

図説アメリカの投資信託市場
(2019年データ更新版)

日本証券経済研究所は2019年6月に「図説アメリカの証券市場2019年版」を発行した。

http://www.jsri.or.jp/publish/market/market_30.html

この本の「第14章 投資信託」は2017年末のデータを基準にして執筆したものであるが、本稿は図表部分（奇数ページ）のデータを2019年末基準に更新したものであり、文章部分（偶数ページ）の参考としてご活用いただくことを意図したものである。

巻末には今回の特別レポートとして「経費率にみるミューチュアルファンド・ビジネスの構造変化」を掲載した。米国ミューチュアルファンドの理解の一助となれば幸いである。

2020年6月10日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

1. 歴史

アメリカ投信年表

年	米国投信に関連する環境・制度の変化	米国投信の商品・販売・運用等の変化
1921		英国の仕組みを取り入れたクローズド・エンド投資会社発足
1924		世界最初のオープン・エンド型投資信託(いわゆるミューチュアル・ファンド)であるマサチューセッツ・インベスターズ・トラストが発足
1929	世界大恐慌発生	大恐慌前の株価上昇期にレバレッジを利用したクローズド・エンド型ファンドが盛行 上記レバレッジ型ファンドが大暴落
1933	投信をふくむ新規発行証券の登録・募集を規制する1933年証券法成立	大恐慌後、一時、原則として組入れ銘柄を入れ替えない固定型ファンドが盛行
1934	SECに証券市場監督権限を与え、証券流通市場を規制する1934年法成立	
1940	投資信託を規制する1940年投資会社法、および投資顧問を規制する1940年投資顧問法成立	この頃から、徐々に銘柄入替え等を行う管理型ファンドに戻る
1944		オープン・エンド型の資産がクローズド・エンド型を上回る
1951		ミューチュアル・ファンド数が100を突破
1954		米国個人の投信純買付額が株式の純買付額を上回る
1955		米国初の国際投資ファンド発足
1971		マネーマーケット・ファンド(MMF)発足
1974	ERISA(従業員退職所得保障法)制定によりIRA(個人型年金)発足 (1970年代に株式市況低迷)	(この頃、投信の直接販売増加)
1976		地方債ファンド設定可能となる。 初の個人向けインデックスファンド募集
1978	1978年歳入法により401(k)制度発足	
1980		12b-1フィー導入
1981	IRS(内国歳入庁)が401(k)規則提案	(80年代後半頃から銀行が投信販売に参画)
1989		ミューチュアル・ファンド資産が1兆ドルを突破
1993		米国初のETF発行
1994	IRA資産が1兆ドルを突破	
1996	401(k)資産が1兆ドルを突破	
2001	エンロン事件発生	
2003		投信会社と一部顧客との投信不正取引明るみに出る
2004	投信スキャンダルを受け、SECは2003年から2004年にかけて1940年投資会社法規則を大幅に改正し、ファンドガバナンス、関係者の行為規制、ディスクロージャー要件等を強化	
2006	年金改革法により401(k)制度充実(自動加入方式、デフォルト・オプション導入など)	ミューチュアル・ファンド資産が10兆ドルを突破
2008	世界金融危機発生	個人向けMMFで初の元本割れ発生
2009	ICIボードがMMFの新しい規制および監視基準を承認	
2010	SECがMMFに関する新しい規則を採用	
2014	SECが2010年導入のMMFに関する規則を大幅変更	
2018	SECが投資家向け報告書のオンライン配布を許可	

〔出所〕 杉田浩治氏作成の年表に、ICI, 2020 Investment Company Fact Book等を参考に筆者が加筆

2. 制度的枠組み

1940年投資会社法による規制の要点

- 投資会社は、所定の様式に従ってSEC に登録を行うこと（第8条）
- 取締役と利害関係者……取締役会は、その構成員の60%超が投資会社の利害関係人であってはならない。また、役職員またはその関係人を原則としてブローカー、元引受人としてはならない（第10条）
- 投資会社の機能および活動……公益または投資家保護のためSEC が定める規則等に反して、証拠金を払って証券を買い入れること、共同して証券の取引勘定に参加すること、空売りをを行うことを禁止している（第12条）
- 投資政策の変更……発行済証券の過半数の決議によらなければ、オープン・エンド型とクローズド・エンド型の変更、分散型から非分散型への変更、登録届出書に記載された方針に合致しない金銭の借入、上位証券の発行等を行ってはならない（第13条）
- 投資会社の規模……公募を行う場合には10万ドル以上の純資産を有する必要がある（第14条）
- 投資顧問契約……発行済議決権証券の過半数の承認を得たうえで、所定の条件を備えた書面で投資顧問契約を締結しなければならない。また、同契約の更新は投資会社と利害関係を有しない独立取締役がそのために招集された取締役会に自ら出席し、その過半数の同意を必要とする（第15条）
- 特定の関係人や引受人との取引の禁止……投資会社の関係人等との間で証券等の売買、金銭等の借入を行ってはならない（第17条）
- 資本構成……クローズド・エンド型の上位債務証券、優先株の発行の制限、オープン・エンド型の上位証券発行の禁止、借人の制限を規定している（第18条）
- 発行株式の相互保有および循環保有の禁止（第20条）
- 買取請求権付証券の分売、償還および買戻し……登録証券業協会は、協会員の報酬、投資家の手数料について規制を設けることができる。また、投資会社は、特定の場合を除き、買取請求権を停止してはならない（第22条）
- 投資会社および関係人の報告書……所定の報告書に、年次財務諸表については独立の公認会計士の証明書を付して、半期毎にSEC に提出しなければならない（第30条）
- 会計および記帳……所定の計算書類等を維持・保存しなければならない（第31条）

〔出所〕 杉田浩治氏作成

3. 形態

1940年投資会社法による投資会社の分類

投資会社 (Investment Company)
(1) 額面証券会社 (Face-amount Certificate Company)
(2) ユニット投資信託 (Unit Investment Trust)
(3) 管理型投資会社 (Management Company)
A オープン・エンド会社 (Open-end Company)
B クローズド・エンド会社 (Closed-end Company)

1940年投資会社法による投資会社の定義

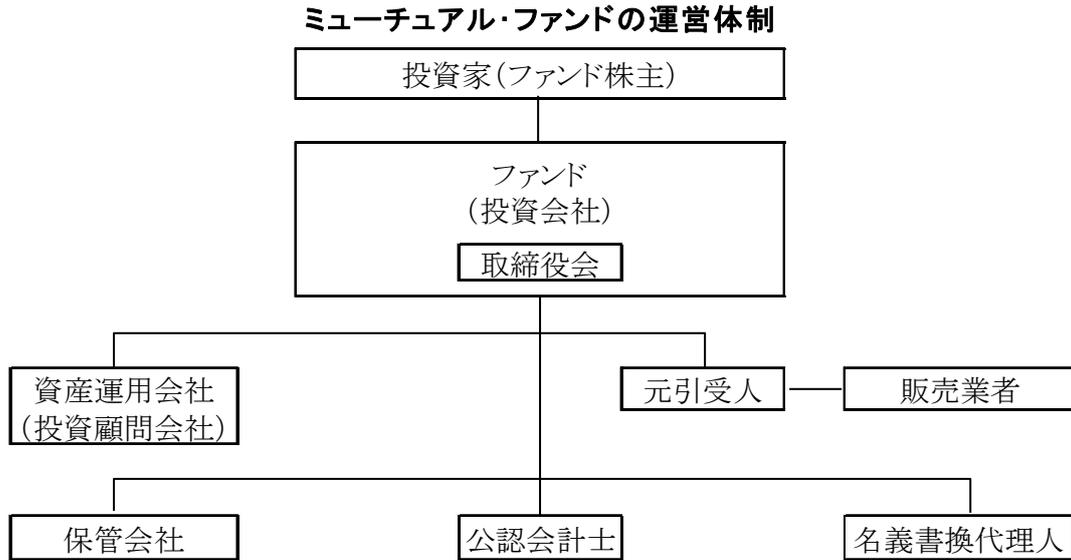
<p>第4条 (投資会社の種類)</p> <p>この法律における投資会社は次の各号に定義する3つの主たる種類に分類される</p> <p>(1) 「額面証券会社」とは、分割払型額面証券の発行業務に従事しもしくは従事しようとしている投資会社または当該業務に従事していたことがあり、かつ、当該証券を既に発行している会社をいう</p> <p>(2) 「ユニット投資信託」とは、信託契約書、管理・代理契約書またはこれに類似する証券に基づいて設立され、取締役会を有さず、かつ特定の証券において不可分の利益を表示している買取請求権付証券のみを発行する投資会社をいう。ただし、議決権信託を含まない</p> <p>(3) 「管理型投資会社」とは、額面証券会社、ユニット投資信託以外の投資会社をいう</p> <p>第5条 (「管理型投資会社」の再分類)</p> <p>この法律の管理型投資会社は次に定義するオープン・エンド会社およびクローズド・エンド会社に分類される</p> <p>(1) 「オープン・エンド会社」とは、当該会社が発行者である買取請求権付証券を売出しまたは当該証券をすでに発行している管理投資会社をいう</p> <p>(2) 「クローズド・エンド会社」とは、オープン・エンド会社以外の管理型投資会社をいう</p>
--

形態別のファンド数と残高の状況(除くETF)

	管理型投資会社				ユニット投資信託	
	オープン・エンド会社 (ミューチュアル・ファンド)		クローズド・エンド会社		ファンド数	残高(十億ドル)
	ファンド数	残高(十億ドル)	ファンド数	残高(十億ドル)		
1995	5,724	2,808	499	143	12,979	73
2000	8,134	6,956	482	150	10,072	74
2005	7,967	8,889	635	276	6,019	41
2010	7,546	11,831	626	239	5,971	51
2011	7,581	11,630	634	244	6,043	60
2012	7,596	13,054	604	265	5,787	72
2013	7,721	15,049	601	282	5,552	87
2014	7,934	15,877	570	292	5,381	101
2015	8,121	15,658	561	263	5,188	94
2016	8,073	16,353	534	265	5,100	85
2017	7,966	18,765	532	277	5,035	85
2018	8,094	17,710	503	251	4,917	70
2019	7,945	21,292	500	278	4,571	79

[出所] ICI, 2020 Investment Company Fact Book.

4. 運営

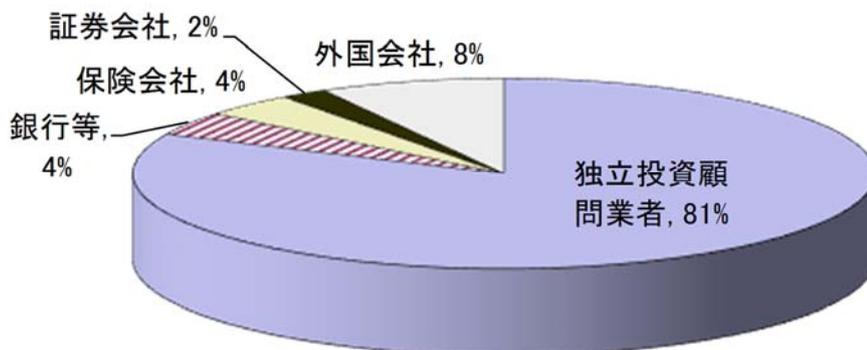


米国投信運用ビジネスへの参画状況

	新規参入会社数	退出会社数	年末現在参加会社数
2008	51	62	700
2009	37	53	684
2010	76	53	707
2011	88	39	756
2012	77	43	790
2013	82	50	822
2014	79	29	872
2015	54	48	878
2016	51	77	852
2017	42	48	846
2018	41	40	847
2019	40	61	826

〔出所〕 ICI, 2020 Investment Company Fact Book.

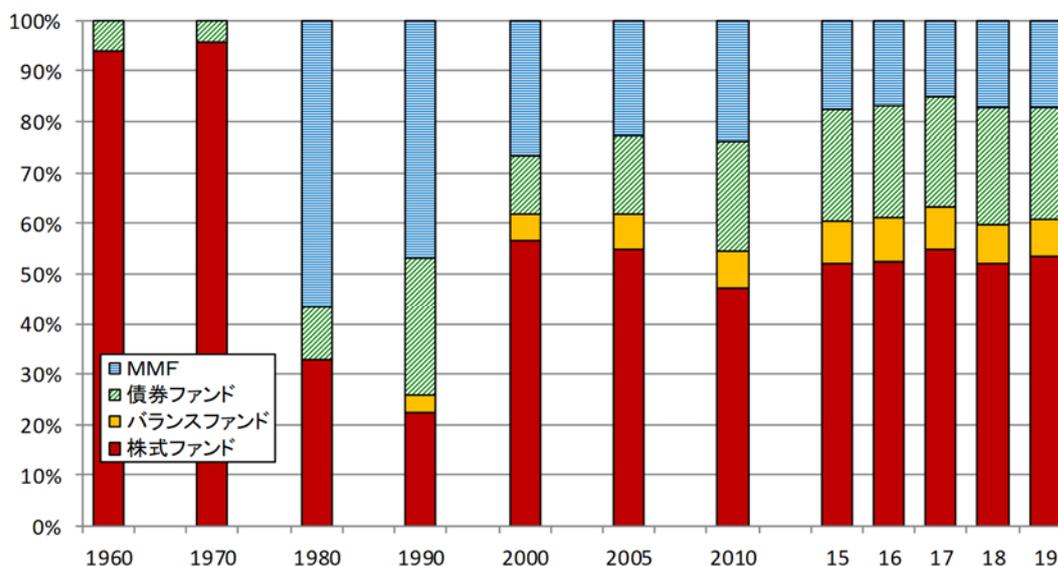
米国投信運用会社の母体別内訳(2019年末現在)



〔出所〕 ICI, 2020 Investment Company Fact Book.

5. 商品

ミューチュアル・ファンド(除くETF)の商品別残高構成比率の推移



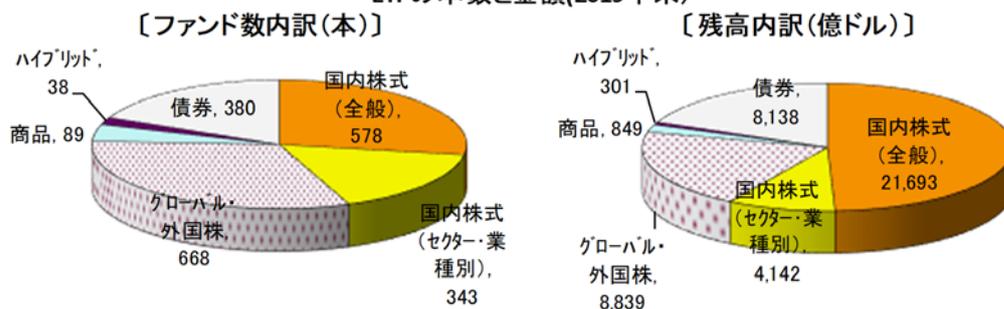
[注] 上図においてMMFは1980年から、バランスファンドは1990年から独立分類表示。

[出所] このページの図表すべてICI資料より作成。

2019年末の商品種類別残高(除くETF)の内訳

大分類	残高 (十億ドル)	大分類 構成比	中分類	残高 (十億ドル)	中分類 構成比
株式ファンド	11,376	53.4%	値上がり追求株式型	2,413	11.3%
			トータルリターン型	6,026	28.3%
			世界株式型	2,937	13.8%
バランスファンド	1,579	7.4%	ハイブリッド型	1,579	7.4%
債券ファンド	4,704	22.1%	投資適格社債型	2,159	10.1%
			ハイイールド債型	337	1.6%
			世界債券型	548	2.6%
			政府債型	347	1.6%
			マルチセクター型	499	2.3%
			地方債型	814	3.8%
MMF	3,632	17.1%	課税債型	3,494	16.4%
			非課税債型	138	0.6%
合計	21,292	100.0%	合計	21,292	100.0%

ETFの本数と金額(2019年末)



6. 販売

米国の投信販売方法の歴史的变化

	環境・制度	ダウ平均 (各年代末)	販売主体	販売方式	販売担当者(FA)の 投信営業手法	手数料收受方法
60年代	株価好調(黄金の60年代)	679→800	証券会社中心	営業マンによる対面販売	個別商品販売営業	顧客から販売時に コミッション收受
70年代	株価長期低迷、 手数料規制の強化 株式売買委託手数料自由化	838	証券会社の投信 販売意欲後退、 投信会社の直販勃興	通信販売(コールセンター) 始まる		
80年代	ファンド資産から販売経費を 支弁する12b-1フィー認可 401(k)スタート 株価上昇基調へ転じる	(10年で 3.3倍) 2753	再び証券会社の 比重が高まる 銀行が参加	401(k)プラン外交本格化		販売コミッションに加え、 ファンドから対残高フィー (12b-1フィー)を收受
90年代	株価上昇継続 (ITバブルへ)	(10年で 4.2倍) 11497	ネット証券が参加	ファンドスーパー出現 ラップアカウント成長 変額年金保険経由も増加		
00年代	株価波乱 (ITバブル崩壊、 リーマンショック)	10428	IFAの増加		資産管理型営業 へ変化	顧客から預かり資産 に対するフィーを別途 收受の方向へ →ファンドは「ロード」化
10年代	IT化の進展 利益相反防止規制の強化 (コストの透明化促進)	28538		ロボアドの成長	ゴールベース(人生 設計のサポート)助言 を志向する動きも出る	00年代の動きが加速

[出所] 杉田浩治、「投資信託の制度・実態の国際比較」、2018年3月、日本証券経済研究所(ダウ平均の10年代末の値は更新)

投信を保有する家計の購入経路(%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
雇用者退職給付制度経由	82	80	81	81	80	82
雇用者退職給付制度以外	57	60	63	64	63	65
投資専門家(合計)	46	47	50	50	49	50
フルサービス・ブローカー	25	27	27	26	27	26
独立ファイナンシャル・プランナー	23	22	26	26	24	28
銀行・貯蓄金融機関	18	17	19	18	19	21
保険会社	10	10	10	11	10	9
会計士	6	7	6	6	7	7
直接販売(合計)	30	34	34	36	33	32
投信会社の直販	19	19	20	20	19	19
ディスカウント・ブローカー	18	24	22	24	22	21

[出所] ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders 2019"

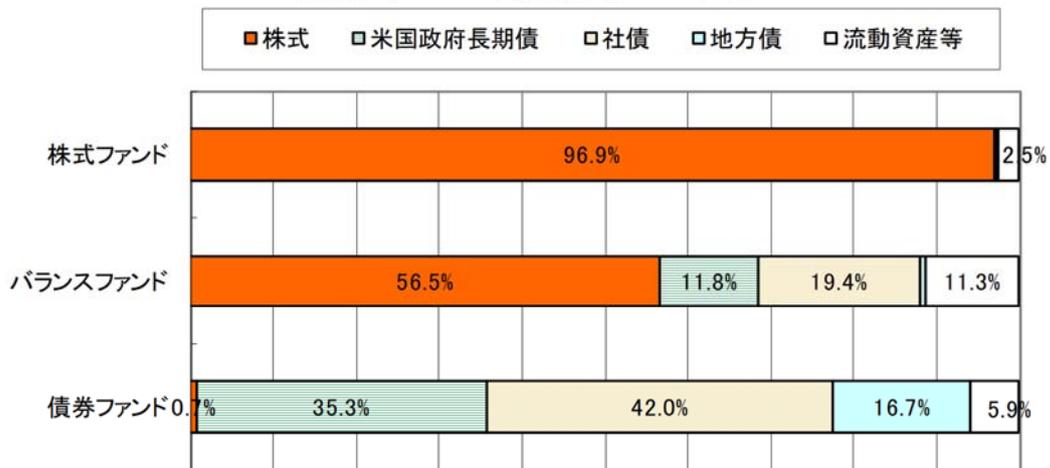
家計の主たる投信購入経路(%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
雇用者退職給付制度	64	63	61	60	62	63
投資専門家(合計)	26	27	27	28	27	27
フルサービス・ブローカー	9	10	9	8	9	9
独立ファイナンシャル・プランナー	9	8	10	11	10	10
銀行・貯蓄金融機関	5	6	6	6	5	6
保険会社	2	2	1	2	2	1
会計士	1	1	1	1	1	1
直接販売(合計)	10	10	12	12	11	10
投信会社の直販	5	5	5	4	5	4
ディスカウント・ブローカー	5	5	7	8	6	6

[出所] ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders 2019"

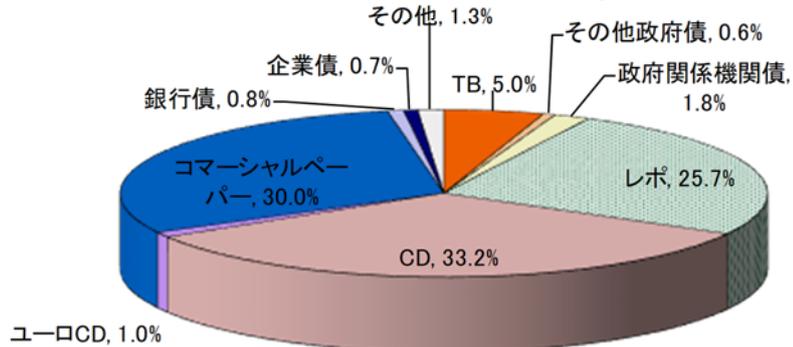
7. 運用

長期ファンドの資産構成(2019年末)

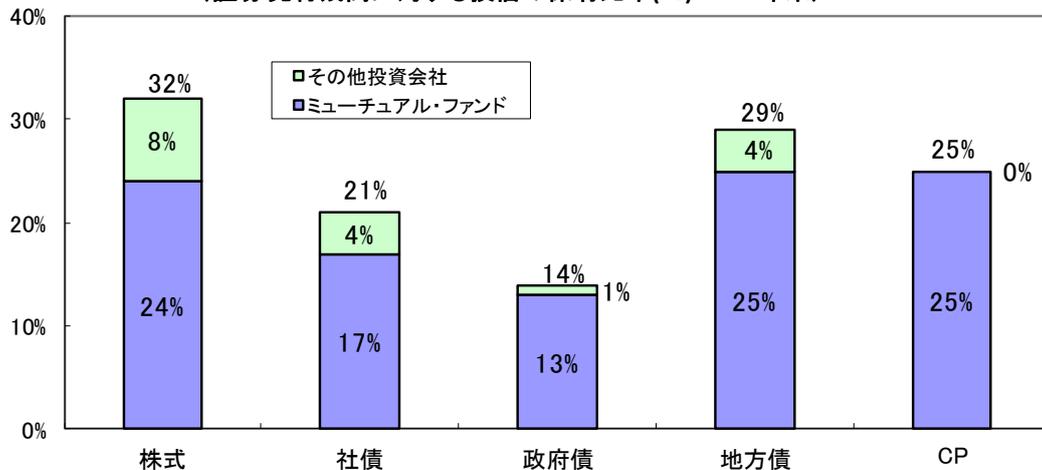


〔出所〕このページの図はすべてICI、2020 Investment Company Fact Bookより作成

MMF(投資対象を政府債に限定しないプライムMMF)の資産構成(2019年末)



米国証券・金融市場における投信の地位
(証券発行残高に対する投信の保有比率(%)・2019年末)



8. ディスクロージャー

アメリカの投信ディスクロージャー制度の概要

	監督当局向けと公衆縦覧開示		投資家向け個別交付開示	
発行開示 (募集時開示)	1933年証券法	1940年投資会社法	1933年証券法	1940年投資会社法
	FORM N1-A (1940年法にもとづくファンド登録 届出書の様式と1933年にもとづく 公募の届出書の様式を兼ねる)		要約目論見書 目論見書 SAI(注)	
継続開示 (運用中開示)	1934年証券取引所法	1940年投資会社法	1934年証券取引所法	1940年投資会社法
	株主向け報告書の写し 半期報告書(FORM N-SAR) (年次)議決権行使記録報告書 (四半期)保有証券報告書		年次報告書 半期報告書	

(注) SAIは「追加情報書」"Statement of Additional Information"の略

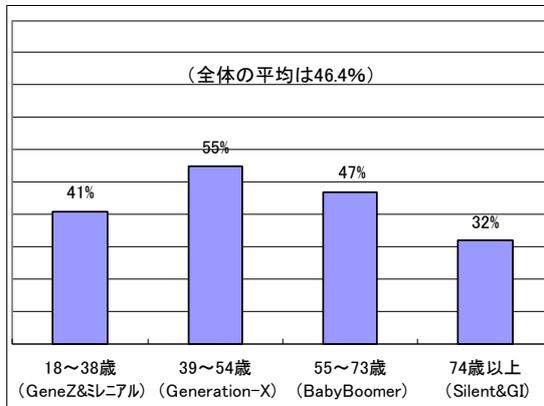
〔出所〕 杉田浩治氏作成

2009年3月から実施された「要約目論見書」の記載事項

- (イ) ファンドの投資目的
- (ロ) 手数料・報酬の一覧表(ポートフォリオ回転率を付記)
- (ハ) 投資戦略・リスク・パフォーマンス
- (ニ) 投資顧問会社・サブアドバイザー・運用担当者(担当年数を含む)
- (ホ) 購入・売却方法、税制
- (ヘ) 投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述

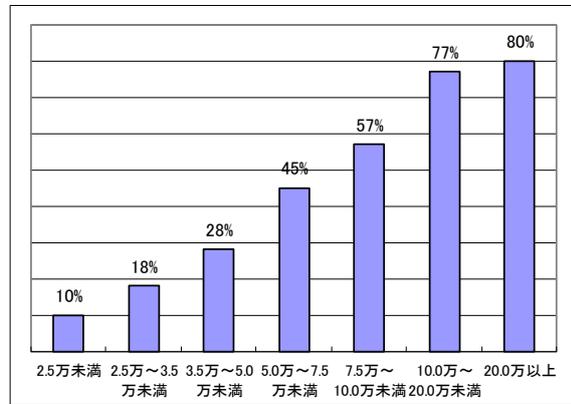
9. 保有者像

年齢別投信保有率



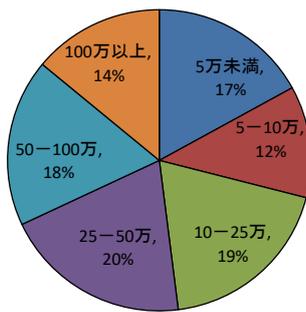
〔出所〕 ICI, 2020 Investment Company Fact Book.

世帯年収別投信保有率



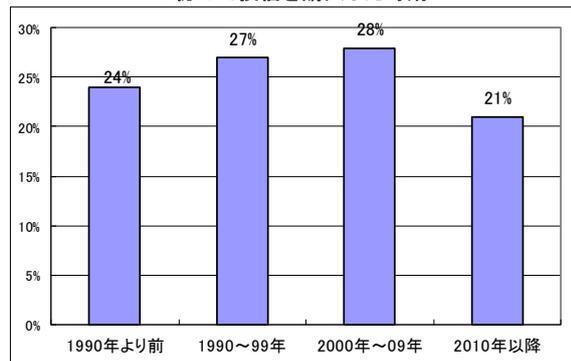
〔出所〕 ICI, Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet, 2019

投信保有者の金融資産保有額(ドル)



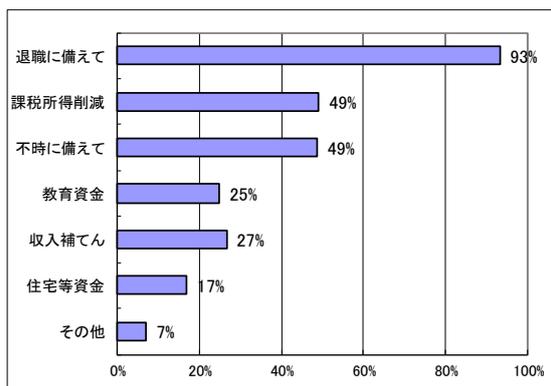
〔出所〕ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2019

初めて投信を購入した時期



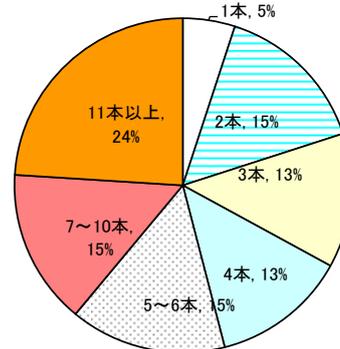
〔出所〕ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2019

投信の購入目的



〔出所〕ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2019から筆者が加工計算

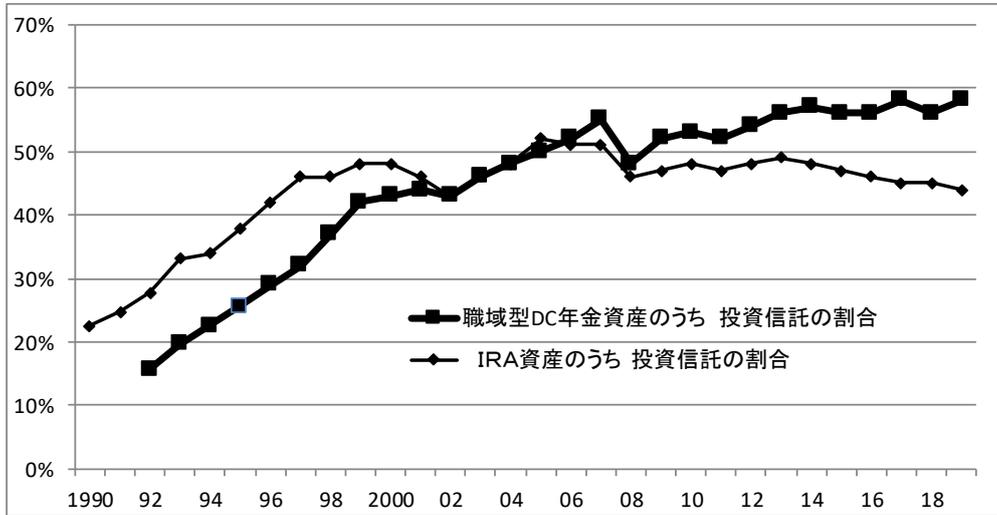
保有しているファンド数



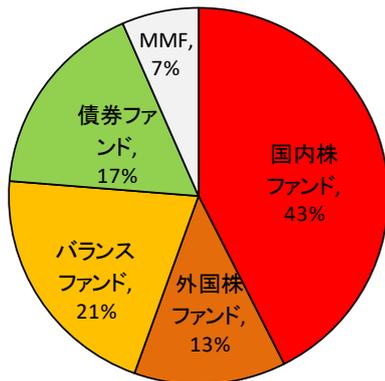
〔出所〕ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2019

10. 確定拠出(DC)年金と投信

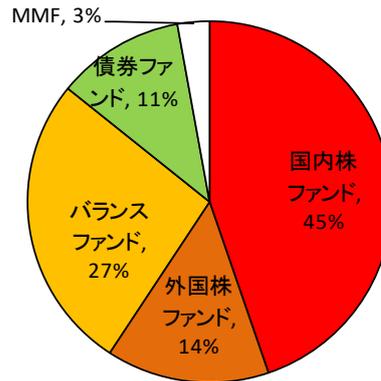
確定拠出(DC)年金資産のうち投資信託で運用されている割合



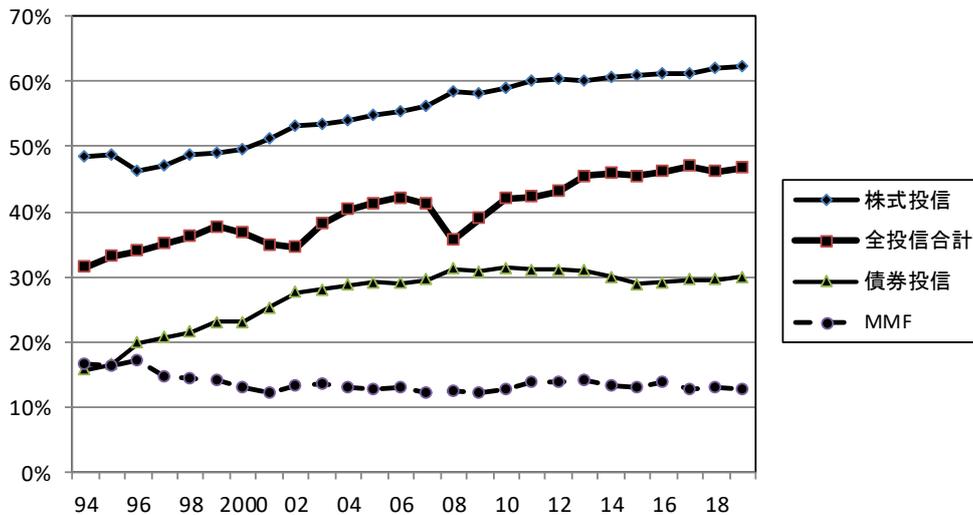
IRA口座で保有されている投信の内訳 (2019年末)



職域型DC口座で保有されている投信の内訳 (2019年末)



米国投資信託残高に占める確定拠出(DC)年金資金の割合 (%)



〔出所〕 このページの図はすべてICI, 2020 Investment Company Fact Book より作成

特別レポート

経費率にみるミューチュアルファンド・ビジネスの構造変化

目 次

1. はじめに
2. ミューチュアルファンドの経費構造
3. 低下トレンドが続く経費率
4. 経費率低下に映るビジネスの構造変化
 - 1) 資金は低経費率ファンドへ
 - 2) 資金はノーロードファンドへ

1. はじめに

米国ミューチュアルファンド市場は巨大かつ先進的で、その動向は世界各国の投資信託市場に大きな影響を及ぼしている。この市場をビジネスとしてみたとき、その現状や変化が端的に表れているのは、業界を支える関係者からみると事業収入の内訳であり、投資家からみるとミューチュアルファンド投資に伴う諸費用の負担状況である。

本稿は米国投資信託協会（ICI、Investment Company Institute）と MORNINGSTAR 社が毎年発行しているフィーと経費に関するレポートの最新版を基にして、ミューチュアルファンドの諸費用の動向および事業の変化をまとめたものである。以下では、前者のレポートを ICI[2020]¹、後者のレポートを MS[2019]²として引用する。

2. ミューチュアルファンドの経費構造

ミューチュアルファンドは、一言で表現すれば、不特定多数の個人投資家から資金を集めて保管し、その資金を専門的なファンドマネジャーが戦略に従い戦術を練って投資活動を行い、その成果を投資家に分配するものである。ミューチュアルファンドの運営には、本文4節に説明があるように多くの主体が関与している。この事業の中心的な存在は資産運用会社（ファンドマネジャー）であるが、他にも投資プラン・商品性を説明する者、シェアを販売し資金を集める者、集めた資金を管理する者、これらの活動を記録する者、投資の途中経過を報告する者、その内容の正確性を担保する者など多種多様な組織・専門家が、各々の専門性を誠実かつ忠実に発揮しなければならない。そして、ミューチュアルファンドの投資家はこれら関係者の活動を賄う費用を負担しなければならない。

図表1は SEC[2019]³の説明を中心に Ryan Warm[2020]⁴で補足して作成したミューチュアルファンドの諸費用を一覧表示したものである。

費用は一時的なものと同継続的なものに分類される。一時的なもの代表例はブローカー経由で販売する場合に、ブローカーに支払うセールスロードと呼ばれる販売手数料である。これはファンド目論見書の中では **Shareholder Fees** として掲載される。継続的なものは運用会社に支払う運用報酬、販売会社および投資家向けサービス業者へのフィー（12b-1 フィー）、その他費用の3つから構成される。これらはファンド目論見書の中に **Annual Fund Operating Expenses** として掲載され、経費率（**Expense Ratio**）と呼ばれるものである。これら経費は一般的に運用報酬、12b-1 フィー、その他費用の順に大きい。

セールスロードはファンドの外のお金で投資家が販売業者に直接支払うが、継続的な経

¹ ICI, "Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2019", March 2020

² MORNINGSTAR, "U.S. Fund Fee Study 2018", April 2019（本稿執筆時点では2020年版は未発行）

³ U.S. Securities and Exchange Commission, "Mutual Fund Fees and Expenses," SEC Emblem, 2019

⁴ Ryan Warm, "Mutual Fund Fees: Transparency and Worth," Seven Pillars Institute, February 21, 2020

図表 1 ミューチュアルファンド投資で負担する諸費用

シェアホルダー費用 (Shareholder Fees : Fund外での直接支払い)

販売でブローカーを使う場合のブローカーへの支払い手数料

(Sales loadと呼ぶ。規制により上限8.5%)

- 販売手数料－購入時支払い
(Sales Charge(Load) on Purchase – Front-End Loads)

(例) 手数料5%で他の費用がない場合、投資家がブローカーに1万^F支払うと、ブローカー手数料は500^Fでファンドへの投資は9,500^Fになる

- 販売手数料－解約時支払い
(Deferred Sales Charge(Load) on Purchase – Back-End Loads)

(例) 投資家支払いの1万^Fはすべてファンド投資に使われ、解約受取額の中から当初投資額の5%である500^Fを支払う。長期保有すると減額されたりゼロになったりするものもある

ノーロードファンドの手数料 (No-load Funds)

Sales Loadとは違うが、ファンドによっては次の費用を課すことがある

- 解約料 (Redemption Fee)

解約時に(ブローカーではなく)ファンドに支払う
多くの運用会社は30日以内解約に適用。SEC規則で上限2%

- 入れ替え料 (Exchange Fee)

同じファンドグループの中でスイッチングする際に支払うフィー

- 購入料 (Purchase Fee)

購入時に支払うものだが、(ブローカーではなく)ファンドに支払う

- 口座料 (Account Fee)

口座の維持・管理費用を課すファンドもある。例えば時価評価額が一定額以下の場合など

経費率 (Expense Ratio, Annual Fund Operating Expenses)

ファンドの純資産からの支払い、「間接支払い」とみなされる

- 運用報酬 (Management Fees)

投資ポートフォリオの運用・管理を行う投資マネジャーへの報酬。一般的に、経費率の中で最大比率を占める

- 販売およびサービスフィー
(Distribution [and/or Service] (12b-1) Fees)

ファンドの販売費用は新規投資家向けの広告や目論見書・販売資料の印刷と送付の、投資家向けサービス費用は既存投資家向けの質問対応・投資状況に関する情報提供の対価。ファンドが12b-1プランを採用しない場合は、投資家向けサービスは「その他費用」に分類される

FINRA規制で12b-1フィーは上限1%、販売費用は上限0.75%、投資家向けサービス費用は上限0.25%

12b-1フィーの徴収と配賦は元引受人 (Underwriter) が行う

- その他費用 (Other Expenses)

12b-1フィーに含まれない投資家向けサービス

投資保管費用 (Custodial Expenses)

法的費用 (Legal Expenses)

会計費用 (Accounting Expenses)

名義書換費用 (Transfer Agent Expenses)

その他の管理費用 (Other Administrative Expenses)

[出所] SEC[2019]、Ryan Warm[2020]

費はファンドの純資産の中から間接的に支払われる（投資家からみるとファンドの外で直接的に請求されるものではないので「間接的」と表現した）。ノーロードファンドとはセールスロードがないファンドのことであるが、その場合でも FINRA⁵は継続経費の中で 0.25% を上限⁶とする 12b-1 フィーを徴収することを容認している。この費用の徴収と配賦は元引受人（underwriter）が行う。

ノーロードファンドであっても、ファンドが解約料、入れ替え料、購入料という一時費用や口座料という継続費用を課す場合がある。これらはセールスロードと違って、（ブローカーではなく）ファンドに対して支払いが行われる。ただし、解約料はファンドの短期的な売買を抑制するために、投資期間が 30 日以内の場合に課すことが多いようだ。口座料は、小さすぎる投資を抑制するためで、一定金額以上の投資口座には課さないようである。

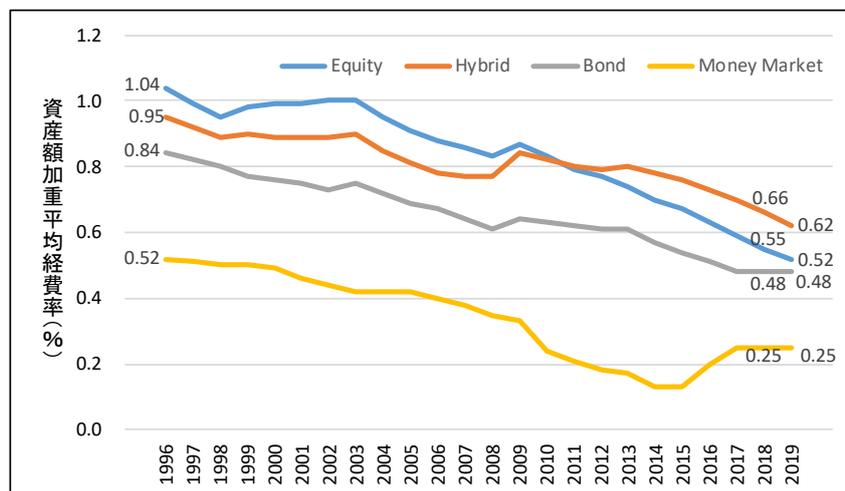
その他費用として、図表 1 掲載のもの以外に取締役報酬、監査費用、ベンチマークインデックス使用料⁷などもある。

本稿の第 3 章と第 4 章では経費率に焦点を当てる。

3. 低下トレンドが続く経費率

ミューチュアルファンドの経費率は長期的に低下トレンドが続いている。図表 2 に株式型（Equity）、ハイブリッド型（Hybrid、複合資産）、債券型（Bond）および MMF の 4 種類のファンドタイプの最近 24 年の経費率の推移を示した。

図表 2 経費率の長期的な低下トレンド



[出所] ICI[2020]のFigure 1

⁵ Financial Industrial Regulatory Authority

⁶ 12b-1 フィーの販売費用の上限は 0.75% であるが、ノーロードファンドと呼称する場合は販売費用の上限が 0.25% とされている

⁷ 2018 年に Fidelity がゼロフィー・インデックスファンドを開始して大きな話題になった。Fidelity はファンドに関するコストをすべて自社グループで吸収したのだが、そのためにベンチマーク指数も S&P 社などの有名指数を使わずに自社開発指数を使い指数使用料の支払いを回避した

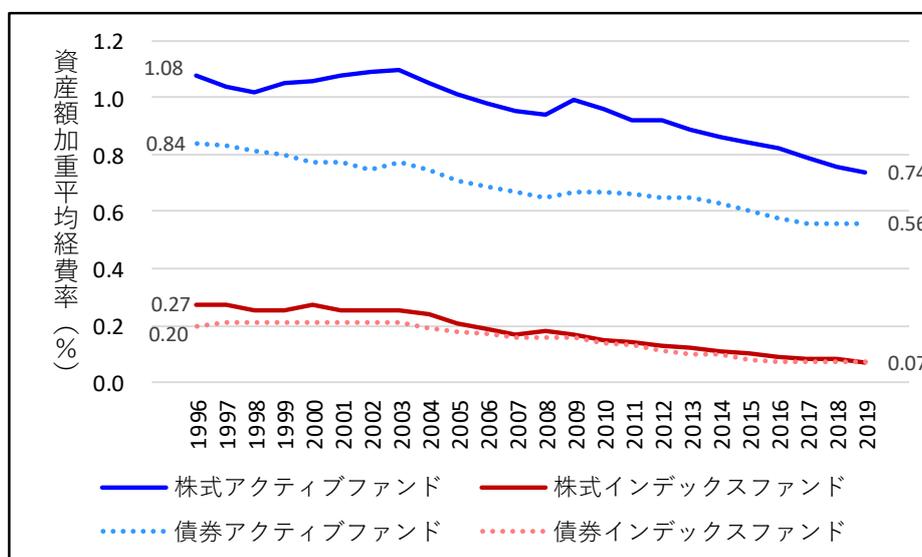
なって、経費控除後のパフォーマンスでほとんどのアクティブファンドがパッシブファンドに勝てないことも理解している。このため、高経费率ファンドから低経费率ファンドへの資金の移動 ([1])、多くのファンドでの経费率の削減 ([2]) が起きている。また、新設ファンドの経费率は低く設定され ([3])、高経费率ファンドの閉鎖も起きた ([4]) という。

もう一つの大きな理由はノーロードファンドへの資金移動である ([6])。これは投資家が投資助言・支援サービスへの支払いをファンド純資産からの間接支払いではなくファンド外で直接支払うようになったこと ([5]) および 401(k)プランや個人退職口座 (IRA) などの普及による。ノーロードファンドの拡大は同時に低経费率のパッシブファンドの需要を拡大し、ファンド経费率低下への圧力になった ([7]) と考えられる。

1) 資金は低経费率ファンドへ

近年、アクティブファンドからパッシブファンドに資金が大量に移動しているためパッシブファンドの純資産額が急拡大している⁸。経费率については、図表4に見られるようにパッシブファンドだけでなくアクティブファンドでも低下してきており、これは株式型でも債券型でも共通している。投資家の低経费率ファンド選好は資産タイプや運用手法には依らない全般的な傾向である。

図表4 運用種類別の経费率の推移



[出所] ICI[2020]のFigure 13

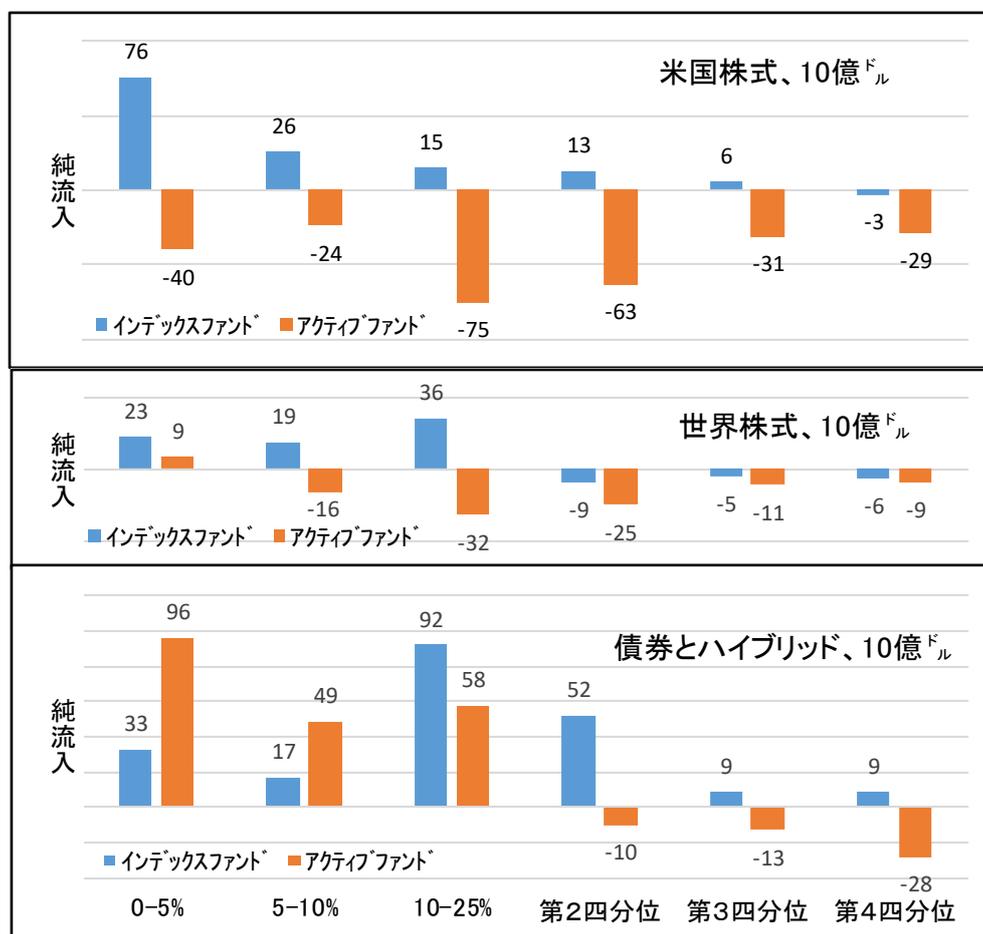
2010年代になって高経费率ファンドから低経费率ファンドに資金が移動しており、時間と共にその傾向が強くなっている様子がMS[2019]の中の時系列グラフ⁹で示されている。これを2019年について確認したのが図表5である (理由[1])。資産および運用タイプ別に

⁸ この現象については、多くの読者が様々な機会に聞いていると思われるから、本稿では敢えてアクティブファンドとパッシブファンドの純資産規模を時系列比較する図表は掲載しない

⁹ MS[2019]の Exhibit 7 と Exhibit 8

経費率を低い方から高い方に、四分位を基本としながらも第1四分位については0-5%、5-10%、10-25%の3つに小分けして合計6つに区切り、資金流入を観測したものだ。

図表5 低経費率ファンドへの資金移動（2019年）



[出所] ICI[2020]のFigure 18

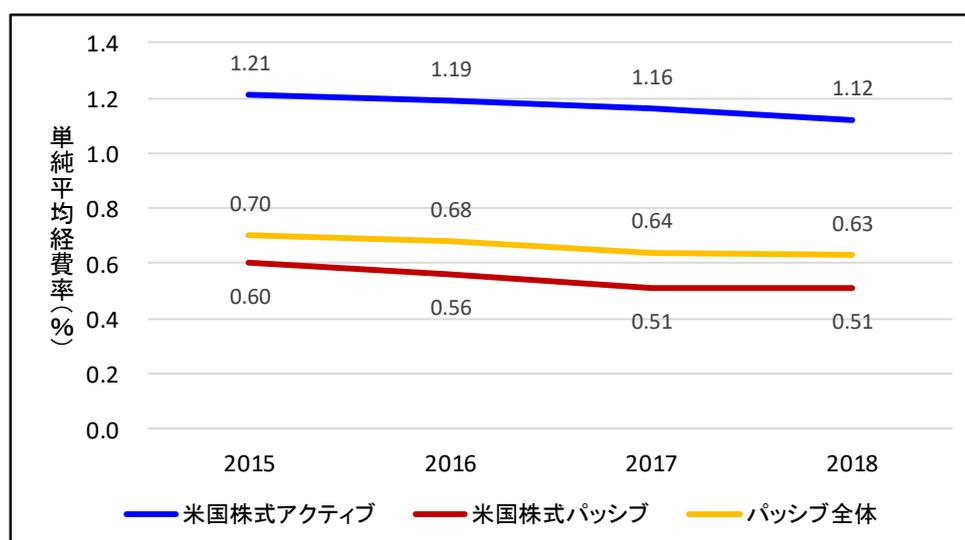
米国株式を例にとれば、インデックスファンドでは5つの区分で資金流入があり、経費率が最低位0-5%の区分に760億ドルが流入した。一方、アクティブファンドについてはすべての区分で資金流出であり、特に経費率低位10-25%の区分で750億ドルが流出した。世界株式ではアクティブファンド経費率の低位0-5%の区分以外で資金流出し、第1四分位内の3つの小区分すべてでパッシブファンドに資金流入している。債券とハイブリッドではインデックスファンドはすべての区分で流入である。第1四分位ではアクティブファンドでも大きく資金流入していることは他の資産タイプと異なる特徴である。

図表3では資金移動に加えて個々のファンドの経費率が低下していると指摘した（理由[2]、[3]、[4]）。この点を確認しよう。ファンドの経費率は頻繁に変わる。ICI[2020]によれば、2019年には株式型ファンドで55%、債券型ファンドで54%、ハイブリッド型

ファンドで 61%の経費率が変化している¹⁰。経費率は高くなることもあるが、低くなることの方が多い。MS[2019]によれば、経費率が低下したのは全ファンドのうち 2017 年は 38%、2018 年は 42%であった¹¹。

既存ファンドの経費率の変化 ([2]) に新規設定ファンドの経費率水準と閉鎖ファンドの経費率水準に伴う変化 ([3]と[4]) を加えた全体の動きをみるには各年のファンド経費率の単純平均の変化をみればよい。図表 6 は米国株式のアクティブファンドとパッシブファンドおよびパッシブファンド全体の単純平均経費率の 4 年間の推移を示したものである¹²。3 本のグラフとも低下あるいは横ばいになっている。この傾向はセクター株式型、国際株式型、課税債券型、地方債型、オルタナティブ型におけるアクティブおよびパッシブでも同じくみられる特徴である。米国ミューチュアルファンドのほとんどすべての分野で、既存ファンドおよび新旧ファンドを合わせた単純平均経費率が継続的に低下傾向になっていることが確認される¹³。

図表 6 運用種類別の経費率の推移



(注) アクティブ全体は米国株式アクティブとほとんど重なるため掲載しなかった

[出所] MS[2019]のExhibit 4

¹⁰ ICI[2020]の Figure 4

¹¹ 経費率が上昇したファンドの割合は数値で示されていないが、掲載されている Exhibit 6 のグラフからみる限り 25%未満である。経費率低下ファンドの数と比べて半分くらいの数のファンドで経費率が上昇していた

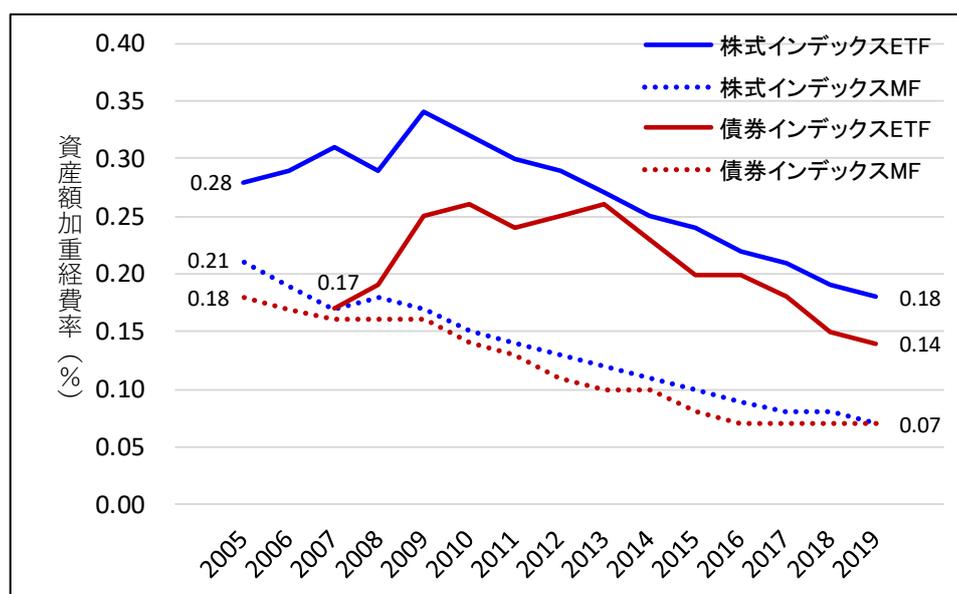
¹² MS[2019]の Exhibit 4 から数値を抜粋してグラフ化した

¹³ MS[2019]の Exhibit 4 を見よ。唯一、資産配分型だけアクティブ運用とパッシブ運用で経費率が増加している年が 4 年間のうち 1 年だけあった

(参考)

本稿はミューチュアルファンドに焦点をあてているが、パッシブ運用が果たしている役割が大きいことを考えるとETFの経費率変化も気になるだろう。参考情報として、図表7にはミューチュアルファンドとETFのインデックス商品の経費率の推移を示した。

図表7 インデックス運用種類別の経費率



[出所] ICI[2020]のFigure 13、Figure 16

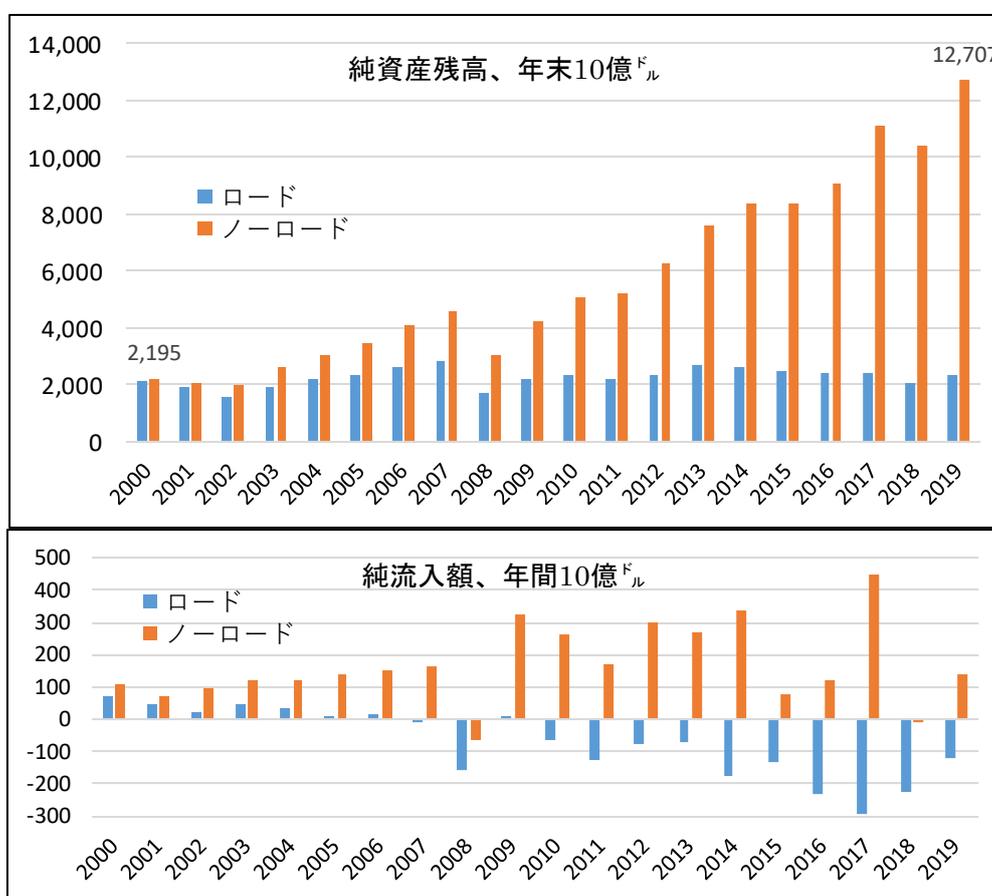
経費率は一貫して株式型の方が債券型より高く、ETFの方がミューチュアルファンドより高い。ETFでは株式型も債券型も2009年にかけて経費率が上昇していた。株式型では先行した市場代表指数型からセクター指数型や外国株式指数型など経費率の高い商品に多様化したためである。債券型では先行した国債指数型では利回りが低すぎたため、ハイイールド指数型や世界債券指数型が人気になり資産額加重平均経費率が上昇した。2009年以降、株式型ETFも債券型ETFも人気が高まって規模の経済が働くようになったことと競合によって徐々に資産額加重平均経費率が低下した。

ETFの方がミューチュアルファンドよりも資産額加重平均経費率が高いことについて意外に思う読者もいるかもしれない。この理由は二つある。第一にミューチュアルファンドの方が市場代表指数型の割合が高く、ETFの方は経費率が高いセクター指数型や外国株式指数型が多いためである。第二に、ETFと比べてミューチュアルファンドの方が一つ一つの純資産額が大きく規模の経済が働いているからである。

2) 資金はノーロードファンドへ

図表3で経費率低下の主な理由として資金がロードファンドからノーロードファンドへ移動していることを指摘した(理由[6])。図表8はロードファンドとノーロードファンドの純資産残高と純流入額の推移を示したものである。ノーロードファンドは過去20年中18年で純流入であった。ロードファンドは2000年代ではほとんどの年で比較的低額の純流入であったが、2010年代の10年間はすべての年で純流出となっている。これに伴い、純資産額はロードファンドでは20年間横ばいであったが、ノーロードファンドでは2.2兆ドルから12.7兆ドルへと5.8倍に拡大している。年率成長率は9.7%であった。

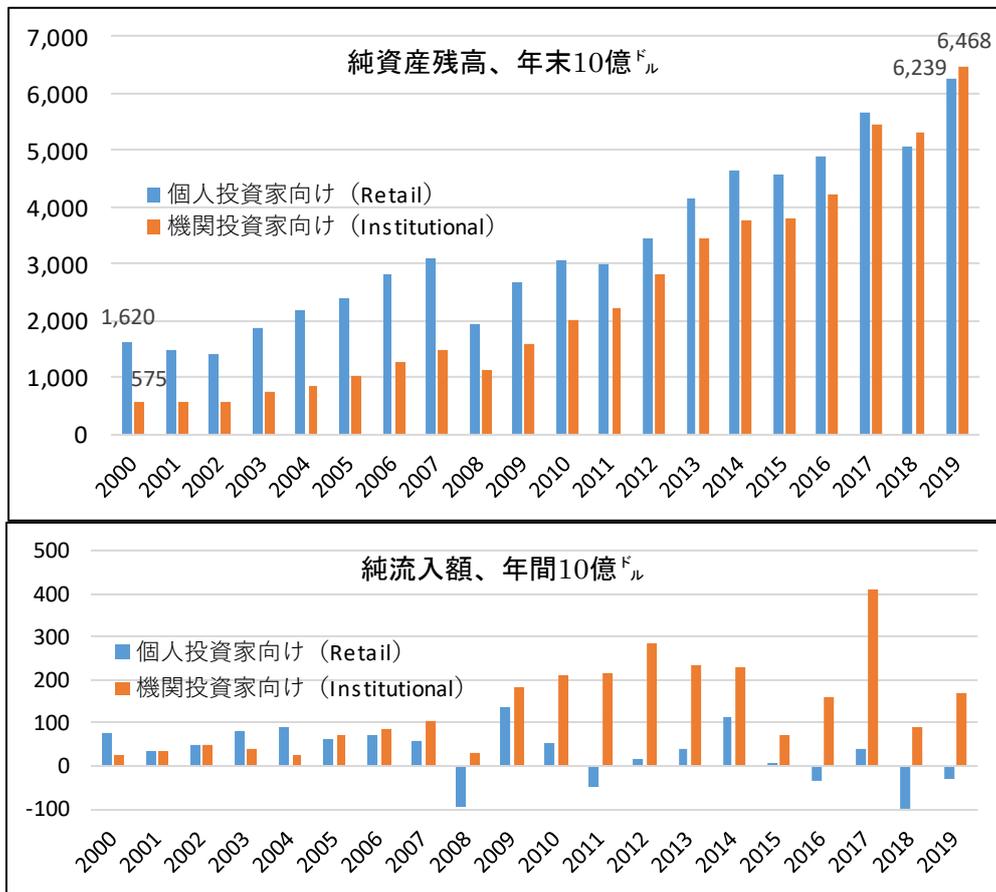
図表8 ノーロードファンドへのシフト



[出所] ICI[2020]のFigure 19、Figure 20

このノーロードファンドへの純流入および純資産額の推移を個人投資家向け (Retail) と機関投資家向け (Institutional) に分解してみたのが図表9である。両分野とも純資産残高は拡大してきた。この20年間で個人投資家向けは純資産額が1.62兆ドルから6.24兆ドルへと3.9倍に拡大し年率成長率は7.4%であった。機関投資家向けはすべての年で純流入となっており、純資産残高の拡大は個人投資家向けを上回る勢いと安定性があった。純資産額は0.58兆ドルから6.47兆ドルへと11.2倍になり、年率成長率は13.6%であった。

図表 9 個人向けおよび機関投資家向けノーロードファンド



[出所] ICI[2020]のFigure 19、Figure 20

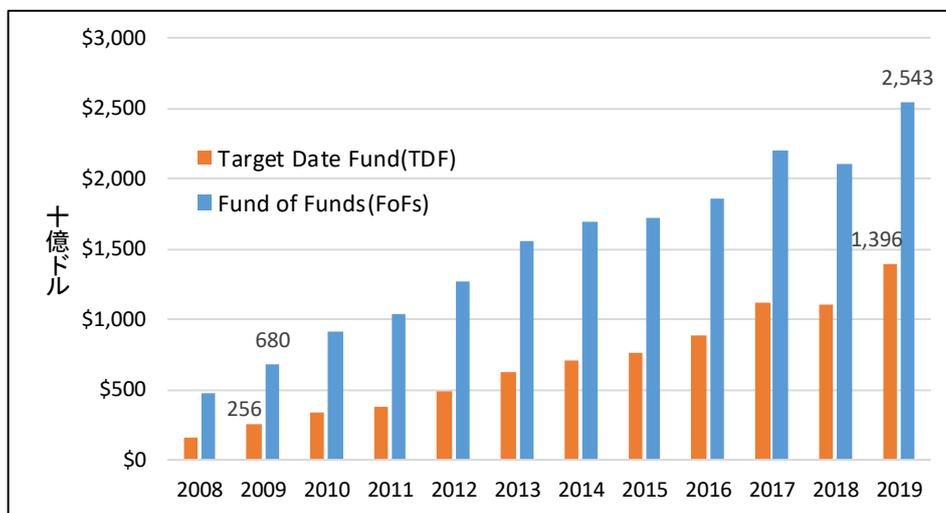
個人投資家は、投資目標の設定、資産配分の見直し、ファンドの推奨などの投資助言とファンド購入後の投資状況の情報提供など継続的なサービスを投資専門家から受けるが、その対価として初期投資額に一定比率をかけた販売手数料（セールスロード）や 12b-1 フィーを支払うのが一般的であった。この方式では販売側に投資家利益を高めるインセンティブが弱かった。そして、この 30～40 年の間に個人投資家は徐々に資産額比例方式の支払いにシフトしていった。これは投資専門家が個人投資家のために運用を助言する資産の時価評価額に比例して報酬を支払う方式なので、投資専門家は販売とは独立して投資家の資産額を大きくすることに注力するようになる。必然的に、個人投資家はセールスロードがないノーロードファンドを選び、投資助言の対価はファンドの外で直接支払うことを選択するようになった。継続的なサービスの対価として 12b-1 フィーを経費率の中から支払うが、ノーロードファンドでは 12b-1 フィーは 0.25% が上限であり低負担で済ませることができる。投資助言の内容も銘柄選択より資産配分重視に変わってきたため、経費率が低く広範な分散を実現するパッシブファンドの需要が高まることになった。これらの変化に伴っ

て個人投資家向けのノーロードのパッシブファンドが拡大してきたのである¹⁴。

機関投資家向けのノーロードファンドは 401(k)プランおよび個人退職口座 (IRA) と共に拡大してきた。401(k)や IRA のファンドでは、経費率の低さが重視されるため、ノーロードファンドの中でも資産別インデックスファンドなど特に低経費率のファンドの拡大を促し、ミューチュアルファンド市場全体における資産額加重平均経費率の低下を促したと考えられる (理由[7])。

その中でもターゲットデートファンド (TDF) の躍進が注目される¹⁵。TDF は投資家の退職年をファンドの目標年として、あらかじめ定められた方式に従ってファンドの投資リスクを順次低減していくファンドである。TDF は目標年が遠いときは株式投資の割合が高く、目標年が近づくほど債券投資の割合を高める設計になっている。TDF では株式や債券など資産別の投資はそれ専用のファンドを組み込む形のファンドオブファンズ (FoFs) 構造になっていることが多い¹⁶。TDF の本格的成長は 2007 年に労働省が DC の優先的な適格デフォルト商品として TDF を指定したことから始まった。401(k)プラン加入者が自発的に投資商品を選ばなかった場合、自動的に TDF が選択される。TDF は投資を開始した後、基本的には放っておいてよい (“set it and forget it”と言われる) 商品なので、投資助言は必要ではなく継続的な情報提供も最小限ですむ。このためノーロードファンド形式との相性が非常によいのである。

図表 10 TDFとFoFsの拡大



[出所] ICI[2020.3]のFigure7、Figure 9

図表 10 に 2008 年来の TDF と FoFs の成長を示した¹⁷。過去 10 年間で FoFs は 3.74 倍に、TDF は 5.45 倍に拡大した。年率成長率は 14.1%と 18.5%である。TDF は成長率の高

¹⁴ この段落の記述は一部、ICI[2020]の p24 と MS[2019]の p9 を参考にした

¹⁵ 本稿の TDF の記述の一部は次の論文を依る：杉田浩治、「DC 年金の運用対象「ターゲットデートファンド (TDF)」の研究 (米国の状況を中心に)」、日本証券経済研究所、証券レビュー2019年9月号

¹⁶ ICI[2020]の p12 によれば TDF の 95%が FoFs である

¹⁷ ほとんどの TDF は FoFs なので図表 10 の TDF と FoFs には大きな重複がある

さだけでなく、その安定性においても際立っている。過去 10 年で TDF の純資産額が長期投資型（株式型、ハイブリッド型、債券型の 3 つの合計）のミューチュアルファンドの純資産額に占める比率は 2.3% から 6.6% に上昇し、DC と IRA の合計純資産に占める比率でも 6.0% から 14.0% に上昇している¹⁸。

TDF の運用は上位 3 社による寡占状態にあるが、そのうち 2 社はアクティブ運用会社である。このため TDF の資産額加重平均経費率はパッシブファンドと比べてかなり高いが、過去 10 年で 0.67% から 0.37% まで低下していて、その低下度合いは他のファンド種類と比べて大きい。

以上

本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

¹⁸ ICI FACTBOOK 2020 の Table3, Table63, Table64 の統計を使って計算