

## 米国における投資信託の成長と日本への示唆

### 目次

#### はじめに

- 1 主要な金融仲介のパイプに成長した投資信託
- 2 米国の投資信託の仕組みと種類
  - (1) ミューチュアル・ファンドの仕組み
  - (2) ミューチュアル・ファンドの種類

#### 3 米国投資信託の成長の要因

- (1) 市場環境的要因
- (2) 制度的要因
- (3) 業者側の要因
- (4) 投資家側の要因

#### 4 日本への示唆

### 〔要 旨〕

- 1 米国の投資信託は、家計の約半分に保有され、中産階級の主要な投資商品として浸透している。2007年末純資産残高は13兆ドルに達し、ミューチュアル・ファンドと呼ばれる常時解約可能なオープン・エンド型のものが大部分を占めるが、近年、ETF（株価指数や商品指数などに連動する上場投資信託）も増加している。
- 2 ミューチュアル・ファンドは、ファンド自体が一つの投資会社の形態をとり、株主（投資家）によって選任された取締役会によって運営され、資産の運用、株式（信託受益証券に相当）の販売、投資資産の管理などの業務は、それぞれ投資顧問会社や元引受人、保管会社などによって機能分担されている。
- 3 90年代以降投資信託が大きく成長した要因として、次のような点があげられる。
  - 株価の上昇など内外の市場環境が総じて良かったこと。
  - 利害関係のない独立取締役による外部チェック機能やSECの監視などを背景に、投資信託に対する投資家の信頼が高いこと。
  - インデックス・ファンドやETFなどの新商品の提供やファンドスーパーなどの新たな販売チャンネルの開拓、手数料の引下げなどの業者側の努力。
  - ベビーブーム世代によるDCプラン（確定拠出型年金プラン）やIRA（個人退職勘定）などの年金制度への加入を通じた投資信託の購入増加。
- 4 日本の投資信託の今後の成長について考えるにあたって、米国の投資信託成長の経験はさまざまな示唆を与えてくれる。

## はじめに

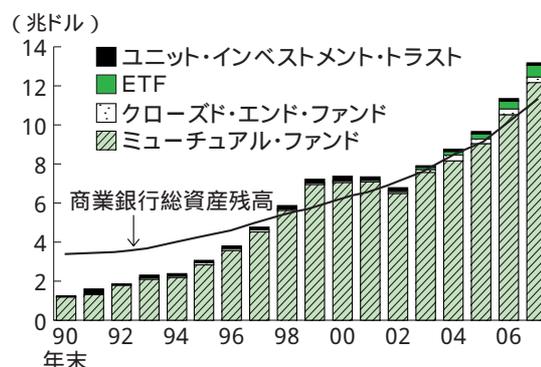
1998年の銀行等による投資信託の窓販認可や、2004年金融庁公表の「金融改革プログラム」において貯蓄から投資への流れに対応した制度整備などが打ち出されて以来、投資信託が身近なものになりつつある。金融商品として預貯金の比重が大きい日本において、今後、投資信託がどのように位置付けられていくのかについて考えるには、投資信託が家計に広く普及している米国の事例が参考になる。

本稿は、こうした観点から米国における投資信託の成長について考察したものである。

### 1 主要な金融仲介のパイプに成長した投資信託

米国の投資信託は、ミューチュアル・ファンド (Mutual Fund) と呼ばれるファンド設定後常時換金可能なオープン・エンド型投資信託、設定後換金不可のクローズド・エンド型投資信託、ユニット・インベストメント・トラスト、ETF (Exchange-Traded Fund) から構成される (これらの仕組みについては次節参照)。投資信託の合計純資産残高は、第1図のように推移しており、07年末で13兆ドル (106円/米ドルで換算すると1,378兆円) に達する。このうちミューチュアル・ファンドが12兆ドルと大部分を占めるが、ここ2~3年はETFの増

第1図 米国の投資信託純資産残高と商業銀行総資産残高の推移



資料 Investment Company Institute(以下、ICI)資料、FDIC、Statistics on Bankingから作成  
(注) 商業銀行総資産残高はFDIC加盟銀行のもの。

加も目立っている。

ミューチュアル・ファンドは、米国家計の約半分が保有し、中産階級の主要な投資商品になっている。投資信託の純資産残高は、商業銀行全体の総資産残高を上回っており (同第1図)、金融仲介の主要なパイプとして、主として家計部門の余剰資金を、資本市場を通じて企業部門や政府部門、海外部門などに供給する役割を果たしている。

### 2 米国の投資信託の仕組みと種類

(1) ミューチュアル・ファンドの仕組み  
投資信託は、一般大衆から資金を集めて、それを資金運用の専門家が証券等に分散投資し、運用成果を投資家に分配する仕組みである。前記のように、米国の投資信託はミューチュアル・ファンドが大部分を占めるが、ミューチュアル・ファンドは、ファンド自体が一つの投資会社の形態をとった会社型投資信託であり、日本や欧州主要国

で広く普及している契約型投資信託とはやや異なったものである。

投資会社は、1940年投資会社法（The investment Company Act of 1940）に基づき、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、以下「SEC」）への登録により設立される。07年末のミューチュアル・ファンド数は8,017である。

投資会社の構成は第2図のようになり、投資家は投資会社の株主となって株式（日本の信託受益証券に相当）を受け取る。投資会社の大まかな運営は株主により選出された取締役会によって決定される。取締役会は資産運用を委託する投資顧問会社を選定して、投資顧問契約を締結する。また、株式を販売する元引受人を決定して、販売活動を委託する。

なお、取締役会は、上記投資会社法により投資会社と利害関係を有しない独立取締役（Independent Directors）が4割以上を占める。運用資産の管理は保管会社に委託されるが、保管会社は銀行である場合が多い。このほか、株主口座の管理等を行う名義書換人や会計監査を行う公認会計士、ファン  
(注1)  
ド全般を監視する管理人が選定される。

取締役や投資顧問会社、元引受人、保管会社などを組織化して、ミューチュアル・ファンドを組成する役割を果たすのはスポンサーであるが、スポンサーとしては、投資顧問会社が兼ねる場合が多い。

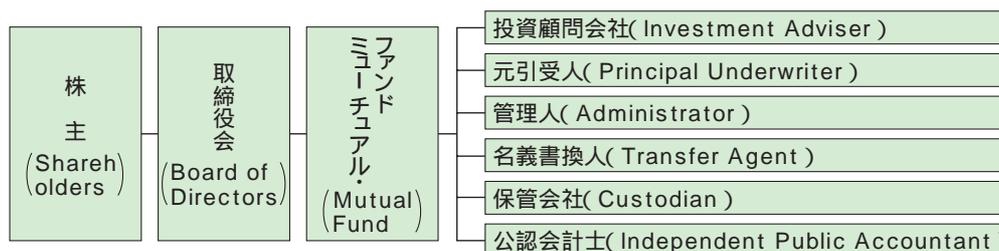
（注1）ミューチュアル・ファンドは、1940年投資会社法第4条第3項{ § 80a - 4(3) }に分類される投資会社で、クローズド・エンド型投資信託も同じである。これに対し、ユニット・インベストメント・トラストは、同法第4条第2項{ § 80a - 4(2) }に分類される投資会社で、信託契約書等に基づいて設立され、取締役会を持たない。ETFはユニット・インベストメント・トラストの一種であるが、株価指数や商品指数に連動するように作られ、取引所に上場され売買されるインデックス・ファンドである。

## （2）ミューチュアル・ファンドの種類

ミューチュアル・ファンドは、資金の運用対象によって、株式にのみ投資をする株式ファンド（Stock Fund）、確定利付債券にのみ投資をする債券ファンド（Bond Fund）、株式や債券、デリバティブに投資するハイブリッド・ファンド（Hybrid Fund）、CPなどの短期金融商品を中心に投資するMMF（Money Market Mutual Fund）に分類される。

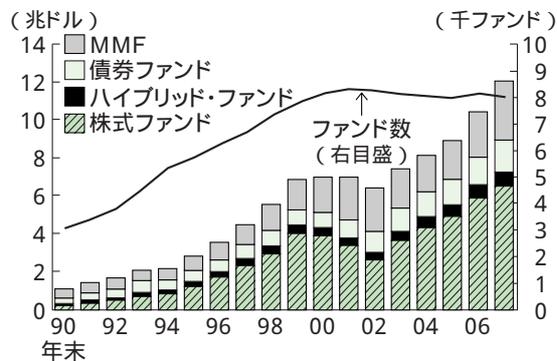
これらのファンドの純資産残高は第3図のように推移しているが、07年末純資産残

第2図 ミューチュアル・ファンドの構成



資料 ICI, 2007 Investment Company Fact Book, p147の図を参考にして作成

第3図 ミューチュアル・ファンドの  
種類別純資産残高とファンド数



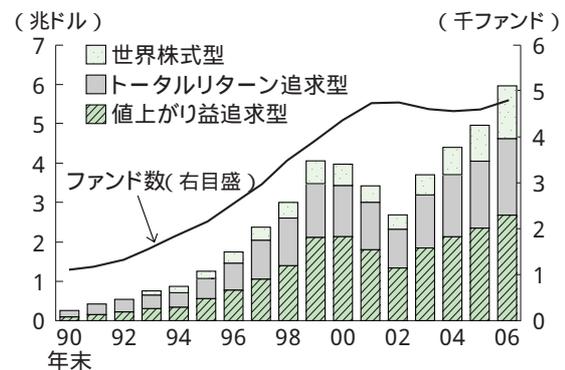
資料 ICI資料から作成  
(注) ファンド数はミューチュアル・ファンド全体。

高12兆ドルのうち、株式ファンドが過半のシェアを占め、次いでMMFが4分の1程度のシェアであり、債券ファンド、ハイブリッド・ファンドがこれらに続いている。ITバブル崩壊による株価低迷で株式ファンドが減少した2000～02年の時期を除いて、ミューチュアル・ファンドの純資産残高は90年代以降大きく増加したが、ファンド数は、02年以降ファンドの統廃合が行われたためほぼ横ばいである。

ミューチュアル・ファンドの過半を占める株式ファンドは、国内株ファンドとして、積極的に値上がり益を追求するもの (Capital Appreciation Fund) と配当も含めたトータルリターンを追求するもの (Total Return Fund) があり、このほか外国株に投資をする世界株式型のもの (World Equity Fund) がある。株式ファンドの純資産残高は、前記のように2000～02年にかけて減少したものの、03年以降は再び増加傾向となり、ここ2～3年は世界株式型の増加率が高くなっている (第4図)。

債券ファンドは、投資対象によって、高

第4図 株式ファンドの種類別純資産残高



資料 第3図に同じ  
(注) ファンド数は株式ファンド全体。

格付の社債に投資をするもの (Corporate Bond Fund)、格付は低いが高利回りの高い社債に投資をするもの (high Yield Bond Fund)、外国債券に投資するもの (World Bond Fund)、米国国債に投資するもの (Government Bond Fund)、米国地方債に投資するもの (Municipal Bond Fund) などに分けられる。

短期金融商品に投資するMMFは、リスクの少ない預金代替商品として保有されており、個人などのリテール向けのもの、機関投資家向けのものがある。90年代にはリテール向けのもが多かったが、01年以降は機関投資家向けが多くなっている。

### 3 米国投資信託の成長の要因

前記のように、米国の投資信託は90年代以降大きく成長してきたが、90年代半ばから後半にかけての成長期と、ITバブル崩壊等の影響により2000～02年にかけて停滞した後の03年以降の成長期とでは、成長の様子はやや異なっている。以下では、こうし

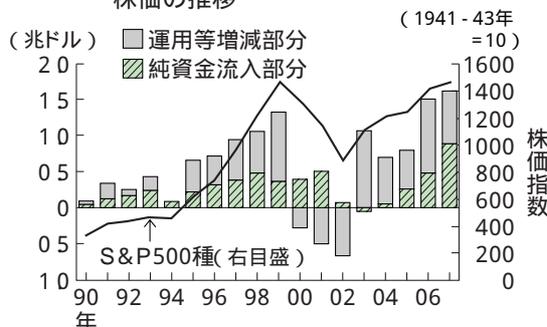
た違いも勘案しながら、米国の投資信託の成長の要因について、市場環境的要因、制度的要因、業者側の要因、投資家側の要因から考察する。

### (1) 市場環境的要因

ミューチュアル・ファンドの純資産残高の増減は、新規の販売額から解約や償還額を控除した純資金流入部分と、資産運用による運用益や資産価格上昇分からなる運用等増減部分とに分けることができる(第5図の棒グラフ)。運用等増減部分は、株式ファンドを中心に市況変動によって大きく影響される。

投資家がミューチュアル・ファンドを購入する目的は、長期的観点からの資産形成や投資効率の向上であり、ミューチュアル・ファンドに多くの資金が集まってきたのは、その他の金融商品に比べて投資効率が高かったことに起因する。良好な投資効率は、資産運用者の技術的要因もあるが、株価上昇などの市場環境の影響が大きい。

第5図 ミューチュアル・ファンドの純資産増減と株価の推移



資料 第3図に同じ  
 (注)1 純資金流入部分は投信販売額から解約・償還額等を控除したもの。  
 2 運用等増減部分は資産の運用益や資産価値増減等によるもの。  
 3 S&P500種は各年末値。

第5図のS&P500指数の動きにもみられるように、米国の株価は90年代半ばから後半にかけて大きく上昇し、2000~02年にITバブル崩壊の影響等で下落したものの、03年以降再び上昇傾向となった。90年代半ばから後半にかけての株価上昇は、IT産業などに牽引された米国経済の好調を背景としており、投資信託純資産残高も国内株ファンドを中心に増加した。一方、03年以降では、米国株価の上昇のほか、グローバル化が進むなかで中国やインド、ブラジルなどの新興国経済が発展し、新興国の株価上昇などを背景に、世界株式型ファンドの増加が目立った。

このように、90年代以降の米国の投資信託の成長の要因として、内外の市場環境が総じて良好であったことがあげられる。

### (2) 制度的要因

投資信託は資金の運用を専門家に委託するものであり、投資家にとっては投資信託のスキームが信頼に足るものである必要がある。前記のように、ミューチュアル・ファンドの全般的運営は利害関係のない独立取締役を含む取締役会で行われ、外部からのチェック機能が働く仕組みになっている。このほか、投資会社だけでなく、株式(投資信託)を販売するディーラーやブローカー、資産運用を行う投資顧問会社に対しても、SECを中心とした規制が行われる。<sup>(注2)</sup>こうした点が、個人投資家を中心に投資信託に対する信頼感の醸成につながっている。

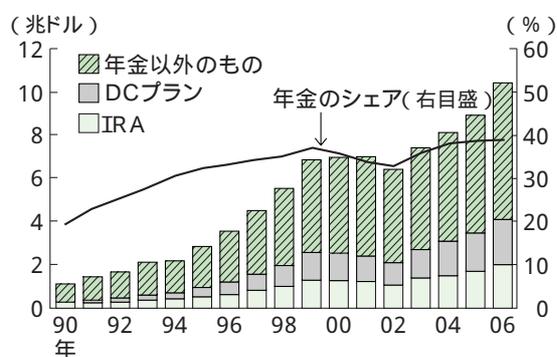
また、90年代以降の投資信託の成長には、

401kを中心とする確定拠出型年金プラン (Defined Contribution Plan, 略称「DCプラン」)やIRA(Individual Retirement Account, 個人退職勘定)などの私的年金資金の流入が大きく寄与しており,特に,90年代半ばから後半にかけての成長期には,ベビーブーム世代の大量加入による寄与が大きかった(第6図)。ERISA法(1974年従業員退職所得保障法)による年金制度の設計や加入者に対する税制上の優遇措置などが貢献したものと見えよう。

なお,06年には,DCプラン等への拠出限度額引上げの恒久化などを内容とする年金保護法(Pension Protection Act of 2006)が成立し,年金資金の流入を一層確かなものとしている。DCプランとIRAを通じた投資信託の純資産残高は,ミューチュアル・ファンド全体の4割近くを占めている(第6図)。

(注2) 03年に,一部の投資会社がヘッジファンドなどの大口顧客から時間外の売買発注を受けるなどの不祥事が発生した。これに対し,SECは独立取締役の権限強化などの大幅な規則変更を発表し,SECのこうした措置がその後の信頼回復に貢献した。

第6図 年金目的のミューチュアル・ファンド純資産残高



資料 第3図に同じ  
(注) 年金のシェアは,ミューチュアル・ファンドの純資産残高に占めるIRAとDCプランの割合。

### (3) 業者側の要因

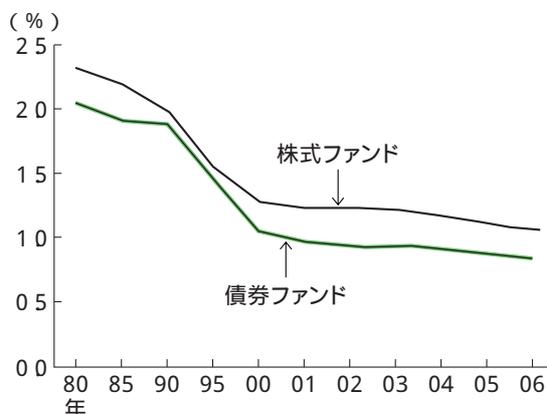
米国の投資信託の主たる担い手は,資産を運用する投資顧問会社や株式(投資信託)を販売するディーラー・ブローカーである。投資信託の成長には,新たな商品開発や販売チャンネルの開拓など,これらの業者の営業努力によるところも大きい。

投資信託の資産運用については,投資家のニーズやファイナンス理論などの金融技術の発達等を取り入れて新商品の開発が行われてきた。市場全体や特定の業種を対象とするインデックス・ファンドが本格的に普及したのは90年代であり,他の投資信託に投資するファンド・オブ・ファンズなども90年代に成長した。また,03年以降では,外国株投資ファンドやETFなどが増加し,ベビーブーム世代の高齢化に対応したライフサイクルファンドなども増加している。

投資信託の販売チャンネルについては,従来はブローカーによる店頭販売が中心だったが,90年代には,ディスカウント・ブローカーなどが運営するファンドスーパーによる販売や,前記のDCプラン等を通じた販売などが広がった。一方,03年以降では,フィナンシャル・アドバイザーを通じた販売が見直され,ファンドの運用会社が投資家と直接接触する証券会社や銀行などのブローカーに自社のファンドを売り込むためのセールス部門を増強する動きなどもでている。

投資信託に投資するには,投資家は各種手数料や経費を負担しなければならない。投資信託の手数料には,ブローカーに支払

第7図 ミューチュアル・ファンドの  
手数料率の推移



資料 ICI, 2007 Investment Company Fact Book, p48のFigure5.1等を参考にして作成  
(注) 手数料率は投資家が負担する販売手数料と諸経費の純資産残高に対する割合。

われる販売手数料や投資顧問会社や保管会社などに支払われる手数料があるが、これらの手数料が少なくなれば、投資家はより投資しやすくなる。業者間競争などを背景に、販売手数料のないノーロードファンドや手数料率の低いインデックス・ファンドなどが増加し、投資信託にかかる手数料は低下してきた(第7図)。こうした動きも投資信託の成長につながったといえよう。

#### (4) 投資家側の要因

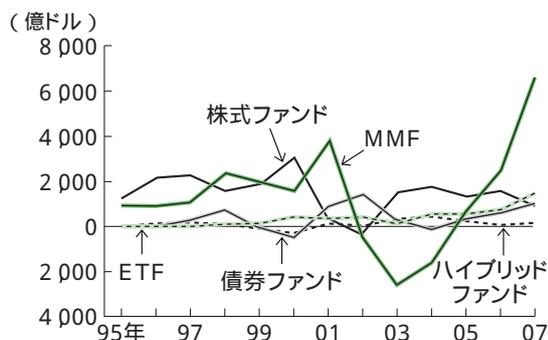
投資信託の保有は個人が中心であるが、06年末時点で米国国民のうち9,600万人、5,500万家計が投資信託を保有しており、米国家計の2軒に1軒が保有している。投資家の年齢層では、45~54歳のいわゆる中年層が中心である(日本では高齢層が多い)。

投資信託の保有年齢層が比較的若いのは、前記の確定拠出型年金の普及と関連がある。90年代以降比較的若い層が確定拠出

型年金に加入し、運用資産として投資信託を選択した。これを通じて投資信託へのなじみが広がり、年金以外の資金でも投資信託を購入するようになった。なお、2000年代になると、90年代に大量加入したベビーブーム世代が高齢化し、退職後の収入確保を目的としたファンドを購入するような動きもみられる。こうしたライフサイクルを考慮した投資姿勢も投信成長の一因といえる。

また、市場環境に応じて投資家は投資商品を変えるが、そうした変化が投資信託の商品間で行われ、投資信託以外に資金が大きく流出しない傾向がみられる。株価が低迷した01~02年には、株式ファンドの資金流入額の減少を債券ファンドの増加が補った。また、サブプライムローン問題が顕在化した07年後半には、株式ファンドへの資金流入額は減少したものの、MMFへの資金流入額が大きく増加しており、証券以外の原油や穀物、金などを投資対象とするETFも増加するなど、投資信託全体として資金流入が続いている(第8図)。

第8図 米国投資信託の純資金流入額の推移



資料 第3図に同じ  
(注) ETFはNet Issuance(Gross Issuance - Gross Redemptions)を使用

(注3) 02~04年にかけて、短期金利の大幅低下で銀行預金金利に比べた手数料込みMMF利回りの魅力が薄れ、MMFから銀行預金へのシフトが生じたが、短期金利が上昇した05年以降ではMMFは増加に転じた。

#### 4 日本への示唆

日本では、90年代以降、投資信託委託会社への参入規制緩和や銀行等による投信窓販の認可などの規制緩和措置が行われ、投資信託純資産残高も順次増加し、07年末には契約型公募投資信託の残高は80兆円に達した。しかし、日本の個人の金融資産保有は、依然預貯金が中心であり、リスク回避志向は基本的に変わっていない。こうしたなかで、日本の投資信託の今後の成長について考える場合、90年代以降の米国の投資信託成長の経験は次のような示唆を与えてくれよう。

第一は、投資信託に対する信頼性向上についてである。投資信託は資産の運用を専門家にまかせる仕組みであるが、運用にかかるリスクは投資家が負担し、販売手数料や信託報酬などの投資家が負担するコストもそれなりに大きい。資産運用を受託する投資信託委託会社が信頼に足る運用をしているのかどうかは、運用報告書だけでは判別しがたいし、運用成果が悪いときにはそ

うした問題意識も大きくなる。米国では独立取締役による外部チェック機能やSECの厳しい監視などを背景に投資信託への信頼が定着している。日本でも、ディスクロージャーの一層の充実や会社型投資信託(証券投資法人)の活用などにより、信頼性向上に向けた努力が続けられるべきであろう。

第二は、個人の側において、自らのライフサイクルを考慮した資産形成に関する問題意識を高めていく必要があることである。少子高齢化が進行する今後においては、公的年金の給付水準の低下が懸念されている。20~30歳代からライフサイクルを考えた資産形成を進めていくことが望ましく、投資信託はそうした目的のための有用な商品の一つである。こうした問題意識を高めるための金融教育の充実や、拠出限度額の引上げ等確定拠出型年金制度のさらに一段の充実などの対応が求められよう。

<参考文献>

- ・ICI, "Investment Company Fact Book" (2001~2007年版)
- ・ICI, *Perspective Vol.6/No.3*, "The 1990s: A Decade of Expansion and Change in the U.S. Mutual Fund Industry" (July 2000)
- ・ICI, *Research Fundamentals Vol.16/No.3*, "The U.S. Retirement Market, 2006" (July 2007)
- ・ICI, "Overview of Fund Governance Practices 1994-2006" (November 2007)

(専任研究員 鈴木 博・すずきひろし)

