平成三〇年間の投資信託の変化と新時代の展開

杉田浩治

はじめに

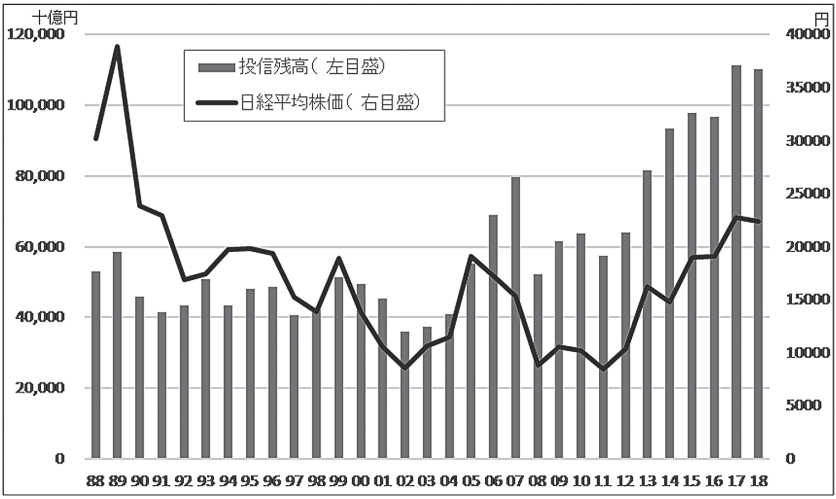
まもなく平成が終わろうとしている。メディア等は種々の分野について平成の総括をおこなってきた。本稿は、日本の投資信託（以下「投信」）について平成三〇年間の変化を世界との比較を交えながら整理するとともに、新しい時代の投信の展開について考えようとするものである。なお、事実認識・意見等は筆者の私見である。

一、残高は日本が二倍、世界は二五倍（数量的変化）

平成三〇年間（本稿では一九八八年末～二〇一八年末を対象とし、年表示については西暦で統一する）の日本の公募証券投信残高と株価の推移は図表1のとおりである。

八八年末の日経平均株価は三〇、一五九円、投信残高は五二・九兆円であった。八九年末に株価は三八、九一五円のピークをつけ、投信残高は五

図表１　平成30年間の国内公募証券投信残高と日経平均株価の推移（各年末）



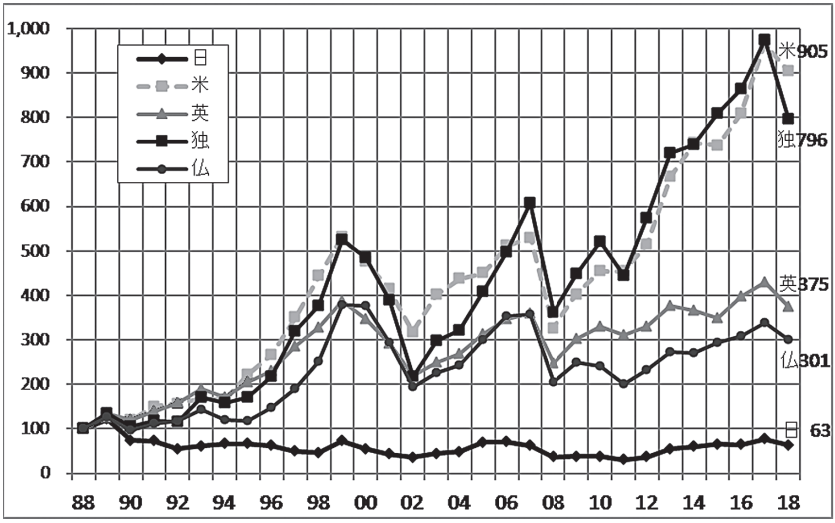
〔出所〕　投資信託協会統計等より筆者作成

八・六兆円となっていた。そして一八年末にはそれぞれ二〇、〇一四円、一〇五・二兆円となった。三〇年間通算で株価は三四％下落（ＴＯＰＩＸは三七％下落）し、投信残高は九九％（五二・三兆円）増加したことになる。

なお、この間に実体経済（名目ＧＤＰ）は八八年の三九四兆円から一八年の五四八兆円（速報ベース）へ一・四倍に拡大、家計金融資産は八八年末の七八六兆円（六八ＳＮＡベース）から一八年九月末の一、八五九兆円へ二・四倍に増加していた。

三〇年間の投信残高増加額五二・三兆円の要因別内訳を計算すると、資金増減（投資家の買付額から換金・償還額を差し引いた額）はプラスの一〇一・九兆円であったが、その他要因（組み入れ証券の時価変動および分配金流出額）がマイナス四九・六兆円であった。

図表２　主要５か国の株価（1988年末＝100）



（注）　日はTOPIX、米はS&P500、英はFTSE100、独はDAX（配当込み）、仏はCAC40種をとった。

［世界との比較］

同期間において世界の公募証券投信残高は一・八一兆ドル（八八年末）から四五・六九兆ドル（一八年九月末、ＥＴＦ込み））へ二五・二倍に増加（ちなみに米国投信の残高は八八年末の〇・八一兆ドルから一八年末にＥＴＦ込みで二一・〇八ドルへ二六・〇倍に増加）し、日本の二・〇倍を大きく上回った。

日本との差をもたらした要因（「資金増減」と「組入証券の時価変動等」の内訳）について、世界投信の資金増減を九九年以前について入手できないことから確たるデータを示せないが、図表２の主要国株価の推移などから見て、世界は「組入証券の時価変動」が大幅なプラスであったのに対し、日本は前述のようにマイナスであったことが大きいと言えよう。

二、銀行窓販、私募投信の解禁など（日本の投信制度の変化）

平成三〇年間の日本の投信の質的変化を時系列で振り返ると図表3のとおりである。

大きな制度変化として、銀行窓販の解禁、私募投信の導入、会社型投信（投資法人）の導入、ファンド・オブ・ファンズの解禁、運用対象の拡大（不動産、コモディティなど）、運用の外部委託の解禁、ディスクロージャー制度の改善（目論見書・運用報告書の二段階化など）があり、関連事項として確定拠出年金制度の発足・拡充、ＮＩＳＡの創設、金融業者のフィデューシャリーデューティの強化があった。

これらの制度変更の多くは投信ビジネスにプラスに働くものであったが、日本の投信の成長は前述のように世界に比べ著しく小さかった。二十数年にわたる株価下落・低迷等が根強く作用して国民の投資意欲が高まらなかった（したがって投資を通じた資産形成が定着しなかった）ことが大きいと考えられる。

［世界との比較］

世界における投信関連制度等の変化は、基本的には日本と類似している（日本が世界の動きに追随している面が強い）が、大きな波として、投資のグローバル化を背景に「オープン・アーキテクチャー化（販売業者と運用業者が資本系列を超えて結びつく動き）」が進んだこと、確定拠出年金市場との結びつきを益々強めていることが挙げられる。

図表３　平成30年間の日本の投信の質的変化

	全般および関連事項	商　　品	販　　売	資産運用
1980～90年代		MMF 発足（1992）	委託会社の直接販売開始（1993）	外資系が投信委託業務に進出（1990） 銀行系が投信委託業務に進出（1993）
	投信改革実施（1995） 金融システム改革法施行（1997）	日経300上場投信発足（1995） 毎月分配型ファンド発足（1997）		デリバティブのヘッジ目的以外への利用など運用規制緩和（1995）
		私募投信発足（1999） ファンド・オブ・ファンズの設立が可能となる（1999）	銀行、保険等が投信販売に参入（1998）	資産運用の外部委託が可能となる（1998）
2000年代	投信委託業者の受託者責任を明確化（2000）	会社型投信発足（2000）		運用対象を不動産など幅広い資産に拡大（2000）
	公社債投信も時価評価へ移行（2001） 確定拠出年金制度発足（2001） 目論見書を交付目論見書と請求目論見書に２分冊化（2004） 金融商品取引法施行（2007）	不動産投信発足（2001） 現物拠出型ETF上場（2001） 通貨選択型ファンド発足（2009）	金融商品販売法施行（2001） 郵便局での投信販売開始（2005）	一部のMMFが元本割れ（2001） 運用対象資産として商品が加わる（2008）
2010年代	ファンド併合手続き簡素化（2014） 運用報告書の２段階化実施（2014） NISA 創設（2014）	MMF 償還（2017年）	投資家ごと・ファンドごとにトータルリターン通知制度導入（2014） 金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定（2017） 金融庁が共通KPI公表（2018）	運用財産につきリスク規制導入（2014） 日本版スチュワードシップコード制定（2014）

〔出所〕　筆者作成

三、ETFの成長、運用・販売ともグローバル化（実態面の変化）

次に日本の投信の実態の変化を商品・販売・運用に分けて記述すると次のとおりである。

(1) 商品の変化

第一に、株式を組み入れるファンドについて単位型から追加型への移行が進んだ。平成初期までは、投信といえば毎月設定の定型ファンド（ファミリーファンド）など有期限の単位型商品が主力（八八年末の株式投信残高のうち九〇％は単位型）であった。単位型は投資家から見ると、常に額面一万円で購入、運用開始前の募集期間のみ購入でき、その後の運用は投信会社にお任せ、一定期間後に元本以上の価格で償還されるという「貯蓄的商品」であり、それは「右肩上がりの株価トレンド」をベースとして成り立っていた。

しかし、そうした商品は八九年末をピークとするバブル崩壊で成立しなくなり、徐々に世界標準の「時価購入・時価換金、投資対象（ファンド）の選択も購入・換金タイミングの選択も投資家自身が行う追加型ファンド」へ移行してきた（株式投信について九三年に追加型の残高が単位型を上回り、一八年末には株式投信残高のうち九九％を追加型が占めている）。

第二に、預金的短期ファンドであるＭＭＦの発足と消滅が挙げられる。ＭＭＦの前身である中期国債ファンドは八〇年に発足していたが、九二年に業界共通の商品としてＭＭＦが発足した。九〇年代後半には、中期国債ファンドや証券総合口座専用のＭＲＦ（九七年発足）等を加えた短期ファ

ンドの投信全体に占める比率が五〇％を超えた時期もあった。しかし、日銀のマイナス金利政策のもと存続が困難となり、ＭＲＦを除く短期ファンドは一七年までに全て償還された。

第三にＥＴＦの発足と成長がある。九五年に日経三〇〇上場投信が誕生、〇一年には現物拠出型ＥＴＦが上場された。一八年末の残高は三三・六兆円となり、株式投信の三六％を占めるに至っている。換言すればＥＴＦがなければ一八年末の日本の投信残高は七二兆円程度（一〇五・二兆円－三三・六兆円）に止まっていたことになる。しかし、一方で日本のＥＴＦは日銀により多く保有されている（一八年末に簿価ベースで二三・五兆円[1]）ことは周知のとおりであり、後述の米国の状況に比べれば日本のＥＴＦ普及度は低い。

第四に、日本独特の商品ともいうべき毎月分配型、通貨選択型ファンドが誕生し人気を得た。両ファンドについては批判も多いが、前者については高齢者の間に潜在的に存在していた年金収入を補完したいニーズを掘り起こしたと評価することもでき、また後者については、世界の投信史上で最悪とも思われる日本の厳しい投資環境の下で「リターンのあくなき追求」が生んだ商品と筆者は理解している。

(2) 販売の変化

平成初期まで日本の投信は一〇〇％証券会社で販売されていた。九三年に一部投信会社が直接販売を開始し、九八年に銀行等の登録金融機関（内閣総理大臣の登録を受けることにより有価証券関連業務を行うことができる金融機関）が販売に参画した。登録金融機関が販売した公募投信の日本全体に占めるシェアは、年末ベースで追うと〇八年末に四二・七％まで拡大したが、その後は証券

会社にくらべ伸び悩んで一八年末には二五・二％になった。それでも二六・五兆円の販売残高があり、もし銀行が投信販売に参加していなかったら、一八年末の日本の公募投信残高は七八・七兆円であったという計算もできる。（なお、「(1)商品の変化」において述べたＥＴＦ効果も併せて単純計算すると、平成に入って新しく導入されたＥＴＦと銀行窓販がなかったら、一八年末の日本の公募投信残高は四五・一兆円（一〇五・二兆円－三三・六兆円－二六・五兆円）に止まっていたかもしれない。）

このほか、販売市場に関連して確定拠出年金制度やＮＩＳＡ制度の誕生があり、販売チャネルに関してはファンドラップを通じた投信販売の増大、ロボアドの出現などが挙げられる。そして近年、販売姿勢に関して金融庁の主導のもと、フィデューシャリーデューティ（「顧客本位の業務運営」）の強化が進められていることは周知のとおりである。

(3) 資産運用の変化

日本の株価下落、超低金利の下で資産運用のグローバル化が進んだ。投信純資産に占める外貨建て資産の比率は、八八年末に八・九％であったが、〇〇年代に入って債券中心に急上昇し〇九年末には四六・五％に達した。一八年末には二四・九％となっているが、ファンド・オブ・ファンズの組入れ対象円建て投信が保有する外貨建証券は投信協会集計の外貨建資産にカウントされないため、実質的な外貨建証券比率はもっと高いと思われる。

このほか、ＥＳＧ投資の拡大、「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫の導入、ＡＩ活用の進展が見られたこと

などは周知のとおりである。

［実態面についての世界との比較］

世界の投信の実態の変化を見ると、商品については、第一に九〇年代初頭に生まれたＥＴＦの成長が世界でも著しい。

国際投信協会（ＩＩＦＡ）統計によれば、一八年九月末の世界のＥＴＦ残高は五・〇兆ドルで公募証券投信全体に占める比率は一一％である（なお、一八年末残高はＥＴＦ専門調査機関のＥＴＦＧＩ調べで四・六八兆ドル）。国別に見ると、投資家のコスト意識が強く、またＦＡ（フィナンシャルアドバイザー）を通じる投信販売が普及している米国においてＥＴＦの成長度が高い（世界全体のＥＴＦ残高の七三％を米国が占める）。米国では一五年以降、従来型のいわゆるミューチュアルファンドから資金がＥＴＦに振り替わる動きが続いており、一八年末のＥＴＦ残高は三・三七兆ドル、公募証券ファンド全体に占める比率は一六％に達している。

第二に、世界的な金利低下の中でもＭＭＦは存続している。一五年末から金利上昇に転じた米国ではＭＭＦ残高が一七年から二年連続して増加し、一八年末に三兆ドルの大台を回復した（過去の年末ベースでの残高ピークは〇八年の三・八兆ドル）。また、欧州ではＭＭＦの年間リターンが一七年末に至る三年間平均で（一）〇・二％、一年間で（一）一・五％[(2)]とマイナスが続く中でもＭＭＦを存続させている（変動基準価額制を採用しているＭＭＦがあるほか、投資家の持分口数を減らすマイナスの収益分配を実施している固定基準価額制ＭＭＦもある）。

販売面では、世界的にクロスボーダー化が進んだ。欧州において八〇年代から始まったＵＣＩＴ

S制度（EU域内での国境を超えるファンド販売を自由化した制度）が成功を収め、直近ではアジア地域ファンド・パスポート（略称ARFP）もスタートしている。

一方、資産運用についてグローバル化が進んでいることは日本と同様であり、また米国の株式投信中心にパッシブ化（インデックス化）が進んでいる。

四、新時代の展開

さて、平成の次の新しい時代に、日本および世界の投信はどのよう動いていくだろうか。

日本の投信の当面および中期的課題としては、①「顧客本位の業務運営」の徹底、②つみたてNISAの推進、③スチュワードシップ・コードの積極的履行による日本株の価値向上への貢献、④ETFと共存する商品戦略の構築、⑤DC年金について制度拡充（自動加入方式の提唱など）および資産運用面での投信のシェア拡大などが挙げられよう。

③については、上場企業についての基本原則であるコーポレートガバナンス・コード（一五年制定）との両輪で日本企業の改革を進めようとするものだが、現在までの成果は上場企業全体について見ると十分でない。一八年末に至る三年間の日経平均（二二五種）の配当込みリターンが一一・四%であったのに対し、東証第一部上場企業全体（TOPIX）のリターンは三・〇%に止まっていた[3]ことはその証左ではないか。改革のスピードを早める必要があろう。

次に、日本を含む世界の投信の展開について、今後数年間の量的予測を紹介するとともに、いま顕在化している、あるいは芽生えている幾つかの

変化と対応策を取り上げる。

⑴　二〇二五年の世界投信残高は五九・五兆ドル？（量的見通し）

大手会計事務所プライスウオーターハウス・クーパーズ（ＰｗＣ）は一八年一〇月に世界の資産運用業界の中期見通しについて“Asset & Wealth Management Revolution, Pressure on profitability”と題するレポートを発表した。

これによると、世界の投信残高は一七年末の四三・三兆ドル（筆者注：ＩＩＦＡの集計では四五・五兆ドル）から二五年には五九・五兆ドルへ拡大すると見ている。年率四％強の成長である。しかし、フィー引下げ圧力が高まる（全投信の平均運用報酬率は一七年の〇・四四％から二五年には〇・三六％に低下を予想。ただし低下のスピードは二〇年までが急で二一年以降は横ばい気味になると想定している）ため、運用収入の増加率は残高の増加率より低いと見ている。さらに、運用報酬以外の費用を加えたファンドの総経費率は一七年の〇・六八％から〇・五三％へ低下するとして、運用報酬以外の経費の引下げ圧力が大きいと予想している。

⑵　投資家サイドの変化と対応策

次に投資家サイドで起こっている最近の変化を幾つか取り上げ、それへの対応について私見を述べる。

①Value for Money（「対価に見合う価値・成果」）を求めることへの対応

投資家のコスト意識の高まりがＥＴＦの成長をもたらしていることは周知のとおりである。もう少し幅広く考えると、投資家はコストに見合う価

値・成果（Value for Money）を求めている。この要求に対する業界の対応策について、断片的であるが幾つか私見を述べる。

㈠運用パフォーマンス向上のため、「低流動性プレミアム」獲得の検討

高い運用パフォーマンスを獲得できれば高い運用フィーを得られることは当然である。

その観点から、オルタナティブ資産（上場株式や債券などの伝統的運用資産とは異なる値動きを示す代替資産）の活用が考えられる。プライベートエクイティ（「未上場株」と訳されることが多いが、既上場企業の会社再編・M&Aに関連する部分が大きいので「非上場株」と言うべきであろう）、インフラ、不動産などのオルタナティブ資産は一般的に流動性が低いが、その低い分だけプレミアムが上乗せされて高リターンを期待できる（なお、ヘッジファンドもオルタナティブ資産に含まれるが、ここでは最終投資対象を考える）。

従来、公募オープンエンド型投信は常時換金請求に応じられるよう流動性の高い証券で運用してきた。しかし、たとえば拡大が予想されるDC年金用のターゲットデートファンドについて、ターゲット年が二〇年も三〇年も先のファンドの場合は低流動性プレミアムを取る部分があってもよいのではないか。すなわち、ファンドの根雪的資金部分についてオルタナティブに投資することにより、今までは年金基金など機関投資家が享受してきた高リターンを個人投資家でも得られるようにすることが考えられないだろうか（評価方法等の問題はあるが）。

なお、前掲のPwCの世界資産運用業界見通しにおいても、オルタナティブ運用資産が一七年の一一・四兆ドルから二五年には二一・一兆ドルへ年率八％（投信の二倍）のペースで増加すると予

測している。

また、個人金融資産の増加にともない、高い流動性を必要としない個人資産が増えると考えられるので、クローズドエンドファンドや、インターバルファンド（たとえば三ヶ月に一回だけ換金請求に応じるファンド）の再評価も検討に値しよう。

㈡成果重視の報酬形態をどう考えるか

昨年、フィデリティ・インターナショナル（フィデリティ社の非米国部門）と、ドイツの保険会社を親会社とするアリアンツ・グローバル・インベスターズが、一部の欧州籍アクティブ運用ファンドについて、基本報酬率を大幅に引き下げたうえで、運用実績がベンチマークを上回った時にだけ成功報酬を上乗せする「成果重視の運用報酬」の採用を打ち出した。日本でもＧＰＩＦ（年金積立金管理運用独立行政法人）が昨年、運用委託先への支払報酬について、「基本報酬率をパッシブ運用の料率まで引き下げるとともに、実績連動報酬部分の上限を撤廃する」などの新しい実績連動報酬の導入を発表した。

（注：欧州のＵＣＩＴＳ指令はパフォーマンス報酬を禁止していないが、米国では投資顧問法における規制がある。すなわち、運用者が過度のリスクを取ることを防ぐなどの観点から原則として成功報酬を禁止し、限定的に公募ファンドについて「投資成果を指数等と比べて加算・減算を同一方法で（上下対称で）行う」方式だけを認めている（言い換えれば「加算だけあって減算はない」方式、あるいは「加算・減算方法が対称でない」方式は認めていない。）

なお、現在一般的に行われている「時価評価の純資産額に対する定率報酬」も「顧客資産が増えれば業者の報酬額も増える」成果連動報酬であ

り、顧客と業者がウィンウィンの関係にある。上述の動きは、成果連動性を一層強めるものであり、「現行の対純資産定率フィーのもとでは、運用会社はパフォーマンスを上げるより新規資産の獲得（販売）に走る傾向がある」という一部の批判に応える施策とも受け取れる。

筆者は、加算だけあって減算がない報酬体系は、運用者をして米国投資顧問法が懸念するような過度のリスクテイクに走らせる恐れもあると考える。また、ＧＰＩＦのようなプロ顧客相手の個別投資顧問契約（言い換えれば顧客が日常的に運用者と接触して運用をチェックできる契約）と、投信のように不特定多数の個人を対象とした金融商品の違いを考慮する必要もあろう。

成果重視の報酬については、上述の新方式を採用したファンドのパフォーマンス動向や投資家の反応を注視しながら中期的に検討すべきテーマと考える。

㈧コストカットの努力と投資家への還元

投信は「共同投資の仕組みにより分散投資と専門家運用を可能とする」という合理的仕組みを土台とする金融商品であり、常に合理性の追求が求められる。たとえば、ファンド規模が拡大し経費率が低減すればそのメリットを報酬率引き下げの形で投資家に還元すべきであろうし、ＡＩの活用などにより常にコストカットを図るべきことも当然である。

また、投信会社が商品体系を見直して不必要なファンドを整理する（ファンド数を削減する）努力も必要だ。米国では〇一年をピークにファンド数が減少しており、一八年末までに従来型ミューチュアルファンドの純資産額が六・九七兆ドルから一七・七一兆ドルへ二・五倍に増加した中にあってファンド数は八、三〇四本から八、〇五九

本に減少した。この結果、一ファンド当り純資産額は八・四億ドル（一一〇円換算で九二〇億円）から二二・〇億ドル（同二、四二〇億円）へ二・六倍に拡大した（なお、同期間に日本ではファンド数が二、八六七本から六、一二〇本へ二・一倍に増加し、一本当り規模は一五八億円から一七一億円へ微増に止まっている）。

米国では最近、世界最大の投信運用会社であるバンガード社（一八年末の米国籍従来型ミューチュアルファンド運用資産額は三・六七兆ドル＝約四〇〇兆円）が、九・六億ドル（一、〇〇〇億円超）の資産規模を持つ転換社債ファンドを償還すると発表した。その理由について同社は「当社が意図した顧客ターゲット（機関投資家）と異なる顧客層（個人投資家）に買われていること、当社ファンドの中では稀な資金純減が続いていること」を挙げている。

一方、欧州では国をまたいでのファンド合併、あるいは形式の異なるファンド（契約型と会社型）の合併をも容易にするなどの措置も取り入れ、官民挙げてファンド数削減を推進している(4)。

㈡低成長下では（インフレ修正後の）実質リターンを投資家に訴えたい

リーマンショック以降、世界的に株式・債券の期待リターンが以前より低下していることが指摘されている。（昔とは異なる新しい常態という意味で「ニューノーマル」と表現されることもある）。

経済（名目ＧＤＰ）成長が鈍化すれば、企業収益を反映する株価の上昇トレンドが鈍り、金利も低水準で推移するのは当然と言えるかもしれない。

一方、技術革新、特に生産・流通の既存プロセスを改善する「プロセス・イノベーション」(5)（ネッ

ト通販の拡大を含む）や、経済のグローバル化（企業はコストが安い地域で生産でき、消費者も世界中から割安な商品を購入できる状況）は消費者物価上昇を抑える効果を生む。

そして、低成長・低インフレのもとでは、株式・債券の名目リターンは低下しても、物価上昇を差し引いた実質リターンは大きく下がらないことに注目したい。たとえば東証一部全上場株式の配当込み収益率を、高度成長時代の一九六〇～七〇年代の二〇年間[6]と直近の二〇一〇年代（二〇一八年まで）の九年間[7]とで比較すると、年平均名目収益率は一七・六％から九・八％へ大きく低下したが、実質収益率は一〇・四％から九・三％へ微減に止まっている（いずれも単純年平均）。

投資家にとっても、資産形成・資産運用の観点から重要であるのはインフレ調整後の実質リターンではないか。ＥＳＭＡ（欧州証券監督機構）が、ＥＵ域内のファンドのパフォーマンスとコストの実態を初めて明らかにしたものとして一九年一月に発表したレポート（"Performance and costs of retail investment products in the EU 2019"）においても、名目リターンと並べて実質リターンを掲載している。

なお、リターンに関して論点の異なる話であるが、最近のＥＳＧに配慮した投資は、持続可能な地球・社会の構築に貢献するから、ファンド購入者に「社会に貢献している」という充足感（広義のリターン）をもたらす側面があるとも言えよう。

②「カスタマイゼイション（個別化）」ニーズへの対応

近年、社会の多くの側面において、多数に共通の「マス」から「私だけ」に対応する「個別化」

（「パーソナライゼイション」あるいは「カスタマイゼイション」と呼ばれる現象）が進行している。

資産運用ビジネスにおいても、多数相手の共通的商品・サービスの提供から、投資家の個別の事情に対応するカスタマイゼイションが進行している。ラップアカウントに代表される個人対象の投資顧問口座の増大はその代表例であろう。また、情報開示の話であるが、日本における「投資家ごとに保有ファンドのトータルリターンを定期的に通知する制度」も、「同一ファンドであっても買付タイミングにより異なる投資家収益」を個別に提示している例といえるだろう。

ＩＴ（情報技術）の進歩がこのような個別対応を可能にしたことは言うもでもない。

以上のような個別化ニーズに対して、合同運用商品である投信は対応しづらい弱みを持っている。ファンドラップとの関連で言えば、投信はラップの組入対象商品（銘柄選択を行う部品）としての役割を果たしても、資産運用の要諦である資産配分機能を果たしていない。

一方、ファンドラップについては報酬の二重取り（ラップフィーと組入投信のフィー）でコストが高いという問題が指摘されている。そこで、ファンドだけで資産配分も銘柄選択も完結できる方法は考えられないだろうか。たとえば、英国の自動加入ＤＣプランを管理するＮＥＳＴのデフォルト商品であるターゲットデートファンド（ＴＤＦ）は、投資家の退職予定年ごとに設けられており（single-year target date funds と呼ばれ、二〇一八年一一月末現在、二〇一八年から二〇六四年までの各年をターゲットとする四七本のファンドがある）、個別化ニーズにきめ細かく対応している。米国の四〇一（ｋ）プランにおいても、企

業・従業員の属性・リスク許容度などに応じてTDFをカスタマイズド化する動きが見られる。

また米国においては、歴史的に投資顧問業者が投信業務に進出した例が多い。その理由について、筆者は米国の大手投信・投資顧問会社の幹部から「ほぼ同じ運用を行う小口の投資顧問勘定が多数あったため、これを投信に置き換えて効率化を図ったのだ」と聞いたことがある。つまり「個別運用の合同化」である。この観点からラップアカウントの運用を合理化する、あるいはラップアカウントにとって代わるファンドは考えられないだろうか。

私募投信の利用をふくめ、投信の効率的活用の研究が望まれる。

おわりに

投信は証券市場をベースに成り立っている、前述のように「平成」時代において日本の投信は、日本の異常な投資環境の下で苦難の道をたどった。

しかし、最近数年間にスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの導入など日本企業の価値向上・証券市場の改革を図る施策が進みつつある（ただ、改革のスピードが遅い感があることは前述の通りである）。一方、投信販売に関しては依然として問題があると聞く。

道は険しいが、平成の次の時代は「日本の投信が世界の投信の成長にキャッチアップし、更に世界の投信をリードする時代」になることを望みたい。

（注）

(1) 日本銀行営業毎旬報告

(2) ＥＳＭＡ（欧州証券監督機構）が一九年一月に発表した“Performance and costs of retail investment products in the EU 2019”の一一〇頁掲載表。

(3) 『投資信託事情』一九年二月号「世界のマーケットの動き」

(4) 杉田浩治『投信の制度・実態の国際比較』（日本証券経済研究所、二〇一八年）二二頁

(5) 須藤時仁獨協大学教授「インベーションは経済を成長させるのか?」『証券レビュー』二〇一八年一〇月号（日本証券経済研究所）九六頁。

(6) 日本証券経済研究所「株式投資収益率」より計算

(7) 東京証券取引所「配当込みＴＯＰＩＸ」より計算

（すぎた　こうじ・当研究所前特任リサーチ・フェロー）