

平成 2 9 年度 証券ゼミナール大会

5

第 2 テーマ A ブロック

「資産形成手段としての投資信託」

10

立教大学 三谷ゼミナール
生方班

15

生方遼 後藤優京

笹森祐輝 櫻木美希

滝澤慶基 森田由香

目次

	はじめに	3
	第1章 資産形成手段としての投資信託とは	4
5	第1節 投資信託の歴史	4
	第2節 現行の投資信託の仕組み	6
	第3節 本来あるべき投資信託	8
	第4節 日本における投資信託	10
	第2章 諸外国との比較	12
10	第1節 米国の投資信託制度	12
	第2節 英国の投資信託制度	21
	第3章 投資信託の現状と問題点	25
	第1節 見えない現状	26
	第2節 コスト構造	31
15	第3節 確定拠出年金と投資信託	36
	第4章 提言	40
	第1節 投資信託情報のクリア化	40
	第2節 確定拠出年金における取扱商品の自由化	43
	第3節 手数料の最小化	45
20	おわりに	47
	参考文献	48

はじめに

近年の日本では、人口減少や少子高齢化の進行により今までのような社会保障を国民一人一人に対して保証することが難しい状態に向かいつつあると考えられ、今後の個人資産の形成には更なる自助努力が必要となっている。日本では 2001 年小泉内閣で「貯蓄から投資へ」を方針として明確に取り上げられ¹てから、投資的要素だけではなく、貯蓄的要素も兼ね備えている投資信託の普及が行われてきた²が、依然として日本の個人資産のうち約 52%は預貯金であり、投資信託はわずか約 5%に留まり理念が浸透しているとは言い難い³。このような現状を受けて金融庁は 2016 年に「平成 27 事務年度金融レポート」を¹⁰発表し「貯蓄から資産形成へ」という新たな理念の下長期・積立・分散を通じた資産形成の必要性を前面に打ち出した。これまでの販売側の利益ばかりを求めた商品ではなく顧客本位の商品設計を証券会社等の資産運用業種に呼び掛けることによって投資家と販売側の相互理解を図ろうとしている。

本稿では、資産形成手段としての投資信託の本来あるべき姿とは何かを考察しながら、投資家が投資信託を資産形成手段として選択できる環境を作るための方策を提言したい。¹⁵

第 1 章では投資信託の歴史、仕組みを述べた後、本来あるべき投資信託の姿を考察し、日本における投資信託を述べる。次に第 2 章では日本の投資信託に影響を与えてきた米国と英国の投資信託制度について考察する。そして、第 3 章で日本における投資信託が資産形成手段と成り得ていない現状と問題点を述べ、第 4 章でそれらの問題点を解決し「貯蓄から資産形成へ」を実現するための解決策を提言する。²⁰

¹ 小池拓自（2009）84 頁を参照されたい。

http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_999588_po_070404.pdf?contentNo=1&alternativeNo

² 三谷進（2003）35 頁を参照されたい。

http://www.biz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no4_2/MITANI.pdf

³ 日本銀行調査統計局（2017）1 頁を参照されたい。

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>

第 1 章 資産形成手段としての投資信託とは

第 1 節 投資信託の歴史

日本の投資信託の歴史は 1951 年 6 月の証券投資信託法が施行され、当時の
5 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
に遡る⁴。戦後復興のための資金調達や財閥解体によって停滞していた国内株
式市場を活性化させる手段として誕生した投資信託は、日本経済の移り変わり
と共に変動してきた。1951 年の投信発足時には、株式という無期限で価格変
10 動の大きい証券を組み入れるにも関わらず、短い償還期限を設けた「単位型株
式投信」という国際的に珍しい商品でスタートした⁵。1950 年代まで国内株式
に限定されていた投資信託は、その後 1961 年の高度経済成長の中で、社債を
発行して資金調達を試みた企業に、設備投資の資金を供給する目的で公社債投
信が誕生し、1960 年代には国内債券、1970 年代には海外証券まで投資対象
15 が拡大された。1980 年代には中期国債ファンドが高度経済成長から安定成長
に移行していく中で発生した税収不足を補うため、国が大量に発行した中期国
債への資金供給という目的の下で生まれた。さらに為替変動リスク低減のため
の先物予約も行えるようになり、1995 年にはデリバティブの利用が認められ
るようになった⁶ことで投資信託の中で元本の何倍もの資金を運用することが
20 可能となった。日本の投資信託ファンドはこのように市場活性化のための手段
として発展してきた。

⁴ 投信資料館 HP「投資信託の歴史（1930 年～1959 年）」を参照されたい。

<https://www.toushin.com/beginner/history/history-1950/>

⁵ 杉田浩司（2011）6 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf

⁶ 日本証券経済研究所（2016）235 頁を参照されたい。

制度面ではファンドが増えるとともに投資家を保護する制度が整備されつつある。過去 60 年間で投信法制において最も大きく変化した事柄は、資産運用者としての投信委託業務の位置づけである。投信委託業務は証券会社の兼業業務としてスタートし、「利益相反抑止」の趣旨などから 1950 年に一時証券会社から分離されることで投信委託会社の独立性の確保が強く意識されるようになった⁷。1990 年代後半の金融ビッグバンの下で、再び証券会社が投信委託業務を行うことが可能となったが、現行の金融商品取引法においては、投資運用業の登録を受けた金融商品取引業者のみが投信委託業務を行うことができる⁸。また、「昭和 40 年不況」の 1965 年に発生した単位型投信の額面割れ償還などに対する社会的批判を踏まえて 1967 年に大規模な投信法改正が行われた。投信委託会社の「受益者への忠実義務」、「ファンド内容のディスクロージャー義務」、「組み入れ証券に係る株主権行使」の規定が盛り込まれた⁹。これらは、「金融サービス業務における利用者保護の徹底の先駆け」となったものと評価できる。また、2013 年には金融審議会の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」が 2012 年 12 月にまとめた報告書の結論に沿って金商法・投信法が改正され、2014 年夏には政令・内閣府令および自主規制の変更が行われ、2014 年 12 月から所謂 14 年改革が実施する運びとなった。この改革によって「リスク規制の導入」、「ディスクロージャーの改善」、「投資家ごとへのトータルリターンの定期通知制度」などが取り入れられ、投資信託自体が顧客本位へと変容を始めている¹⁰。

近年では NISA や確定拠出年金が導入され、2017 年 9 月現在の投資信託設定額の総合計は 7 兆 1,271 億円、純資産総額は前月末に比べ 2 兆 6,001 億円

⁷ 杉田浩司（2011）4 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf

⁸ 金融商品取引法第 29 条を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/>

⁹ 杉田浩司（2011）4 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf

¹⁰ 杉田浩司（2014）4 頁を参照されたい。

<http://www.camri.or.jp/files/libs/490/201703281209313373.pdf>

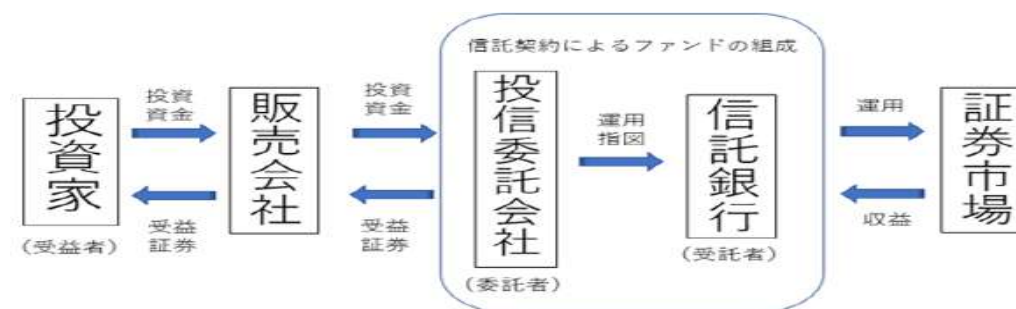
増加し、月末には 105 兆 2,320 億円となった¹¹。投資信託は設立当初から現在にかけて対象商品を拡大することで広がりを見せ、諸制度の開発で投資初心者レベルでも参入しやすい資産運用手段の一つとしての役割を果たしているが、未だ問題点は存在するため改善の必要がある。

5

第2節 現行の投資信託の仕組み

投資信託協会は、投資信託を「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」¹²と定義している。手数料などのコストが上乗せされるが、比較的少額からの購入が可能で、専門家による代理運用のため高度な金融リテラシーを必要としないこと、株式や債券への分散投資によってリスクを分散できることなどから、投資初心者でも購入しやすい商品であると考えられる。

15 図1 投資信託の仕組み



出所：大村敬一・俊野雅司（2014）352 頁より筆者作成

¹¹ 投資信託協会 HP「統計データ投信概況」（2017/09）を参照されたい。

<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

¹² 投資信託協会 HP「そもそも投資信託とは？」を参照されたい。

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

次に投資信託の中でも特に注目すべき商品を4つ提示する。1つ目はETFである。ETFとは「Exchange Traded Funds」の頭文字を取ったもので、証券取引所に上場し、株価指数などに代表される指標への連動を目指す投資信託である。インデックスファンドが金融商品取引所に上場しているようなイメージであり、投資家の判断において金融商品取引所の取引時間内で株式と同様に相場の動きを見ながら売り買いができる¹³。米国では確定拠出年金等での利用も含め、個人に使われているだけでなく、43%の機関投資家が資産の10%以上をETFに投資しており、機関投資家の間でもETFが広く使われている¹⁴。

2つ目はMMFである。正式名称は「マネー・マネジメント・ファンド」と呼ばれ、投資信託の一つである。日本のベースとなった米国のマネー・マーケット・ミューチャル・ファンドは、1971年にアメリカで誕生した投資信託であり、主に政府発行の短期証券や企業のコマーシャル・ペーパー等の短期金融商品を、安定した利回りで運用する商品である。一方、日本のMMFは、1992年より販売が始まった円建ての商品である。米国のMMFと比べると自由度が高く、短期金融商品だけでなく中期債なども投資対象に含まれている。投資信託の中では比較的安全性が高い商品であるため、安定した運用収益を確保するための、低リスクの投資信託であると言われる。

3つ目はNISAである。NISAは日本在住の20歳以上が対象となる「少額投資非課税制度」で、年間120万円、5年間で600万円が非課税対象となる。通常の口座と違い値上がり益や普通分配金を非課税で運用できるという大きなメリットがある。社会保障対策や投資と消費の拡大を目指して導入されたNISAはライフサイクルに合わせた投資や若年者層の投資拡大に貢献すると考えられる。また、2018年1月からは年間40万円で20年間積立投資を行うこ

¹³ 日興アセットマネジメント HP「ETFとは？」を参照されたい。

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

¹⁴ 日本取引所グループ東京証券取引所（2016）7頁を参照されたい。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160921/01.pdf

とが可能となる積立 NISA が導入される。積立 NISA は対象となる商品が制限され、「ノーロード」「信託報酬が低い」「頻繁に分配金が支払われない」などの法令上の条件により長期・積立・分散投資を安定的に行える顧客本位の商品に非課税で投資することが可能となる¹⁵。

- 5 4 つ目は直販投信である。直販投信とは、投資信託は通常商品を運用する会社と販売する会社に分かれているところ、運用会社が販売会社を通さずに投資信託を直接販売する業態で、具体的には「さわかみ投信」「ありがとう投信」「セゾン投信」「鎌倉投信」などがある¹⁶。販売会社を通さないため基本的にノーロードであり信託報酬も低めに設定されていることや、運用情報などの情報
- 10 報が豊富であるなど利点が多い。直販投信では、そのコンセプトに共感して購入する投資家が多く、簡単には解約しない¹⁷。そのため株価が崩れても、解約連鎖による繰り上げ償還の心配はほとんどないと言われている¹⁸。

第3節 本来あるべき投資信託

- 15 この節では投資信託の本来あるべき姿を考察する。投資信託はその他の運用方法と違い不特定多数の投資家に少額から資金を集め第三者が運用・管理を行うため、金融リテラシーの有無に関わらず一般家計の投資家でも参入しやすい身近な資産運用手段であるといえる。そのため、投資信託は身近な運用手段として投資家のライフサイクルに合わせた資産形成を長期的に支える役割を担う
- 20 必要がある。一般的に若年者層は貯蓄があまり多くないが退職までの期間が長く、就労機会・所得向上機会が豊富であるのでリスク性の高い商品を比較的容

¹⁵ 金融庁 HP「つみたて NISA 早わかりガイドブック」を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/guide/index.html>

¹⁶ 日本経済新聞（2011/02/07）を参照されたい。

¹⁷ セゾン投信 HP「独立系直販投信とは？」を参照されたい。

<http://xn--mck3aj9b7a3pb7e.com/entry2.html>

¹⁸ 同上。

易に投資できる。一方、年を重ねるにつれて就労機会や所得向上機会などが減るため、高齢者層はリスク性の高い商品を控えるようになる。投資家それぞれが現状に合った投資信託を購入しポートフォリオを構築し直しながら運用していくことが望ましい。

- 5 長期保有における収益性の安定について、図2は、過去40年間の東京証券取引所1部上場銘柄全体の年当たり投資収益を投資期間別に見たものである。
- 1年投資の場合は最高72.1%、最低マイナス24.8%より、その開きは96.9%にも及んでいる。一方、10年投資では最高22.8%、最低マイナス3.5%の開きに縮まる。そして、20年投資では最高20.5%に対し最低プラス4.4%で最高と最低の開きは16.1%となり、さらに30年保有すると最高12.8%、最低プラス6.8%より開きはわずか6.0%となる。つまり、長期になるほど収益が安定化しているといえる。これは、株式運用を実施している投資信託において同様であると考えられる。また、長期間投資を続けていると、途中に発生する利子や分配金などを再投資することができ、それらにも利息をつけることができる。このように長期投資は複利の効果を最大限に取り込むことが可能である。収益性の面からも長期保有は望ましいといえるのではなかろうか。

図2 投資期間別に見た株式投資の年平均収益率



- 20 出所：投資信託協会 HP「第3回 長期保有のメリットとは」
https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

投資信託協会の「投資信託に関するアンケート調査報告書」¹⁹によると投資信託保有未経験層の投信非購入理由は「興味がない」が最も高く 48%の人達が関心を寄せていない。しかし、逆に 52%の人達は、興味関心はあるが何らかの理由で購入に至らないでいると言える。たとえ投資信託を購入したとしても正しい理解がなされない限り資産形成手段として定着することはないだろう。投資信託は家計にとって資産形成手段として商品性・リスク・コストなどを理解した上で購入できる透明性の高い商品が理想の姿ある。このことより、興味を持った 52%が商品性を適切に理解しスムーズに購入まで進める環境が必要ではなかろうか。また、興味がない 48%に関しても生活の一部に投資信託があることで、投資信託が資産形成手段として必ずしも選択されないことはあるかもしれないが、国民全員に関心を持ってもらえるような浸透率にあることが理想である。

第4節 日本における投資信託

金融庁は「貯蓄から資産形成へ」の旗を強く振り続けている²⁰。さらに平成28 事務年度金融行政方針において「国民の安定的な資産形成を実現する資金の流れへの転換」が基本方針として明記されている²¹。具体的には、家計における長期・積立・分散投資の促進や金融機関等における顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティ）の確立・定着、機関投資家（年金基金等）における運用の高度化である²²。私たちは2 点目の顧客本位の業務運営に焦点を当てて議論を進めていく。

¹⁹ 投資信託協会（2016）「投資信託に関するアンケート調査報告書」39 頁を参照されたい。

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/>

²⁰ 日本経済新聞（2017/01/13）を参照されたい。

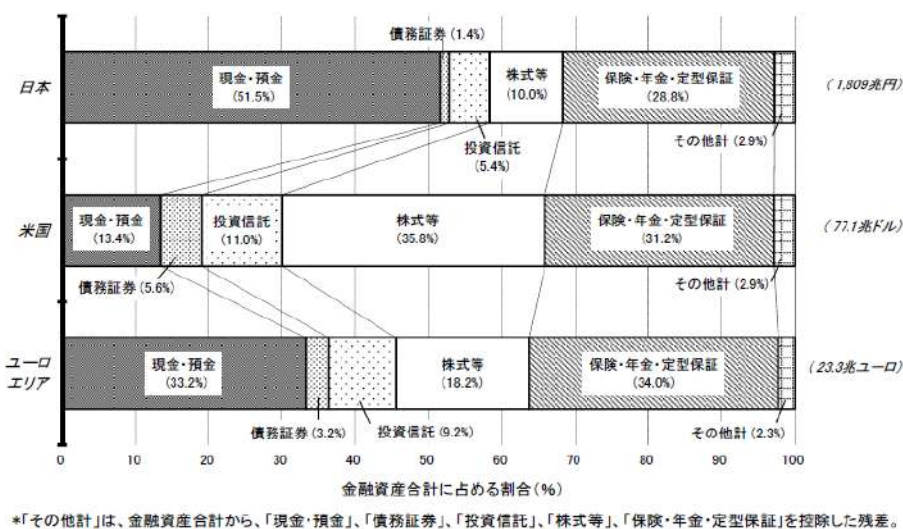
²¹ 金融庁（2016）2 頁を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-3.html>

²² 同上 10.11.12 頁を参照されたい。

- 投資信託は、「少額から購入可能」「分散投資が可能」「専門家による代理運用」という特徴を持ち、NISA や確定拠出年金制度など政府による政策が長期に渡って行われていることから資産形成手段の1つとして主力な商品になり得ると考えられる。しかし、これまでのところ日本の家計における金融資産構成に大幅な変化は見られず、図3からわかるように米国、ユーロエリアと比較してもその割合は低い。2017年3月時点では、家計金融資産の総額は約1809兆円である²³。図3よりその内訳をみると、現金・預金が51.5%、保険などが28.8%、株式等が10.0%、投資信託が5.4%となっている。諸外国と比べても、日本は預金の割合が最も大きく、株式や投資信託の割合は小さい。
- このことから、家計金融資産の多くの割合がリスク性の低い安全資産で占められており、リスク性の高い商品は低い割合となっている。

図3 家計の金融資産構成



- 15 出所：日本銀行調査統計局（2017）2 頁

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

²³ 日本銀行調査統計局（2017）2 頁を参照されたい。

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

さらに、年齢別の投信保有比率を米国と比較すると図4の通りである。日本は全ての年齢層合計において保有比率が米国を下回っているが、特に若年層の保有比率が低いことが目立つことがわかる。65歳以上では米国の3分の1程度であるが、35歳未満では米国の10分の1以下である。このことから日本において投資信託が浸透しているとは未だいえない状況にある。若年層の保有率の低さは、日本の投資信託制度が金融リテラシーの有無に関わらず利用しやすいものになっていないことが原因ではなかろうか。第2章以降では、諸外国で成功と呼べる制度を取り上げながら、日本の問題点を明らかにしていく。

10 図4 年齢別の投信保有率

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

出所：杉田浩治（2016）3頁

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf

15 第2章 諸外国との比較

アメリカの401(k)プラン、英国のISAが日本の投資信託制度に影響を与えたため、ここでこの2カ国の投資信託制度について言及する。

第1節 米国の投資信託制度

まず米国の投資信託制度を取り上げる。1920年代初頭に英国の投資信託制

度が導入され、はじめは主に借り入れや社債発行によりレバレッジを効かせた運用を行えるクローズドエンドや企業型ファンドであった。クローズドエンドとは社債発行が認められており、ファンドによる持分の買い戻しが行われず、取引所等において需給を反映した価格に基づいて持分の売り買いが行われるタイプのものである²⁴。

世界恐慌前の 1929 年初めにおける米国ファンド全体の資本構成は、普通株 3.37 億ドル、優先株 4.39 億ドル、社債 2 億ドル、その他 0.58 億ドル、合計 10.34 億ドルとなっており²⁵、普通株に対し 3 倍程度のレバレッジを効かせていた。そのためファンドの純資産価格は 1929 年 10 月に至る市況上昇時には株価を大幅に上回る値上がりを示した一方、その後ダウ平均株価が 1929 年から 1932 年にかけて 10 分の 1 になり、株価以上に大暴落した²⁶。

クローズドエンド型であるファンドの持分は証券取引所で需要・供給を反映した価格で取引されていたため、恐慌前の市況活況時にはファンド純資産価格を上回るプレミアム付き価格で取引されていたが、株価暴落後は一転して純資産価格を下回るディスカウント価格で取引されることとなった。

このようにレバレッジ作用の加わったファンド純資産価格の暴落、プレミアム付きからディスカウント価格へのファンド取引価格の変動という事態を踏まえて行われた米国証券取引委員会の調査・分析に基づき、1940 年に投資会社法が制定された。この法律では以前に主流であったクローズドエンド型だけでなく、社債発行が禁止されており、ファンド持分の追加発行及び買い戻しが純資産価値により常時行われるオープンエンド型ファンドも取り込んだ。そしてオープンエンド型ファンドにおいては社債発行、つまりレバレッジ投資を禁止するとともに、投資家が常時ファンドの純資産価値で換金できるよう義務付け

²⁴ 杉田浩治(2015)、4 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

²⁵ 江口行雄(1961)、114 頁を参照されたい。

²⁶ 杉田浩治(2015) 4 頁を参照されたい。

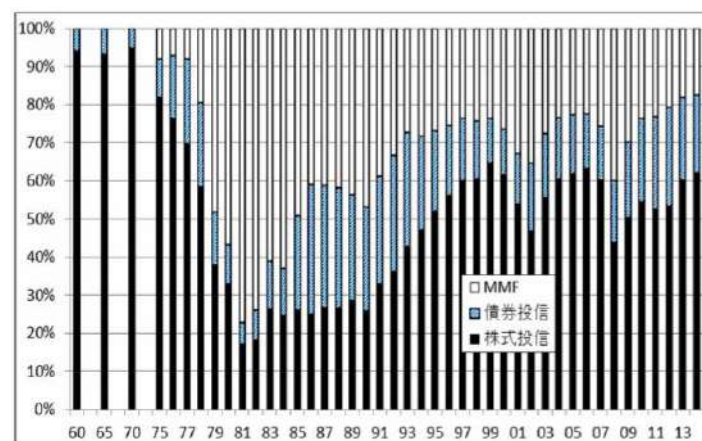
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

た。元 ICI 理事長フィンク氏は、オープンエンド型ファンドの「レバレッジなし、いつも純資産価値で換金可能」という特性は投資家に安心感を与え、米国投信発展の大きな原動力になったと言及している²⁷。

1971 年に MMF の第 1 号と言われるリザーブファンドが発足した。この商品により新規顧客流入が促進され投資信託普及の先駆けになった²⁸。

さらに 1976 年には地方債の免税措置を活用した免税地方債ファンド、米国で初めて公募されたインデックスファンド、そして 1993 年には米国発の ETF が上場した。このように 1970 年代以降商品のラインナップが急速に充実し、投資家の多様なニーズに対応できるようになったのである。1960 年以降のファンドの投資対象別の商品構成の変化を示したものが図 5 である。

図 5 米国投信の商品別構成の変化



出所：杉田浩司（2015）9 頁

15 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

株価が長期低迷した 1970 年代には株式投信の残高が大きく減少し、投信全

²⁷ Matthew Fink(2011)17 頁を参照されたい。

<https://global.oup.com/academic/product/the-rise-of-mutual-funds-9780199753505?cc=jp&lang=en&>

²⁸ 杉田浩司（2015）10 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

体に占める株式投信の比率は 1970 年末の 95%から 1981 年末には 17%にまで落ち込んだ。しかし 1980 年前後の短期金利の急上昇時には MMF に大量の資金が流入し、1981 年末には米国投信全体に占める MMF の比率が過去最高の 77%になった。その後 1982 年から 1986 年にかけて長期金利が 13%台から 7%台へ低下した²⁹。債券価格が上昇した時には債券投信の残高が増加し、1986 年には投信全体に占める債券投信の比率が過去最高の 34%に達した。そして米国株価が 1982 年から長期上昇に転じたことを受け、株式投信残高が 1990 年末の 2,756 億ドルから 1999 年末に 4 兆 4,207 億ドルへと 16 倍増加³⁰し、1990 年代は一貫して株式投信が急成長したと言えよう。2000 年代になると株式投信は IT バブルの崩壊、2008 年のリーマンショックなどにより一時的な打撃を受け、特に 2008 年には 1 年間で残高が 42%減少するに至ったが、その後の株価回復とともに堅調な伸びを示し、2014 年末の株式投信残高は 9 兆 4,900 億ドルと、リーマンショックのあった 2008 年比でも 2.2 倍に増加した³¹。

15

図 6 10 年単位で区切った米国長期投信の成長倍率と株式収益率の関連

²⁹ 杉田浩治(2015) 8 頁を参照されたい。

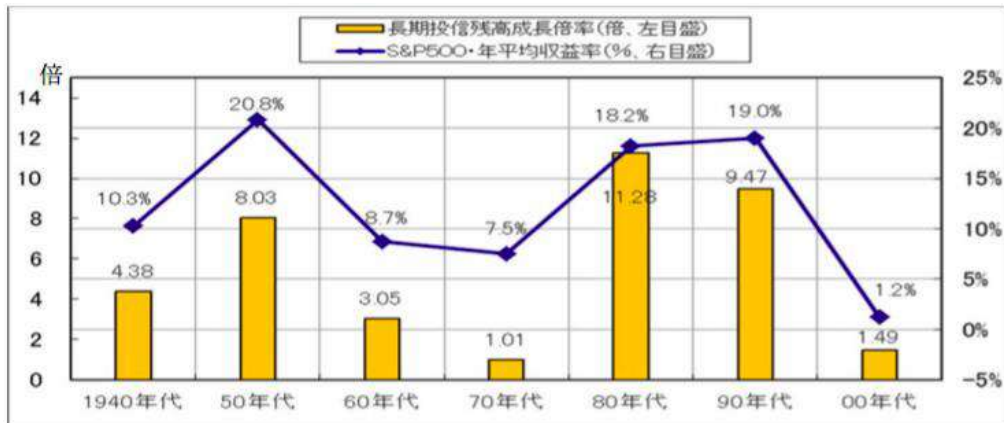
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

³⁰ 杉田浩治 (2015) 8 頁を参照されたい

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

³¹ 杉田浩治(2015) 8 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf



出所：杉田浩司（2015）3 頁

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

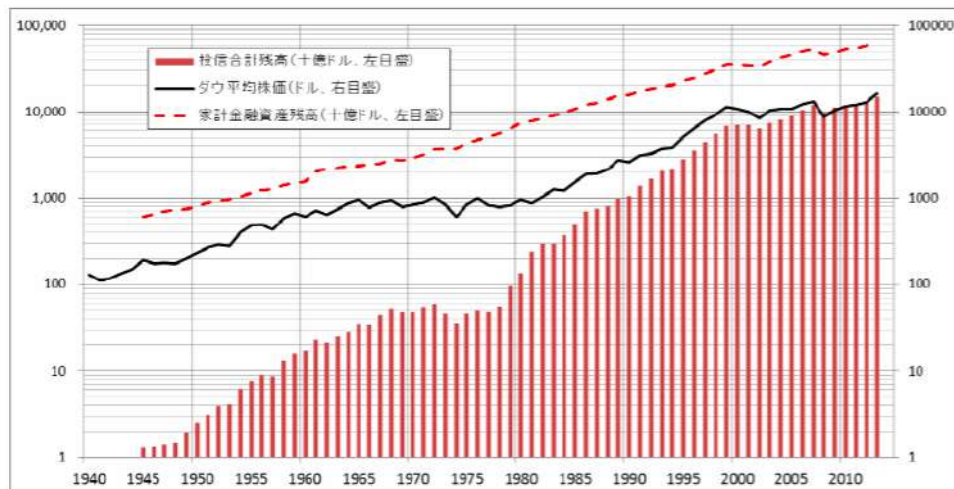
5 MMF を除いた長期ファンド（株式ファンド、債券投信、バランスファン
ド）の成長度を 10 年単位で区切って株式収益率の変化と比較したものが図 6
である。前述の通り、株価の長期低迷が続いた 1970 年代、IT バブルの崩壊
とリーマンショックの打撃を受けた 2000 年代は投信残高の伸びが著しく減少
しているため、米国投信の成長は株式収益率に大きく左右されることがわか
10 る。一方、債券投信はリーマンショック以降根強い人気を維持し、MMF は
FRB のゼロ金利政策の影響を受け安定した利回りを確保できなくなっている
ものの、株価急落時の一時的な資金の受け皿としての機能は維持している³²。
このように株価や金利の変動を反映して商品構成は大きく変化しながら、株式
投信中心に過去数十年間で大きな成長を実現させてきた。

15

図 7 米国投信残高とダウ平均株価・家計金融資産残高の推移

³² 杉田浩治(2015) 8 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf



出所：杉田浩司（2015）3 頁

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

5 図 7 より米国の投信残高とダウ平均株価・家計金融資産残高の推移は、
1940 年末から 2014 年末までの 74 年間でダウ平均株価は 131 ドルから
17,000 ドルへと 130 倍上昇し、家計金融資産残高は 1945 年の 6,080 億ドル
から 66 兆 7,560 億ドルへと 110 倍増加した³³。このような株価上昇と家計金
融資産の増加が米国投信の成長の基盤となり、株価収益率の変化を受けながら
10 も米国投信残高は 1940 年末の 4.5 億ドルから 2014 年末の 15 兆 5,585 億ド
ルへ 34,600 倍増加し、家計金融資産に占める投信の比率は 1945 年の 0.2%
から 13.1%へ拡大した³⁴。

また、米国投資信託の制度の転機としては確定拠出年金(DC)によってもた
らされたと言える³⁵。米国の DC 制度は 1974 年のエリサ法³⁶制定と共に発足

³³ 杉田浩治(2015)2 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

³⁴ 杉田浩治(2015)2 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

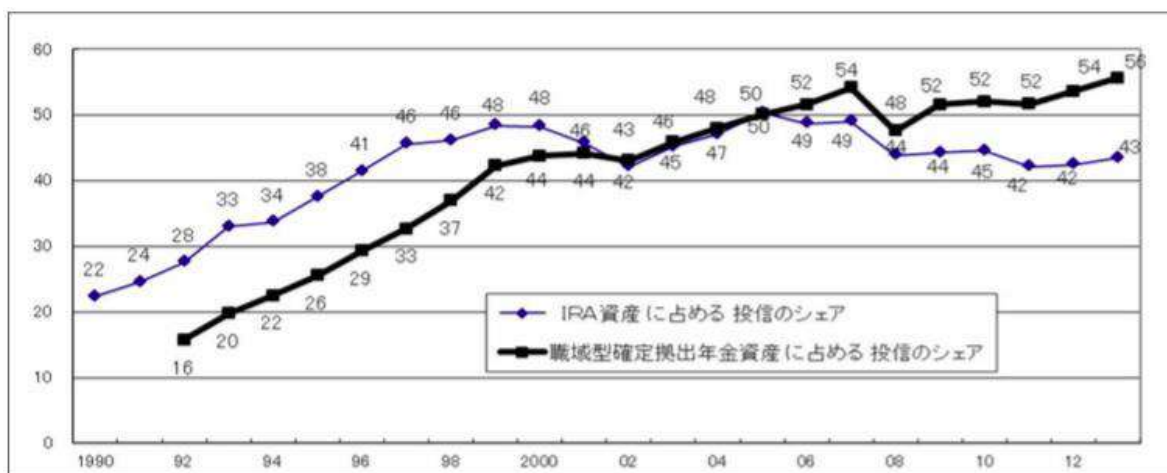
³⁵ 杉田浩治(2015)12 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

³⁶ 1974 年に米国の連邦法として制定された従業員退職所得保障法で、制度に

した個人退職口座（IRA）をもって始まった。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 に類似している。一方、企業年金について 1981 年に従来の確定給付型(DB)に加え DC 型の 401(k) プランが発足し、現行の DC 制度が確立した。米国の DC 資産残高は 1990 年代以降に飛躍的に拡大し、14 年 6 月末には IRA が 7 兆 1,710 億ドル、401(k)などの職域 DC が 6 兆 5,860 億ドル、合計で 13 兆 7,570 億ドルに達し、家計金融資産に対する比率は 21%に拡大してきた³⁷。図 8 からわかる通り、1990 年代以降 DC 資金の運用先として投資信託の割合が高まった。

10 図 8 確定拠出年金資産のうち投信で運用されている割合（単位：％）



出所：杉田浩司（2015）13 頁

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

15 理由として、1982 年代以降の株価の長期上昇を背景に DC 加入者の間で老後に備える長期運用については、預金などの元本安全商品ではなく、短期的リスクはあるが長期的に高いリターンが期待できる株式組み入れ商品を中心とす

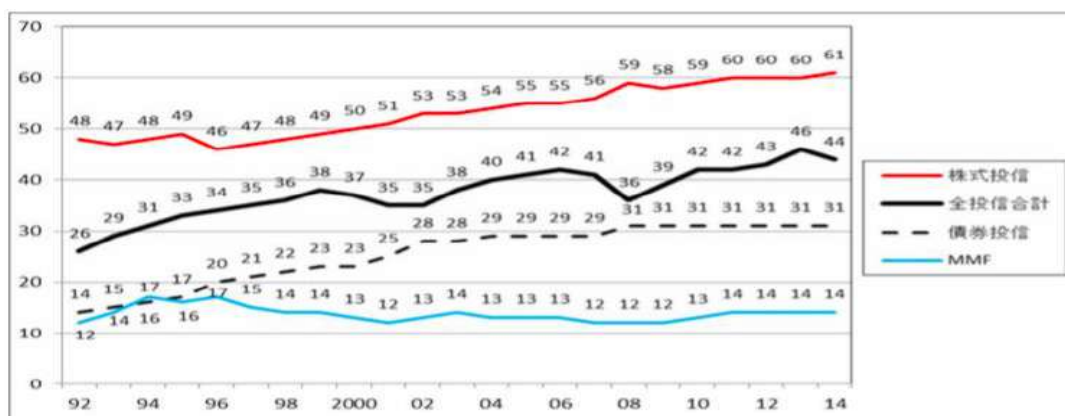
加入している従業員の受給権を保護することを目的としている。

³⁷ 杉田浩治(2015)、12 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

べきだという認識が米国の金融リテラシーの向上に伴って高まったことが挙げられる。その結果として、図9のようにDC資金の投信への流入量が増加した。

5 図9 米国投信残高に占める確定拠出年金資金の割合（単位：％）



出所：杉田浩司（2015）13 頁

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

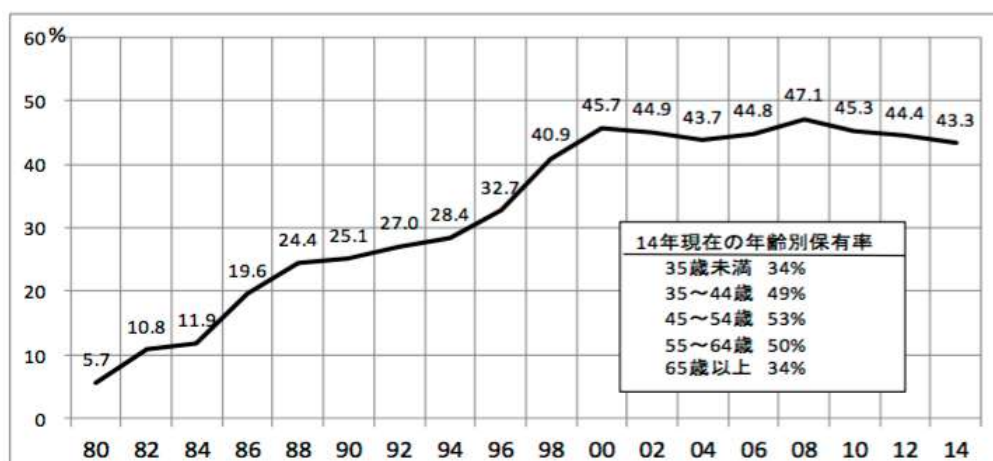
- 10 2014 年末では全投信残高の 44%、株式投信については 61%が DC 資金で占められている。つまり DC 資金は長期安定資金であり、米国投信の安定的成長を可能にした。2006 年の年金保護法制定により、企業型 DC である 401(k)プランへの加入について、従来は従業員が積極的に加入の意思を示した場合のみ加入する、つまり企業が従業員の拠出金を給料から天引きできるオプトイン方式であったものを、企業は従業員が特に加入を拒否しなければ自動的にプラン加入者に繰り入れることができるオプトアウト方式に改められた
- 15 ³⁸。これは米国の DC 資金をますます拡充させる効果があった。さらに、401(k)プランの資金運用について、加入者が運用方法の選択を行わなかった場合に、企業は加入者が労働省の定める規制に沿った資産を選んだとみなすことができるようにした。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
- 20

³⁸ 杉田浩治(2015)14 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

ト・オプションとしてライフサイクルファンド、バランスファンド、投資顧問による運用勘定(SMA)の3つを規則として定めた³⁹。この3つの共通点はいずれも株式組み入れ可能商品であり、MMF や保険会社が提供する元利保証商品(GICs)などの元本安全商品をデフォルト・オプションに含めなかった。なぜなら、401(k)プランの下での投資は長期であり、元本安定商品は長期で見た場合に上記の3つの商品のような好リターンを生まず、加入者が退職時に十分な資産形成を達成できない恐れがあるからである。米国のDCが拡充することでその運用対象として株式組み入れ投信を増加させる効果があるため、今後米国投信におけるDCの重要性はさらに高まると考えられる。図10は米国における投信の世帯普及率を示したものである。

図10 米国における投信の世帯普及率の推移と直近の年齢別世帯普及率(%)



出所：杉田浩司（2015）15 頁

15 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

1982 年以降の株価上昇と前述したような 1990 年以降の DC の普及の影響により、1980 年代初頭には 5 % 台であった普及率は 1998 年に 40 % 台に乗った。2014 年の世帯普及率は 43 % であり、年齢別に見ると 45～54 歳の働き盛

³⁹ 同上。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

りの世代は 53%と最も高いが、注目すべきは 35 歳未満の若年層の 34%が保有しているということである。一般的な若年層は金融資産の貯蓄が少なく、流動性制約があり有価証券等のリスク資産を多く持てないため投信保有率は低い傾向にある。しかし米国ではまとまった資金を運用するほどの貯蓄がなくても、DC によりフロー、つまり給料の内から老後に備える資産形成を着実に実行しており、その運用対象として投資信託を選んでいるため、若年層の投信普及率が高いのである。

以上のように米国投信は株価や金利の変動を反映して商品構成を大きく変えつつ株式投信中心に大きく成長し、DC の普及によってさらに投資信託の浸透を押し上げたのである。

第 2 節 英国の投資信託制度

ここではまず英国の投資信託制度について説明する。投資信託の原型が作られたのは 19 世紀のイギリスである。その後アメリカに渡り世界中に普及した。投資信託は中世イギリスに使われていた「ユース」が始まりであるとされている。イギリス人は昔から宗教心が熱く、死後自分の土地を協会に寄進する習慣があった。しかし、教会に土地が寄進されてしまうと地代や税金がとれなくなってしまうので、これを禁止する法律が制定された。そこで、人々は土地を直接教会に寄進することを避け、信頼できる人に譲渡し、譲渡を受けた人がその土地からあがる収益を協会に寄付するという形がとられた。この制度を「ユース」という⁴⁰。

英国の個人による資産形成の背景として、公的年金制度をめぐる変遷が指摘できる。英国は、かつて「揺りかごから墓場まで」と言われる手厚い社会保障制度を擁したが、1980 年代から他の先進諸国に先駆けて公的年金改革を行った。英国年金制度の特徴として、公的年金は最低限度の生活を約束する社会

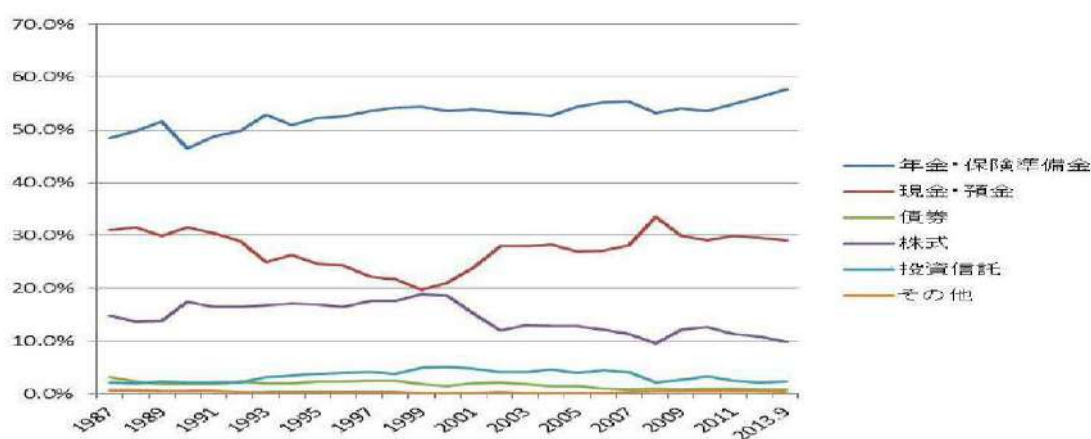
⁴⁰信託協会 HP「信託とは？」を参照されたい。

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

保障システムの位置づけで、現役世代の給与と比較した公的年金の給付水準は 38.3%と、諸外国に比べ元々低いことが挙げられる。公的年金は定額の基礎年金と、報酬比例の国家第二年金で構成されているが、1978 年には一定の要件を満たす職域年金の加入者は、国家第二年金の適用除外（コントラクト・アウト）が認められる制度が創設され、1980 年代に要件緩和がなされた。個人向け DC のステークホルダー年金の導入や、職場に年金制度のない従業員を私的年金に自動加入させる制度改正により、私的年金の普及拡大策が講じられている。

図 11 の英国の家計金融資産を見ると、年金・保険準備金の比率が長年にわたり 50%前後で推移している。コントラクト・アウトの制度により公的年金から私的年金へのシフトが生じたことや、公的年金の水準が抑制され、私的年金による資産形成が重視されてきたことが、この背景にあると考えられる。

図 11 英国の家計金融資産の推移



出所：野村資本市場研究所（2014）

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140910-1/01.pdf>

ここでは英国の投資信託の諸制度について説明する。個人貯蓄口座 ISA は、個人が税制優遇を享受でき、かつ資産形成を行うことが可能な制度である。ISA は、老後のための資金や教育費といった資金使途に関する制約を伴わず、資産形成全般について税制優遇が付与される点が特徴的である。ISA

は、個人持株制度と免税特別貯蓄口座という制度が整理、統合されることにより導入された。当初は 10 年間の時限措置だったが、2007 年に恒久化が決定され、現在では幅広い英国居住者に利用され、非常に人気が高くブランド化された貯蓄・投資に係る制度として英国において認知されている⁴¹。

- 5 英国の ISA は預金型 ISA と株式型 ISA の 2 種類からなる。年間の新規拠出上限は 11,520 ポンド（うち預金型は 5,760 ポンド）であり、ISA 内での配当や譲渡益、利子が非課税となる。預金型 ISA の投資対象は預貯金や MMF、株式型 ISA の投資対象は株式、公社債、投資信託である。

- 10 ISA は、英国政府によって英国国民の貯蓄率の向上を目的として導入され、2008 年の恒久化以降、ISA 資産残高は約 1.7 倍と飛躍的に増加し、図 12 の通り 2015 年 4 月 5 日時点で 4,830 ポンド（約 77 兆円）に上る⁴²。

- 15 また、図 13 を見ると 2014 年 4 月 5 日時点では英国国民の約 2,200 万人が ISA 口座を保有しており、このことは成人人口のおよそ半数が保有していることを意味する⁴³。こうした状況から見ても、英国において ISA は広く普及した制度であり、ブランドが確立されているといえる。

図 12 ISA 資産残高の推移

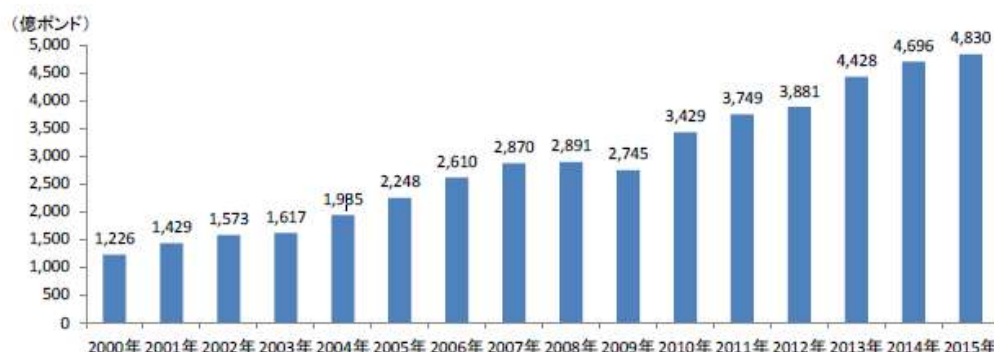
⁴¹ 日本証券業協会（2012）2 頁を参照されたい。

http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/houkoku_uk_isa_20121101.pdf

⁴² 日本証券業協会（2016）11 頁を参照されたい。

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/isahoukoku160623.html>

⁴³ 同上。



出所：日本証券業協会（2016）

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/isahoukoku160623.html>

5 図 13 ISA 口座残高の推移



出所：日本証券業協会（2016）

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/isahoukoku160623.html>

- 10 ISA が英国で成功した理由に、制度が恒久化されたことによる投資家の安心感や制度がシンプルでわかりやすく柔軟性が高い点が挙げられる。ISA 口座からは資金をいつでも引出すことが可能であり、フレキシブル ISA の導入により、引出した資産を同課税年度中に ISA 口座に戻し入れることで、年間拠出
- 15 限度額に影響することなく拠出を続けられるようになった。このことで柔軟性が高まり、投資家にとって利用に際してのハードルがさらに下がった。英国政府が制度導入後も投資者の利便性向上のために制度改善に努めた結果、ISA の多くは英国国民の貯蓄習慣に定着した。前述の通り ISA の恒久化後、残高と口

座数は共に大きく伸びた。恒久化後も、英国政府は制度をシンプルにし、更なる英国国民の貯蓄習慣の定着を目指してきたが、今後は特に若年層の資産形成を促すためにターゲットを絞った拡充策も導入したいとしている⁴⁴。

5 第3章 投資信託の現状と問題点

- 日本の投資信託業界は決して顧客本位とは言えない状況である。第一に、顧客の真の利益を顧みない生産者の論理が横行している。日本の公募投資信託のファンド数は増加を続け、6210本である⁴⁵。日本では次々と新商品が生み出されるが、ファンド償還・合併などによる削減はあまり行われていないと考えられる。さらに、米、英、独、仏と比較しても日本の現存ファンド数は相対的に多く、ファンド1本当たりの規模は最も小さい⁴⁶。日本では既存商品の販売を重視する姿勢や、「製造者責任」の意識が諸外国に比べ低く、新商品設定数が多いことは手数料を稼ぎたいという販売会社の意向が強く表れていると考えられる。
- また、顧客と情報の乖離が存在すると考えられる。金融庁が発表した顧客本位の業務運営に関する原則には「重要な情報の分かりやすい提供」が盛り込まれている⁴⁷。さらに金融庁長官の森氏は、日本証券アナリスト協会第8回国際セミナーにおいて「金融商品は、その真の価値やコストは分かりにくいですが、「見える化」への努力を行っていく必要があります」と「見える化」の推

⁴⁴日本証券業協会（2016）22頁を参照されたい。

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/isahoukokoku160623.html>

⁴⁵投資信託協会 HP「投資信託の全体像」（2017/09）を参照されたい。

<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

⁴⁶杉田浩治（2017）48頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf

⁴⁷金融庁（2017）5頁を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>

進を図っている⁴⁸。しかし、投資家にとって目論見書は未だ分かりやすいものとは言えず、商品を比較、検討することも難しい。

金融庁が主張するように、国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行うすべての機関が顧客本位の業務運営に努めることが重要である。しかし、業務運営の実態は必ずしもそうはなっていないのが現実である。第3章では、より具体的な問題点を明らかにしていく。

第1節 見えない現状

10 これまで投資についての金融リテラシーについては、様々な議論がなされてきた。そもそも投資行動が資産形成手段になるという認識の希薄さも見受けられる⁴⁹。その希薄さの理由の1つとして自分に見合った投資商品を選択できないということも挙げられている⁵⁰。この現状を受け、投資行動の一手段である投資信託において、一個人の知識水準は金融業界が認識しているレベルに達していないと仮定し、金融業界として受益者によりわかりやすい情報開示を求める必要性を認識してきた。2017年には金融庁から顧客本位の業務運営フィデューシャリーデューティーが提案され、金融機関に対しより顧客が理解しやすい金融商品説明の促進案が出された。図は顧客本位の業務運営に関する原則のなかで述べられている本原則に関する留意事項、7項目の内の、原則4「手数料等の明確化」原則5「重要な情報のわかりやすい提供の現状」の内容である。原則4の「手数料等の明確化」は第4章で取り扱うとして、本節と第4章第1節で原則5について述べていく。

この原則5に注目した理由として、私たちの考える顧客本位の顧客は上記の

⁴⁸ 森金融庁長官基調講演（2017年）6頁を参照されたい。

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

⁴⁹ 野村証券研究所（2015）63頁を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>

⁵⁰ 同上 22頁を参照されたい。

金融業界が認識しているレベルに達していない金融リテラシーの低い人々であり、原則 5 の内容がリテラシーの低い人々が理解出来る簡潔な投資信託の情報開示方法の具体的な内容であったからである。この節では、具体的な 2 つの投資信託を例に上記の顧客本位の情報開示の現状分析を行う。

5

図 14 「手数料等の明確化」「重要な情報のわかりやすい提供の現状」の内容

【手数料等の明確化】

原則 4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

【重要な情報の分かりやすい提供】

原則 5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則 4 に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

出所：金融庁（2017）5 頁

10 <http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330.html>

具体的な 2 つの投資信託の例としてダイワ上場投信 TOPIX と上場インデックスファンド 225 を挙げる⁵¹。ここではこの 2 つの商品を取り上げた理由を述べる。まず具体的な商品を取り上げる際、2 つの条件を設定した。1 つ目は、純資産の規模が大きいこと、2 つ目は受益権総口数が多いということである。1 つ目の条件としてあげた純資産の規模が大きいメリットとして、その投資信託は他の投資信託に比べ資金が潤沢のため、より充実した運用体制が敷かれており、積極的な情報公開が行うことが可能ということが挙げられる⁵²。2 つ目の条件としてあげた受益権総口数が多いメリットとして、その投資信託は

15

⁵¹ MORNINGSTAR 投資信託総純資産ランキングの上位 5 商品より野村アセットマネジメント投資信託の基礎知識を参照に筆者が受益権総口数を計算。

⁵² 投資信託資料館を参照されたい。

<https://www.toushin.com/trend/others/noload-06102017/>

より多くの口座を抱えており、その口座数に比例し多くの受益者も存在すると考えられることである⁵³。この2点の条件より、具体的に取り上げた2つの投資信託は顧客本位の重要な点である、顧客のニーズに沿った情報の開示を実現しやすい環境にあるといえるのではなかろうかと考えた。以上よりダイワ上場

- 5 投信 TOPIX と上場インデックスファンド 225 の投資信託の現状を分析することで先ほど述べた、金融庁の提案する顧客本位がどのように実現されているかが示されると仮定する。また、現状、投資家の投資に関心を持ってから口座開設までの行動として、金融機関のホームページ等で情報収集する割合は高い⁵⁴。そこで、原則 5「重要な情報のわかりやすい提供の現状」の内容にある、
- 10 金融商品・サービスの販売・推奨等に関わる重要な情報の、口座開設までの取得方法を金融機関のホームページ上であると仮定する。

- まず、私たちは金融商品・サービスの販売・推奨等に関わる重要な情報の具体的な内容として、『その投資信託の具体的なリスク要因がわからない』『その投資信託の投資先がわからない』『いくらでその投資信託が買えるかわからない、また購入場所がわからない』という3項目を設定した。以下より理解度
- 15 向上のためこの3項目を、『その投資信託の具体的なリスク要因がわからない』をA、『その投資信託の投資先がわからない』をB、『いくらでその投資信託が買えるかわからない、また購入場所がわからない』をCと名付けることとする。

- 20 これより、Aの現状について上記の2つを例に示していく。ダイワ上場投信 TOPIX は大和投資信託のホームページ、ダイワ上場投信 TOPIX の専門サイト、ファンドのリスクの欄と、交付目論見書の5ページに記載はあったが内容は抽象的なもので、実際に基準価格・純資産の推移のグラフを見ると2015年12月から2016年1月の間に、明らかな基準価格・純資産の下落、2016年9

⁵³現状各投資信託において受益者の総数は発表されていないため詳細な受益者の総数の比較は不可能。

⁵⁴野村総合研究所（2015）を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>

月から 2016 年 10 月にかけて、基準価格・純資産の上昇が認められるが、その上昇下落の具体的要因の記載がない。これではその投資信託のリスク要因がわからないのも当然ではなかろうか。上場インデックスファンド 225 も同様に日興アセットマネジメントのホームページ、上場インデックスファンド 225 の専門サイトの、留意事項、交付目論見書の 3 ページの投資のリスクに、リスク要因の記載はあるが具体的な基準価格・純資産の上昇下落要因の記載は一切ない。

次に B の現状について示していく。具体的な内容として、その投資信託のポートフォリオの割合の表示である。ダイワ上場投信 TOPIX は請求目論見書の 19 ページから 22 ページにかけ、投資有価証券の主要銘柄、投資不動産物件、その他投資資産の主要なものという 3 つの項目、銘柄名、地域、種類、業種、株数口数または額面金額、簿価単位、評価単位、投資比率の 8 つのカテゴリーで表示されている。そもそも、ポートフォリオの割合というのは、どこに自分の資金が投資されているかを示すもので投資家にとっては重要なことではなかろうか。それは、その投資先によってリスクの具体的な内容が異なってくるからである。その意味で、この大和投資信託のホームページ、ダイワ上場投信 TOPIX の専門サイトにポートフォリオの割合の表示がないことは、顧客がその投資信託の具体的なリスクの理解が難しいことを意味するのではなかろうか。また、自分が間接的にでもどの企業に投資しているのか直感的に理解できないということは、理想的な投資信託との乖離に繋がるのではないだろうか。

次に、上場インデックスファンド 225 は日興アセットマネジメントのホームページ、上場インデックスファンド 225 の専門サイトの、FUNDDATA の欄にポートフォリオの過去から最新のデータの記載がある。資産、銘柄コード、銘柄名称（日本）、銘柄名称（英）、数量、評価額（現地通貨）、評価為替、評価額（JPY）、純資産比の 9 つのカテゴリーで表示している。この資料を見て一体どのくらいの割合の人が、直感的にどの企業にどの割合投資しているのか理解出来るだろうか。

最後に C の現状について示していく。ダイワ上場投信 TOPIX は大和投資信託のホームページ、ダイワ上場投信 TOPIX の専門サイトのファンドトップ

の画面に売買単位と基準価格の表示単位が表示されている。これによりダイワ上場投信 TOPIX に表示されている基準価格が、購入できる最低金額だと理解出来る。しかし、直感的な理解は難しいのではないか。また上場インデックスファンド 225 は、日興アセットマネジメントホームページ、上場インデックスファンド 225 の専門サイトの「上場 225 とは？」の欄に売買単位の記載があり、基準価格速報の欄に 1 口あたりの基準価格の表示がある。実際、この投資信託の購入可能口数は 10 口からであり、購入可能金額は自ら算出する必要がある。

また、購入可能場所の記載は大和投資信託のホームページ、ダイワ上場投信 TOPIX の専門サイト、日興アセットマネジメントのホームページ、上場インデックスファンド 225 の専門サイトの両者とも特に記載がなく、この 2 つの投資信託は実際、どこでどういう経路で購入できるのかということの理解は難しい。この 2 つの商品が仮に委託会社と同じ系列である大和証券、SMBC 日興証券で購入できるとするならば、大和証券、SMBC 日興証券の新規口座案内画面への表示をすることで、顧客がスムーズに購入までの手続きを理解できる一つの手段ではなかろうか。

以上の 2 つの投資信託の現状分析をまとめたものが以下の図 15 である。図 15 の通り、半数以上ものカテゴリーにおいて 2 つの投資信託の運用会社の専用ページまたは目論見書に記載があった。しかし、その情報の開示方法を確認すると顧客本位であるわかりやすい表示方法には至っていない現状が確認された。

図 15 各項目の記載の有無とその記載場所

	リスク要因	ポートフォリオの割合	購入可能最低金額	購入可能会社
ダイワ上場投資信託 TOPIX	あり。専用ページ、目論見書頁 5	あり。目論見書頁 19 から 22 頁	あり。専用ページ	なし
上場インデックスファンド	あり。専用ページ、目論見書頁 3	あり。専用ページ	あり。専用ページ	なし

出所：ダイワ上場投資信託 TOPIX

<http://etf.daiwa-am.co.jp>

上場インデックスファンド 225 の各運用会社の専用ページ、目論見書

5 <http://www.morningstar.co.jp/FundData/SnapShot.do?fnc=2001071102>

より筆者作成

10 以上より私たちは、一個人の知識水準は金融業界が認識しているレベルに達していない現状を再確認し、受益者と金融機関の知識水準の乖離の存在を確認した。そこで、第 4 章の第 1 節で金融機関と中立機関の役割としてそれぞれ 2 つの解決策を模索する。

第 2 節 コスト構造

15 投資信託では、ファンドごとに購入手数料、解約手数料、運用管理費用（信託報酬）などの手数料等が必要となる場合がある⁵⁵。日本の投資信託市場のあり方は、世界的にも非難されており、モーニングスターが二年に一度発表する「グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンス（GFIF）」において日本は 2 番目に低い「C-」の評価を受けた⁵⁶。

⁵⁵ みずほ銀行「手数料（投資信託）」を参照されたい。

https://www.mizuhobank.co.jp/direct/help/fund/fee_fund.html

⁵⁶ 日本語版モーニングスター（2015）を参照されたい。

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA12010150709.html>

図 16 GFIE による各国投資信託の評価

A	↑韓国	=米国			
A-	↑オランダ	↑台湾			
B+	↑英国				
B	↑スウェーデン				
B-	↑豪州	=デンマーク	*フィンランド	=ノルウェー	=スイス
C+	=カナダ	↓ドイツ	↑インド	↑ニュージーランド	↓タイ
C	↓ベルギー	↓フランス	↑香港	↓シンガポール	↑南アフリカ ↓スペイン
C-	↓イタリア	↓日本			
D+	↓中国				
D					
D-					
F					

注) ↑前回調査より上昇 ↓低下 =変わらず *新規調査対象

出所：日本語版モーニングスター（2015）

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA12010150709.html>

「GFIF」より2年に1回発表される同レポートは「規制・税金」、「情報公開」、「手数料・費用」、「販売・メディア」という4つの項目で各国の投信市場を評価し、これらを合算してA（最高評価）からFまで12段階でランク付けしている。日本は「規制・税金」が「B」、「情報公開」が「C」、「手数料・費用」が「D+」、「販売・メディア」が「B-」となっており、このことから「D+」の「手数料・費用」の項目における低評価が足を引っ張る結果となり⁵⁷、日本において手数料が問題点となっていると伺える。

私たちは、第1章の3節において長期投資は収益性の面から考えて望ましいということを前述した。図17は申込手数料3%、毎年の信託報酬1%、信託財産留保額0.3%の3つの手数料を合計し、保有期間に応じ1年当たりで計算したものである⁵⁸。

⁵⁷ 日本語版モーニングスター（2015）を参照されたい。

<http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA12010150709.html>

⁵⁸ 投資信託協会「第3回長期保有のメリットとは」を参照されたい。

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

図 17 保有期間が長くなれば 1 年当たりのコストが小さくなる（申込手数料 3 %、信託報酬 1 %、信託財産留保額 0.3 % の場合）

保有期間 (年)	コストの内訳			コスト計算 (A+B+C)	1年当たり負担率 (コスト合計÷年数)
	購入手数料 (A)	信託報酬 (B)	信託財産留保額 (C)		
1	3%	1%×1=1%	0.30%	4.30%	4.30%
2	3%	1%×2=2%	0.30%	5.30%	2.65%
3	3%	1%×3=3%	0.30%	6.30%	2.10%
4	3%	1%×4=4%	0.30%	7.30%	1.83%
5	3%	1%×5=5%	0.30%	8.30%	1.66%
6	3%	1%×6=6%	0.30%	9.30%	1.55%
7	3%	1%×7=7%	0.30%	10.30%	1.47%
8	3%	1%×8=8%	0.30%	11.30%	1.41%
9	3%	1%×9=9%	0.30%	12.30%	1.37%
10	3%	1%×10=10%	0.30%	13.30%	1.33%

出所：投資信託協会 HP「第 3 回 長期保有のメリットとは」

5 https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

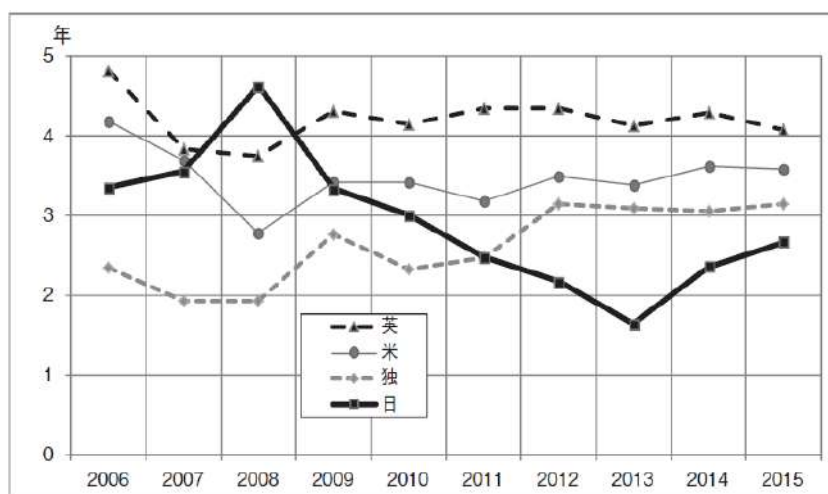
申込手数料や信託財産留保額は、申し込み時または換金時にそれぞれ 1 回だけ支払うコストであり、保有期間が長くなれば 1 年当り負担率が下がる。つまり、信託報酬を加えた合計コストも、保有期間が長くなれば 1 年当り負担率が下がるわけである。このことから、長期投資は収益面だけではなく、コスト面においても魅力的であることがわかる⁵⁹。

10

図 18 長期投信の平均保有期間の国際比較

⁵⁹ 投資信託協会「第 3 回長期保有のメリットとは」を参照されたい。

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/



(注) 平均保有期間は(年間平均残高/年間解約額)により算出した。年間平均残高は前年末残高と当年末残高を平均した簡便計算値を用いた。英国はデータの制約上全ファンド合計、独の解約額は販売額-純増額により算出し

出所：杉田浩治（2017）46 頁

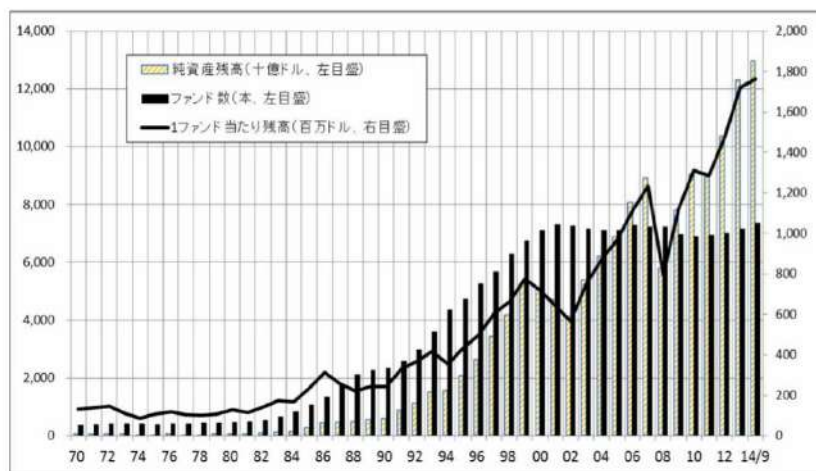
https://www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature_article_s05.pdf

図 18 より日本の長期投資の実績を米国・英国・独国と比較すると、2010 年までは独国の平均保有期間が短いことが目立つが、2012 年以降の平均保有期間はおおむね英国が 4 年台、米国・独国が 3 年台で推移している。これに対し日本の平均保有期間は、2009 年以降に短期化が目立ち、2013 年に 1.7 年まで落ち込んだ。その後、2015 年には 2.7 年となったが、平均保有期間は最短である。さらに、図 19 を見ると米国では残高の伸びに比べファンド数の増加は緩やかであり、特に 2000 年代に入ってから残高が 2.5 倍に拡大しているが、ファンド数は 7,000 本台で推移しほとんど増えていない。したがって 1 ファンド当たりの残高は 1970 年末から 2014 年 9 月末までで 13 倍に拡大した⁶⁰。

図 19 米国長期投信の純資産残高・ファンド数と 1 本当たり規模

⁶⁰杉田浩司（2015）9 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf



出所 杉田浩治（2015）10 頁

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf

- 5 これは投資家が新商品よりも既存ファンドを購入することが多いこと、販売会社側も「小さく生んで大きく育てる、すなわち既存商品を大事にする」商品政策を貫いていることによると考えられる⁶¹。一方、日本の公募投資信託のファンド数は増加を続け、現在 5843 本（2015 年 12 月末時点）存在している。これは、日本では次々と新商品が生み出されるが、その一方でファンドの合併
- 10 が行われ、規模を大きくし運用効率を上げることを出資者が言う機会がなくファンドが乱立してしまっている。図 20 の通り世界主要 5 か国の中でも日本の現存ファンド数は、ファンド数と純資産の比率を比べ相対的に多く、ファンド 1 本当りの規模は最も小さい。リーマンショック後、他国は長期保有へと転換しているにも関わらず、日本では短期保有が加速化したと考えられる⁶²。これ
- 15 は、他国は既存商品の販売を重視する姿勢などで発展した一方で日本は製造者責任の意識が諸外国に比べ弱く、新商品設定数が多いことは手数料を稼ぎたいという販売会社の意向が強く表れていることが原因であると考えられる。この

⁶¹杉田浩司（2016）20 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf

⁶²杉田浩司（2016）14 頁を参照されたい。

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf

ように、日本では販売会社において新商品が好まれ、コスト高になることで結果的に大量販売・大量解約となっている現状がある。

図 20 公募ファンド数と 1 本あたり金額（ETF を含む、2015 年末現在）

	ファンド数	純資産 (百万ドル)	純資産 (円換算, 億円)	1 本あたり金額 (円換算, 億円)
日	5843	-	977,562	167
米	(注) 9,710	17,752,399	21,377,439	2,202
英	2,573	1,578,360	1,900,661	739
独	1,837	376,967	453,944	247
仏	11,122	1,832,073	2,206,182	198
世界合計	85,773	34,076,431	41,034,838	478

(注) 米国は手数料率などの異なるシェアクラスで数えれば 26,632 (一般ファンドのクラス数 25,038 + ETF 本数 1,594 本) で、1 クラスあたり金額は 803 億円である。

5

出所：杉田浩治（2017）48 頁

<https://www.yu-cho->

[f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature_article_s05.pdf](https://www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature_article_s05.pdf)

10

第 3 節 確定拠出年金と投資信託

現在の国民年金の交付率は 59.3% である（2017 年 8 月末）⁶³。また、厚生労働省は 2017 年 3 月 29 日に、社会保障審議会（厚生労働相の諮問機関）部会で基準変更を提示し、了解を得て、国民年金の未収入金を強制徴収する対象者の拡大を発表した。その強制徴収の基準を「年間所得 350 万円で未納月数 7 カ月以上」から 2018 年度「300 万円で未納月数 7 カ月以上」に変更した⁶⁴。これは、現状の国民年金の運用資金確保の困難さがうかがえる。また、受給開始年齢も確実に引き上げられている。2017 年現在において、1958 年生まれの男性は 63 歳から、特別支給の老齢厚生年金といわれる厚生年金を受け

15

⁶³ 厚生労働省（2017）2 頁を参照されたい。

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=413946>

⁶⁴ 厚生労働省、社会保障審議会（2017）4 頁を参照されたい。

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=413946>

取れ、1961 年 4 月 2 日以降の生まれの男性、1966 年 4 月 2 日以降生まれの女性は、65 歳からの受給になる。実際の国民年金の平均受給月額の割合として、図 21 があげられる。

5 図 21 国民年金の平均受給月額と割合

月額	割合
1 万円未満	0 . 3 %
1 万円～2 万円	1 . 1 %
2 万円～3 万円	3 . 8 %
3 万円～4 万円	1 1 . 7 %
4 万円～5 万円	1 4 . 8 %
5 万円～6 万円	2 2 . 6 %
6 万円～7 万円	4 0 . 9 %
7 万円以上	4 . 8 %
平均受給月額	5 万 4 4 1 4 円

出典：厚生労働省

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/taishousha.html>

- 10 共働き夫婦の平均年金額は約 27.0 万円で、これは実際の老後の生活費の指標としてあげられている、最低日常生活費の月額約 22 万円、ゆとりのある老後生活費の 34.8 万円と照らし合わせてみると、各々の老後の生活水準基準目標の差異を考慮しても、まずまずの結果ではなかろうか。しかし、日本の少子高齢化は着実に進んでいる。この現実を踏まえると今後の受給額の減少も懸念
- 15 される。これまで老後の資産形成とし重要なファクターを担っていた公的年金の不安定さを受け、今後は家計レベルで真剣な、老後の資産形成の考察が求められる時代に突入している。そこで、老後の資産系形成手段として私たちが注目したのが確定拠出年金である。次に個人型と企業型について比較していく。

まず個人型確定拠出年金（個人型 DC）について論じる。投資家にとって掛け金が多いほど、税率が高いほど有利である。その理由とし、個人型 DC は掛け金×税率（所得税＋住民税）の節税効果があるためである。加入期間の最低掛け金は月 5000 円で、年に 1 回掛け金の変更が可能である。加えてこの口座から出資した投資信託の運用益は全て非課税となるため、投資信託と相性が良く、低所得者や個人型 DC に多くの資産を割けない人にとってきっかけのハードルは低い。しかし、ここで問題になってくるのが口座管理費用である。NISA との違いとして個人型 DC は預貯金も対象であり、その口座管理費用と節税が採算に合うものなのかを検討する必要がある。

- 5 先ほども述べた個人型 DC の特徴の一つとして、受け取りが最短でも 60 歳からということが挙げられる。加入期間が遅ければ受け取れる期間も遅くなる可能性がある。このことは、個人型 DC を老後の制度であることを理解すると、60 歳までは手につけることができないため、資産管理計画の見通しの容易さのメリットと呼べるだろう。個人型 DC が老後の制度である証拠とし、個人型 DC で形成した資産を一時金でもらう場合には退職所得控除、年金でもらう場合には公的年金等控除の対象になる。退職所得控除というのは、加入期間の長さに応じ控除の枠が大きくなる制度である。具体的には、20 年までは 1 年あたり 40 万円、それ以降は 70 万円を控除の枠として増やしていく。年金形式で受け取る場合の公的年金控除は、60 歳から 64 歳までは年に 70 万円それ以降は 120 万円まで税金がかからない仕組みである。

- 15 この退職所得控除の制度が主婦層にとって魅力的なことである。その理由とし夫からの所得を使って節税ができるからである。主婦の個人型 DC の年上限は 27.6 万円で、この額は贈与税の非課税枠の 110 万円以内である。つまり、贈与を用いて夫の個人型 DC の上限の拡大ができるのである。パートなどの収入のある主婦は受給時にはもちろん、拠出時にも節税効果を受けることができる。

25 また個人型 DC の特徴として配分変更とスイッチングがある。配分変更は新規資金の運用対象の割合を変えること。スイッチングは資産全体の比率を変えるために売買することである。こうした手法はリバランスであるが、個人型

DC はこの際かかる売買コストや運用益課税というコストが基本的に無料である。

次に企業型 DC について論じる。個人型 DC との相違点は確定拠出加入の意思決定の主体、掛け金の額とその掛け金を支払う人である。企業型は労使合意というプロセスを経て会社が加入の意思決定を行う。基本的に従業員全員が加入対象である。掛け金額の上限は毎月 5 万 5 0 0 0 円、他の企業年金がある場合は 2 万 7 5 0 0 円である。最低掛け金額は定められておらず、掛け金の負担者は企業である。また企業型 DC の特徴とし、マッチング拠出という制度がある。マッチング拠出というのは加入者の希望があれば加入者個人も掛け金を拠出できるというものである。ただし、マッチング拠出制度を導入していない場合は利用できない。マッチング拠出の上限額は、事業主掛け金を超えない額かつ、事業主掛け金とマッチング拠出の合計金額が法定上限額を超えない額である。企業型年金のほうも投資信託での運用益は非課税となる。

問題点として全てが自己責任であるためリスクに関する知識の認識に関する金融リテラシーの問題が挙げられる。自分の資産の現状を分析し、目標値をしっかりと決め、掛け金以外の手数料を考慮に入れた運用が必要である。また、加入者自身で運営管理機関を選択することが出来ることから特に上限を定める必要がないのではとの意見がある⁶⁵一方、企業型 DC では企業によって商品が制限されているため開ける口座が限られており、自分に合った商品を選ぶことが出来ない。さらに、DC 加入者の約半数が資産配分について何も考えていない現状⁶⁶にあり顧客本位とは程遠い状況となっている。

⁶⁵ 厚生労働省、社会保障審議会（2017）4 頁より参照されたい。

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=413946>

⁶⁶ 厚生労働省、社会保障審議会（2014）11 頁を参照されたい。

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=163664>

第4章 提言

第1節 投資信託情報のクリア化

私たちは第3章第1節で述べた、受益者と金融機関の知識水準の乖離の存在がある現状を受け、2つの提言を提案する。具体的には金融機関の明確な情報開示方法、中立機関を利用した明確な情報開示方法である。A『その投資信託の具体的なリスク要因がわからない』、B『その投資信託の投資先がわからない』の内容を反映したものが金融機関の明確な情報開示方法、C『いくらでその投資信託が買えるかわからない、また購入場所がわからない』の内容を反映したものが中立機関を利用した明確な情報開示方法とした。この節では2つの機関の明確な情報開示方法を提案し原則5の顧客本位の内容を改善する提言とする。

まず、A、Bの金融機関の明確な情報開示方法について、報告書にサマリーの欄を設けることと、報告書の明確化である。報告書は投資信託会社が投資信託法によって作成し、受益者に交付する義務があるものである。その意味において、現状金融会社と顧客が直接結びつける一手段であり、この報告書の改善が投資信託の情報の明確化において必要不可欠であると考え、本提案に至った。

まず、サマリーの欄を設ける提案について述べる。サマリーの内容として冒頭に受益者の質問に対し、運用担当者が返答する形式のサマリーである。実際に米国のミューチュアルファンドではこの形式がとられている⁶⁷。このサマリーの形式をとることで、その投資信託の具体的な受益者の意見を汲み取ることができ、受益者と金融機関の乖離を埋める際の重要な資料となり得ると考える。

次に報告書の明確化である。現状受益者はリテラシーの高さにおいて二極化が進んでいる。情報の簡素化と数字の羅列のグラフの改善を求む層と、数字に強く財務データ分析を好み詳細なデータを求める層である⁶⁸。明確かつ簡潔な投資信託の情報開示を推進するフィデューシャリーデューティーの流れからも

⁶⁷ 緊急フォーラム実行委員会フォスター・フォーラム（2012）13頁を参照されたい。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/20120926/05.pdf

⁶⁸ 緊急フォーラム実行委員会フォスター・フォーラム（2012）11頁を参照されたい。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/20120926/05.pdf

後者が少数派であることは間違いない。しかし、報告書が簡素化されると詳細なデータ開示の不透明につながる懸念が生まれ、詳細なデータを求める層の顧客本位を損なうという本末転倒な結果につながる可能性がある。そこで現状の報告書は残し、新たに専門用語の少ないビジュアル的に簡潔で、グラフを減ら

- 5 して文字での説明を重視した形式、かつUCDA認証を基準とする報告書を提案する。UCDA認証を基準として採用する理由として、「わかりやすさ」を評価する唯一の第三者機関として認証制度を運営している点にある。「わかりやすさ」とは非常にわかりにくい概念であるが、UCDAは産業・学術・生活者が異なる立場から議論し「わかりやすさ」にも基準が存在することを示している⁶⁹。そこで、UCDA認証を設けることで、販売側はよりリテラシーを持たない買い手に対して近い目線での投資信託の紹介をすることが可能となると予想される。現状、損保ジャパン日本興亜アセットマネジメントの投資信託の交付目論見書はUCDA認証を獲得した⁷⁰。『見やすさを追求し、従来のものから1ページあたりの情報量や文字のフォント、色使いなどを変更しています
- 10 ⁷¹』という損保ジャパン日本興亜アセットマネジメントが出している記述より、顧客目線で真剣に情報の見やすさを追求しないとUCDA認証を獲得できないことが確認できるであろう。以上の点より今後情報の明確化の顧客本位を実現するにあたりこの基準を採用する意義があると思われる。つまり、第3章第1節のAで示したリスク要因がわからない点に関して、ポートフォリオを示すこ
- 15 とで具体的な投資先がわかるため、それに関連して自身で具体的なリスク要因を推測することができるのではないか。そのことで、より洗練された情報で投
- 20

⁶⁹ 一般社団法人ユニバーサルコミュニケーションデザイン協会を参照されたい。

<https://ucda.jp/>

⁷⁰ SOMPO ホールディングス HP「保険商品パンフレット等で UCDA 認証「見やすいデザイン」を取得~お客さま向けの帳票についてグループ全体で認証取得を推進~」を参照されたい。

<http://www.sompo->

[hd.com/~media/hd/files/news/2017/20170112_1.pdf](http://www.sompo-hd.com/~media/hd/files/news/2017/20170112_1.pdf)

⁷¹ 同上。

資信託の内容を伝えることにつながると考える。また、サマリーの導入によって受益者の質問を運用会社に提示することができるため、その投資信託の利益に影響を与える変化が起こった際その具体的要因を知る機会を得ることが可能となり、今後投資を身近に感じることができるのではないか⁷²。

- 5 ここからは中立機関を利用した明確な情報開示方法を示す。具体的な内容は比較レビュー制度である。レビューはその商品の商品性を理解する上で非常に有効な手段である。対人での商品の案内、紹介だと人間の性質上不可抗力である感情の変化をうけ、それによって選択の行動を行ってしまう可能性が存在する。しかし、インターネット上のレビューならば対人のような問題は存在しない。その意味において、インターネット上のレビューはその商品の内容を参考にする上で有効な手段であると仮定する⁷³。
- 10

- 私たちは、食べログのレビューのメカニズムを参考とする。食べログには、店舗トップの欄に総合評価である星があり、口コミの欄に全てのレビューの掲載が存在する。食べログを参照し店を決定する際にはこの星をまずは確認し、最終的にレビューを参考に店を決定する傾向が強いのではないか。また食べログは利用者数が非常に多い。1ヶ月で日本の総人口⁷⁴の約78%の人が利用している。この点においても食べログシステムは成功しており、そのレビュー制度を参考にする意義はあると考える。
- 15

- 現状投資信託のレビューサイトは存在する。しかし、そのサイトは運用会社へのリンクへ移動できても投資信託への移動は不可能であった⁷⁵。またレビュー項目は販売会社についてである。顧客は販売会社のレビューではなく投資信託そのもののレビューを求めているのではないかという仮説を立て、この点に
- 20

⁷²野村総合研究所（2015）33頁を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>

⁷³杉谷陽子（2008）を参照されたい。

<http://dept.sophia.ac.jp/econ/data/54-03.pdf>

⁷⁴総務省統計局 人口推計（平成29年（2017年）4月確定値，平成29年9月概算値）（2017年9月20日公表）を参照されたい。

<http://www.stat.go.jp/data/jinsui/new.htm>

⁷⁵投資信託口コミ比較サイトを参照されたい。

<http://www.web-ishiyama.net>

において現状投資信託のレビューサイトの普及につながっていないのではないかと考えた。そこで私たちは投資信託そのものについてのレビューを表示する比較サイトを提案する。また、他サイトへの移動については、ZOZOTOWN のシステムを参考にする。このシステムを導入することにより、販売会社をクリックすると窓口販売ならば購入案内画面に移動し、ネット販売可能な販売会社ならばワンクリックで購入画面に移動する検索システムを採用する。また、レビューされている投資信託の専用ページに移動する仕組みも採用する。

以上より、現状の投資信託情報のクリア化によって、金融機関の明確な情報開示では主に現在投資信託を運用している人へ、中立機関の明確な情報開示では投資信託の運用を検討している人へ投資信託の理解が促進されるだろう。

第2節 確定拠出年金における取扱商品の自由化

今回我々が注目したのは企業型確定拠出年金である。前述の通り、企業型DC の場合は口座が決まっており、会社の指定した商品しか買うことが出来ないため顧客本位という考えからかけ離れている。我々はこれ問題点と考え、解決策として企業型確定拠出年金の自由化を提言とする。

現状として、企業型確定拠出年金は投資家にリスクの大きさでしか投資信託を紹介できておらず、また投資家もリスクの大きさだけで投資信託を選んでいる。投資信託を購入する際に、リスク許容度と自身の金融資産額等を考慮して選ぶことは言うまでもない。しかし、企業型確定拠出年金の商品に組まれているファンド名や種類は交付目論見書等で知ることができても、具体的な投資先は不透明なままである。企業が提示した投資信託のみしか選択することができないことと、掛金が所得控除できること、運用益が途中非課税であることという企業型確定拠出年金のメリットを最大限に活用できないのである。

このような状況に対し、金融庁が平成29年3月に提示した顧客本位の業務運営に関する原則の6項では、金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきであると定められており、現状の企業型確

定拠出年金の現状とは異なる業務運営を求めているため企業型確定拠出年金の自由化は欠かせない考える。

具体的な内容として、企業型確定拠出年金を行うために開設する口座を自由化することである。さらに、契約する投資信託は会社から紹介された投資信託だけでなく投資家自らが求めるニーズに合わせた投資信託を契約することを可能とさせる。この提言の理由とし、投資業界で注目を浴びている ESG 投資の存在がある。以前は投資するために企業の価値を測る材料としてキャッシュフローや利益率などの定量的な財務情報が使われてきたが、それに加え非財務情報である環境（Environment）社会（Social）ガバナンス（Governance）の要素を考慮する投資を ESG 投資という⁷⁶。ESG に関する要素は様々だが例を挙げると、E は地球温暖化対策、S は女性従業員の活躍、G は取締役の構成などがある。2006 年に国連のアナン事務総長が機関投資家に対し、ESG を投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」（PRI）を提唱し、注目を浴びた。2008 年のリーマンショック後に資本市場で短期的な利益追求に対する批判が高まったことも PRI の著名機関増加につながり、2017 年 4 月時点で 1,700 個を超える年金基金や運用会社などが署名している⁷⁷。その運用資産残高の合計は約 17 兆ドル（＝約 1,900 兆円、平成 29 年 10 月 16 日レートで換算）に達した⁷⁸。また日本でも市場規模は 2010 年から 2015 年の間で約 5 倍に増加していることから、顧客のニーズに適合し始めている商品であると考えられる⁷⁹。

図 22 PRI に著名するアセットオーナー数と運用資産残高（兆ドル）

⁷⁶ 年金積立金管理運用独立行政法人 HP「ESG 投資とは」を参照されたい。

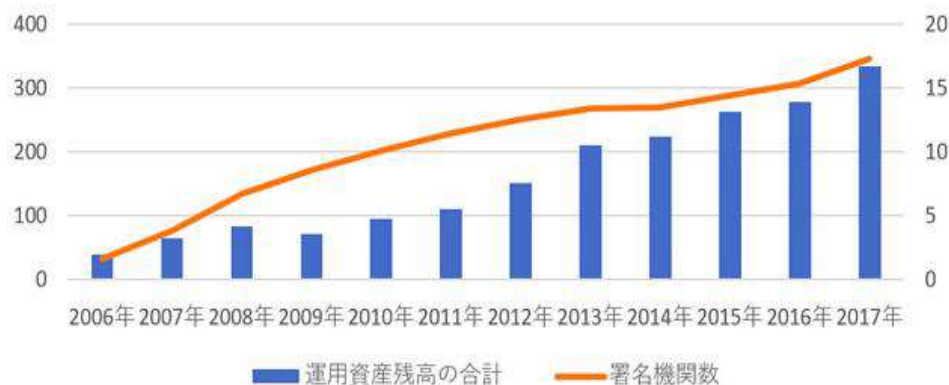
<http://www.gpif.go.jp/operation/esg.html>

⁷⁷ 同上。

⁷⁸ 同上。

⁷⁹ 資本市場研究所(2016)50 頁を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>



出所：年金積立金管理運用独立行政法人 HP 「ESG 投資とは」

<http://www.gpif.go.jp/operation/esg.html>

- 5 ESG 投資では環境や人権問題などに積極的に取り組んでいる社会的意義のある企業に積極的に投資する一方、そうでない企業からは資金を引き上げ、長期的な視点かつ企業の持続的成長を促している。このように現在の社会的風潮は利益を求めるだけではなく、付加価値を求める傾向にある。加えてオーストラリアではスーパーアニュエーションと呼ばれる私的年金制度は、ほとんどの
- 10 資産を企業型確定拠出年金で運用しているが、投資対象だけでなく投資基金も選べるという自由の高い制度であり、この制度によりオーストラリアの投資市場は発展してきたと⁸⁰。このような現状の中、会社が投資先に制限をかけるよりも出資者の考えを考慮した投資をできるような制度を用意することが顧客本位を目標とする金融庁の考えに合致し、国民が投資信託に興味を持つことので
- 15 きるきっかけにもなり得るのではないかと我々は考え、企業型確定拠出年金の自由化を提言とする。

第3節 手数料の最小化

- 20 私たちは第3章の2節のコスト構造において、高コストが日本に対する低評価の原因となっていること、また大量販売・大量解約がおこなわれている現状

⁸⁰ 野村亜紀子（2013）61頁を参照されたい。

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013aut06.pdf>

を指摘した。私たちは現在の日本の販売会社の現状を顧客本位とは程遠い状況にあると考えている。

このような現状の中、第4章3節で論じるような商品の見える化が行われると悪しき投資信託が淘汰されていくと私たちは考えている。販売手数料が高く設定された投資信託がある一方で金融庁の声掛けにより増加傾向にあるノーロードファンド⁸¹・直販投信などの販売手数料がない投資信託や鎌倉投信・積み立てNISA 該当投信のように長期保有を前提とした投資信託など、顧客本位に作られた投資信託も存在する。見える化が成されることで、現状人気の高い販売手数料の低い商品⁸²の高評価レビューをつけられることが期待され、投資家は容易に投資信託を比較することが可能となることで販売者優位な投資信託より前述した優れた投資信託を見つけやすくなると考える。このような事態に直面した販売側は利益を得るために売れなくなった投資信託を改善し、販売手数料でなく長期保有による信託報酬での収益獲得を目指し、評価機関の売上ランキングでトップに入るように努力する。よって、投資家の評価によって今まで販売されていた悪しき投資信託が淘汰され、投資信託市場に更なる競争が生まれより良い投資信託が作られていくサイクルが出来上がる。また、投資家からの規制監督体制が成立することでモーニングスターなどの評価機関は客観的に評価しランキング化するだけでなく、第三者の立場から相談役として見える化による顧客中心の投資信託市場の下支え⁸³になり、日本の投資信託をより良いものにしてくれるだろう。

前述したサイクルが出来上がることにより、コストが最小化され、長期保有が促進されることで投資信託が投資家に親しみやすいものとなり、家計の資産

⁸¹ 投信資料館「ノーロードファンドは何本あるのか？」を参照されたい。

<https://www.toushin.com/trend/others/noload-06102017/>

⁸² モーニングスター「ネット販売販売ランキング」を参照されたい。

<https://www.morningstar.co.jp/fund/ranking/sales.html>

⁸³ 野村総合研究所（2015）

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>

より、投資家は素人でも理解できるレベルでわかりやすく情報を提供してほしいと50%近くが要望している。

形成手段として選択されるようになるだろうと私たちは考えており、金融庁の提唱する顧客本位にも準ずる形となっている⁸⁴。

おわりに

- 5 私たちは本稿を通し、第1章で本来あるべき投資信託とは投資家のライフサイクルに合わせた投資活動を行える商品であり、投資信託に興味関心を持った人に対してわかりやすい情報開示や商品性を持つべきものであると主張した。しかし、日本において投資信託は広く普及しているとはいえず本来あるべき顧客本位の商品設計が成されていないことを述べた。
- 10 次に第2章で日本の投資信託に影響を与えた米国と英国の投資信託について考察し、米国との比較より投資信託市場への資金流入の差が明らかになり、英国との比較においてISAとNISAを比べNISAの不完全性について明らかになった。そして、第3章で日本において投資信託が資産形成手段として選択されにくい現状と問題点について、投資家目線からの「情報の不透明」、購入する
- 15 ためにかかる「コスト構造」、自由に選択することが難しい「確定拠出年金」の3つの観点から深く研究した。最後に第4章で挙げた問題点の解決案を提言とした。これにより顧客本位の投資信託を目指す地盤は作られたと私たちは考えている。
- 20 「貯蓄から資産形成へ」と言われながらもなかなか浸透してこなかった投資信託が、資産形成手段として本来あるべき姿へと向かっていくことに私たちの調査が少しでも役に立ち、これからの投資信託の発展につながることを願う。

⁸⁴ 金融庁（2017）を参照されたい。

<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>

参考文献

論文・レポート資料

- ・大田聡（2013）「英国版 ISA との比較から考察する日本版 ISA の特徴」三菱 UFJ 信託銀行

5 http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201309_1.pdf

- ・大森孝造、矢野学（2013）「リスクに基づくポートフォリオとアクティブ運用」日本証券アナリスト協会

http://www.saa.or.jp/journal/eachtitle/pdf/tokusyu_131101_2.pdf

- ・金子久（2014）「NISA の現状と将来への期待」野村総合研究所

10 <http://fis.nri.co.jp/~media/Files/knowledge/media/2014/camri201404.pdf>

- ・神山哲也、田中健太郎（2013）「制度面から見た ISA の拡大と我が国への示唆」野村資本市場クォーターリー

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013sum02.html>

15 ・神山哲也（2008）「オーストラリアにおけるスーパーアニュエーションの現状」

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2008/2008spr23.pdf>

- ・緊急フォーラム実行委員会フォスター・フォーラム（2012）「運用報告書の利用価値を高めるための提言」

20 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryoku/20120926/05.pdf

- ・金融広報中央委員会（2014）「金融リテラシー・マップ」金融経済教育推進会議

<https://www.shiruporuto.jp/public/data/lecture/literacy/pdf/map.pdf>

25 ・金融広報中央委員会（2012）「行動経済学の金融教育への応用の重要性」

<https://www.shiruporuto.jp/public/data/research/report4/pdf/ron120319.pdf>

- ・金融・資本市場活性化有識者会合（2013）「金融・資本市場活性化に向け

ての提言」

http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/kinyuukaigou/report/

・金融庁（2016）「NISA 制度の効果検証結果」

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>

5 ・金融庁（2006）金融商品取引法

<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/>

・金融庁（1951）証券投資信託法

・金融庁（2017）「説明資料」

<http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryoushita/20170330.html>

10 ・金融庁（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則」

<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>

・金融庁（2016）「平成 28 事務年度金融行政方針」

<http://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-3.html>

・小池拓自（2009）「金融経済教育」

15 http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_999588_po_070404.pdf?contentNo=1&alternativeNo=

・厚生労働省（2017）「国民年金（保険料の納付率）」

<http://www.mhlw.go.jp/stf/houdou/0000165354.html>

・厚生労働省、社会保障審議会（2014）「確定拠出年金における運用について」

20 <http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=163664>

・厚生労働省、社会保障審議会企業年金部会（2017）「確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書～確定拠出年金の運用商品選択への支援～」

<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=413946>

25 ・厚生労働省、社会保障審議会企業年金部会（2017）「日本年金機能の平成 29 年度計画（案）修正箇所対照表」

[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/taisyoushita.pdf)

[Seisakutoukatsukan-](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/taisyoushita.pdf)

[Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/taisyoushita.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/taisyoushita.pdf)

- ・是枝俊悟（2014）「英国 ISA との制度比較」大和総研
https://www.dir.co.jp/research/report/finance/nisa/20140213_008215.html
- ・是枝俊悟（2016）「税制改正大綱－積立 NISA の創設等」大和総研
5 https://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20161219_011515.html
- ・知るぽると金融広報中央委員会（2016）『「金融リテラシー調査」の結果』
https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/
10
- ・杉田浩司（2014）「投資信託の 14 年改革と今後の課題」月刊資本市場No. 347
<http://www.camri.or.jp/files/libs/490/201703281209313373.pdf>
- ・杉田浩司（2016）「投資信託の販売をめぐる世界の動向」日本証券経済研究所
15 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf
- ・杉田浩司（2011）「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託」日本証券経済研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1105_01.pdf
- ・杉田浩司（2015）「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」日本証券経済研究所
20 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf
- ・杉田浩治（2017）「諸外国の投資信託の販売動向と我が国への示唆」ゆうちょ財団
25 https://www.yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/report/2017spring/feature_articles05.pdf
- ・杉田浩治（2017）「投資信託の制度・実態の国際比較（第 1 部）」日本証券研究所

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf

・杉谷陽子（2008）「インターネット上の口コミの有効性製品の評価における非言語的手がかりの効果」

<http://dept.sophia.ac.jp/econ/data/54-03.pdf>

- 5 ・総務省統計局「人口推計（平成 29 年（2017 年）4 月確定値，平成 29 年 9 月概算値）」（2017 年 9 月 20 日公表）

<http://www.stat.go.jp/data/jinsui/new.htm>

・大和投資信託（2017）「再びオーストラリア投資が生きる環境へ」

<http://www.daiwa->

- 10 [am.co.jp/system/files/news/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89%E3%83%AC%E3%82%BF%E3%83%BC/news_%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89%E3%83%AC%E3%82%BF%E3%83%BC_20170222_67306.pdf](http://www.daiwa-am.co.jp/system/files/news/%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89%E3%83%AC%E3%82%BF%E3%83%BC/news_%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89%E3%83%AC%E3%82%BF%E3%83%BC_20170222_67306.pdf)

- 15 ・竹川美奈子（2012）「投資家目線で見た投資信託の現状と課題」金融審議会

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/20120406/03.pdf

・投資信託協会（2017）「「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」報告書」

- 20 <http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/01.pdf>

・丹生健吾 永田裕貴（2014）「英国ジュニア ISA 米国 529 プランの概要と我が国への示唆」月間資本市場

<http://www.camri.or.jp/files/libs/468/201703271843543464.pdf>

- 25 ・NIKKEI STYLE（2014）「インデックス対アクティブ 投信はどちらを選ぶ マネーの常識・非常識 夏の集中講座(1)」

https://style.nikkei.com/article/DGXLMSFK07001_X00C14A8000000/

・日本銀行統計調査局（2017）「資金循環の日米欧比較」

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

- ・日本銀行統計調査局（2017）「参考図表 2017 年第 2 四半期の資金循環」
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>
- ・日本語版モーニングスター（2015）「日本は“投信後退国”!? グローバル調査下位の理由」
- 5 <http://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA12010150709.html>
- ・日本証券業協会（2016）「「英国における個人の中長期的・自助努力による資産形成のための投資優遇税制等の実態調査」 報告書」
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/isahoukoku160623.html>
- 10 ・日本証券業協会（2012）「英国の ISA（Individual Savings Account）の実施状況等について～英国の ISA の実態調査報告～」
http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/houkoku_uk_isa_20121101.pdf
- ・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」
- 15 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160921/01.pdf
- ・野村資本市場研究所（2014）「家計の資産形成を支援する制度の在り方に関する調査報告書」
<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140910-1/01.pdf>
- 20 ・野村資本研究所（2015）「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA 利用促進に向けた課題に関する調査」
<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>
- ・野村亜紀子（2013）「オーストラリアのスーパーアニュエーション - 1.6 兆豪ドルの私的年金の示唆 - 」野村資本市場クォーターリー
- 25 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013aut06.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」資産市場クォーターリー
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2006/2006sum14.pdf>
- ・Marketing Research camp（2016）「2016 年のスマホ普及率を男女・地

域・年代別に大公開！まさにスマホオンリー時代！マーケティングがこれからどう変わるべきか予想してみた」

<https://marketing-rc.com/article/20160731.html>

- 5 ・三谷進（2003）「アメリカ金融市場の発展と投資信託システム - 1990 年代を中心に - 」名城論叢

http://www.biz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no4_2/MITANI.pdf

・森金融庁長官基調講演（2017）「日本の資産運用業界への期待」 日本証券アナリスト協会第 8 回国際セミナー

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

- 10 ・Matthew Fink(2011) 「The Rise of Mutual Funds」 Oxford University Press

<https://global.oup.com/academic/product/the-rise-of-mutual-funds-9780199753505?cc=jp&lang=en>

15 文献

・江口行雄（1961）『投資信託発展史論』ダイヤモンド社

・大村敬一・俊野雅司（2014）『証券論』有斐閣

・鎌田恭幸（2011）『外国金融では出会えなかった 日本で一番投資したい会社』アチーブメント出版社

- 20 ・日本証券経済研究所(2016)『図説 日本の証券市場』日本証券研究所
中島淳一（2017）「顧客本位の業務運営が目指すべきもの」金融財政事情 3196 号

新聞

- 25 ・日本経済新聞

「ある独立系投信 4 年間の軌跡」（2011/02/07）

「貯蓄から資産形成へ」2017 年金融行政の焦点（2017/01/13）

HP

・iDeCo 公式サイト（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

<https://www.ideco-koushiki.jp/library/status/>

・一般社団法人ユニバーサルコミュニケーションデザイン協会（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

5 <https://ucda.jp/>

・金融庁（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

「つみたて NISA 早わかりガイドブック」

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/guide/index.html>

10 「説明資料」

<http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170330/03.pdf>

・厚生労働省（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

「確定拠出年金の対象者・拠出限度額と他の年金制度への加入の関係」

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/taishousha.html>

15 15 http://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/trust01_07_02.html

・信託協会（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

「イギリス人が利用したユース」

http://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/trust01_07_02.html

・セゾン投信（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

20 「独立系直販投信とは？」

<http://xn--mck3aj9b7a3pb7e.com/entry2.html>

・投資信託協会（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

「第 3 回長期保有のメリットとは」

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

25 「統計データ投信概況 直近データ（2017/09）」

<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

「投資信託の全体像 直近データ（2017/09）」

<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

「投資信託に関するアンケート調査報告書（2016）」

<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2016/>

「そもそも投資信託とは？」

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/what/>

・投資信託口コミ比較サイト（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

5 <http://www.web-ishiyama.net>

・投信資料館（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

「投資信託の歴史（1930 年～1959 年）」

<https://www.toushin.com/beginner/history/history-1950/>

「ノーロードファンドは何本あるのか」

10 <https://www.toushin.com/trend/others/noload-06102017/>

・年金積立金管理運用独立行政法人（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

「ESG 投資とは」

<http://www.gpif.go.jp/operation/esg.html>

・日興アセットマネジメント（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

15 「ETF とは？」

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

「上場インデックスファンド 225 専用ページ」

<https://www.nikkoam.com/products/etf/lineup/225/prospectus>

・大和投資信託（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

20 「ダイワ上場投信 TOPIX 専用ページ」

<http://etf.daiwa-am.co.jp>

・みずほ銀行「手数料（投資信託）」

https://www.mizuhobank.co.jp/direct/help/fund/fee_fund.html

・MORNINGSTAR（最終アクセス 2017 年 10 月 27 日）

25 「上場インデックスファンド 225 専用ページ」

<http://www.morningstar.co.jp/FundData/SnapShot.do?fnc=2001071>

[102](#)

「ダイワ上場投信 TOPIX 専用ページ」

<http://www.morningstar.co.jp/FundData/SnapShot.do?fnc=2001070902>

「販社販売ランキング」

5 <https://www.morningstar.co.jp/fund/ranking/sales.html>

・SOMPO ホールディングス

「保険商品パンフレット等で UCDA 認証「見やすいデザイン」を取得～お客さま向けの帳票についてグループ全体で認証取得を推進～」

<http://www.sompo->

10 [hd.com/~media/hd/files/news/2017/20170112_1.pdf](http://www.sompo-hd.com/~media/hd/files/news/2017/20170112_1.pdf)