になる代わりに、コストを低く抑えられるロボアドバイザーの利用も増えている<sup>24</sup>。ロボアドバイザーは、小口資金を低料金で個人に合わせた最適なポートフォリオを提示し、運用からリバランスまで自動で行ってくれる。このように米国における販売チャネルの多様化に伴い、顧客のコスト選択の幅も広がっていく。

米国では家計の資産形成において顧客の理解に基づき、長期的に運用実績があり、低コストで収益の安定性が高いものが選ばれている。そしてそれを支えたのは、販売主体が資産管理型運営や運営会社との関係の見直しを通して、販売報酬收受方法、販売チャネル、商品が多様化してきたことである。米国では顧客のリテラシーが高く、顧客によってより良い取組みを行う販売・運用会社

10 5 10 15 20

が選択され、販売会社は常に顧客によりそった商品・サービスの提供を競い合うといった証券市場環境の整備が追求されている。

#### 15 第4節 金融リテラシーの比較

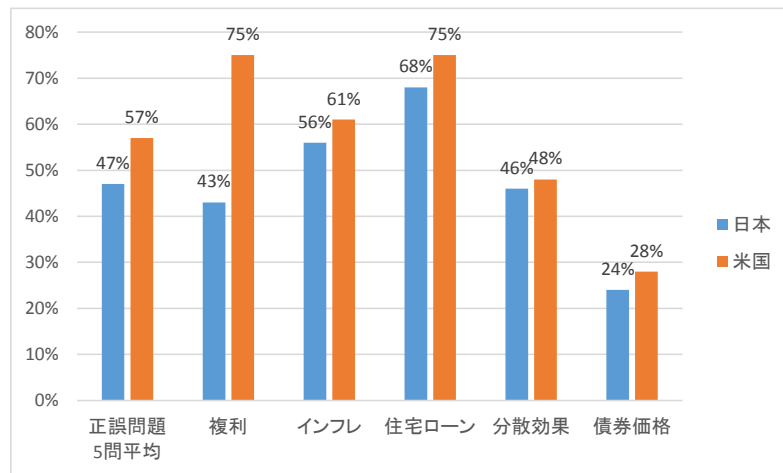
金融広報中央委員会が 2016 年に実施した金融リテラシー調査によると、日本と米国で共通の正誤問題に対する正答率は日本が 47%、米国が 57%と日本は米国よりも 10%も低かった（図表 21 参照）。また、OECD に加盟している 31 か国の中でも日本は 24 位に位置している<sup>25</sup>。最高の正答率であった香港よりも最低であったバージン諸島に近いということからも、かなり世界の中で遅れていることがわかるだろう。（図表 22 参照）。

20

---

<sup>24</sup>杉田浩治（2016）「投資信託の販売をめぐる世界の動向」より参考。

<sup>25</sup>日本銀行福岡支店（2017）「金融リテラシー調査の概要—九州・沖縄の特徴—」より引用。

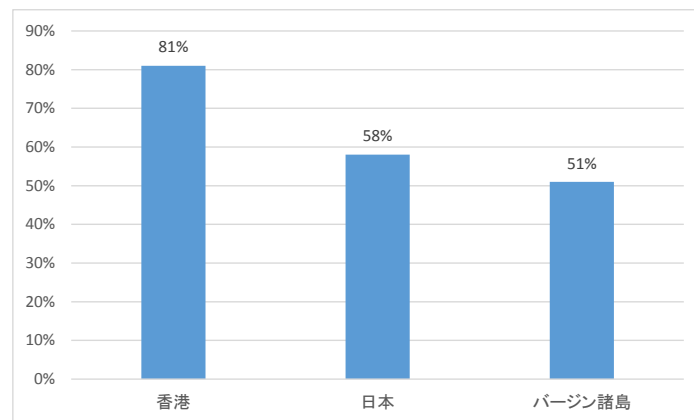


図表 21 金融リテラシー正誤問題の日米正答率比較

出所) 金融広報中央委員会 (2016) 『金融リテラシーの調査』の結果」

5

より筆者作成



図表 22 金融リテラシー正誤問題の OECD 正答率比較

10 出所) 日本銀行福岡支店 (2017) 「金融リテラシー調査の概要—九州・沖縄の  
特徴—」より筆者作成

このように金融リテラシーにおいて他国と日本では大きく差が開いているこ  
とがわかる。では米国や英国といった一般的に、金融教育が進んでいると言わ  
れる国ではどのような教育がされているのだろうか。

15

英国の金融教育の特徴としては金融教育が法律で定められていることだろう。そして、この法律を遵守していくために規制監督機関が設立されていることが他国との大きな違いである。このような機関は 1997 年の時点で設立されており、英国が国を挙げて早い段階から金融教育に取り組んでいるということがわかるだろう。そして、具体的には 2013 年英国の学年区分である KS1~KS4 の全ての年代に、金融ケイパビリティ教育を施している。金融教育の教科としてシチズン・シップと PHSE (Personal, Social Health and Economic Education) を必修科目とし、数学の中でも金融の要素を組み込んでいる。また、これに合わせて教材や体験型学習のアプリなども導入されており、国として金融教育に取り組んでいる。

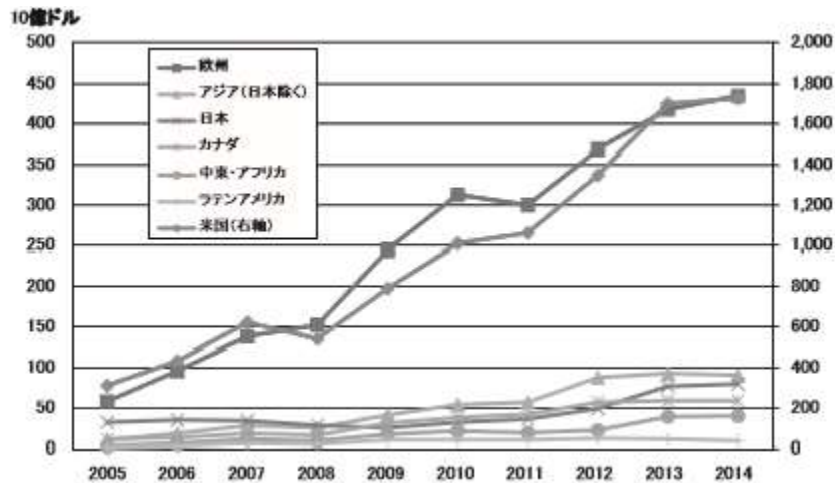
対して、米国では国規模ではなく州ごとであるため各々の州で差は出てしまうものの、保険や年金制度が日本程構築されていない文化もあり、積極的金融教育は進められている。特徴としてはパーソナル・ファイナンスが挙げられる。これは個人で資産の形成から消費までを行える知識をつけるというものである。そのような中で特に米国では教材に力が入れている。ICT と呼ばれるオンラインで参加可能な無料教材が存在し、米国の人気スポーツである米国ンフットボールと組み合わせたゲーム感覚のものもあり、金融というものが身近に感じられるような教育が進められているのである。

このように英国、米国両国ともに金融教育は国の教育方針として非常に重要視していることが理解できただろう。

## 第 5 節 米国の ETF 市場との比較

ここでは日本の ETF 市場と世界の ETF 市場を比較していきたい。まず、純資産残高と銘柄数についてである。





図表 23 世界の ETF 市場の純資産残高推移

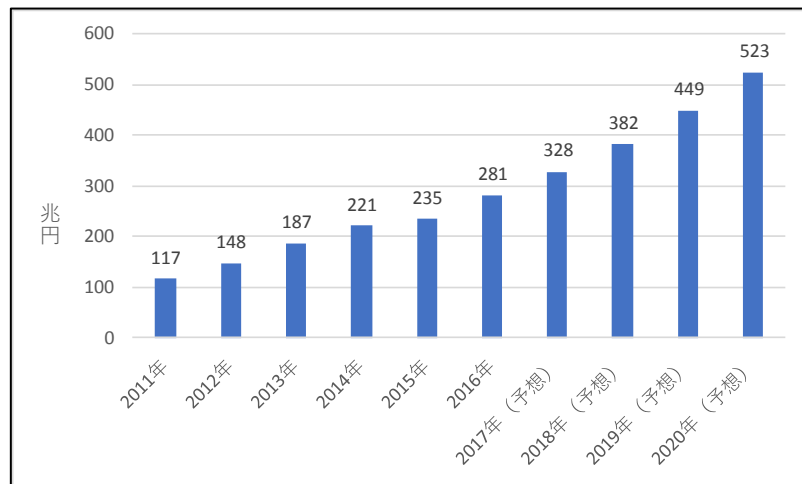
出所) 原田喜美枝 (2014) 「わが国上場投資信託市場の現状と課題：主要国との比較を通じて」より引用

5

第 2 章第 5 節で日本の ETF 市場は純資産残高と銘柄数ともに伸びてきていると述べたが、図表 23 からわかる通りその伸びは非常に緩やかなものであり、アフリカなど新興国ともさほど差のないレベルに留まっているのである。

10 対して欧州とともに、米国ではこの ETF 市場の利用度が急激に伸びている（図表 24 参照）。2016 年時点では米国の純資産残高は世界の 7 割以上を占めており、世界の純資産残高が約 350 兆<sup>26</sup>であるのに対し、図表 24 より米国の純資産残高は 281 兆円となっている。

<sup>26</sup>日本取引所グループ東京証券取引所 (2016) 「今後の ETF 市場について」より引用。



図表 24 米国 ETF の純資産残高推移

出所) ダイヤモンド・オンライン (2017) 「米国で ETF を購入しているのは、5  
5 割以上が個人投資家という現実」 より筆者作成

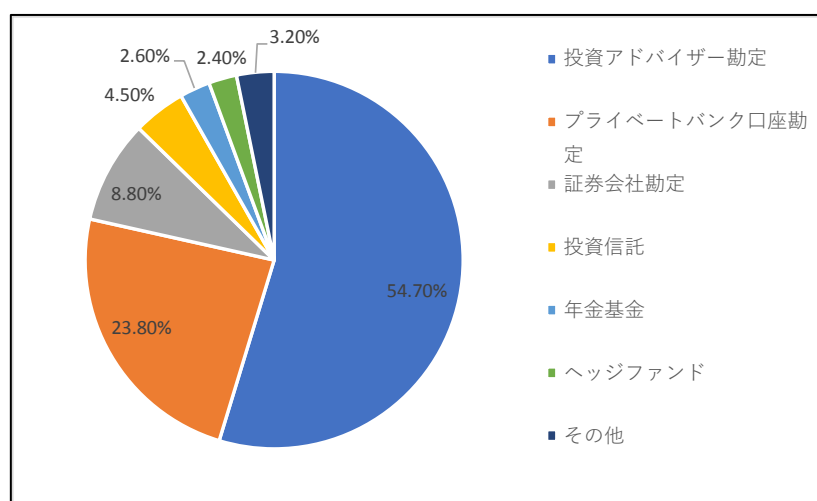
では、米国で ETF の利用が進んでいる理由はなぜなのか。それは杉田浩治氏によると、IFA が多く存在している中で ETF はその需要にかなった商品であることが主要因であるという<sup>27</sup>。実際に ETF の保有比率のうち 5 割が IFA の販売  
10 によるものであるということからこのことは理解できる (図表 25 参照)。米国の場合、IFA は取引ではなくその残高に対して手数料を取る制度であるため IFA としてもコストを下げ安定した利益を得ることが非常に重要なタスクとなっているのである。そうした中で米国では①コストの低さ、②品揃えの豊富さ、  
15 ③税制上適しているという 3 つの良さを持っていることが IFA に選ばれる理由である。まず①コスト低さについてであるが、これは本来の ETF の特徴でもあるコストの低さに加えて、米国では運用会社が多数いることからその中で競争が生まれより一層のコスト低さを実現しているのである。次に②品揃えの豊富さとしては 2017 年 10 月時において約 1700 本もの商品が市場に存在し、これは日本の約 8 倍以上の数<sup>28</sup>を誇っているのである。またその種類も豊富であり

<sup>27</sup>東証マネ部！ (2017) 「世界の残高の 7 割！米国で『ETF』が大人気のワケ」より参考。

<sup>28</sup>東証マネ部！ (2017) 「世界の残高の 7 割！米国で『ETF』が大人気のワケ」

ESG や女性の社会進出などを応援する ETF など少し変わった商品も存在している  
 のである。最後に③税制上適しているという点については通常の投資信託に  
 対する税制が厳しいという現状もあることから優位と成っていることが挙げら  
 れる。通常の投資信託では利益は課税対象となってしまうが ETF に関す  
 5 る利益に対しては課税対象にならないのである。

これら 3 つの優位点が米国では存在していることから、IFA は他の運用商品  
 よりも ETF を投資家に推進することにつながっており、これが世界の ETF 残高  
 の 7 割を米国が占める理由にもなっているのである。



10 図表 25 米国の ETF 投資家別保有比率

出所) ダイヤモンド・オンライン (2017)「米国で ETF を購入しているのは、5  
 割以上が個人投資家という現実」より筆者作成

## 15 第 4 章 課題

これまで第 2 章で述べた日本の現状に対してそれぞれの項目で進んでいる国  
 との比較、その国の現状を第 3 章で述べてきた。そこで本章ではその比較の下  
 日本の投資信託の現状において何が課題であるのか述べていきたい。

本稿で取り上げてきた投資信託促進ノアのための諸方策の現在、および外国と

---

より引用。

の比較から考えうる課題は以下の 5 点である。

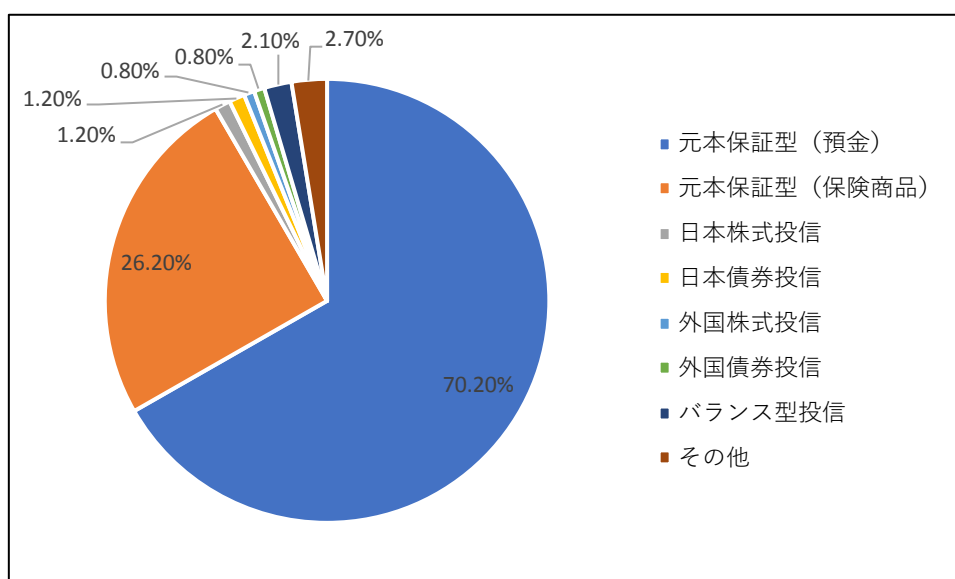
- 1) DC の普及とそれに合わせた運用方法
- 2) NISA の期間の短さと普及率の低さ
- 3) 「顧客本位の運営」のための日本らしい販売方法の確立
- 5 4) 金融教育に対する国の意識の低さと教材の欠如
- 5) ETF の置かれる環境

以下、上の 5 点について述べていく。

#### 1) DC の普及とそれに合わせた運用方法

10 日本における確定拠出年金の課題は 2 つ挙げられる。1 つ目は、第 2 章第 1 節で述べたように、運用先が元本確保型商品で大半を占めていることによる利回りの低さである。そのために、老後における資産形成の手段としてうまく機能していないといった現状にある。第 3 章第 1 節での海外比較を見ても日本の元本確保型の割合の高さは際立っている。

15 元本確保型の割合が高い理由として考えられるのは、投資家が投資に対する経験不足やリテラシー不足によってデフォルト商品で運用してしまうことである。確定拠出年金では商品毎に投資割合を設定するようになっているが、投資割合を設定しない場合、多くの場合で元本確保型商品に自動設定されている(図表 26 参照)。このようなデフォルト商品による運用方法を採用している企業は  
20 全体の半数を超えており、投資の経験や知識のない投資家はこのままデフォルト運用してしまう人が多いと考えられる。



図表 26 デフォルト商品として設定される商品

出所）厚生労働省「確定拠出年金における運用の改善について」より筆者作成

5

2つ目としては第2章第1節で述べたように、DC加入者数は年々増加しているものの、加入率で見ると加入対象者の1割程度に留まってしまっていることである。米国との比較で見ても、米国の人口は日本の人口の約2.5倍であるが、確定拠出年金の加入者数は10倍以上となっており、日本のDC利用率の低さが目立つ。

10

その原因を考えるにあたり、企業型DCに焦点をあてる。企業型DCを導入している企業は2018年8月時点で31,243社となっており、大企業では半数以上の企業が導入している<sup>29</sup>。このことより、企業が導入しているのにもかかわらず、従業員がその制度を利用していないといった現状があることがわかる。原因として考えられるのは、企業型確定拠出年金の認知度の低さ、60歳まで給付金を引き出せないことの使いづらさではないだろうか。

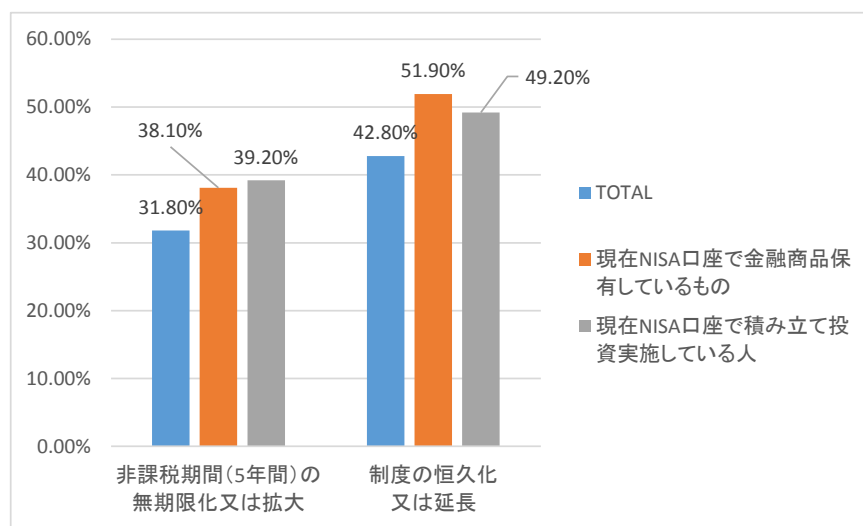
15

## 2) NISAの期間の短さと普及率の低さ

ここからはNISAの課題について見ていく。NISAの課題として、1つ目に口座

<sup>29</sup>厚生労働省 HP「確定拠出年金制度」より引用。

開設期間と非課税保有期間が短いことが挙げられる。実際に NISA 制度改善要望点として、「非課税期間の無期限化又は拡大」「制度の恒久化又は延長」を望む割合が高いことがわかる（図表 27 参照）。NISA を将来に向けた資産形成手段とするのには 5 年間という期間は短く、若い世代にとって魅力を感じづらく、敬遠される可能性がある。若年層を含め、より多くの人々に投資信託に興味を持ってもらい、資産形成手段として活用してもらうためには恒久化するべきである。実際に政府も「平成 30 年度税制改正要望事項」において、NISA の利便性向上と充実に向けて、NISA 制度の恒久化の実施について記している<sup>30</sup>。また、第 3 章第 2 節でも述べたように、恒久化前の ISA と現在の NISA は似たような状況にあり、日本の NISA にとって恒久化は効果があるものといえる。



図表 27 NISA 制度の改善要望点

15 出所) 株式会社インテージ (2016)「国民の NISA の利用状況等に関するアンケート調査 (2016 年 2 月)」より筆者作成

次に NISA の認知度の低さを挙げる。三菱 UFJ 国際投資信託株式会社が全国の男女 1 万人を対象に実施した調査によると<sup>31</sup>、認知度は上昇しているが未だ

<sup>30</sup>財務省 (2018)「平成 30 年度税制改正(租税特別措置)要望事項」より参考。

<sup>31</sup>三菱 UFJ 国際投信株式会社 (2018)「『つみたて NISA』1 万人認知度調査の結果について」より参考。

に全体の約 7 割がつみたて NISA を知らないという現状である。中でも、第 2 章第 2 節でも述べたように、職場積立 NISA はつみたて NISA よりも前に開始されたにもかかわらず、導入企業数が少なく、改善の余地があると考ええる。

### 5 3) 「顧客本位の運営」のための日本らしい販売方法の確立

第 2 章第 3 節で日本では回転売買や系列による投資家への利益相反などの構造的問題によって、投資家の理解が不十分なまま、安定した資産形成に向かない商品が中心に販売されている。その結果保有期間が短期化し、手数料が高く、運用効率が低下している。このような問題を改善していくために、金融庁による取り組みが行われていくとともに、米国の販売体制を参考に米国を参考にした日本らしい顧客本位の販売体制の実現が課題となる。

回転売買や系列による投資家への利益相反の問題に対して、金融庁はフィデューシャリー・デューティーに関する取り組みを行っており、「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表している。販売・運営会社は顧客の最善の利益の追求のために、手数料の明確化、重要な情報のわかりやすい提供、顧客にふさわしいサービスの提供などを行っていく。企業がより良い商品・サービスの提供を行う競争環境を整えていくためには、顧客に対しより良い取り組みを行う企業が選択され、これを踏まえて企業が改善されていく必要がある。そのために、金融事業者の取組みの「見える化」や金融庁によるモニタリング、第三者的な主体による評価が行われていくなどの諸点である。

第 3 章第 3 節で述べたように、日本では販売・運用会社の回転売買や系列により、投資信託の保有期間が短く、手数料が高く、運用収益が悪いという現状を招いている。一方米国では資産管理型運営が浸透し、長期的に運用実績があり、低コストで収益の安定性が高いものが選ばれている。米国では販売報酬收受方法や販売チャネル、商品の多様性を通して、投資家側に長期投資を促すインセンティブが与えているのである。このような米国の体制を日本でも参考にしていくべきであると考え、日本で取り入れるためには以下の違いがあり、それらを踏まえた日本らしい体制の確立が必要である。

第一に米国と日本では投資家の金融リテラシーと、販売基盤に大きな違いがある。まず、販売基盤において、日本の主要な販売チャネルは証券会社と銀行

による店頭販売と固定的になっている。米国では IFA が約 30 万人にの  
対し、日本は 3000 人程度であり<sup>32</sup>、販売チャネルの多様化を実現していく必要  
がある。同時に、現段階では投資家への影響の大きい銀行や証券会社による販  
売会社中心に販売の在り方を変えていくのがよいだろう。

- 5 次に、日本の投資家は比較的金融リテラシーが低いため、中長期的な投資に  
おける長期・分散投資の有用性と、それに適した商品性の理解に関して、アド  
バイスの重要性は一層高い。米国のように投資家のリテラシーが向上し、より  
良い商品サービスの提供を行う販売・運用会社が選択され、販売会社の競争的  
な証券市場環境の整備が追求されていく必要がある。同時に、現段階では  
10 証券会社がリテラシーの低い投資家にも顧客に長期投資に向けた安定的な資産  
形成を促すような、販売会社にインセンティブのある販売方法が必要であると  
考える。

- 販売会社にインセンティブを与えるということは、販売会社に有利な環境を  
冗長するリスクを孕んでいる。そこで顧客本位の営業を行われているかについ  
15 て、金融事業者の取組みの「見える化」や金融庁によるモニタリング第三者的  
な主体による評価・監督を強化していく必要もある。また、金融リテラシーの  
高く経験豊富な投資家など、投資家目線での評価にも取り組んでいかなければ  
ならない。米国では資産管理型運営の浸透に 20 年かかったが、日本では米国の  
教訓から環境整備を迅速に行えることも加味し、10 年、15 年くらいで、米国を  
20 参考にした日本らしい顧客本位の販売体制の実現を目指すことが望まれる。

- 日本には回転売買や系列による投資家への利益相反などの構造的問題があり、  
米国のような運営体制を築くためには、販売チャネルを多様化し、投資家の金  
融リテラシーを向上させ、市場環境を整備していく必要がある。そのためにま  
ずは、販売会社を通じて投資信託の保有期間を長期化し、手数料水準を下げ、  
25 運用収益から改善していかなければならないのである。

---

<sup>32</sup>杉田浩治（2015）「米国のフィナンシャル・プランナー—その現況と新しい動  
き—」より引用



#### 4) 金融教育に対する国の意識の低さと教材の欠如

第3章第4節で述べた通り、日本の金融リテラシーは世界各国に比べ遅れており、これは金融教育が大きく関わっていることがわかった。そうした中で米国や英国では国を挙げて金融教育に取り組んでおり、それによって国として高い水準の金融リテラシーを保持している。このことから金融リテラシーとして課題は2つ挙げられるだろう。

まず1つ目として、国の意識の低さである。これまで再三述べてきた通り、金融教育には国が関わらなければならない。日本でも教育委員会と協力し、これまでのカリキュラムを見直す必要があるだろう。図表28からもわかる通り、日本の中高生において金融の教育に充てられている時間が余りにも短いという問題がある。まずはこの課題を解決していかなければ日本の金融教育は変化していかないだろう。

|        |              |
|--------|--------------|
| 中学校1年生 | 0時間（74.2%）   |
| 中学校2年生 | 0時間（58.2%）   |
| 中学校3年生 | 1～5時間（44.6%） |
| 高校1年生  | 1～5時間（60.9%） |
| 高校2年生  | 1～5時間（49.3%） |
| 高校3年生  | 1～5時間（47.7%） |

図表28 中学校、高校における金融教育の授業時間

出所）金融広報中央委員会（2016）『『金融リテラシーの調査』の結果』  
より筆者作成

次に2つ目として、教材の不足が挙げられるだろう。これまでも述べてきた通り、日本の学校において金融教育に関する授業時間は非常に短い。そこで家庭でも行える教材を用意する必要がある。教育の進んでいる米国でさえもゲーム感覚で行える教材があるにも関わらず、日本においてはこのような教材は存在しない現状にある。

このように資産形成における自助努力には金融リテラシーは不可欠でありそれを解決していく上で、教材と国を挙げての教育方針の見直しは重要な課題で

あろう。しかし、この金融リテラシーの課題は非常に長期的な課題である。教育を進めても、その成果が見えてくのはそれを受けた子供が資産を運用するようになった頃であり、効果が見えにくい。また、教育に関しては壁が多く、進めていくためには時間を要するだろう。そのためこの課題は長期的に解決していき、そのような中で短期的には上で述べている金融リテラシーがない者に向けての課題を解決していくべきだろう。

#### 5) ETF の置かれる環境

米国と比較した中で、日本での ETF の普及を促進する上での課題は①認知度の低さ、②選択できる銘柄の種類の少なさ、③流動性の欠如、④利用を促進するものの欠如にある。

まず、認知度としてこれまでの日本では ETF 利用が年々増加していると 2 章で述べたものの、2016 年 7 月時点で 82% が機関投資家による利用となっている。対して、日本の個人投資家の割合は 7%<sup>33</sup>にとどまってしまっている。これは ETF の少額からリスク分散でき、長期運用に目を向けるべき日本においてメリットを生かし切れていないのである。その要因には ETF のそもそもの認知度が低いということがあり、2017 年 9 月の東京証券取引所に調査結果によると 26%<sup>34</sup>となっているという。つまり、個人が運用する際に選択肢にないのである。選択肢になれば ETF が運用に関して有効なものであっても利用者は増えていかないのである。

次に、選択できる銘柄の種類については図表 13、14 から分かる通り、銘柄数は伸びていても日本株式がほとんどになってしまっている。これでは認知度が高まり、選択肢として見られるようになったところでアセットアロケーションに組み込む際に取り入れられる可能性は低くなってしまうのである。

流動性の低さについては未だに利用者が少ないことが影響している。利用者が少ないことで銘柄数が増えてきた現在においてもその ETF を買いたい人、売

---

<sup>33</sup>ダイヤモンド・オンライン（2017）「『日本の ETF 市場』は”伸び代”が非常に大きい」より引用。

<sup>34</sup> 日本経済新聞（2017）「ETF の認知度、前年比 1 ポイント増の 26% 確定拠出年金に見劣り」より引用。

りたい人という需給が一致しておらず株や債券などと言った上場している商品の良さを生かせていないのである。そのため利用者は増えていかないのである。

最後に、利用を促進するものが少ないことについては日本の場合 IFA が未だ  
5 に全国で 3123 名と少なく、米国のように IFA の推薦での利用というものが日本ではまだほとんどないことが、普及しない理由でもある。日本では販売会社を通した投資信託利用が多く、それらの業者にとっては信託報酬の取れない ETF を推薦することは利益を減らすことになる。これにより推薦者は少なく、利用者が一向に増えないのである。このように ETF 利用は推薦されることがない  
10 ため、リテラシーを持つ者にしか利用されていないのである。

このように上記の 4 点が ETF の普及に必要な課題である。

しかし、これらの課題に対しては政府も着目している。知名度に関しては「東証マネ部！」というサイトが設立され ETF を含めた投資信託の情報について発信しており、このサイトが広まっていけば知名度は自ずと上がっていくと考え  
15 られる。銘柄の種類に関してはこれまでも世界の流れに合わせて少しずつではあるものの作られてきている。もっと需要が高まっていけばそれに見合う商品が今後も作られていくことは想像できる。流動性の向上に関しても第 2 章第 5 節でも述べたマーケットメイク制度が 2018 年 7 月に施行されるなど、改善が進められている。しかし、ETF というものが扱いやすい商品になってきている  
20 にもかかわらず、利用されていないところには利用推薦者の存在が非常に大きいといえる。これは第 3 章第 5 節でも述べたように米国の ETF 利用の半分近くが IFA のアドバイスのもとであることから言えるだろう。そのため日本でも特にこの ETF を推薦するものを育成していくことが重要な課題であるだろう。

25

## **第 5 章 提案**

本章では第 4 章で挙げたそれぞれの課題を解決する上で短期的にみて、今行えると思われる課題に対して解決案を提示していく。

私たちの考える提案は大きく分けて以下の 3 つに分けられる。

30 ① 職場積立 NISA と DC の連携強化

② IFA 促進制度の設立

③ フィデューシャリー・デューティの新たな販売体制の導入

以下これらについて説明していく。

#### 5 ① 職場積立 NISA と DC の連携強化

本提案は企業型 DC における利用率の低さと元本確保型利用の多さ、職場積立 NISA における利用率の低さという 3 つの課題を解決することができると思われる。企業型 DC は、導入企業は多いにもかかわらず、認知度の低さや 60 歳まで給付金を引き出せないことによる使いづらさ等の理由で利用率が低い現状にあり、また、利用者の金融リテラシー不足からデフォルト運用してしまうことで元本確保型利用の多さが課題となっている。一方で、職場積立 NISA はいつでも非課税で売却・換金できるという使いやすさがあるにもかかわらず、未だに導入企業が少なく、利用率が低いという現状にある。

そこで、企業型 DC の導入企業の多さを活かし、企業型 DC 導入企業で職場積立 NISA 制度の導入を促進し、従業員に対して職場積立 NISA の利用を促す。そして、将来的には職場積立 NISA から DC へ移換するという職場積立 NISA と DC を一本線にするシステムを提案する。

職場積立 NISA を導入している企業の従業員は、金融・投資教育を受けることが出来るため、初めに職場積立 NISA を利用し、金融リテラシーを身に付けることで、今後 DC へ移換する際に定期預金や保険等の元本確保型よりも、利回りの高い投資信託で資産運用することが出来るようになり、これにより、企業型 DC の元本確保型利用の多さという課題を解決できる。また、60 歳まで給付金を引き出せないことによる使いづらさ等の理由で DC 利用を避けていた人に対しても、職場積立 NISA と DC の一本線のシステムを提案することで、住宅資金や自家用車購入資金、子どもの教育費等の 60 歳までに必要となる資金を引き出すことが出来るようになるため、このシステムの利用を促進できると考える。

よって、職場積立 NISA と DC を一本線にすることで、両方の利用率を上げることができ、また家計の資産形成に有効な一つの手段になると考える。

## ② IFA 育成制度の設立

本提案は ETF の利用を推薦する存在がいらない、日本人に金融リテラシーが乏しいという 2 つの課題を主に解決できると考える。

第 4 章において金融リテラシーは授業の時間や内容に関しての問題が挙げられるがこれを改善することはかなり長期での見通しであり、障害が多い。そこで、金融リテラシーがない者にリテラシーを与える者が増加すればこの問題は解決できるのではないかと考えられる。第 3 章第 5 節の通り、米国では IFA の推薦による ETF 利用が半数近い状況であり、今後個人で資産形成を行う際にこのような独立したアドバイザーの存在は改めて必要であると再確認されるだろう。

具体策としては証券会社等に対し IFA との契約の件数に応じて政府が援助金を出す施策を提案する。IFA の存在というのは金融リテラシーのあるものにとっては知りえる存在であるが、初めて投資に挑戦する者には全く知らない存在である。そうした中で IFA は独立した存在であるため金融機関等には所属していないことによって初めて投資を行う人に接触できない、あるいは信用してもらえないなどの問題が発生してしまう。そこでよく知られる証券会社等が、口座管理や資産状況の分析など業務のサポートを積極的に行っていけば信用性も増し、顧客も安心して IFA の利用が進むと考えられる。

しかし、これでは証券会社等にはイメージの部分でしか得がなく、系列の販売会社で信託報酬は取れず、利益としては薄くなってしまう。そこで、契約する IFA の数に応じて援助金を給付する制度を設けることで証券会社等も IFA との契約を積極的に進めることに繋がる。これにより、IFA はより一層顧客が見つけられるようになり、口座管理などに関しても不安が少なくなるというメリットが顧客にも与えることができる。また、IFA 側もその契約した会社の商品を積極的に推進し、商品へのアドバイス等も行う。これによりお互いにメリットが生まれ、利益を生み出せると考えられる。そして、個人投資家側にとってもより自らにあった投資を行えるようになり、ETF の利用が自ずと進んでいくのではないだろうか。

加えて、この IFA 育成制度により IFA の数が増えていけば、これから積立 NISA や DC が注目されていく中で顧客に寄り添った投資アドバイザーというも

のはより「貯蓄から資産形成へ」という政府の掲げる目標に貢献していけると考える。また、長期的に見てネット証券が増加し良いものとなっていった場合この存在は個人での自助努力の促進、かつ投資信託の利用促進へと繋がっていくだろう。

5

### ③ フィデューシャリー・デューティーの新たな販売体制の導入

具体策としては運用パフォーマンスフィーとコア・サテライト制度の導入を行うとともに、第三者機関がスマホアプリでコストや運用実績など金融事業者の取り組みの見える化を提案する。

10 日本には回転売買や系列による投資家への利益相反などの構造的問題があり、販売チャネルを多様化や、投資家の金融リテラシー向上を通して、競争的な市場環境が整備されていくべきである。それに加えて、顧客への影響力の大きい銀行や証券会社などの販売会社を通じて投資信託の保有期間を長期化し、手数料水準を下げ、運用収益を上げるよう改善していく。

15 投資信託の主要なコストは、販売手数料、信託報酬であるが、運用年数を超えた場合販売会社に運用パフォーマンスフィーをとる。運用パフォーマンスフィーは、運用目標年数を超えた時に販売手数料と運用収益に応じてフィーを支払う仕組みである。運用年数を達成した場合には新たに運用年数を再設定し、その際にファンドの借り換えや追加購入をする場合販売手数料を割り引く。投資信託の平均保有期間は 3 年未満である<sup>35</sup>ことと、固定費である販売手数料を分散するのに適した年数を考慮し、運用パフォーマンスフィーは運用目標年数 20 10 年以上のものに設定する。将来的には 20 年以上のものに設定できるよう 10 年、15 年くらいで段階的に引き上げていく<sup>36</sup>。

運用パフォーマンスフィーの利点として、以下のことがあげられる。まず、  
25 運用パフォーマンスフィーは顧客資産が増えれば販売者の報酬が増え、運用パ

---

<sup>35</sup>金融庁（2016）「金融レポート」より参考。

<sup>36</sup> 投資信託協会、「第 3 回 長期投資のメリットとは」より参考

投資信託は 1 年投資の場合、運用収益が最高 72.1%、最低▼24.8%で差は 96.9%であるが、10 年投資では最高 22.8%、最低▼3.5%で差は 19.3%に縮まる。そして 20 年投資では最高 20.5%に対し最低でも 4.4%で差は 16.1%となり、最低でもプラスの収益が得られるようになる。

パフォーマンス向上においても顧客と販売・運用会社の両方にインセンティブがある。また投資家にとって長期投資を行う場合、運用パフォーマンスフィーは固定費に当たる販売手数料を低減できるため、米国で人気な残高に対して料金を支払う資産運用管理型よりもコストが低く抑えられる。実際にフィー型に代表されるファンドラップのコストは平均で年間 2.2%であるが、一般の投資信託の場合 1 年目に平均 3.20%程度の販売手数料と毎年の信託報酬が平均 1.52%程度で 4 年を超えて投資を継続する場合、一般の投資信託の方がファンドラップよりも保有コストは低くなる<sup>37</sup>。運用パフォーマンスフィーを課した場合でも、10 年以上の運用となるためファンドラップよりも保有コストは低くなる。そして、保有目標期間を超えた場合に手数料を割り引くことで、期限目前に投資家が運用パフォーマンスフィーの支払いを避けるために借り換えを行うことを防止しながら、投資信託の一層の保有を促すことができる。また、10 年、20 年と目標を設定しなおすことで、ライフステージに応じて資産形成を見直す良い機会になる。

証券会社にとっても、信託報酬に対して運用パフォーマンスに応じた手数料をとるよりも、現行の販売手数料と信託報酬に加えて運用パフォーマンスフィーをとることで新たに収益獲得の機会が増え、金融リテラシーが低い投資家にも安定した資産形成に適した長期運用の投資信託のアドバイスを行うインセンティブが高くなる。さらに、販売会社は系列に関係なく運用パフォーマンスのよい商品を広く取り扱うようになる。これらにより、投資信託保有期間は長期化し、運用収益水準を向上させながら、長期的には回転売買も解消されていくことを望む。

また、同時にコア・サテライト戦略を用いた運用方法も提供していく。コア・サテライト戦略はポートフォリオを組む際に有効な考え方の一つで、運用資産を大きく 2 つに分けて、中心的な部分を長期投資に向けて安定的な運用を図る一方で、残りの一部では比較的高いリターンを目指して資金の回転率を高めて運用する仕組みとなっている。また、長期保有を目的とするコア部分を DC や NISA、ETF で運用していくこともできる。まずコア・サテライト制度を導入し

---

<sup>37</sup>金融庁（2016）「金融レポート」より参考

長期投資への機会を提供し、将来的にはコア・サテライトのコア部分ですべて運用されるようにしていく。

5      コア・サテライトの利点はコア部分では、すべての資金が3年程度の短期で保有させることを回避でき、初めから多くの資金は長期で保有される。サテライト部分では分配金が欲しい、毎月利益を獲得したいという投資家のニーズに応えられる。これにより、現行の顧客の利益へのニーズに応える体制を保ったまま、長期投資の導入とそれに伴う運用収益の改善が見込まれる。

10      最後に、投資家にむけて第三者機関がスマホアプリでコストや運用実績など販売会社の取り組みの見える化をする。運用パフォーマンスフィーは販売会社に有利な環境を冗長するリスクをはらんでいるため、顧客本位の営業が行われているかについて販売会社への評価・監督の強化が必要になる。ここでは将来的に投資家のリテラシー向上が期待できる投資家目線での評価を提案する。

15      わかりやすくデザイン性のあるもので、目論見書や運用報告書を要約し、専門用語の少なく、重要箇所が見やすいものにする。また、保有投資信託のコスト、リスク・リターン、投資先に関して一目でわかるようにする。

20      同時に、第三者機関による情報の提供では情報に偏りが出てしまう可能性がある。それを補完するために、投資家が販売会社や投資信託の情報交換を行う場も提供することで、容易に投資信託を比較することが可能となる。このような場では第三者機関や証券会社の顧客に対する不都合な情報に左右されずに、投資家目線での情報が得られる<sup>38</sup>という利点がある。これにより、販売・運用会社は商品・サービスを改善し、競争が促進され、手数料を下げたり、運用パフォーマンスを向上させたりと、顧客に合わせたサービスの提供において市場の環境整備が行われる。

25      運用パフォーマンスフィー、コア・サテライト制度の導入により、販売会社を通じて投資信託の保有期間を長期化し、運用収益を上げていく。また金融事業者の取り組みの見える化により、商品選択の多様化や手数料水準の低下を促

---

<sup>38</sup>井上実（2009）「クチコミ・マーケティングの視点から見たネット・コミュニティ」より参考。



し、競争的な市場環境を整備していく。これらにより新しい販売体制は確立されていくと私たちは考える。

## 5 終章

本論文では、序章から家計の資産形成手段として投資信託は注目されているものの未だに普及が進んでいないという問題に向き合ってきた。家計の資産形成のうちでは、預金の代替物としてリスクが低くリターンは安定している商品が求められ、私たちはそれが投資信託であるということを根底に置き議論を進めた。

まず第1章では投資信託の概要について述べ、そこから投資信託の望ましいあり方は、①インデックス運用、②リスクを避け長い目で利益を生めるバスケット型商品、③長期で保有し続ける積立利用、④リテラシーがない者にも簡単であるというこの4点であると示した。続く第2章ではそのあり方の実現に必要な要素の日本の現状について述べた。その要素としてはDCとNISAという非課税を生かした投資信託の利用促進、販売会社の業務形態、日本人の金融リテラシー、ETFという注目されてきている商品といった5つを挙げて日本の現状を検討した。そして、第3章では第2章で述べた日本の現状に合わせ先進国である米国や英国と比較していくことで、より日本の投資信託が進んでいないという現状を述べた。日本の投資信託が進んでいない課題について第4章では考察していった。課題としてDCの普及とそれに合わせた運用方法の改善、NISAの期間の短さと普及率の低さ、日本らしい顧客本位の運用、販売体制、学習時間と学習内容の改善、ETFの普及という5つの観点から考察していき、これに対する提案を第5章では述べてきた。

私たちはこの提案が「貯蓄から資産形成へ」といわれている世の中で投資信託というものの存在価値を高め、多くの人の資産形成に役立つことを期待したい。

## 参考文献

### 書籍文献

・朝倉智也（2016）『図解 初めての確定拠出年金（お金のきほん）』学研プラス

5 ・高橋元（2017）『おカネとどう向き合うか：金融リテラシーを身に付ける「おカネの学校」』金融財政事情研究会

・蛭山昌一（1999）『投資信託と資産運用：成長への戦略と課題』日本経済新聞社

### 10 Web 文献

・井上実（2009）「クチコミ・マーケティングの視点から見たネット・コミュニティ」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<http://minoru-inoue.a.la9.jp/kuchikomi2009.pdf>

15 ・今井幸英（2012）「日本の ETF の現状と課題」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<http://www.camri.or.jp/files/libs/759/201703301841001199.pdf>

・運営管理機関連絡協議会（2017）「確定拠出年金統計資料」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_toukei\\_2016.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf)

20 ・大崎貞和（2018）「日本の金融・資本市場の課題～金融構造の変革は実現するか？～」 （最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<http://fis.nri.co.jp/~media/Files/knowledge/media/2018/camri201801.pdf>

25 ・大橋善晃（2011）「英国における金融教育の最新事情」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1107\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1107_01.pdf)

・株式会社インテージ（2016）「国民の NISA の利用状況等に関するアンケート調査（2016 年 2 月）」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20161021-1/01.pdf>

30 ・株式会社野村資本市場研究所（2016）「海外 ETF 市場の発展と規制上の課題」

(最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160921/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160921/02.pdf)

・金融広報中央委員会 (2016) 『『金融リテラシーの調査』の結果』 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

[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)

・金融庁 (2016) 「金融審議会『市場ワーキング・グループ』(第 5 回) 議事録」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

10 [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/gijiroku/20160921.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/gijiroku/20160921.html)

・金融庁 (2016) 「金融レポート」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

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

15 ・金融庁 (2016) 「資産運用の高度化と金融モニタリング」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

<http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5606/01b.pdf>

・金融庁 (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②)」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

20 [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160802/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160802/02.pdf)

・金融庁 (2017) 「金融レポート」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>

・金融庁 (2017) 「顧客本位の業務運営に関する原則」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

25 <https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>

・金融庁 (2017) 『『顧客本位の業務運営に関する原則』の定着に向けた取組み』 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/03.pdf>

30 ・金融庁 (2017) 「つみたて NISA について」 (最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-1/03.pdf>

・金融庁（2018）「NISA 口座の利用状況調査」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-1/02.pdf>

5 ・金融庁（2018）「NISA（一般・つみたて）の現状」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-1/01.pdf>

・栗原久（2014）『『海外における金融経済教育の調査・研究』報告書』（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

10 [http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/k\\_report.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/k_report.pdf)

・厚生労働省（2012）「企業型年金加入者掛金について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kigyoud/1/kigyoud-03.pdf>

15 ・厚生労働省「確定拠出年金制度」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/index.html>

・厚生労働省「確定拠出年金における運用の改善について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

20 [https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf)

・小沼泰之（2017）「ETF の現状と今後の展望について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<http://www.camri.or.jp/files/libs/940/201709111547282055.pdf>

25 ・小森卓郎（2018）「家計の資産形成等を巡る状況と課題」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu0000033ry6-att/20180126\\_2.pdf](https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu0000033ry6-att/20180126_2.pdf)

・財務省（2017）「平成 29 年度税制改正」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

30 [https://www.mof.go.jp/tax\\_policy/publication/brochure/zeisei17\\_pdf/zei](https://www.mof.go.jp/tax_policy/publication/brochure/zeisei17_pdf/zei)

[sei17\\_01.pdf](#)

・財務省（2018）「平成 30 年度税制改正（租税特別措置）要望事項」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[https://www.mof.go.jp/tax\\_policy/tax\\_reform/outline/fy2018/request/fsa/30y\\_fsa\\_k.pdf](https://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2018/request/fsa/30y_fsa_k.pdf)

5

・杉田浩治（2011）「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—」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf)

10

・杉田浩治（2012）「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1205\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1205_01.pdf)

・杉田浩治（2015）「米国のフィナンシャル・プランナー—その現況と新しい動き—」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1509\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1509_01.pdf)

15

・杉田浩治（2016）「投資信託の販売をめぐる世界の動向」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf)

・杉田浩治（2017）「拡充をつづける世界の ETF（その現況と成長の背景、今後の展開）」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

20

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1701\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1701_01.pdf)

・杉田浩治（2018）「投資信託の制度・実態の国際比較（第 3 部）」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1801\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1801_01.pdf)

25

・関雄太（2006）「米国における投信マーケティングの潮流とホールセラー」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2006/2006spr12.pdf>

・総務省統計局（2018）「人口推計」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[https://www.e-stat.go.jp/stat-](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200524&tstat=000000090001)

<search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200524&tstat=000000090001>

30

[https://www.e-stat.go.jp/stat-](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200524&tstat=000000090001&cycle=1&year=20180&month=24101210&tclass1=000001011678)

- ・ダイヤモンド・オンライン（2017）「『日本のETF市場』は”伸び代”が非常に大きい」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://diamond.jp/articles/-/133776>
- 5    ・ダイヤモンド・オンライン（2017）「米国でETFを購入しているのは、5割以上が個人投資家という現実」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://diamond.jp/articles/-/133496>
- ・ダイワ上場投信「ETFについて」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<http://etf.daiwa-am.co.jp/instruction/0202.html>
- 10    ・投資信託協会（2014）「投資信託に関するアンケート調査報告書」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2014/>
- ・投資信託協会（2018）「投資信託に関するアンケート調査報告書」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2017/>
- 15    ・投資信託協会 HP「投資信託の仕組み」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>
- ・東証マネ部！（2017）「世界の残高の7割！米国で『ETF』が大人気のワケ」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://money-bu-jpx.com/news/article007017/>
- 20    ・東証マネ部！（2017）「ETF が買いやすくなる『マーケットメイク』とは？」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://money-bu-jpx.com/news/article006961/>
- ・東証マネ部！（2017）「『ETF』と『投資信託』、上手な使い分け方は？」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://money-bu-jpx.com/news/article001995/>
- 25    ・東証マネ部！（2018）「ETF マーケットメイク制度スタート！制度開始後1か月の検証」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）  
<https://money-bu-jpx.com/news/article011462/>
- ・永沢裕美子（2017）「投資信託の現状と課題～長期の資産形成のために～」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）
- 30

<http://www.camri.or.jp/files/libs/980/201711081720145393.pdf>

・丹生健吾・荒井友里恵（2017）「つみたて NISA の制度概要と今後の NISA 制度のあり方について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<http://www.camri.or.jp/files/libs/963/201710061343223478.pdf>

- 5 ・日興アセットマネジメント株式会社「ETF と投資信託、株式の違い」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.nikkoam.com/products/etf/about/difference>

・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について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

- 10 <https://www.boj.or.jp/statistics/dl/depo/tento/tel81017.pdf>

・日本銀行福岡支店（2017）「金融リテラシー調査の概要—九州・沖縄の特徴—」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www3.boj.or.jp/fukuoka/public/literacy2016.pdf>

- 15 ・日本経済新聞（2017）「ETF の認知度、前年比 1 ポイント増の 26% 確定拠出年金に見劣り」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.nikkei.com/article/DGXLZ021725960Z20C17A9DTA000/>

・日本証券アナリスト協会（2017）「日本の資産運用業界への期待」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20170407/01.pdf>

- 20 ・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制等の実態調査』報告書」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai\\_houkokusyo\\_160623.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai_houkokusyo_160623.pdf)

- 25 ・日本証券業協会（2018）「『職場積立 NISA』について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[http://www.jsda.or.jp/sonaeru/oshirase/shokubatsumitate\\_nisa.html](http://www.jsda.or.jp/sonaeru/oshirase/shokubatsumitate_nisa.html)

・日本証券業協会（2018）「職場積立 NISA のご案内」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

- 30 <http://www.jsda.or.jp/sonaeru/content/leaf.pdf>

- ・日本電子計算株式会社 (2016)「ETF への期待と課題～想定 2020 年の ETF へ」  
(最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)  
<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00217>
- ・日本取引所グループ東京証券取引所 (2016)「今後の ETF 市場について」(最  
5 終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160921/01.p  
df](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160921/01.pdf)
- ・野村亜紀子 (2006)「米国の投信手数料体系の多様性について」(最終アクセ  
ス日 2018 年 10 月 22 日)  
10 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2006/2006sum14.pdf>
- ・野村證券「企業型と個人型の違い」(最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)  
<https://dc.nomura.co.jp/business/individual/diff.html>
- ・原田喜美枝 (2014)「わが国上場投資信託市場の現状と課題：主要国との比較  
を通じて」(最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)  
15 <https://www.shintaku-kyokai.or.jp/archives/007/seikaronbun3502.pdf>
- ・服部考洋 (2012)「発展が著しいわが国投資信託ビジネスのオープン・アーキ  
テクチャ化」(最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日)  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012spr02web.pdf>
- ・舞田浩二 (2010)「日本の ETF 市場の発展、これからの課題と展望」(最終ア  
20 クセス日 2018 年 10 月 22 日)  
[https://www.saa.or.jp/journal/eachtitle/pdf/tokusyu\\_101101\\_3.pdf](https://www.saa.or.jp/journal/eachtitle/pdf/tokusyu_101101_3.pdf)
- ・三井住友銀行「確定拠出年金とは(個人型と企業型)」(最終アクセス日 2018  
年 10 月 22 日)  
<http://www.smbc.co.jp/kojin/401k/kakutei/>
- ・三井住友トラスト・アセットマネジメント「職場積立 NISA」(最終アクセ  
25 ス日 2018 年 10 月 22 日)  
<http://www.smtam.jp/nisa/workplace/>
- ・三菱 UFJ 信託銀行 (2016)「進化する資産配分戦略」(最終アクセス日 2018 年  
10 月 22 日)  
30 [https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201610\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201610_1.pdf)



・三菱 UFJ 国際投信株式会社（2018）「『つみたて NISA』1 万人認知度調査の結果について」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kigyoudl/kigyoudl-03.pdf>

- 5 ・横山淳（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則の公表 フィデューシャリー・デューティのプリンシプル」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170517\\_011979.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170517_011979.pdf)

- 10 ・りそな銀行「『確定拠出年金(401k)』とはどんな制度？」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

<https://www.resona-tb.co.jp/401k/begin/what-is-401k.html>

・EY 総合研究所株式会社（2016）「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」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

- 15 <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

・HMRC（2018）「Number of ISAs, amounts subscribed to each component and average subscription per account by tax year」（最終アクセス日 2018 年 10 月 22 日）

- 20 [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/737084/Table\\_9.4\\_Published\\_August\\_2018.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/737084/Table_9.4_Published_August_2018.pdf)