

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 2 テーマ C ブロック

「資産形成手段としての投資信託」



関西学院大学 阿萬ゼミナール

## 目次

序章 .....	3
第 1 章 投資信託とは .....	4
第 1 節 投資信託の概要 .....	4
第 2 節 投資信託の歴史と導入経緯 .....	5
第 3 節 資産形成における投資信託の意義 .....	6
第 1 項 少子高齢化と年金制度 .....	6
第 2 項 自助努力による資産形成 .....	7
第 3 項 長期積立・分散投資の重要性 .....	8
第 2 章 投資信託を取り巻く制度 .....	14
第 1 節 確定拠出年金制度 .....	14
第 2 節 NISA .....	16
第 3 節 つみたて NISA .....	18
第 3 章 投資信託の現状・問題点と今後望ましいあり方 .....	21
第 1 節 保有率・保有期間 .....	21
第 2 節 資産形成における金融リテラシー .....	23
第 3 節 規制監督体制のあり方 .....	24
第 4 節 FinTech の発展 .....	28
第 4 章 提言 .....	33
第 1 節 確定拠出年金制度における継続投資教育及び説明会の拡充 .....	33
第 2 節 つみたて NISA の改良策 .....	39
第 3 節 つみたて NISA の制度恒久化 .....	41
終章 .....	43
参考文献 .....	44

## 序章

日本では旧来から資産形成手段として預金が浸透してきた。高金利時代においては、リスクを伴う金融商品を保有せずとも、預金で確実に資産形成を行うことが可能であった。しかし、低金利時代に突入したことで、預金による資産形成は困難を極めている。また近年、少子高齢化の加速によって、公的年金制度における世代間扶養のバランスが崩れかけていることから、自助努力による資産形成が必要となってきた。

本稿では、諸制度や規制監督体制などの現状を基に、これまで投資信託が資産形成手段として十分に機能してきたかについて検証した上で、投資信託による長期積立・分散投資が資産形成手段として有効であるという立場から、投資信託の普及を図り、金融庁が掲げる「貯蓄から資産形成へ」を実現させるための提言を行っていく。

第1章では、投資信託の基本的な仕組みや歴史、導入経緯について説明する。また、自助努力による資産形成の重要性を述べた上で、投資信託による長期積立・分散投資が資産形成手段として有効であることを検証していく。次に、第2章では、投資信託を取り巻く制度として、第1節で確定拠出年金制度、第2節でNISA、第3節でつみたてNISAをそれぞれ取り上げ、現状と問題点について考察する。第3章では投資信託の現状及び問題点と、そこから見えてくる今後の望ましいあり方について論述する。第1節では、保有率・保有期間について、国際比較を交えて考察していく。第2節では、資産形成において重要である金融リテラシーについて述べる。第3節では、規制監督体制に関する問題点を考察する。第4節では、FinTechの発展によって誕生したロボアドバイザーについて説明する。第4章では、第2章及び第3章で取り上げた問題点を解決し、資産形成手段として投資信託を普及させていくための提言を行う。

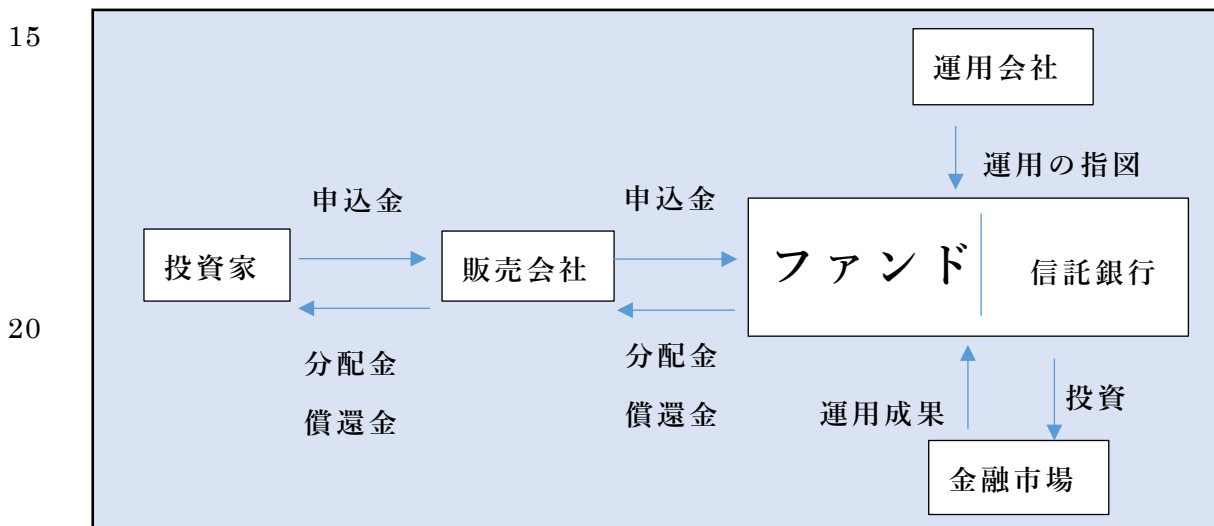
## 第 1 章 投資信託とは

本章では、投資信託の概要及び歴史と導入経緯について説明した後、資産形成における投資信託の意義について論述する。

### 5 第 1 節 投資信託の概要

日本証券業協会によると、投資信託とは「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」と定義されている。運用成績は市場環境によって変動するため、預金とは異なり元本保証があるわけではない。しかし、投資の専門家であるファンドマネージャーに運用を任せられることができるため、投資初心者にとって購入しやすい商品である。

図表 1 投資信託の仕組み



出典)「投資信託の仕組み」投資信託協会 HP より筆者作成  
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/about/scheme/>

次に投資信託の仕組みについて説明する。投資信託を取り巻く機関は主に 3 つ存在する。1 つ目は「運用会社」である。運用会社は主に投資信託を作り、個人や企業などから受託した資産の運用指図を行う。2 つ目は「信託銀行」である。投資家から収集した資産を安全に保管・管理し、運用会社の指図に従って

資産を運用する。信託銀行は、自行の資産と投資家から収集した資産を分別して保管しているため、信託銀行が破綻した場合においても、投資家の資産が守られる仕組みとなっている。3 つ目は「販売会社」である。投資信託は証券会社や銀行等の金融機関で購入できるが、これらをまとめて販売会社という。販売会社は実際に投資信託の販売や分配金・償還金の支払いを行う。投資信託は、これらの機関が販売・運用・資産管理などの業務を行い、それぞれの役割を果たすことで成立する金融商品である。

## 第 2 節 投資信託の歴史と導入経緯

10 投資信託は、1951 年に財閥解体により起こった過剰な株式供給への打開策として「証券投資信託法」が成立したことから始まる。それ以降、投資信託についての法整備や制度改正などが時代変遷により順次行われ、1961 年には、投資信託の元本残高が 1 兆円を超え、順調に進んでいた。しかしながら、1964 年に第 18 回東京オリンピックの閉幕と共に、日本経済が低迷に陥った。これを受け、1965 年に「証券不況」が起きることで、投資信託の解約件数が増加し、多くの証券会社は赤字続きとなった。しかしながら、政府による日銀特融や赤字国債の発行などの迅速な対応により、証券会社と投資家の被害は抑制された。それ以降 1980 年代まで投資信託市場は拡大を続けていったが、1990 年のバブル崩壊を原因とした株価の低迷により「投資離れ」が起きてしまう。これを受けて政府は、1990 年に外資系運用会社の投資信託委託業務参入を自由化し、1998 年には、金融システム改革法を施行することで、銀行窓口での投資信託販売を解禁した。2000 年には、有価証券以外にも投資を可能とする「投資信託及び投資法人に関する法律」が制定され、2001 年には ETF<sup>1</sup>や REIT<sup>2</sup>が日本において開始された。また同時に、投資信託を運用手段の 1 つとする確定拠出年金も導入された。制度や環境が整えられたことにより、2010 年には投資信託の純資産残高が 98 兆円を超える<sup>3</sup>。2016 年には、金融庁の「平成 27 事務年度 金融レポート」において、国民の安定的な資産形成の促進として「貯蓄から資産形

<sup>1</sup> 証券取引所に上場されて取引される投資信託。

<sup>2</sup> 不動産を対象に投資を行う会社型の投資信託。

<sup>3</sup> 「投資信託全体の純資産総額」投資信託協会・2017  
<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

成へ」を掲げ、2018年に投資信託の更なる普及を目的として、「つみたてNISA」を導入する。

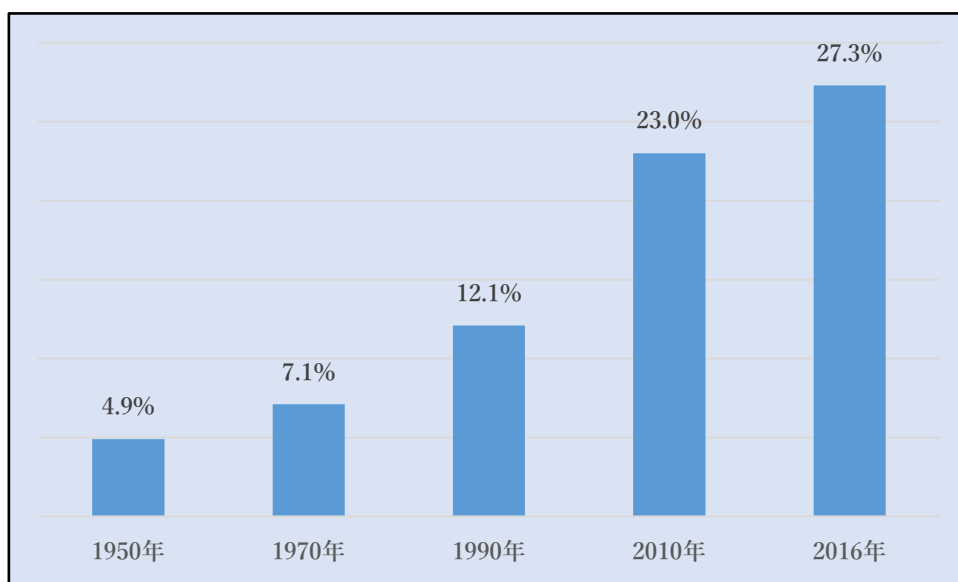
### 第3節 資産形成における投資信託の意義

#### 5 第1項 少子高齢化と年金制度

年金制度は積立方式と賦課方式があり、日本は後者を採用している。賦課方式は現役世代の支払う保険料で年金受給世代の年金を支えるという世代間扶養システムである。しかしながら、合計特殊出生率<sup>4</sup>は約1.4と、先進国の少子化を示す2.07を大きく下回っており、近年現役世代の割合が減少傾向にある。

10

図表2 全人口における高齢者人口(65歳以上)割合の推移



出典)「統計から見た我が国の高齢者」総務省統計局・2016・p.3より筆者作成  
<http://www.stat.go.jp/data/topics/pdf/topics97.pdf>

15 また、上記のグラフのとおり、65歳以上の高齢者人口は年々増え続けており、2016年の全人口における高齢者人口の割合は27.3%に達している。少子高齢化が加速し、世代間扶養システムのバランスが崩壊してしまうことが近時において問題視されている。

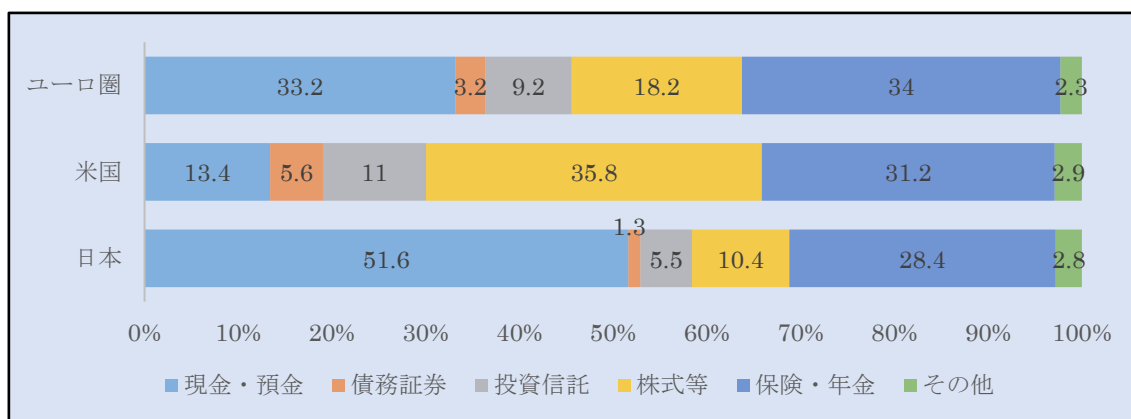
<sup>4</sup> 出産可能年齢とされる15～49歳までの女性の年齢別出生率を合計した値。

## 第 2 項 自助努力による資産形成

公的年金制度の不安定化から、従来までの預金金利による資産形成では老後の資金を賄うことができないため、自助努力による資産形成が必要になってきている。

5

図表 3 日米欧家計金融資産構成比率



出典)「2017年第2四半期 資金循環統計」日本銀行・2017・p.4

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

「2017年第1四半期 資金循環統計 日米欧比較」日本銀行・2017・p.2

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

10 より筆者作成

上記の図表より日本の金融資産の構成比率は、米国やユーロ圏と比べてリスク資産の保有率が低く、現金・預金に偏っていることが分かる。しかし、普通預金の平均年利率は0.001%、定期預金の平均年利率は0.012%と低く<sup>5</sup>、預金による資産形成は困難な状況である。さらに、現在日本はインフレの傾向にあり、  
15 相対的に資産価値が目減りしてしまう危険性もある。日本における家計の最適な金融資産の構成比率を明示することは難しいが、少なくとも現在の構成比率が最適であるとは言えない。今後は株式や債務証券、投資信託などのリスク資産を活用し、老後の資産形成を行っていく必要がある。

<sup>5</sup> 「2017年10月18日預金種別店頭表示金利の平均年利率等」日本銀行金融機構局・2017 <https://www.boj.or.jp/statistics/dl/depo/tento/te171018.p>

### 第3項 長期積立・分散投資の重要性

我々は資産形成において、積立・分散投資が重要であると考えます。積立投資とは、定期的に一定額を買い続ける投資法である。積立投資のメリットはドルコスト平均法<sup>6</sup>により、平均購入単価を抑えることができる点である。

5 また、分散投資とは、投資対象や投資期間を多様化させることで、市場の変動による資産価値の大幅な下落を回避する投資手法である。投資対象の分散とは、投資資金を複数の銘柄や通貨、業種に投資することであり、投資期間の分散とは、同じ時期に一括で投資するのではなく、タイミングをずらして投資することである。

10 我々は資産形成において、平均購入単価を抑えることが特に重要であると考察し、積立投資によるドルコスト平均法の有効性について、実在するファンドの過去データを用いて検証する。ファンドの基準価格は日々変動しているため、一括で購入する場合、高値掴みをしてしまう可能性がある。それに対し、積立購入する場合、基準価格が高い時期においては少ない買付が、低い時期においては多くの買付が行われることで、平均購入単価を抑えることができるということが検証を行う前段階の我々の見解である。また、一括で購入したにも拘わらず平均購入単価が低くなるケースも想定されるが、長期期間にわたる投資においては、安定的な積立購入が有効であると考察した。以下は検証における前提条件と諸設定である。

20

#### 【検証方法】

投資対象の各銘柄において、積立投資を行った場合と一括投資を行った場合の平均購入単価をそれぞれ算出し、比較する。また、確率密度関数と累積分布関数を用いて、積立投資が平均購入単価を引き下げる効果について検証を行う。

25

#### 【投資時期】

2012年から2016年の5年間運用した場合と2007年から2016年の10年間運用した場合を想定した検証を行う。

<sup>6</sup> 定額購入によって、高値掴みのリスクを低くする投資手法。



### 【投資対象銘柄】

◆ハッピーエイジング 50 ◆ハッピーエイジング 30 ◆ニッセイ TOPIX オープン ◆三井住友・DC 年金バランス 30 ◆ニッセイ日経 225 インデックスファンド ◆フィデリティ・米国優良株・ファンド ◆フィデリティ・欧州株・ファンド ◆ハッピーエイジング 40 ◆225IDX オープン ◆三井住友・DC 年金バランス 70 ◆野村外国株式インデックスファンド ◆三井住友・DC 年金バランス 50 ◆さわかみファンド(アクティブ) ◆ニッセイ日本株ファンド(アクティブ) ◆つみたて J グロース(アクティブ) ◆三井住友・バンガード海外株式ファンド

10 以上 16 ファンドを対象とする。

※上記の商品は第 2 章第 3 節で説明するつみたて NISA 対象商品の基準を満たすファンドから選定している。

### 【購入方法】

15 つみたて NISA の年間投資上限額である 40 万円に近くなるような金額設定としている。

#### ➤ 積立投資の場合

月々の第 1 営業日に 3 万円ずつ積立投資

#### ➤ 一括投資の場合

20 毎年同じ月の第 1 営業日に 36 万円を一括投資（毎年 1 月に購入する場合、毎年 2 月に購入する場合…のように 12 パターン存在し、これらの散らばりを考慮する）

25 先に、一括投資における 12 パターンの散らばりが正規分布に従うことを確認していく。この工程においてはハッピーエイジング 30 とニッセイ日本株ファンドの 2 ファンドを対象に行う。各ファンドのデータを確率密度関数

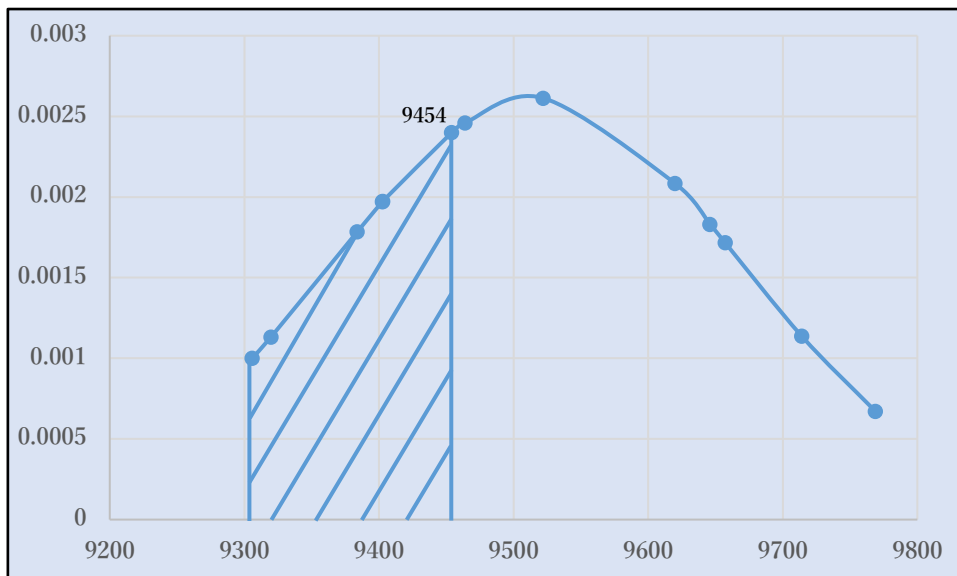
$$f(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma} e^{-\frac{1}{2\sigma^2}(x-\mu)^2} \quad \text{に代入する。}$$

➤  $\mu$  : 12 パターンの平均購入単価（総投資額 ÷ 総購入口数）

➤  $\sigma$  : 12 パターンの標準偏差

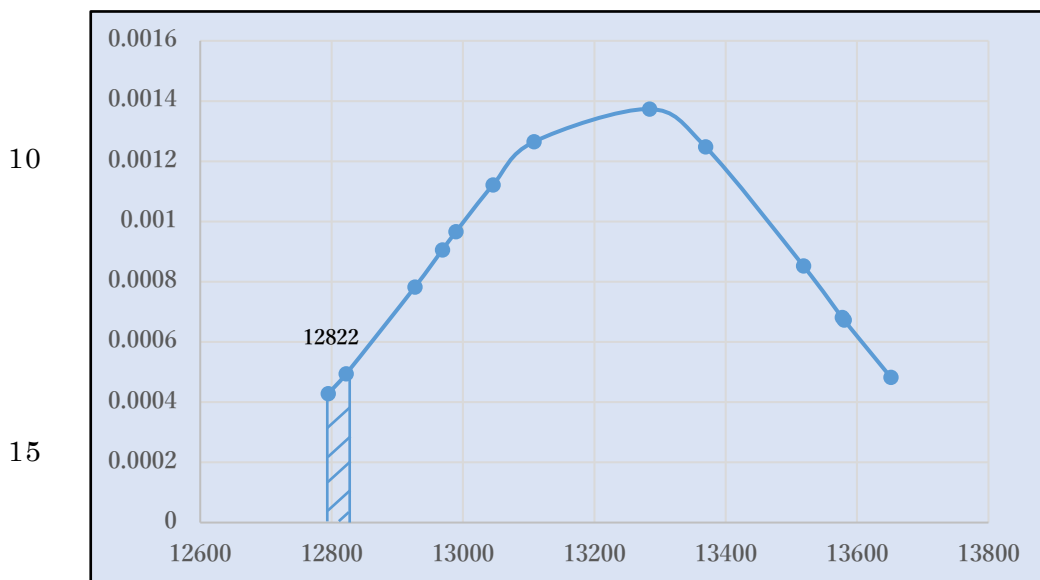
以下は代入結果をもとに作成した 12 パターンの散布図である。

図表 4 ハッピーエイジング 30 散布図



5 出典)「投信基準価格チャート」モーニングスターHPより筆者作成  
<http://www.morningstar.co.jp/FundData/SnapShot.do?fnc=2000073107>

図表 5 ニッセイ日本株ファンド 散布図



出典)「投信基準価格チャート」モーニングスターHPより筆者作成  
<http://www.morningstar.co.jp/FundData/Chart.do?fnc=2001122606>

20 データの数が 12 個と少ないにも拘わらず、グラフは正規分布に似た形となっていることが分かる。これにより、一括投資における 12 パターンの散らばり

が正規分布に従うことが証明された。

次に本題であるドルコスト平均法の有効性について検証していく。各ファンドを積立投資した場合および一括投資した場合の平均購入単価と12パターンの標準偏差を累積分布関数  $F(x) = P(X \leq x) = \int_{-\infty}^x f(t) dt$  に代入する。これによ

- 5 り一括投資をした場合に、積立投資を行った場合の平均購入単価を下回る確率が求まる。この数値が低いほど、積立投資が一括投資と比較して平均購入単価を引き下げているということを表している。

図表6 5年運用した場合のドルコスト平均法の効果検証

ファンド名	積立投資	一括投資	確率
ハッピーエイジング 50	11789	11783	51.3%
ハッピーエイジング 30	10413	10479	41.5%
ニッセイ TOPIX オープン	9744	9762	48.1%
三井住友・DC年金バランス 30	11993	11982	52.0%
ニッセイ日経 225 インデックスファンド	13707	14314	16.0%
フィデリティ・米国優良株・ファンド	11826	12148	26.9%
フィデリティ・欧州株・ファンド	15363	15369	49.6%
ハッピーエイジング 40	11309	11115	79.7%
225IDX オープン	13410	14195	10.2%
三井住友・DC年金バランス 70	11292	11229	57.1%
野村外国株式インデックスファンド	14502	15077	20.4%
三井住友・DC年金バランス 50	10476	10465	54.0%
さわかみファンド(アクティブ)	15308	15722	19.8%

ニッセイ日本株ファンド(アクティブ)	14040	14597	13.7%
つみたてJグロース(アクティブ)	12757	13203	22.5%
三井住友・バンガード海外株式ファンド	14701	15152	22.4%

出典)「投信基準価格チャート」モーニングスターより筆者作成  
<https://www.morningstar.co.jp/fund/>

図表7 10年運用した場合のドルコスト平均法の効果検証

ファンド名	積立投資	一括投資	確率
ハッピーエイジング 50	10944	10969	36.9%
ハッピーエイジング 30	9454	9517	33.9%
ニッセイ TOPIX オープン	8808	8865	37.3%
三井住友・DC年金バランス 30	10849	10882	33.7%
ニッセイ日経 225 インデックスファンド	11732	12229	2.9%
フィデリティ・米国優良株・ファンド	9415	9787	6.3%
フィデリティ・欧州株・ファンド	13193	13601	10.2%
ハッピーエイジング 40	10344	10367	42.0%
225IDX オープン	11792	12335	1.9%
三井住友・DC年金バランス 70	9925	9901	56.8%
野村外国株式インデックスファンド	11656	12071	7.1%
三井住友・DC年金バランス 50	11760	11716	56.0%
さわかみファンド(アクティブ)	13882	14230	14.9%
ニッセイ日本株ファンド(アクティブ)	12822	13234	7.5%

つみたてJグロース(アクティブ)	11121	11529	6.4%
三井住友・バンガード海外株式ファンド	12197	12681	2.8%

出典)「投信基準価格チャート」モーニングスターより筆者作成  
<https://www.morningstar.co.jp/fund/>

青色で塗りつぶしている投資方法が、他方に比べて平均購入単価が低いことを表している。また、上記の図表における確率とは、一括投資をした場合に、  
5 積立投資を行った場合の平均購入単価を下回る確率である。つまり、50%を下回った場合は積立投資が青色に、50%を上回った場合は一括投資が青色に塗りつぶされている。この検証から明らかになったことは2つである。

1 つ目は積立投資を行うことで、平均購入単価を引き下げる効果があるということだ。上記の図表の青色に塗られたセルが左列に集中していることから分かるように、5年間・10年間の運用期間に拘わらず、ほとんどのファンドにおいて、積立投資を行った場合の方が、平均購入単価が低く抑えられている。また、10年間運用した場合において、一括投資が積立投資より平均購入単価が低くなっているケースが2つ存在しているが、どちらにおいても積立投資を行った場合の平均購入単価を下回る確率が50%台という結果であり、積立投資に大  
15 差をつけたということではない。

2 つ目は長期投資を行った方が、平均購入単価を引き下げる効果が高いということである。上記の図表から分かるように、5年間運用した場合、積立投資が一括投資の平均購入単価を下回るファンドが11本であるのに対し、10年間運用した場合、14本に増えている。また、長期投資は複利効果によって資産を増やすことができるため、資産形成において効果的であると言える。  
20

検証で積立投資と長期投資の重要性を明らかにした上で、我々は投資信託が資産形成において有効だと考える。なぜなら、株式や債券証券で分散投資を行うためには多額の資金が必要になるが、投資信託は少額でも分散投資を実践することができるからである。投資信託で積立投資と長期投資を行うことによって長期積立・分散投資が可能となる。投資信託による長期積立・分散投資を浸透させていくためには、それを後押しする制度を整備することが必要である。  
25

## 第2章 投資信託を取り巻く制度

本章では、投資信託を取り巻く制度を確定拠出年金制度・NISA・つみたてNISA に分けて、それぞれの制度及び現状と問題点について論述する。

### 5 第1節 確定拠出年金制度

確定拠出年金制度とは、事業主（企業）または個人が拠出した資金を、個人の自己責任において運用し、その運用実績に基づいて給付を受けることができる年金制度のことであり、個人型と企業型がある。個人型は、国民年金基金連合会が実施する年金制度で、掛金を全額加入者本人が拠出する仕組みになっている。企業型は、厚生年金保険の適用事業主が単独または共同で実施する年金制度で、加入者が事業主（企業）に提示された商品の中から選択して運用する仕組みとなっている。掛金は原則企業が全額拠出するが、規約に定めがあれば従業員も任意でマッチング拠出<sup>7</sup>が可能である。

日本の確定拠出年金制度には、①掛金に対して所得税・住民税が課税されない、②利子や配当等の運用益に対する源泉徴収課税等がかからない、③老齢給付を年金として受け取る場合は、雑所得として公的年金等控除が適用され、一時金として受け取る場合は、退職所得として退職所得控除が適用される、の3つの税制優遇措置があり、老後の資産形成として活用するメリットは大きい。

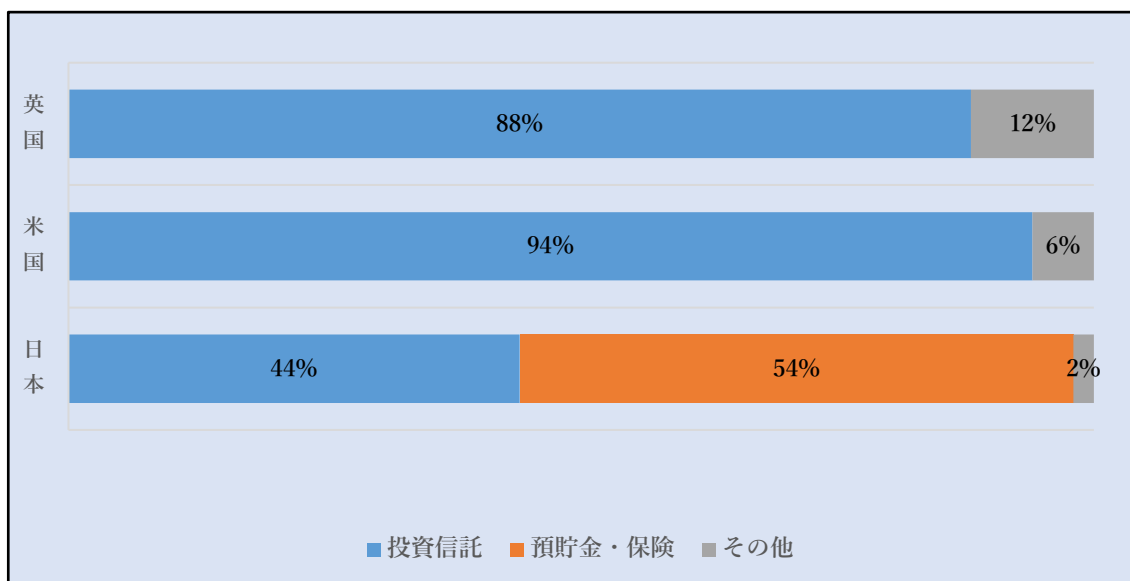
しかし、日本の企業型確定拠出年金制度には問題点がある。運用商品は、預金や保険商品などの元本確保型商品と、投資信託などの非元本確保型商品があるが、日本の加入者は運用商品のうち約5割を元本確保型商品で運用してしまっている。この割合は、米国・英国と比べて高い数値である。第1章第3節で述べたように、日本の預金金利は極めて低い水準にあるため、確定拠出年金を元本確保型商品で運用することは有効ではない。

25

---

<sup>7</sup> 従業員が事業主の掛金に上乘せする形で行う拠出。

図表 8 日本・米国・英国の確定拠出年金運用資産の内訳



出典)「DC年金-英国の例にみる日本への示唆-」三菱UFJ信託銀行・2016・p.1  
[http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201607\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201607_1.pdf)

「諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取り組みに関

する調査研究報告書」EY総合研究所株式会社・2016・p.13

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20170321/01.pdf>

5 より筆者作成

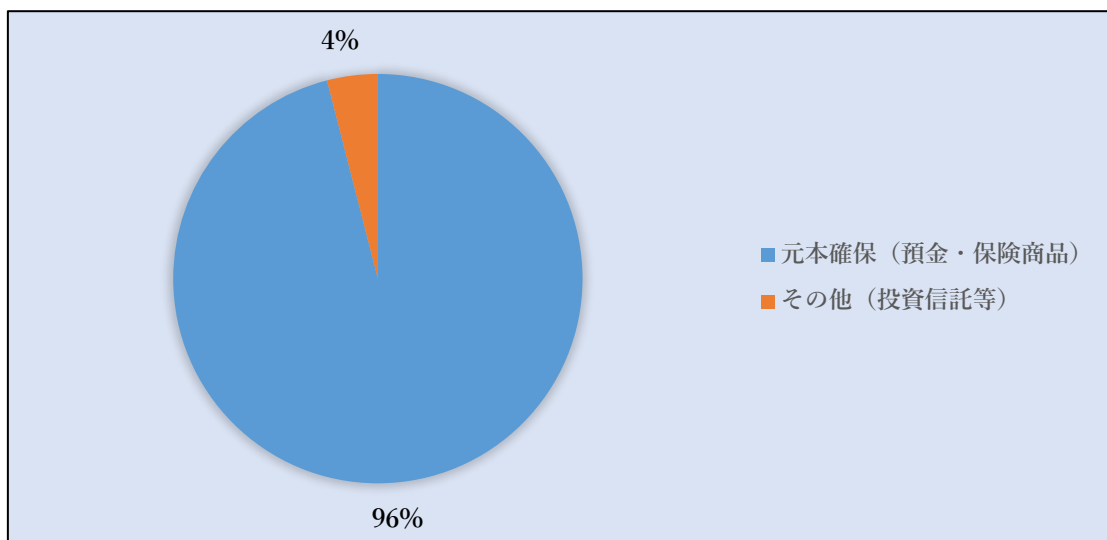
このような割合になった理由として、我々は2つの原因があると考え。1  
 つ目はデフォルト商品<sup>8</sup>である。加入者全体の約9%はデフォルト商品で運用を  
 行っている<sup>9</sup>。企業が提示しているデフォルト商品の96%が元本確保型商品と  
 10 なっているため<sup>10</sup>、確定拠出年金における元本確保型商品の割合を増加させて  
 いると考えられる。

<sup>8</sup> 加入者が運用商品を選択するのを忘れた場合や、選択に迷ってしまう等の理由で商品選択を行わない場合に、自動的に選択したとみなされる運用商品。

<sup>9</sup> 「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～」厚生労働省・2017・p.14  
[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000169627.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000169627.pdf)

<sup>10</sup> 「確定拠出年金における運用の改善について」社会保障審議会企業年金部  
 会・2017・p.35 <http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan->

図表 9 日本の確定拠出年金におけるデフォルト商品の内訳



出典)「確定拠出年金における運用の改善について」社会保障審議会企業年金部  
会・2017・p.35 より筆者作成

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

5

2 つ目の問題点は、金融リテラシーが不足していることによって、加入者が自らの意思で元本確保型商品を選択していることである。運用商品における投資信託の割合を増やしていくために、以上 2 つの問題点について、第 4 章第 1 節で提言を行う。

10

## 第 2 節 NISA

NISA とは、英国の ISA に倣って 2014 年から始まった金融商品への投資による配当金や分配金、譲渡益などが非課税になる制度である。非課税投資枠は毎年 120 万円与えられ、非課税期間は 5 年である。また、2017 年からロールオーバー<sup>11</sup>の繰り越し上限額が撤廃されている。投資対象は上場株式や公募株式投資信託、ETF、REIT 等の金融商品に限定されている。NISA が導入された背景には、序章でも述べたように「貯蓄から資産形成へ」の投資促進により、経済を活性化させる目的がある。

15

しかし、NISA は長期積立投資と親和性が低いため、資産形成において十分

<sup>11</sup> 5 年後の非課税枠を利用することで、非課税期間を延長すること。



な役割を果たしているとは言えない。この理由として、非課税期間が短いことが挙げられる。第1章第3節で述べたように投資信託による長期の積立・分散投資が家計の資産形成手段として有効的であるが、NISAの非課税期間は5年であり、長期投資に向いていない。また、ロールオーバーを行うと、投資額を  
5 繰り越すことで非課税枠を消費してしまうため、積立投資を行うことができない。これらのことからNISAは長期積立投資に向いていないにも拘わらず、実際NISA口座を活用して投資信託による積立投資を行おうとする人は少なくない。NISA口座内の金融資産内訳は約68%を投資信託が占めている<sup>12</sup>。また、2014年のNISA口座の積立投資契約件数は54万8019件、毎月の積立総額は  
10 160億6502万円であったが<sup>13</sup>、2015年の契約件数は90万6316件、積立総額は261億7459万円と急増している<sup>14</sup>ことからNISA口座を活用した積立投資の需要がある。

一方で、ISAはNISAに比べて資産形成に向いていると言える。ISAには4種類あり、その中でもNISAに近い株式型ISAを取り上げる。NISAの非課税  
15 期間は前述したように5年であるが、ISAは非課税期間が半永久的である。非課税期間が終了すると期間終了後にロールオーバーか一般口座に移すことが必要であるが、非課税期間に制約がないことから金融商品を半永久的に保持でき、税制優遇を受けられる。これらの点から長期的な投資による資産形成に向いている。また、投資上限額に関しては株式型ISA、預金型ISA、イノベティブ  
20 ファイナンスISA、ライフタイムISAの4つで年間拠出額が2万ポンドとなっている。均等に配分した場合、株式型ISAには5000ポンド、日本円にして約73万5000円が上限額となる。NISAに比べると少額であるが、拠出金の配分割合を自ら決定できる上に、非課税期間が半永久的であることを考えると資産形成の阻害要因とはなり得ない。実際、英国では株式型ISAにおける金融商品  
25 のうち、投資信託が77.6%<sup>15</sup>とNISAより10%程度高い数値が出ていることか

---

<sup>12</sup> 「NISA制度の効果検証結果」金融庁・2016・p.7

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

<sup>13</sup> 「NISA口座の利用状況について」金融庁・2015・p.9

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20150424-1/01.pdf>

<sup>14</sup> 「NISA口座の利用状況調査」金融庁・2017・p.8

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20160527-1/01.pdf>

<sup>15</sup> 「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の報告書」日本証券業協会・2016・p.11

[http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai\\_gaiyou\\_160623.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai_gaiyou_160623.pdf)

ら、投資信託に適した制度であると言える。ISA の利点を取り込み、資産形成可能な制度を早急に整えることが必要である。

### 第 3 節 つみたて NISA

- 5 つみたて NISA とは、長期投資を軸とした資産形成を本格化させるため、2018 年 1 月から新たに開始される少額投資非課税制度である。以下は NISA との比較である。

図表 10 つみたて NISA と NISA の比較

	つみたて NISA	←併用不可→	NISA
利用対象者	20 歳以上		20 歳以上
年間の投資上限額	40 万円		120 万円
非課税期間	20 年間		5 年間
口座開設可能期間	20 年間 (2018 年～2037 年)		10 年間 (2014 年～2023 年)
投資対象商品	積立・分散投資に適した 公募等株式投資信託		上場株式 公募株式投資信託等
投資方法	定期かつ継続的な 方法で投資		制限なし

- 10 出典)「平成 29 年度税制改正」財務省・2017・p.4 より筆者作成  
[http://www.mof.go.jp/tax\\_policy/publication/brochure/zeisei17\\_pdf/zeisei17\\_01](http://www.mof.go.jp/tax_policy/publication/brochure/zeisei17_pdf/zeisei17_01)

改善された点として、非課税期間が 20 年と長くなったことや、投資対象が公募投資信託と ETF に限定されたことが挙げられる。これによって家計の資産形成を長期積立・分散投資の面から支援する制度として確立されたと言える。

- 15 つみたて NISA の投資対象は長期積立・分散投資に適合する一部の投資信託に限定されている。対象商品に該当するためには、政令の要件と各ファンドの種類ごとに告示で定められた要件を満たさなければならない。政令の要件では長期の継続的な投資を想定し、信託契約期間<sup>16</sup>が無期限又は 20 年以上であること

<sup>16</sup> ファンドの設定日から償還日までの期間。

を条件の1つとしている。しかし、つみたて NISA は 2037 年に終了してしまうことから、英国の ISA に比べると信託契約期間の長い投資信託を十分に活かすことができていないと考えられ、第 4 章第 2 節で提言を行う。

5 また、つみたて NISA の投資方法は、契約に基づいて定期かつ継続的な方法で投資しなければならないとされているが、具体的に毎月の積立投資を強制する制約は存在しておらず、例として年 2 回の買付で年間投資上限額分の投資を行うことが可能な仕組みとなっている。投資初心者は長期積立・分散投資の有効性を十分に理解し、実行する能力が低いと考えられるため、必然的に積立投資が行われるような制度として、つみたて NISA を改良する必要があると考えられ、第 4 章第 2 節で提言を行う。

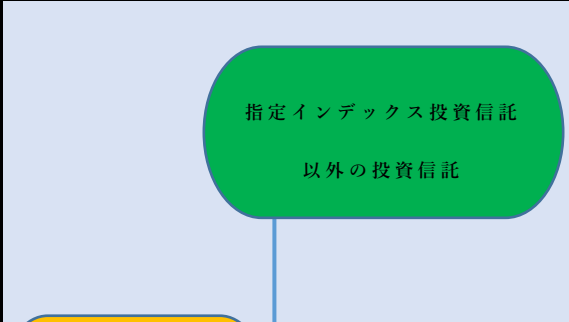
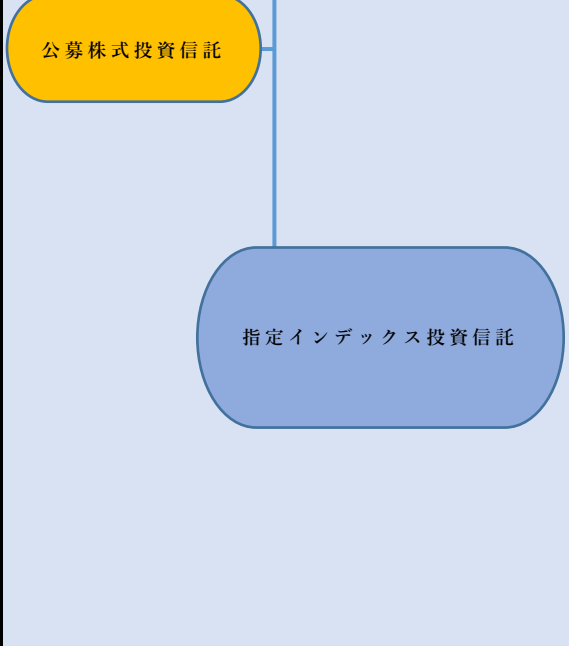

15 政令の要件において、長期投資には不向きな毎月分配型の投資信託が対象から除外されている。毎月分配型の投資信託は運用益や元本を取り崩す形で分配金を支払っていくため、再投資される金額が少なくなってしまう。つまり、複利効果が見込めないことを意味し、長期投資に向かないのである。つみたて NISA は毎月分配型以外の投資信託による長期投資を促進するだけでなく、条件に示すことで、毎月分配型の投資信託が長期投資に向かないという認識を浸透させる効果もあると考えられる。

20 次に対象商品のより詳細な条件について述べる。つみたて NISA の対象となる公募株式投資信託はノーロード<sup>17</sup>で、信託報酬が低いファンドに限定されている。販売手数料や信託報酬が高い商品を購入することは、長期積立投資において効率的だとは言い難く、避ける必要があるからである。以下は政令の要件と各ファンドの種類ごとに告示で定められた要件である。

図表 11 つみたて NISA 対象商品の条件

政令の要件	信託契約期間が無期限又は 20 年以上であること。
	分配頻度が毎月でないこと。
	ヘッジ目的の場合等を除き、デリバティブ取引を行っていないこと。

<sup>17</sup> 販売手数料が無料の投資信託。

各ファンドの種類ごとに告示で定められた要件	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 告示において指定されたインデックスに連動していること。</li> <li>・ 主たる投資の対象資産に株式を含むこと。</li> <li>・ 販売手数料：ノーロード。</li> <li>・ 受益者ごとの信託報酬等の概算値が通知されること。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 告示において指定されたインデックスに連動していること。</li> <li>・ 主たる投資の対象資産に株式を含むこと。</li> <li>・ 販売手数料：ノーロード</li> <li>・ 受益者ごとの信託報酬等の概算値が通知されること。</li> <li>・ 金融庁へ届出がされていること。</li> </ul> <p>①国内資産を対象とするもの</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 信託報酬：0.5%以下（税抜き）</li> </ul> <p>②海外資産を対象とするもの</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 告示において指定されたインデックスに連動していること。</li> <li>・ 投資の対象資産が株式であること。</li> <li>・ 最低取引単位が 1,000 円以下</li> <li>・ 販売手数料：1.25%以下</li> <li>・ 受益者ごとの信託報酬等の概算値が通知されること。</li> <li>・ 金融庁へ届出がされていること。</li> </ul> <p>① 国内取引所に上場しているもの</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 円滑な流通のための措置が講じられているとして取引所が指定するもの。</li> </ul>

出典)「つみたてNISAについて」金融庁・2017・pp.8-11より筆者作成  
<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20170614-1/03.pdf>

金融庁森長官は手数料獲得を優先した顧客本位ではない業務運営を否定しており、つみたて NISA 対象商品にはノーロードであることや、信託報酬が低いことなどの厳しい条件を設けることで、投資初心者を含む家計の資産形成を後押ししている。

- 5 また、年金準備金は老後まで引き出すことができない積立であるのに対し、NISA やつみたて NISA を活用して形成した資産は払い出しに制限がないため、老後資金としてだけでなく、住宅資金や教育資金に充てることも可能である。年金制度による投資と併せて、少額投資非課税制度を活用した長期積立投資も行っていくことが家計の資産形成において適切だと考えられる。

10

### 第 3 章 投資信託の現状・問題点と今後望ましいあり方

本章では、投資信託の置かれている現状についてまとめ、そこから見えてくる問題点と今後の望ましいあり方について述べる。

15

#### 第 1 節 保有率・保有期間

本節では、日本における投資信託の保有率及び保有期間の観点から、今日まで投資信託が長期的な資産形成手段として十分に機能してきたかについて検証していく。

20

##### **【保有率】**

- 25 公的年金制度の不安定化から、リスク資産を活用した自助努力による資産形成が重要であることを第 1 章第 3 節で述べた。また、その中でも投資信託が資産形成に有効であることについて言及した。しかし、下記の図表からわかるように、日本の投資信託保有率が米国に比べて極端に低く、特に若年層における差が顕著であることが分かる。保有率のデータから、投資信託が家計の資産形成手段として十分に普及していないと考えられ、第 2 章で説明した諸制度を活用するなどして浸透を図っていく必要である。

図表 12 投資信託保有率の日米比較

	日本の投信保有率		米国の保有率
	男性	女性	
全体	8.7%		43.6%
20-24 歳	0.9%	1.1%	35%
25-29 歳	1.4%	3.8%	
30-34 歳	4.6%	1.0%	
35-39 歳	7.3%	4.3%	46%
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%	50%
60-64 歳	11.8%	12.2%	

出典) 「平成 27 年 証券投資に関する全国調査(個人調査)」日本証券業協会・2015・p.94

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27honbun.pdf>

「Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the

5 Internet. 2016」米国投資会社協会(ICI)・2016・p.6 より筆者作成

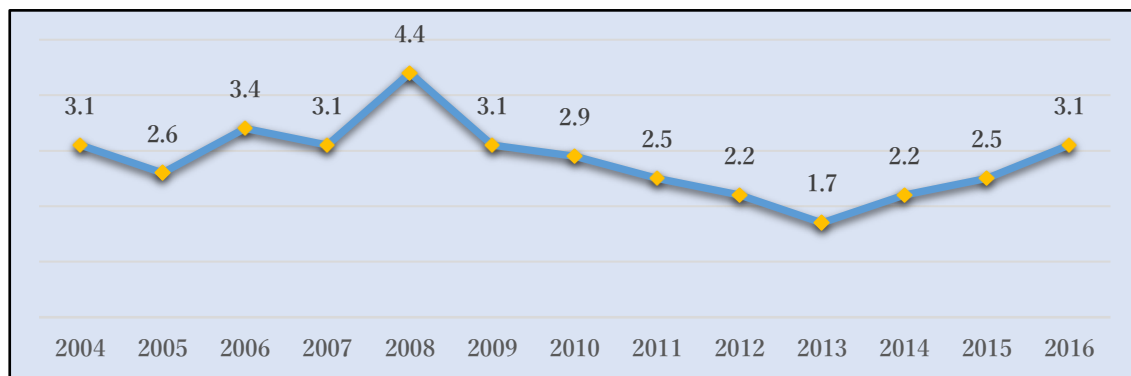
<https://www.ici.org/pdf/per22-06.pdf>

#### 【保有期間】

資産形成において長期積立・分散投資が重要であることを第 1 章第 3 節で述べた。そこで、日本における投資信託の保有期間について論述する。

10

図表 13 日本の投資信託平均保有年数



出典)「公募投資信託の資産増減状況(実額)株式投信追加型」投資信託協会  
より筆者作成 <http://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

5 上記の図表は、(年間平均純資産残高÷年間解約額と償還額の合計)により算出した日本の投資信託の平均保有期間である。英国のISAで保有されている投資信託の平均保有期間は7.3年<sup>18</sup>であり、日本において比較的長期保有が行われていない。

10 投資信託の保有率および保有期間の観点から、本来資産形成手段として有効である投資信託が十分に機能してきたとは言えない。その要因として金融リテラシーが低いことが考えられるため、次節で言及する。

## 第2節 資産形成における金融リテラシー

15 我々が資産形成において重要だと考える金融リテラシーは、金融庁が定義している「金融リテラシー4分野15項目」のうち、資産形成商品に関連した3項目である。その内容は①高いリターンを得ようとする場合にはより高いリスクを伴うことの理解、②資産形成における分散(投資対象の分散・投資時期の分散)の効果理解、③資産形成における長期運用の効果の理解<sup>19</sup>、とされており、これら

20 第1章第3節で述べたように、資産形成を行う上でリスク資産の保有が必要であり、金融広報中央委員会の「金融リテラシー調査」によると、金融リテラシーが高い人ほど、リスク資産を保有するという結果が出ている。米国の有資格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ(以下、S&P社)が、世界各国を対象に実施したグローバル・ファイナンシャル・リテラシー調査によれば、ノルウェー・スウェーデン・デンマークの3カ国において、70%の国民が、また  
25 カナダの68%の国民が金融の基礎基本を理解していることが明示されている<sup>20</sup>。実際、先に挙げた調査にて高水準であったスウェーデンの家計の資産構成比率

<sup>18</sup> 「日本版ISAの道 その129」三菱UFJ国際投信・2016・p.3  
<https://www.am.mufg.jp/text/kzm160201.pdf>

<sup>19</sup> 「最低限身につけるべき金融リテラシー」金融庁・2013・p.3  
<http://www.fsa.go.jp/news/25/snnota/20131129-1/01.pdf>

<sup>20</sup> 「FINANCIAL LITERACY AROUND THE WORLD」Standard&Poor's・2015・pp.23-24 [http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit\\_Report\\_FINAL-5.11.16.pdf?x87657](http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?x87657)

の 46.4%をリスク資産が占めており、続いて高水準であったカナダの投資信託保有率は 18.8%と、OECD 諸国の中で最も高い割合となっている<sup>21</sup>。このことから、金融リテラシーが高い国においては、投資信託を含むリスク資産の保有割合が高いことが分かる。

- 5 一方で、日本国民のうち金融の基礎基本を理解している割合は 43%であるとされている<sup>22</sup>。つまり、57%の国民は金融の基礎基本を理解しておらず、日本の家計におけるリスク資産保有率が低い原因はここにあると考えられる。また、第 2 章第 1 節で述べたように、企業型確定拠出年金制度において、加入者が自らの意思で元本確保型商品を選択しているということも、日本人の金融リテラシーの低さゆえの結果であると考えられる。これらのことから、日本国民全体の金融リテラシーの向上を目指し、「貯蓄から資産形成へ」に繋げていく必要性があると言える。

### 第 3 節 規制監督体制のあり方

- 15 投資信託において顧客本位の業務運営、いわゆるフィデューシャリー・デューティー (Fiduciary Duty、以下 FD) を規制によって遵守させる規制監督体制について言及する。投資初心者が資産形成を行う上で、金融機関が顧客本位の業務運営を行っているかどうか見定めることは難しい。そもそも FD の概念は
- 20 っかけとして広まり、今日まで関心を集めてきたが、未だ定着が不十分である。実際、2017 年に金融庁の森長官は「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、運用等を行う全ての金融機関が、インベストメント・チェーン<sup>24</sup>における各々の役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要です。しかしながら、金融機関の業務運営の実態は必

---

<sup>21</sup> 「Household financial assets」 OECD・2016

<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

<sup>22</sup> 「FINANCIAL LITERACY AROUND THE WORLD」 Standard&Poor's・2015・p.24 [http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit\\_Report\\_FINAL-5.11.16.pdf?s87657](http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?s87657)

<sup>23</sup> 「平成 26 事務年度 金融モニタリング基本方針 (監督・検査基本方針)」金融庁・2014・p.3 <http://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>

<sup>24</sup> 投資資金によって企業が成長し、リターンが投資家へ還元される一連の流れ。



ずしもそうはなっておらず、国民の安定的な資産形成が図られているとは言い難い状況にあります。」(日本証券アナリスト協会「第8回国際セミナー『資産運用ビジネスの新しい動きとそれに向けた戦略』における森金融庁長官基調講演」・2017より引用)とFDが未だに浸透していない状況であることについて

5 言及している。顧客の投資機会を減少させてしまう可能性があるため、各金融機関は遵守することを強く求められている。

FDにおける問題は2つ挙げられる。まず、1つ目に挙げられるのは回転売買である。販売会社が顧客から手数料収入を多く得ることを目的として、投資信託や株式などの金融商品を頻繁に売買させる行為であり、これが行われてしま

10 う原因として、日本の投資信託の多くが、販売時に手数料が掛かるコミッションベースであることが考えられる。解決策としてはコミッションベースではなく、資産の運用残高に応じて定率の報酬を支払う定率報酬制のフィーベースへ移行していくことが挙げられる。海外では、FDに則ってフィーベースにするよう規制されている国として、英国や米国が挙げられる。英国では、FD強化の

15 ために、個人向け金融商品販売制度改革を金融商品のアドバイザー向けに導入した。この導入によって独立金融アドバイザー(IFA)とプラットフォームに対するコミッションベースを禁止している。また、米国では投資アドバイスを行う際、顧客の最善の利益を追求する旨を明示した契約を書面で締結するか、レベルフィー・フィデューシャリー<sup>25</sup>の要件を満たす必要がある。しかし、コミ

20 ションベースが完全に廃止されたわけではなく、合理的な範囲内であれば受け取ることが可能であるが、合理的な範囲内というものが曖昧であるため、仮にその範囲を超えてしまった場合に集団訴訟などのリスクがあり、コミッションベースにすることはリスクを伴う。これらのように米国、英国ではFDを遵守するために手数料をフィーベースにする施策が取られていることが分かる。

25 一方日本では、コミッションベースを禁止する施策が取られていないものの、金融庁は以前から顧客本位の業務運営を行うことを要求している。この結果、

---

<sup>25</sup> 資産残高の一定率または定額など個別の取引に左右されない手数料体系でアドバイスを提供するサービスを指し、残高フィー型サービスが該当する。

(「米国のフィデューシャリー・デューティー規則と金融業界への影響」『月刊資本市場』岡田功太・2017 <http://www.camri.or.jp/files/libs/930/201708071227015742.pdf> より引用)

近年日本においてノーロードの投資信託は増加している。インデックスファンドは運用コストが低いため、顧客獲得を目的として販売手数料を無料にする会社が増え、現在では約40%がノーロードで販売されている。一方でアクティブファンドは投資対象の市場分析や個別銘柄の調査においてコストがかかるため、

5 ノーロードファンドが多く、信託報酬も高い傾向にある。しかし近時では、ノーロードのアクティブファンドは増加傾向にあり、2016年6月にかけては前年度比で約126%、2017年6月にかけては約115%と増加している。従来の販売手数料獲得を目的とした業務運営を行うことが難しくなり、一定の販売手数料を確保するために生まれた金融商品が投資一任型サービスである。特に投資信託を

10 対象としたサービスをファンドラップという。ファンドラップの販売手数料は一定であるため、販売手数料に関しては金融庁が要求している顧客本位の業務運営に則っていると言える。しかし、投資一任型サービスであるため、販売手数料以外の投資顧問報酬などの預入資産に対する残高比例型の手数料と購入投信にかかる信託報酬が掛かる。金融庁の事務局説明資料<sup>26</sup>によるとラップ商品

15 に対して投資家が支払う手数料は、投資一任報酬や運用する投資信託の信託報酬を含めて、年間2.2%であり、一般的に投資信託(販売手数料平均3%、信託報酬平均1.5%)との保有コストを比較したとき、10年で約4%ラップ商品の方が一般の投資信託より保有コストが高くなる。このようなことから顧客本位の業務運営を行えているとは言えない。

20 問題点としてもう1つ挙げられるのが、毎月分配型投資信託の存在である。毎月お金が振り込まれる安心感があるというニーズから普及したが、第2章第3節で述べたように、長期投資に向いていない上に、金融機関の儲けが大きい

ため、FDが問われる代表的な商品だと言える。しかし、9社について調査を行ったところ、売れ筋上位3ファンド以内に毎月分配型投資信託が入っていた会

25 社が下記の図表のように8社確認された。このことから、金融庁が示すFDと実際行われている業務運営に差異が存在していると言える。

以上2つの問題点のように、FDが浸透していないことを背景として、森金融庁長官はつみたてNISAを新設した。つみたてNISAはフィーベースの報酬

<sup>26</sup> 「事務局説明資料」金融庁・2016・p.26  
<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

体制を普及させ、毎月分配型投資信託の販売を抑制する効果がある制度であり、FDを浸透させるためにも普及させていくべきだ。

図表 14 各社の売れ筋商品に含まれる毎月分配型投資信託

価格.com
1位ニッセイグローバル好配当株式プラス 3位ダイワ・US-REIT・オープン
モーニングスター
なし
楽天証券
3位グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド
野村証券
3位フィデリティ・USリート・ファンドB
マネックス証券
3位グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド
SBI証券
3位SBI-グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド
イオン銀行
1位ニッセイグローバル好配当株式プラス
りそな銀行
2位フィデリティ・USハイ・イールド・ファンド 3位アムンディ・りそな米国ハイ・イールド債権ファンド
新生銀行
3位日本株アルファ・カルテット

5 出典) 各社 HP (2017年10月24日時点) より筆者作成

価格.com <http://kakaku.com/fund/ranking/>

モーニングスター <https://www.morningstar.co.jp/fund/>

楽天証券 <https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/find/ranking/>

野村証券 <http://advance.quote.nomura.co.jp/meigara/nomura2/frankht1.asp>

マネックス証券 <https://fund.monex.co.jp/rankinglist>

SBI証券 <https://www.sbisecc.co.jp/ETGate/>

イオン銀行

[http://apl.morningstar.co.jp/webasp/aeon-bank/fund\\_ranking.aspx?rankingType=1](http://apl.morningstar.co.jp/webasp/aeon-bank/fund_ranking.aspx?rankingType=1)

5 りそな銀行

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/kojin/service/huyasu/toshin/ranking/ib.html>

新生銀行 [http://www.shinseibank.com/feature/ranking/index\\_trust.html#cont\\_top](http://www.shinseibank.com/feature/ranking/index_trust.html#cont_top)

## 10 第4節 FinTechの発展

FinTech(フィンテック)とは、金融(Finance)と技術(Technology)を掛け合わせた造語であり、その定義や領域は多岐にわたる。近年 FinTech の発展によって革新的な金融サービスが誕生し、消費者は安価で便利な金融サービスを自由に使うことができるようになった。本節では、投資を一任できることで注

15 目されているロボアドバイザー(以下、RA)について言及する。

RAとは、人工知能を活用して資産運用のアドバイスを行うサービスのことで、主にスマートフォンやPCを介して提供される。従来は、ファイナンシャル・アドバイザー(以下、FA)が、顧客の資産運用のアドバイスを行っていた。しかし、親世代と共にサブプライムローン問題やリーマンショックなどの金融

20 危機に直面したミレニアル世代<sup>27</sup>は、FAに対する信頼を失い、約70%が金融機関を信用していないと回答している<sup>28</sup>。また、スマートフォンの普及率が18-29歳は86%、30-49歳は83%と他の世代と比べて高水準<sup>29</sup>であり、RAがミレニアル世代の需要を取り込んでいると言える。実際に、米国の代表的なRAであるウェルスフロントは、顧客の90%が50歳以下であると述べている<sup>30</sup>。

25 一般的なRAの特徴として、対面による資産運用に関するアドバイスは行わ

---

<sup>27</sup> 2000年以降に成人を迎える世代

<sup>28</sup> 「Majority of Millennial's Lacking Trust in Financial Institutions」

Nasdaq GlobeNewswire・2015

<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

<sup>29</sup> 「Technology Device Ownership」 Pew Research Center・2015

<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

<sup>30</sup> 「Wealthfront Hits \$1B In Assets」 ETF.com・2014

<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

ないことが挙げられる。一方で、最適ポートフォリオを自動的に作成して資産運用を行うため、投資家のライフプランに沿ったアドバイスが出来るのかという指摘もある。しかし、「ミレニアル世代はゴールベース・アプローチを必要と  
 5 しておらず、アドバイザー・ソフトウェアで CEO を務めるアンドリュー・ロッド氏によれば、「預けていけば増える」という考えで運用している場合が多い」（岡田功太・和田敬二郎「米国で拡大するロボアドバイザーによる個人投資家向け資産運用」・2015・p.120）との記述がある。よって、ミレニアル世代の RA の利用を妨げる要因とはならず、現に米国では RA による資産運用が拡充している。

10 米国で RA が台頭したのは、吉永高士氏によれば 2000 年代後半以降と定義されており<sup>31</sup>、当初は資産運用からプロファイリングまで自動で行っていた。2013 年頃から、以前は顧客対象にならなかった小口投資家にラップ業務を提供するため、RA を用いた営業員との対面の事業モデルも普及した。

15 図表 15 米国の RA の手数料比較

提供社名	手数料	最低運用金額
Wealthfront	0~0.25%	500 ドル
Betterment	0.25%~0.4%	0 ドル（なし）
Vanguard Personal Advisor	0.30%	50000 ドル
FutureAdvisor	0.50%	10000 ドル

出典) investor junkie 「Best Robo-Advisors for 2017」・2017 より筆者作成  
<https://investorjunkie.com/44560/best-robot-advisors/>

日本において、RA はエイト証券の「8 now!」に続く形で、2016 年頃から台頭した。日本の RA は、投資一任型とアドバイス型の 2 種類に分けられる。投資  
 20 一任型はインターネットやスマートフォンアプリを通じて得た運用方針やリスク許容度の情報を元に最適ポートフォリオを作成し、投資家に代わって入金・発注・積立・再投資・リバランスまでの過程を全て自動で行うものである。日

<sup>31</sup> 「米国のロボ・アドバイザーによるヒトとの競争と共生」野村総合研究所・2015 <http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

本の代表的な RA である「Wealth Navi」は、自動で税金の負担を最適化するサービスも行っている。アドバイス型は資産運用を行わず、リスク許容度判定や最適な資産配分の提案を行うものである。

5 RA の投資対象は主に ETF であり、その理由は 2 つある。1 つ目は、流動性が高く、分散投資ができることである。ETF は、日中も市場参加者によって頻繁に取引されているため、リアルタイムの価格で売買できる。分散投資と合わせて、リスクに強いポートフォリオ戦略を取ることができる。2 つ目は、ETF は他の投資信託に比べて信託報酬が低いことである。理由は、ETF のほとんどがインデックス運用で、販売会社は売買手数料のみ受け取り、信託報酬の取り分がないからである。

10 ただ、RA を利用する場合は信託報酬とは別途に投資一任契約に基づく報酬として手数料が掛かる。この手数料は本章第 3 節で述べたファンドラップにも同様に掛かり、RA との違いは運用をロボットか運用担当者が行うかだけである。以下は、同様の仕組みであるファンドラップと RA の手数料を比較する。

15 図 16 と図 17 の手数料を比較すると、RA は全て 1% 以下であるが、ファンドラップは投資一任報酬と取引管理手数料の合計額が手数料となるため、1% を超えることが分かる。長期保有をすればするほど、手数料の差が資産形成に大きく影響することはすでに指摘されているため、RA の方が手数料の面でファンドラップ商品より優れていると言える。

20

図表 16 国内 RA（投資一任型）手数料比較

提供会社名	サービス名	開始時期	手数料	最低投資金額
ウェルスナビ	Wealth Navi	2016 年 1 月	1%	30 万円
お金のデザイン	THEO	2016 年 2 月	1%	10 万円
楽天証券	楽ラップ	2016 年 7 月	0.99%	10 万円
マネックス・セゾン・バンガード 投資顧問	MSV LIFE	2016 年 9 月	0.99%	1000 円
エイト証券	8 now!	2015 年 5 月	0.88%	50 万円

出典) 各社 HP より (2017 年 10 月 25 日時点) より筆者作成

楽ラップ HP <https://wrap.rakuten-sec.co.jp/>

MSV LIFE HP <https://www.msvlife.jp/htmls/service/>

THEO HP <https://theo.blue/about>

5 Wealth Navi HP <https://www.wealthnavi.com/>

8 Now ! HP <https://www.8securities.co.jp/prospect/8Now/jp/8Now.php>

図表 17 ファンドラップ商品の手数料比較

会社名	サービス名	投資一任報酬	取引管理手数料
野村証券	野村ファンド ラップ	固定報酬制は 0.4104%	最大 1.296%
SMBC 日興証券	日興ファンド ラップ	5000 万以下 0.324%	5000 万以下 0.972%
みずほ証券	みずほファンド ラップ等	固定報酬制は 1.620%	
三菱 UFJ 信託銀行	資産運用口座 (番頭さん)	0.648%	3000 万以下 1.080%
大和証券	ダイワファンド ラップ	5000 万以下 0.324%	5000 万以下 1.188%

出典) 各社 HP (2017 年 10 月 25 日時点) より筆者作成

10 三菱 UFJ 信託銀行 HP <http://www.tr.mufg.jp/ippan/riskinfo/bantousan.html>

大和証券 HP [http://www.daiwa.jp/products/fund\\_wrap/about.html](http://www.daiwa.jp/products/fund_wrap/about.html)

SMBC 日興証券 HP <http://www.smbcnikko.co.jp/products/fundwrap/index.html>


野村証券 <http://www.nomura.co.jp/retail/fundwrap/>

みずほ証券 <https://www.mizuho-sc.com/company/index.html>

15

また、実際のリターンも各社の RA によって差はあり、その年の景気によってリターンは左右されるが、現在はリスクに応じたリターンを得ていると言える。

図表 18 国内 RA の運用実績

リスク 許容度	Wealth Navi		THEO		楽ラップ		MSV LIFE	
	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン	リスク	リターン
 低    高	10.2	8.0	8.1	2.2	3.8	5.0	2.6	-1.9
	11.7	13.4	9.0	4.6	5.2	9.4	4.3	-0.2
	13.1	18.1	10.2	7.8	6.8	14.1	8.0	6.4
	14.6	22.4	11.6	11.4	8.6	19.2	12.0	11.7
	15.8	26.0	12.8	14.4	10.0	22.4	15.0	15.4

(※) リスク許容水準は、各社の運用実績を参照、またはポートフォリオ別に筆者が5段階に分類し、それに伴ったリスク・リターンを計算したもの。

出典) 各社 HP (2017年10月27日時点) より筆者作成

- 5 お金のデザイン HP より 2017年9月までの運用実績 <https://www.money-design.com/>  
 マネックス・セゾン・バンガード投資顧問 HP より 2017年9月までの運用実績 <https://www.msvip.co.jp/>

楽ラップ HP より 2017年6月までの運用実績 <https://wrap.rakuten-sec.co.jp/news/archive/data-003.html>

Wealth Navi HP より 2017年9月までの運用実績 <https://www.wealthnavi.com/>

10

米国アイテ・グループのマーケットリサーチによれば、2016年時点で、日本の RA の運用資産総額は 240 億円であり、2020 年には 1 兆円にのぼると予想されている<sup>32</sup>。しかし、市場規模・手数料・サービスの種類において米国と比べれば、日本の RA は未発達だと言える。RA において 10 年先に行く米国では、RA  
 15 と FA を融合させ、資産運用とアドバイスをを行うハイブリット型の RA も台頭しており<sup>33</sup>、日本の RA は、既存の FA やラップ業務との兼ね合いが求められる。また、日本の RA はリーマンショックなどの金融危機を経験していないことや始まってまだ 1 年しか経っていないため、資産形成の手段として有効であ

<sup>32</sup> 「ロボ・アドバイザーの日本での運用資産は 1 兆円を超える見通し」・エイト証券・2016 <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000012.000009837.html>

<sup>33</sup> 「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」・岡田 功太、杉山裕一・2017 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017spr04web.pdf>



ると断言はできない。ただ、FinTechの発展は計り知れず、RAは多彩な金融サービスを可能にするため、これからの展望に期待される。

## 5 第4章 提言

本章では第2章及び第3章で述べた各現状の問題点を解決し、投資信託を家計の安定的な資産形成手段として普及させていくための提言を行う。

### 第1節 確定拠出年金制度における継続投資教育及び説明会の拡充

10 企業型確定拠出年金制度の加入者は年々増加しているが、現状として第2章  
第1節で述べたように、日本の加入者は運用商品のうち約5割を元本確保型商品  
で運用しており、投資信託などのリスク資産で運用する者は少ない。デフォ  
ルト商品の95%を元本確保型商品が占め、投資信託などのリスク資産の割合は  
15 僅か5%となっていることが要因の1つとして考えられるが、デフォルト商品  
で運用を行っている加入者は全体の約9%程度であることから、根本的な要因  
は他にあると言える。我々は金融リテラシーの低い加入者が自らの意思で元本  
確保型商品を選択していることが最も大きな課題であると考え、解決策として  
継続投資教育及び制度説明会を拡充させる提言を行う。

また、本提言に先立って、デフォルト商品に設定可能な商品を投資信託に限  
20 定することを提言する。先に述べたように、デフォルト商品で運用している割  
合はごく僅かであるため、直接的に運用商品におけるリスク資産の割合を増加  
させる効果は薄い。しかし、加入者が運用商品を選択しなかった場合、自動的  
に投資信託が選択される仕組みや、投資信託がデフォルト商品に選定されてい  
る理由などを切り口として、継続投資教育や制度説明会を行うことで、より効  
25 率的に加入者の金融リテラシーを向上させることができると考えられる。

次に行動経済学の観点から、デフォルト商品に設定する金融商品が重要である  
ことについて論述する。アメリカ合衆国の経済学者であり、2017年ノーベル  
経済学賞を受賞した、リチャード・H・セイラー（Richard H.Thaler）と、ア  
30 メリカの法学者でハーバード大学ロースクール教授であるキャス・R・サンス  
ティーン（Cass R.Sunstein）は「実践行動経済学-健康、富、幸福への聡明な

選択-」の中でデフォルトに対して次のように述べている。「与えられた選択にデフォルトがある場合、選択者はそれが自分にとって良いかどうかに関係なく、通常の方角性、さらには推奨されているものであると感じ取り、選択を行わない傾向が強くなる（『実践行動経済学-健康・富・幸福への聡明な選択-』

5 リチャード・セイラー・キャス・サンスティーン・2009・p.141より引用)。」  
それに加え、次のようにも述べている。「一部のケースにおいて、選択アーキ  
テクト<sup>34</sup>は選択者が自らの判断で選択を行うように仕向けることができる  
（『実践行動経済学-健康・富・幸福への聡明な選択-』リチャード・セイラ  
ー・キャス・サンスティーン・2009・p.143より引用)。」つまり、デフォルト  
10 を工夫することで、選択者がそのデフォルトに影響され、自ら選択を行うよう  
になるということだ。我々はこれらのことから、デフォルトに対して、それが  
通常の方角性であり推奨されていると捉え、選択をしない者とデフォルトに不安  
を感じるると同時に関心を持ち、自らの意思で最適な選択を探求する者の2  
パターンが存在すると考える。これに基づくと、確定拠出年金制度のデフォル  
15 ト商品についても同様のことが言える。デフォルト商品が投資信託であることを  
通常の方角性と捉えた加入者は、選択を行わず、デフォルト商品での運用を  
受け入れるだろう。しかし、デフォルトが通常の方角性であると捉えつつも、  
投資信託は金融リテラシーに乏しい加入者にとって、身近なものではない。さら  
にリスクを伴う商品であることを踏まえれば、投資信託がデフォルト商品に  
20 設定されていることに疑問を持つ者や、少なからずネガティブな印象を持つ者  
も現れると考える。セイラーとサンスティーンの考えに基づくと、そのような  
状況に置かれた場合、加入者はデフォルト商品も選択肢の1つと考えながら  
も、自分の意思で最適な金融商品を選択せざるを得なくなる。選択を強いられた  
加入者に対して、投資教育や説明会を行うことは、金融リテラシーを向上させ、  
25 最適な選択の一助となる。つまり、デフォルト商品を投資信託にすること  
による効果は、運用商品における投資信託の割合を増加させるだけでなく、投  
資教育の効果の向上に大きな影響を与え得ると言える。

デフォルト商品に設定する投資信託の具体的な例としては、自動的に運用資産  
のリバランスが行われる投資一任型のRAや、退職日までの期間に応じて運  
30 用商品を調整してくれるターゲット・イヤー・ファンドなどが有力な候補として  
挙げられる。このようなデフォルト商品を投資信託にしている例として、英  
国NESTの「退職日ファンド<sup>35</sup>」を説明する。

退職日ファンドとは、退職日までの期間を導入フェーズ、成長フェーズ、退

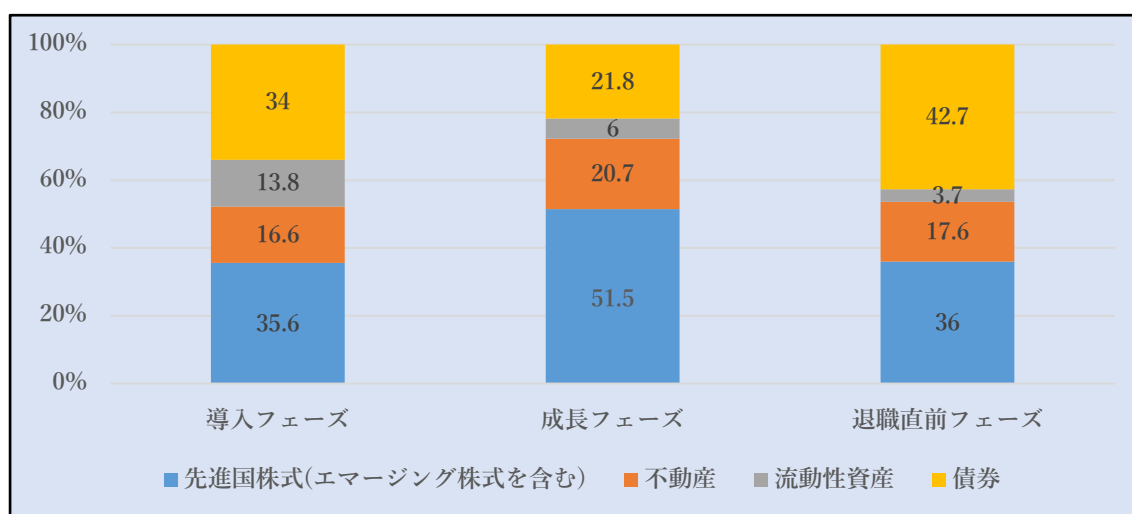
<sup>34</sup> 選択の設計者。

<sup>35</sup> 「DC年金改革-英国の例にみる日本への示唆」三菱UFJ信託銀行・2016  
[http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201607\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201607_1.pdf)

職直前フェーズの3段階のリスクフェーズに分類し、そのフェーズごとに決められたリスクの範囲内でファンド運用を行うものである。初期の導入フェーズはリスクを低めに設定し、安定的に運用を行う。成長フェーズは必要なリスクを取り、資産価値を増大させることを目的に運用を行う。そして退職直前フェーズは過度なリスクは避け、資産を安定させるように運用を行う。このように加入者が運用を指示しなくても、また商品を選択しなかったとしても、自動的に運用を行ってくれるような商品をデフォルト商品に設定することで、加入者のライフプランに合った資産形成が可能になる。

下記の図表はNESTの退職日ファンドの各フェーズにおけるポートフォリオ例であるが、債券・株式の比率を各フェーズで自動的に変えることで、リスクを調整していることがわかる。

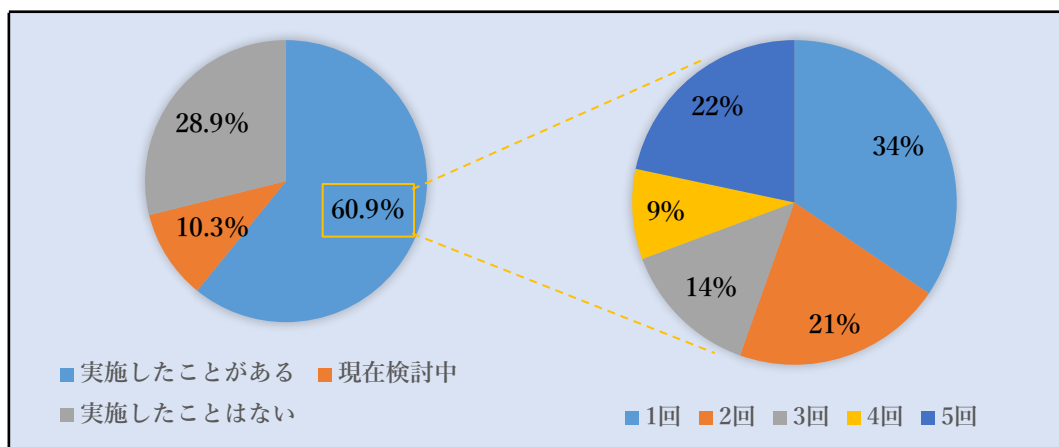
図表 19 退職日ファンドにおける各フェーズのポートフォリオ例



出典)「DC年金改革-英国の例にみる日本への示唆」三菱UFJ信託銀行・2016・p.9より筆者作成 <http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>

ここまでデフォルト商品を投資信託に限定することについて検討した上で、次に継続投資教育の必要性について検証していく。

図表 20 継続投資教育の実施状況（導入時の説明会は含まない）



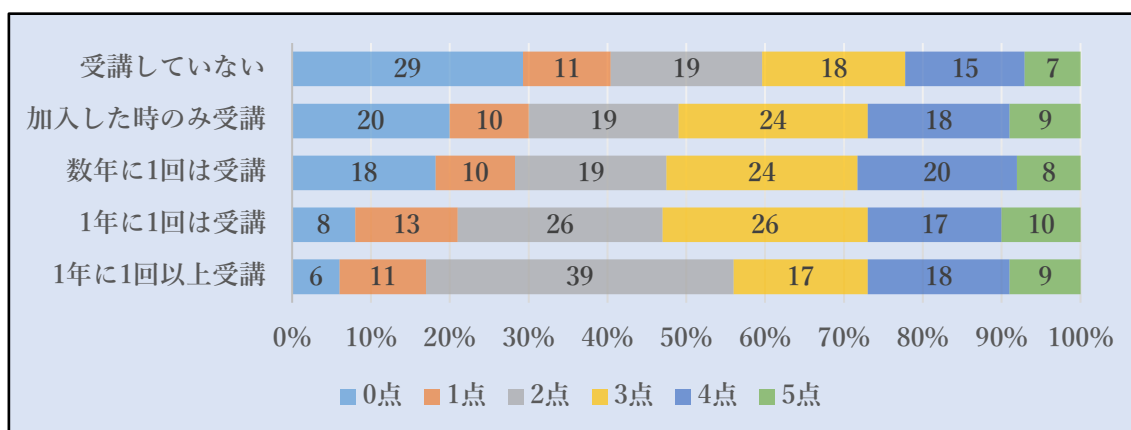
出典)「2015年度決算確定拠出年金実態調査結果」企業年金連合会・2017年・p.16より筆者作成 [https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa2015\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2015_1.pdf)

5

上記の図表から、継続投資教育を実施したことがある事業主は約6割に留まっていることが分かる。その中でも1,2回と回答した企業が過半数を占めており、本制度加入者に対して、十分な継続投資教育を行っている事業主の割合は低い。2016年に継続投資教育が配慮義務から努力義務に変更されたが、それに伴って受講頻度が急激に増加しているわけではない。確定拠出年金制度は原則加入者が自ら資産を運用する仕組みであるため、確定拠出年金制度への理解や資産形成に対する知識といった金融リテラシーを向上させるにあたって、継続投資教育や本制度に関する説明会を行うことが必要であると我々は考える。

10

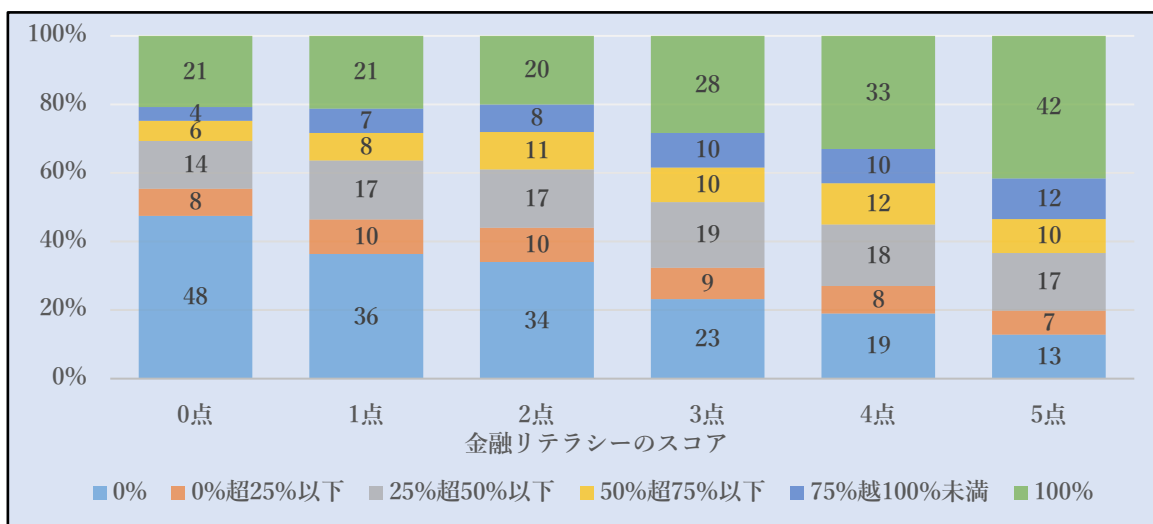
15 図表 21 投資教育と金融リテラシーのスコア



出典)「確定拠出年金の利用実態調査(2015/3)報告」野村総合研究所・2015・p.41  
より筆者作成 <https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf>

5 また上記の図表は投資教育の受講頻度と金融リテラシーに関するクイズの正解数の関係を表したものであり、投資教育を継続的に受講した者は、受講していない者に比べて0点の割合が極めて低いことが分かる。つまり、継続投資教育を行うことによって、加入者の金融リテラシーを向上させることができると言える。

10 図表 22 金融リテラシースコア別の運用商品における投資信託保有割合



出典)「確定拠出年金の利用実態調査(2015/3)報告」・野村総合研究所・2015・  
p.40 より筆者作成 <https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf>

15 さらに上記の図表から、金融リテラシーの高い加入者が、より高い比率で投資信託を保有していることが分かる。

以上のことから、継続投資教育及び制度説明会を行うことで、金融リテラシーが向上し、加入者は自らの選択によって投資信託を選択するようになると推測される。

20 次に、我々が考案した具体的な継続投資教育及び制度説明会の内容を説明する。投資教育は最低限1年に1回は行うこととし、初年度に限っては、初期の商品選択を行う必要があるため、2回の講義を要すると考えた。1回目の講義で

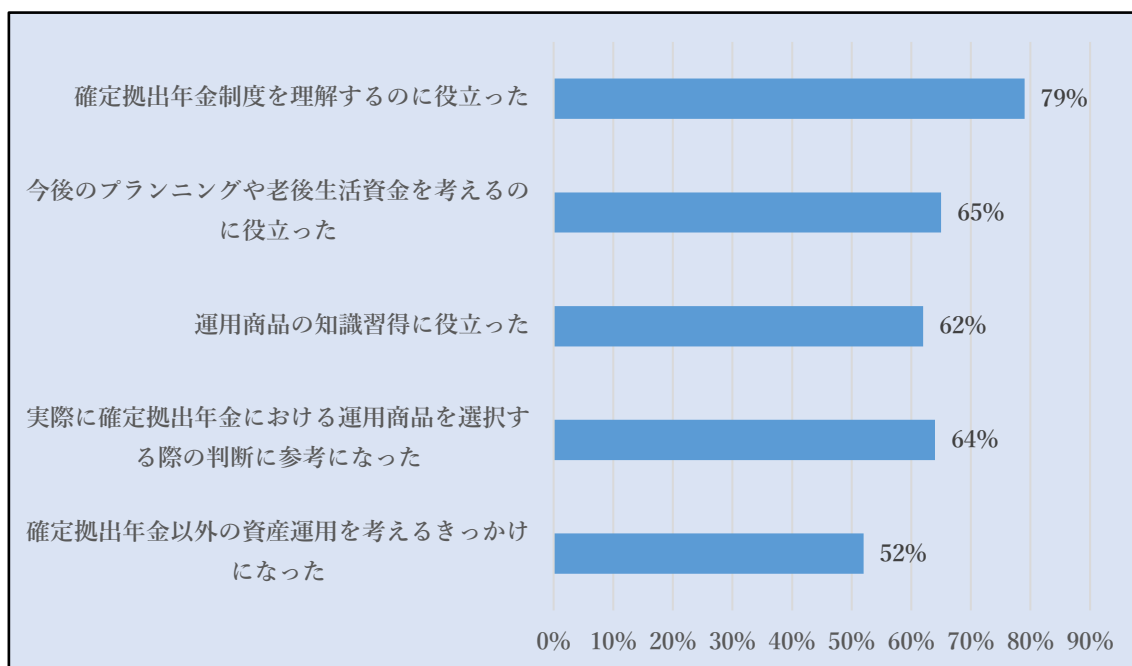
は、①運用商品の種類について、②確定拠出年金における税制優遇、③自助努力による資産形成の必要性、について説明を行う。①に関しては、確定拠出年金の運用商品について元本確保型商品と非元本確保型商品の利回り及びリスクについて説明する。②に関しては、確定拠出年金制度での資産運用では、拠出時・運用時・給付時において税制優遇があり、元本確保型商品を選択してしまうとその優遇措置を十分に活用できないことを説明する。③に関しては、長期的な運用が行われる確定拠出年金制度において、元本確保型商品である預金・保険などの利回りが物価上昇率より低い場合、実質的な貨幣価値が目減りしてしまうことを踏まえ、資産形成においてリスク資産が重要であることを説明する。2回目の講義では、④デフォルト商品、⑤長期保有を行うことの有効性、について説明を行う。④に関しては、投資信託がデフォルト商品に選定されている理由や元本確保型商品との違いを説明する。⑤に関しては、長期保有の利点である複利効果やリスクコントロール、短期的な値動きに左右されないということの説明をする。2年目以降、つまり3回目以降の講義に関しては、加入者が目標に合わせた資産配分を実践できるように、投資教育を行っていく。投資教育は加入者に直接、もしくは事業主を通して行われるが、その際提携している金融機関が投資教育を行った場合、企業によって金融機関が異なるため、公平性の観点から問題が生じる。この問題を発生させないため、継続投資教育は、金融庁や厚生労働省などの公的機関が行うのが望ましい。

本提言は強制的にリスク資産を選択させるというものではなく、継続投資教育及び制度説明会によって、加入者に本制度や資産形成などについての知識を与えることで、投資信託による資産形成を浸透させていくというものである。

25

30

図表 23 投資教育はどのような点で役に立ったか



出典)「確定拠出年金の利用実態調査(2015/3)報告」野村総合研究所・2015・p.28  
より筆者作成 <https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf>

5

上記の図表から、実際に投資教育は、確定拠出年金制度への理解や運用商品の選定に役立っただけでなく、今後のライフプランニングや確定拠出年金制度以外の資産運用を考えるきっかけを与えていることが分かる。本提言によって、確定拠出年金制度が加入者にとってより有効な制度になると同時に、投資信託などのリスク資産による資産形成が普及していくことを期待する。我々は本提言によって確定拠出年金以外の資産運用を検討する加入者が利用すべき制度としてつみたてNISAが挙げられると考え、本章第2節及び第3節で提言を行う。

10

## 第2節 つみたてNISAの改良策

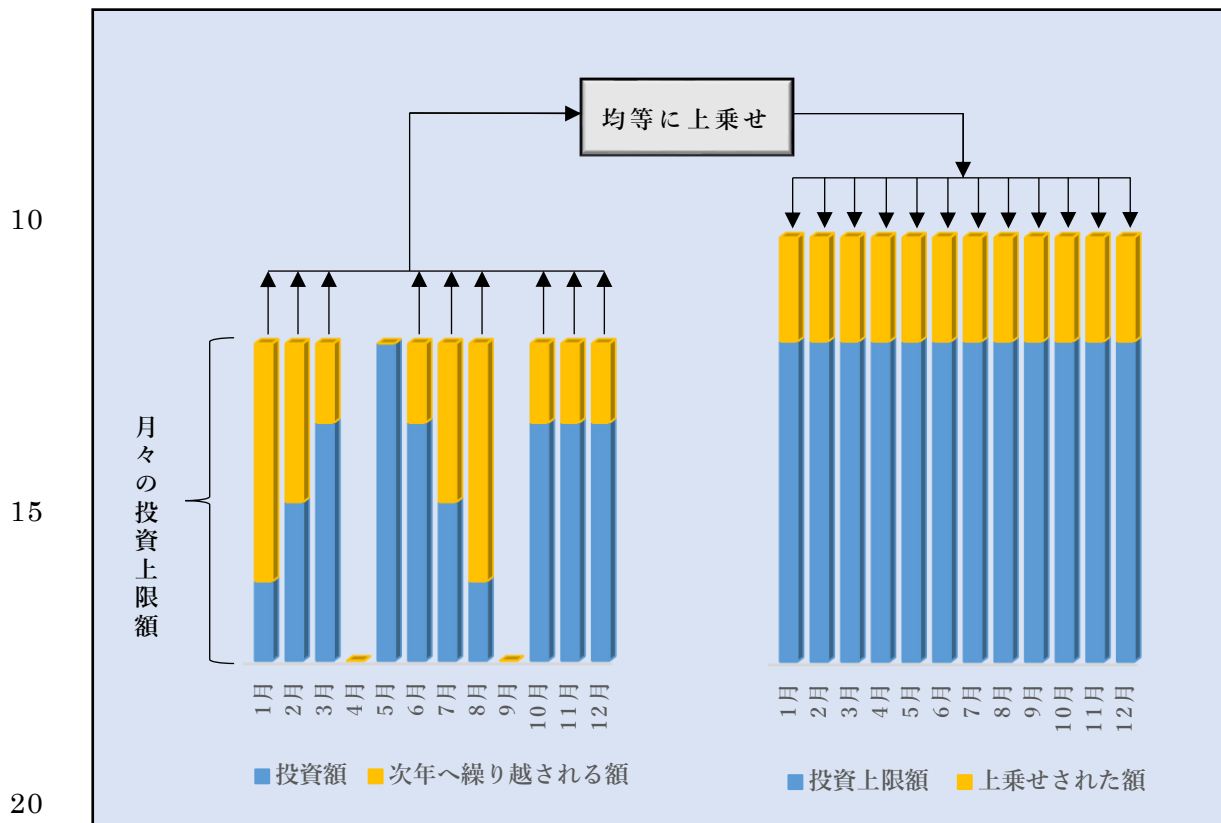
15

第1章第3節で重要であると述べた長期積立・分散投資を実行するにあたって、つみたてNISAが重要な役割を果たすべきだと考える。しかし、第2章第3節で述べたように、積立投資において未だ不十分な制度である。我々は本制度を必然的に積立投資が行われるような制度にするために、毎月の投資上限額を設定することを提言する。例えば年間投資上限額が40万円であれば、月々の

投資上限額は約 33,333 円となる。我々の検証結果からも分かるように、積立投資を行うことで、平均購入単価が抑えられるため資産形成において有効的であり、このような制約を設けることで、必然的に毎月の積立投資が行われることが期待できる。

5

図表 24 月々の投資上限額を設定したつみたて NISA のイメージ図



10

15

20

出典) 筆者作成

本提言における課題は、経過した月の非課税枠を利用することができないことにより、本来の年間投資上限額を活かすことができない点である。そこで我々は買付を行った月の投資上限額に満たなかった金額を年間で合計し、次年の投資上限額に上乗せする制度を提言する。なお上乗せする際は 1 月～12 月に等分して割り当てるように行うとする。理由としては、積立投資を後押しするという観点から、年初に一括で上乗せするのではなく、各月に振り分けた方が理にかなっていると考えたからである。また、前年から投資上限額の上乗せを受けている年において次年に繰り越すことができる額は、上乗せを行う前の投資上

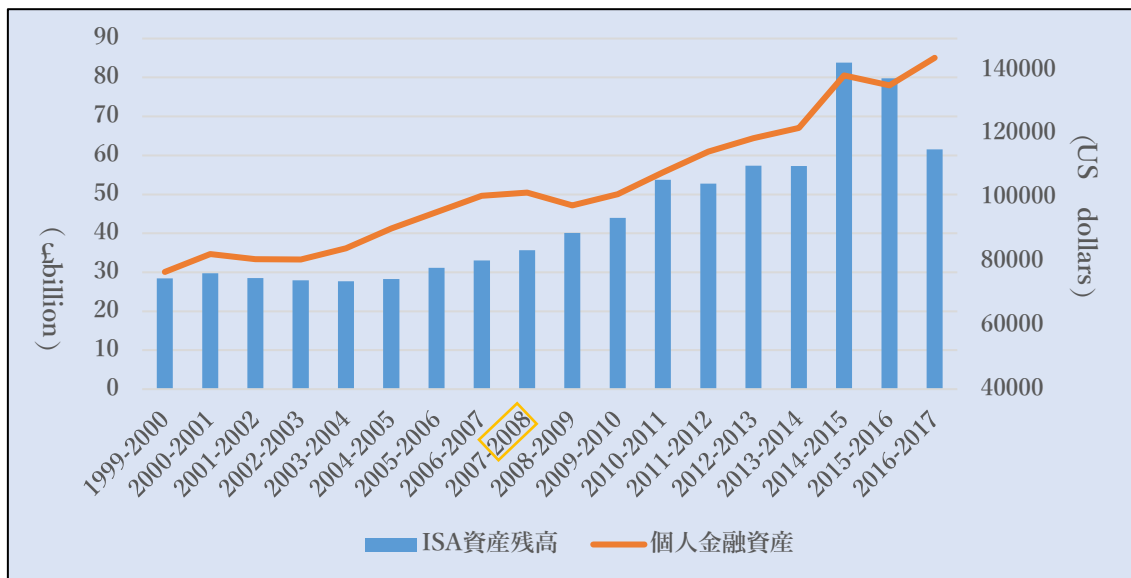
25

30





図表 25 ISA の資産残高推移



出典) 「Number of Individual Savings Accounts (ISAs), amounts subscribed to each component and average subscription」 GOV.UK・2017・p.1  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/)

5 「Household financial assets」 OECD・2016・p.1 より筆者作成  
<https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm>

10

15



## 参考文献

### 書籍

リチャード・セイラー・キャス・サンスティーン『実践行動経済学-健康・富・幸福への聡明な選択-』・2009・日経 BP 社

- 5 稲留正英「AIで増えるお金と仕事」・『エコノミスト』・2017年6月27日号・毎日新聞出版株式会社
- 大島和隆『入門の金融 投資信託のしくみー見る・読む・わかるー』・1998・日本実業出版社
- 岡田功太「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネスー米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響ー」・2017・野村資本市場研究所
- 10 岡田功太「米国ETFの生態系を巡る議論」・2017・野村資本市場研究所
- 佐藤広大「ロボアドバイザーと相場急変を巡る議論」・2017・野村資本市場研究所
- 田村威『十三訂 投資信託 基礎と実務』・2016・経済法令研究会
- 15 野尻哲史「お任せで勝つ資産形成」・『エコノミスト』・2017年8月8日号・毎日新聞出版株式会社
- 橋本正明『投資信託ー商品と仕組みのすべてー』・1999・ビジネス教育出版社
- 淵田康之「英国はなぜオープンAPIを促進するのか」・2015・野村資本市場研究所
- 20 淵田康之「金融の破壊的イノベーションとFinTech」・2015・野村資本市場研究所
- 淵田康之「金融ビジネスを伸ばすフィンテック・破壊するフィンテック」・『エコノミスト』・2015年12月15日号・毎日新聞出版株式会社
- 水野清司「フィデューシャリー・デューティーはすべての関係者にとっての課題ー真に投資家に資する金融サービスとしての投信へ」・『投資信託事情 10月号』・2015・投資信託事情調査会
- 25

## ウェブサイト

- Standard&Poor's 「FINANCIAL LITERACY AROUND THE WORLD」・2015  
[http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit\\_Report\\_FINAL-5.11.16.pdf?x87657](http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?x87657)
- 5 岡田功太「米労働省と SEC のフィデューシャリー・デューティー規則を巡る議論の進展」・2017  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03web.pdf>
- 岡田功太「米国のフィデューシャリー・デューティー規則と金融業界への影響」『月刊資本市場』・2017  
<http://www.camri.or.jp/files/libs/930/201708071227015742.pdf>
- 10 岡田功太・幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」・2016  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016sum09.pdf>
- 岡田功太・幸田祐「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」・2015  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015aut05.pdf>
- 15 岡田功太・杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」・2017  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017spr04web.pdf>
- 岡田功太・和田敬二郎「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」・2015  
20 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015win10.pdf>
- 企業年金連合会「2014（平成 26）年度決算 確定拠出年金実態調査 調査結果について」・2016  
[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa2014\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2014_1.pdf)
- 企業年金連合会「2015（平成 27）年度決算 確定拠出年金実態調査結果（概要）」・2017  
25 [https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa2015\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2015_1.pdf)
- 金融庁「平成 26 事務年度 金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）」・2014  
<http://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>
- 30 金融庁「平成 27 事務年度金融行政方針 概要」・2015

- <http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/02.pdf>  
経済産業省「我が国の個人金融資産の資産運用高度化のための調査」・2011
- [http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2012fy/E002019.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002019.pdf)  
経済産業省経済産業政策局産業資金課「産業・金融・IT融合(FinTech)に関する参考データ集」・2016
- 5 [http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/fintech/pdf/sanko\\_data.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/fintech/pdf/sanko_data.pdf)  
財務省「平成29年度税制改正の大綱」・2016
- [http://www.mof.go.jp/tax\\_policy/tax\\_reform/outline/fy2017/20161222taikou.pdf](http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2017/20161222taikou.pdf)  
社会保障審議会企業年金部会「確定拠出年金における運用の改善について」・
- 10 2017  
[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf)  
社会保障審議会企業年金部会「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～」・2017
- 15 [http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000169627.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000169627.pdf)  
杉田浩治「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」・
- 20 2012  
[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「投資信託の制度・実態の国際比較（第1部）」・2017
- [http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705\\_02.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1705_02.pdf)  
大和総研「OECD諸国の確定拠出年金のデフォルト商品」・2016
- [http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160707\\_011051.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160707_011051.pdf)  
田中健太郎「英国リテール金融業界に構造改革を迫るRDR」・2013
- 25 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr03web.pdf>  
投資信託協会「投資信託全体の純資産総額」・2017
- <https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>  
投信資料館 HP
- <https://www.toushin.com/>
- 30 日本証券アナリスト協会「第8回国際セミナー『資産運用ビジネスの新しい動

きとそれに向けた戦略』における森金融庁長官基調講演」・2017

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

日本証券業協会「英国 ISA 恒久化と制度改善の意義 — NISA への示唆 —」・2016

<http://www.camri.or.jp/files/libs/157/20170324171238366.pdf>

- 5 日本証券業協会「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（ポイント）について」・2016

[http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai\\_gaiyou\\_160623.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai_gaiyou_160623.pdf)

日本証券業協会「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」・2017

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

みずほ総合研究所株式会社「英国における個人向け証券ビジネスの動向 ～特徴と変化～」・2015

<http://www.camri.or.jp/files/libs/384/201703271232247169.pdf>

三菱 UFJ 国際投信株式会社「投信コストの長期国際比較」・2016

- 15 [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_160222.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160222.pdf)

三菱 UFJ 国際投信株式会社「【投信調査コラム】日本版 ISA の道 その 129」・2016

<https://www.am.mufg.jp/text/kam160201.pdf>

20