

米国投信をめぐる五つの謎と日本への示唆

杉田浩治

はじめに

本への示唆を求めようとするものである。

一、なぜ投資家の平均保有期間は短いのか

一九年末現在で二五・七兆ドル（約二、八〇〇兆円）の残高を有する米国投信は、世界投信市場残高の半分を占め、質的にも日本など世界各国の投信ビジネスのお手本とされている。

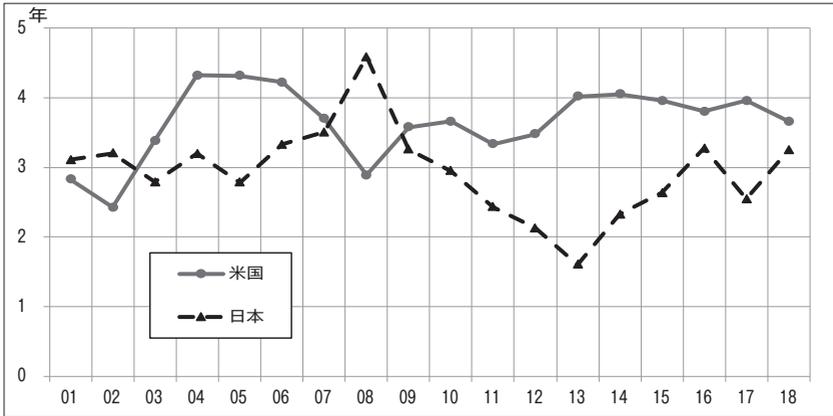
しかし、米国投信を良く分析していくと「何故そうなっているか」が分からない部分もある。本

稿はそうした米国投信をめぐる幾つかの疑問点と、解として考えられる要因を挙げたうえで、日

米国投信残高（ETFを除く）の四七％は確定拠出年金（以下「DC」）の資金で占められ、MFを除く長期投信についてはDC資金の比率が五三％となっている（一九年末現在）。

一般的に「DC口座の積立金は退職時に引き出すのだから、その資金で買い付けたファンドの平

図表1 株式投信（除くETF）の日米保有期間の比較



(注) 日本は年平均残高を年間解約・償還額で除して、米国は年平均残高を年間解約額で除して算出。年平均残高は日・米とも前年末残高と当年末残高の平均。

〔出所〕 日本は投資信託協会統計、米国はICI統計より筆者作成。

均保有期間は相当に長い」と想像される。そうであれば、米国投信の平均保有期間は日本（投信残高のうちDC保有分は一割以下）などより、ずっと長くてよいはずである。

しかし、〇一年以降の株式投信（除くETF）の平均保有期間を日本と比べると図表1のとおりで、一八年は米国の三・七年に対し日本が三・二年であるなど大きな差はない。

また、日本と同様にDCの普及が遅れている欧州と比較しても、日本証券経済研究所特任リサーチ・フェロー明田雅昭氏の分析によれば「ルクセンブルグとイギリスを除く欧州一八カ国の自国籍ファンドの平均保有年数は四〜四・五年程度」と推測されるから、米国投信の平均保有期間は欧州より短いのである。

以上のように、米国投信はDC資金の保有割合が高いにもかかわらず平均保有期間が短い理由を

考えると、①DC口座における投信保有期間が必ずしも長くない、②DC口座以外の資金の平均保有期間が短い、のどちらか（あるいはその両方）であろう。

ICI（米國投信協会）は、十数年前にミューチュアルファンド・ファクトブックの中で「一部の高頻度トレーダーの動きが投信全体の平均解約率を押し上げている」と前記②の要因を強調していたことがあった。⁽²⁾しかし、〇三年の投信不祥事（二部の投信会社が大口投資家の時間外取引・短期売買を容認したこと）を踏まえて、短期売買を抑制する措置（購入後七日以内の換金に対して二％以内のフィーを課すなど）が導入されたため、現在では②の要因は考えにくい。

そこで、①に関しDC資金による保有割合が大きいターゲットデイトファンド（一八年末現在の残高構成を見ると、四〇一（k）など職域型DC

が六七％、個人型DCのIRAが一九％、合計で八六％をDC資金が占める⁽³⁾）の平均保有期間の実態を分析してみた。

「DC口座における投信保有期間は必ずしも長くはない―企業の意向による投信解約もある」

DCの主要運用対象であるターゲットデイトファンド（以下「TDF」）は、投資家が自分の退職予定時期に近いターゲットデイトのファンドに投資して退職時まで所有することが想定されている商品である。したがって平均保有期間は相当に長いと想像される。

しかし、ICI統計により⁽⁴⁾一年から一八年までのTDF平均保有期間を計算したところ三・九年と算出された。図表1に掲げた株式投信の同期間平均の三・六年と大差ない。

筆者は一九年にTDFの分析レポート「DCの

運用対象「ターゲットデットファンド(TDF)」の研究⁽⁵⁾を作成した際、TDFの平均保有期間が長くない(言い換えれば解約率が高い)ことについて、ICIに「TDFの解約をもたらす要因は何か」を問い合わせたことがあった。それに対しICIの退職・投資家調査部門の責任者から寄せられた回答の中に、DC口座におけるTDF保有期間について重要な示唆が含まれていた。それは「TDFの解約の中には、四〇一(k)プランのスポンサー(企業)が従業員に提示する投資対象を従来と異なる運用会社のファンド、あるいは投信以外の合同運用信託(Collective Investment Trust、略称「CIT」)⁽⁶⁾に切り替えるケースや、プラン加入者が投資対象を投信から個別運用の投資一任口座(separately managed account、略称「SMA」)へ切り替えるケースが含まれている」という一文である。

すなわちTDFの解約について、DC加入者の意向でなく、企業の意向により投信が解約されるケースがあるということである。以下、その内容を詳述する。

前述のTDF分析レポートにも記述したが、米国ではDC採用企業が、ターゲットデット投資(TDFのように退職年を目標に資産配分を変更していく投資手法、以下「TD投資」)について、①TDFから低コストのCIT(商品内容は注六に記載)に切り替えるうごきや、②自社従業員の特性に合わせたTD投資をおこなうために自社専用のTDFを設けて従業員に提供するうごきがある。

①について、ICIによれば⁽⁷⁾一〇〇人以上の加入者を持つ四〇一(k)プランのCITへの投資残高比率は〇〇年の六%から一七年に二二%へ上昇している(米国モーニングスター社の推定によ

れば、一七年末のCIT残高は〇・六三兆ドル)。

また、②について米国の職域型DC推進事業を行っている非営利法人によると、一七年末現在、職域型DCによるTD投資残高(二・一兆ドル)の二〇% (〇・四三兆ドル) が自社専用TDFに切り替わっているという。⁽⁸⁾

さて、企業がDCの投資対象商品をTDFから別の商品へ変更すると、それまで投資していたTDFの解約が発生する。前記①のCITへの移行にともなうTDFへの影響について筆者が一八年を例に推計したところ、TDF平均保有期間を一・二程度短縮化させていた可能性がある⁽⁹⁾ (推計方法は注九に記載)。

また、前記②の自社専用TDFへの切り替えについて、前述の残高規模から①のCITの七割程度の影響があるとすると、①と②を合わせてTDF保有期間を二程度短縮化させていた(これが

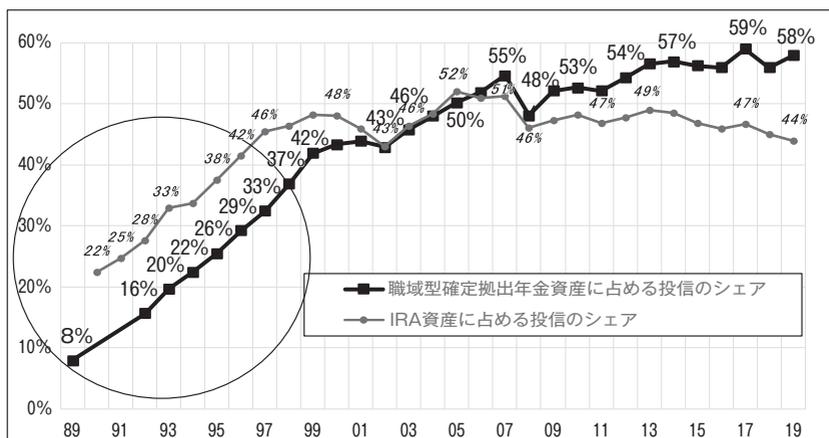
なければTDFの平均保有期間は六年程度であった) ことになる。

以上、長々と述べたが、結論は米国ではDCの投資対象が投信以外のCITなどに広がっており、それにもなう投信の解約(企業要因を含む)が発生しているため、投信にとってDC資金は必ずしも長期安定資金でなくなりつつあるということである。

〔日本への示唆〕

日本ではDCの投資商品について今のところ米国のような変化はなく、DC資金は長期資金と見ることができ。事実、日本のDC専用TDFの代表的三ファンド⁽¹⁰⁾について、一八年に至る五年間の平均保有年数を計算したところ、ファンドによって七年〜三三年の差はあるが、三ファンド平均で一八年程度であった。

図表2 DC資産のうち投信で運用されている割合の推移



〔出所〕 ICI “Quarterly Retirement Market Data” より筆者作成 89年はICI “401 (k) Plans: A 25-Year Retrospective” (Nov. 2006) 掲載の401 (k) のデータ

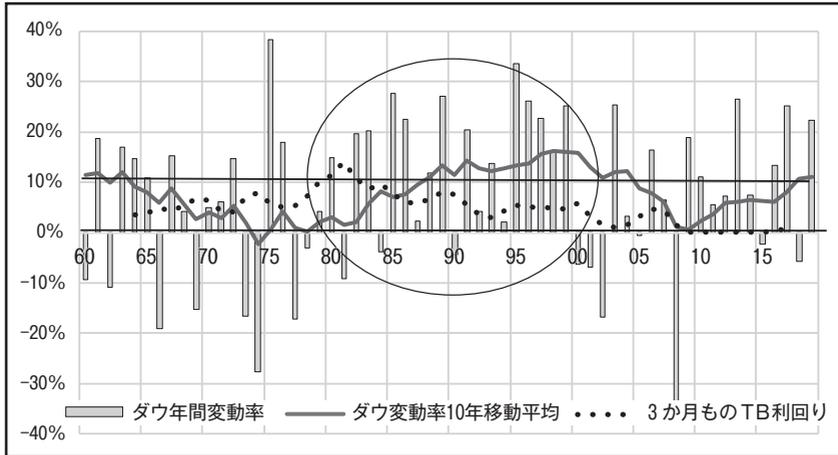
したがって、投信に長期安定資金を導入するた
め積極的にDC資産の積み上げを図るべきであろ
う（一九九年三月末現在、ETFを除く日本の投信
残高に占めるDC資産の比率は九%に過ぎな
い⁽¹¹⁾）。その方策は①DCそのものの拡充と、②D
C資産のうちの投信比率の向上であることは言う
までもない。①については米・英のようなDCへ
の自動加入方式の導入などが考えられる。②につ
いては次項において述べる。

二、職域型DCの投信保有比率が 九〇年代初に二割以下であった のはなぜか

一般に、米国のDC資産の運用は投信が中心と
なっていると理解されている。

しかし、DC資産のうち投信の占める割合を長

図表3 米国ダウ平均株価と短期金利の推移



〔出所〕 筆者作成

期的に振り返ると図表2のとおりで、八九年には職域型DCの代表である四〇一（k）プラン資産の投信への投資比率は八％に過ぎなかった（当時は保険会社が提供する元本確保型商品であるGIS（ギックス）が四〇一（k）資産の二〇％を占めていた¹²⁾）。

そして四〇一（k）制度の発足から一〇年以上経過した九二年においても職域型DC資産に占める投信の割合は一六％に過ぎず、個人型DCのIRAについても九〇年代初には投信で運用されていた割合は二割台に止まっていた。

その理由は何であったのか。

第一に、九〇年代初の段階においては、米国人がリスク資産への投資についてまだ確信を持っていなかったこと、第二に加入者教育がまだ行き届いていなかったこと、第三にDCのリスク商品の品揃えが不十分であったことが考えられる。

第一の要因に関して、個人投資家がなじんでいるダウ平均株価の年間変動率とその一〇年移動平均、および短期金利（元本確保商品の利回りの近似値としての三か月T B利回り）の推移を振り返ると図表3のとおりである。

米国株は「黄金の六〇年代」を経て七〇年代は長期低迷し、株価が上昇に転じたのは八二年であった。一方、金利は高水準で推移し八〇年代の短期金利の年末値平均は八・八％に達していた。無リスクで八％以上（インフレ修正後でも三％程度）のリターンを得られるのだから、八〇年代にD C資金が元本確保商品に向かったのは当然かもしれない。

しかし、ダウ平均株価が八〇年代に通算三・三倍（八三八ドル→二、七五三ドル）に上昇した後、九〇年代には一〇年移動平均でも継続的に一〇％以上の上昇がつづくようになった。逆に短期

金利は名目で五％程度、インフレ修正後二％以下に低下した。

こうした環境下、第二の要因である加入者教育の進展（図表2が示すように個人型のIRAよりは、職域における投資教育が徹底したと解釈することができよう）もあって、「老後に備えるという長期の資産運用にあたっては、短期的リスクはあっても長期的に大きなリターンを期待できる証券組入れ商品で運用すべきだ」という意識がプラン加入者の間に定着し、九〇年代に投信へのシフトが急速に進んだ。

なお、第三の要因（D Cプランの品揃え）については、ICIが〇六年に発行した「四〇一（k）プラン二五年の回顧」の中で、四〇一（k）プランが提供する投資商品の充実（九五年の平均六本から〇五年には平均一四本へ増加）が、（投

信への投資を通じて) 資産運用を多様化し、株式投資比率を高めることに結びついたと述べている。¹³⁾

以上の九〇年代の変化を経て、〇〇年代以降は職域型DCを中心にリスク商品へのシフトが進行し、〇六年〜〇七年には四〇一(k)のデフォルト商品をTDFなど株式組入可能商品に限定する年金改革も実施された。

この結果、一九年末においては職域型DC資産の五八%を投信が占め、職域型DCの中心である四〇一(k)プランの株式投資比率(株式投信、TDFを含むバランス型投信・CIT・変額年金などの株式部分および自社株の合計)は一六年末に六七%に達している。¹⁴⁾

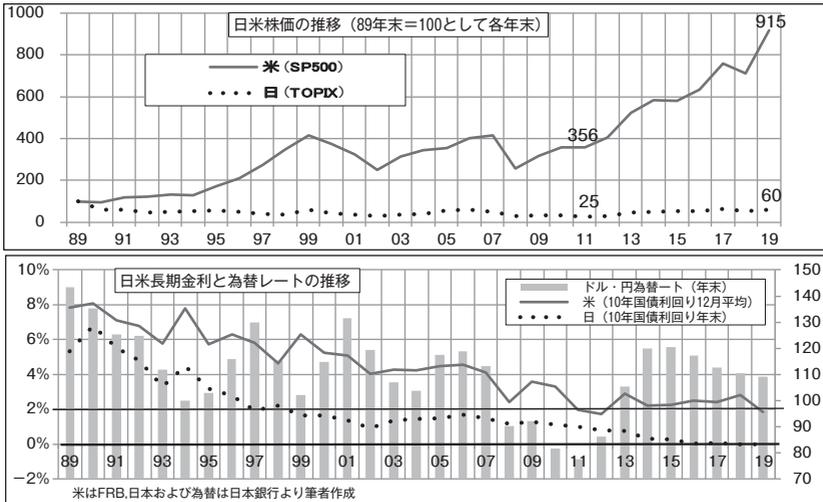
「日本への示唆」

日本は〇一年一〇月のDC制度導入から一九年

目を迎えている。その資産に占める投信の比率は、企業型が四九%、個人型が四四%(株式投信はそれぞれ二二%、二三%)に止まり、ゼロ金利下であるにもかかわらず元本確保商品である預貯金・保険が資産の過半を占めている(一九年三月末現在)。¹⁵⁾

この状況を改善するためには、①上場企業の投資価値の増大↓株式の長期リタンの向上・持続を実現してDC加入者の株式投資意欲を高めること、②投資教育の充実(リスク資産への投資が退職時の資産増大をもたらすこと、DCプランを通じる投信への投資は投資の極意である「長期・分散・積立」の実行にほかならないことなどの徹底)、③TDFをデフォルト商品として採用する企業数を増やすなどの努力が求められよう。

図表4 日米株価と長期金利・為替レートの推移



三、なぜシンプルな商品が売れるのか

日本では、通貨選択型ファンドや最近の「レバレッジを効かせたバランスファンド」など、複雑なくみの商品が販売されているのに対し、米国では「米国株ファンド」や「米国債ファンド」など単純明快な商品が販売の中心を占めている。

なぜシンプルな商品が売れるのか。

この問いに対する答えはシンプルであり、「米国では、国内株・国内債のリターンが高いため、これを組み入れる商品を提供すれば、投資家のニーズに十分応えられるから」である。

参考までに、一九年末に至る三〇年間の日米の株価と債券利回りの推移を振り返ると図表4のとおりである。株価については、三〇年前を一〇〇

とすると米国株は九一五に値上がり（日本株は六〇に値下がり）した。この間の米国S&P500種の配当込み年平均リターンは幾何平均で一〇・〇％に達していた。

また、アメリカの一〇年国債利回りは九〇年代は五％以上、〇〇年代が四％程度、一〇年代も二（三）％台と債券の投資魅力は維持されていた（日本の債券利回りは九〇年代末から二％以下、一年から一％未満に低下し、一八年には遂にマイナスに落ち込んでしまった）。

「日本への示唆」

日本では図表4に示した長期にわたる株価低迷、超低金利の中で、海外証券に投資する高分配商品（複雑な仕組みの通貨選択型など）を送りだしたが、一年まで超円高（図表4下段の棒グラフ）に見舞われてパフォーマンスが悪化した。

今後も国際分散投資をおこなう商品は必要だろうが、外国投資は為替が絡んで商品内容を複雑にするため、米国のように国内株の投資価値が高まることがベターである。幸い最近の日本株の動きは堅調で、TOPIXは一年末から一九年末までに二・四倍に値上がりし、この間の配当込みTOPIXの年平均リターンは一三・八％、国内株ファンドの平均リターンは一五・五％¹⁶⁾（いずれも幾何平均）に達している。

そして前述の米国株の高リターン継続の背景には、投信運用会社など機関投資家による米国上場企業の基本的価値向上のための努力があったことを考えると、日本においてもスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの拡充などにより日本企業の価値向上改革を更に進める必要があるであろう。

四、なぜ投信の平均コストが大きくなるのか

米国では株式投信の平均経費率（日本の信託報酬に相当）が〇〇年代初の一・〇〇%から一八年には〇・五五%に下がった。

なぜファンドの経費率が大きく下がったのか。

第一に投信販売にあたるFA（フィナンシャル・アドバイザー）の助言報酬の受取方法が、ファンドからではなく顧客から別枠でフィーを受取る方式に変化した結果、ファンドから販売者に支払う報酬がなくなりつつあること、第二に投資家が低コストファンドに資金をシフトしたこと、第三に米国投信の規模拡大にともない運営コストが下がっていることがある。

第一の理由について詳述すると次のとおりで、

投資家がFAに別途支払うフィーを加算すると投資家の総コストは必ずしも下がっていない。

米国では、投信販売についてFAの顧客に対する助言報酬の受取方法が変化してきた。七〇年代までは①投信を販売した時に販売額に対し手数料を受取る方式であったが、八〇年代に②ファンドから継続的に販売残高に対する一定率の報酬（12b-1フィーと呼ばれる）を受取れる方式が導入され、さらに③ファンドからではなく顧客から別途アドバイスフィーを受取る方式に移行しつつある。

この変化の投資家への影響について、米国の投信専門調査会社ストラテジック・インサイト社の見方は興味深い。同社は、最近のカナダ投信協会向けのレポート⁴⁾の中で、一八年現在のデータとして、「米国FAが顧客から受取る別枠年間フィーは、預かり資産一〇万ドル未満で一・三二%、一

〇〇三〇万ドルで一・二五%、三〇〇一五〇万ドルで一・〇〇%、一五〇万ドル超で〇・六九%となっており、これにファンド経費〇・六〇・八%を加えた投資家総コストは年一・二九%から二・一二%と指摘し、ファンド経費の形で間接的に販売者報酬を負担しているカナダの投資家と大差ないと述べている。

第二の理由（投資家の低コスト志向）については、端的な例として投信全体に占めるパッシブ運用ファンドの残高増加を指摘できる。すなわち株式投信残高のうちパッシブ運用ファンドの比率はETFを除いても〇〇年の九%から一八年に二九%へ拡大している（ETFを含めれば株式投信のパッシブ化率は一九年に五〇%を超えた）。

第三の理由（規模拡大にともなうコスト低下）については、運用報酬率がファンド規模の拡大に応じ通減する仕組みになっていることに加え、保

管報酬・投資家口座管理費用・会計・弁護士費用なども、ファンド規模が拡大すると単位当たりコストが大幅に低下することを指摘できる。

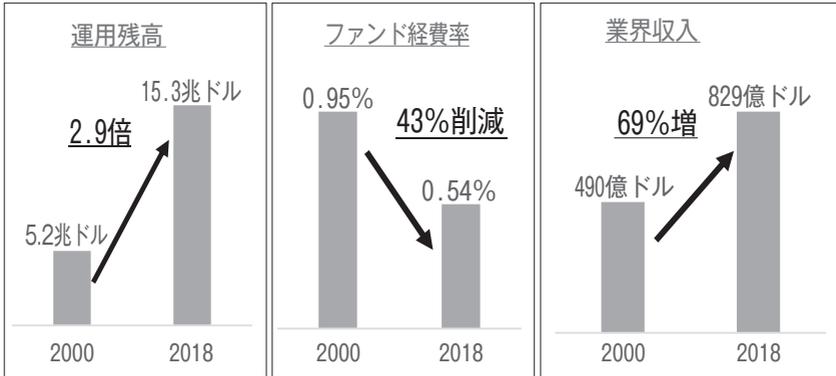
ちなみに、米国の長期投信の残高とファンド経費加重平均を〇〇年と一八年で比較すると図表5のとおりである。

ここで特筆したいことは、ファンド経費（言い換えれば業者の収入）率は下がったが、残高規模の拡大により、ファンド運営に関わる業者全体の収入金額（平均残高にファンド経費率を乗じた金額）は、図表5下段のように七割近くも増加していることである。「規模拡大のメリットを投資家と業者が分け合う」両者がウインウインの関係にある「理想的な姿になっていると言えよう」。

「日本への示唆」

前述の米国投信の経費率低下の主因としてあげ

図表5 米国長期投信残高、ファンド経費率、業界収入の変化（00年→18年）



〔出所〕 ICI 発行 “Investment Company Fact Book 2019” 掲載データより筆者計算

た販売者報酬の受取方法の変化（①販売手数料↓
②ファンドからの残高報酬↓③顧客から別途
フィーを收受）に関して、日本ではまだ①の販売
手数料を受取る方式が主流であり、②のファンド
から販売残高に対して一定率の報酬を受取る方式
が漸く増加しつつある段階である。

そして③のファンドからではなく顧客から別途
アドバイスフィーを受取る方式は緒にいたばかり
である。三菱UFJ国際投信の松尾健治・窪田
真美両氏の貴重な分析資料（注8）から計算すると、一九
年末現在、日本の追加型公募投信（ETFを除
く）残高のうち、①が七三%を占め、②が二
七%、③は〇・一%となっている。

筆者は、販売者の報酬受取方式が、①の販売手
数料から②の対残高フィー（時価評価残高に対す
るフィー）に向かうことは、「顧客の資産がふえ
れば販売者の収入もふえる」、すなわち「投資家

と販売者がウインウインの関係になる」ことから、先ず①から②への転換を図ることが望ましいと考えている。

五、なぜF A（フィナンシャル・アドバイザー）が活躍しているのか

ICIの調査によれば、米国ではDC口座以外で投信を購入している投資家の七七%はF A（投資助言者）を活用している。⁽⁸⁾ここでいう「F A」には、独立F P（日本で言う「IFA」に近いが米国ではIFAという用語はあまり使われないとされる⁽⁹⁾）のほか、証券会社、銀行などに属するF Aも含まれる。

さて、なぜF Aが投信販売にあたり重要な役割を果たしているのか。

米国では昔から諸事にわたりプロの助言を活用する風土があつて、資産運用についても古くから投資顧問業が発達していた。たとえば、米国でも古い独立系投資顧問会社の一つであるスカダー・ステイブンス社（機関投資家対象）の創立は一九一九年⁽¹⁰⁾、個人をも対象とした投資顧問業から投信ビジネスに進出したT・ロウ・プライス社の創立は一九三七年である。

また、証券会社のビジネスモデルが、九〇年代以降、以前の売買コミッション（フロー）中心から残高フィー中心の資産管理型へ移行する中で、証券外務員が以前の投資アドバイザー（IA）から、広範なフィナンシャルプランニングをおこなうF Aへ進化してきた。

こうした変化を経て、米国では今や多様な形態でF Aが活躍している。すなわち①個人相手の独立投資顧問業者（Registered Investment Advis-

②、略称「RIA」、③証券会社・銀行・保険会社などの金融機関に属するFA、④ネット証券の提供するプラットフォームを活用するインデペンダント・コントラクター（IC）日本で「金融仲介業者」あるいは「IFA」と呼ばれる業者）などである。

ここで筆者が強調したいことは、米国では独立系のFA（前記の①および③）はもちろん、金融機関に属するFA（前記の②）であっても、転勤がなく地域に密着して活動している、そして投資家もFAが属する「会社」よりFA「個人」と強くつながっているということである。

したがって、FAは既存顧客との信頼関係を積み重ねていけば知人等の紹介を得てビジネスを拡大できる一方、顧客の利益を害する行動をとって信頼を失えば、その地でビジネスを続けていくことが困難になる。よって自ずと「顧客本位の営

業」が徹底している。

「日本への示唆」

日本では、今まで企業の転勤制度のもと、証券会社・銀行などの営業担当者がジックリ腰を据えて顧客と信頼関係を築くケースが少なかったように思われる。

今後、「転勤のない地域密着型の営業担当者」あるいは漸く日本でも根付きはじめた「IFA」が増加して、顧客と永続的關係を築けるようになれば、顧客の人生設計や相続に関われる（文字通り「フィナンシャルアドバイザー（FA）」になる）ケースがふえよう。

そして、投資家との長期信頼関係をベースにFAビジネスが発展していくことは、投資家にとっても「プロの助言を得る機会がふえる」という望ましい効果をもたらすと考えられる。

(注)

- (1) 明田雅昭「日米欧の投資信託平均保有年数」日本証券経済研究所ウェブサイトで掲載（二〇一九年七月二二日）
http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1907_02.pdf
- (2) ICI “2004 Mutual Fund Fact Book” p64
- (3) ICI “The US Retirement Market, Fourth Quarter 2018” Table22
- (4) ICI “2019 Investment Company Fact Book” の Data Tables Table 56, 57より計算
- (5) 日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇一九年九月号掲載 http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5909_03.pdf
- (6) CIT (Collective Investment Trust) とは、税法の要件を満たす企業年金プラン等だけが利用できる非課税信託であり、銀行信託部門が複数口座の資金を合同運用する仕組みである。一九四〇年投資会社法の適用を受けないため投信のような詳細な情報開示手続きを必要としないこと、運用フィーを企業と銀行が資産規模などに応じて相対で決めることなどから、一般に投信よりコストが低い。資産運用はTDFを運用する投信会社が請け負うことが多い。
- (7) “2019 Investment Company Fact Book” PDF版七六頁
- (8) Defined Contribution Institutional Investors Association “Custom Target Date Fund (CTDF) Survey” March 2019
- (9) ICI統計によると一八年のTDF平均残高(A)は一兆一、〇八三億ドル、年間解約額(B)は二、九九四億ドルであったから、(A)を(B)で除して平均保有年数(C)は三・七年と計算される。
 そして、米国モーニングスター社のレポート(2019 Target-Date Fund Landscape)によると、TDF、およびTDF投資をおこなうCITを運用する会社のうち、データの入手可能な四社の一八年におけるCITへの資金流入額は五九九億ドルにのぼっていた。この四社のCIT市場におけるシェア六割を当てはめてCIT市場全体の資金流入額を推計すると九九八億ドル(五九九億ドル÷〇・六)となる。CITへの資金流入には、TDFからの切替え以外に、その年の新規積立でも含まれるのでストックとフローの関係から仮に四分の三(七四八億ドル)がTDFの解約によるものと見ると、一八年のTDF全体の解約額二、九九四億ドル(ICI統計)の二五%にあたる。
 これは投資家の意向でなく企業の意向(DC向け提供商品の変更)によるTDFの解約であり、これがなければ、一八年のTDF解約額は二、二四六億ドル(二、九九四億ドルー七四八億ドル)に止まり、平均保有年数は四・九年(平均残高一兆一、〇八三億ドル÷年間解約額二、二四六億ドル)であったはずである。言い換えると、前述の一八年

- のTDF保有年数(C)三・七年は、企業によるCIETへの切り替えの影響により一・二年短縮化していたことになる。
- (10) 投資信託事情二〇二年二月号掲載(一九九年末現在データ)の「DC専用TDF」のうち、過去五年間のデータの入手が可能で、残高が大きく、ターゲットデートまで一〇年以上の期間がある「三井住友トラストDCターゲット・イヤーフアンド二〇三五」「PGIMジャパンPRUGッドライフ二〇三〇(年金)」「三井住友DS 三井住友・DCプラン・ファンド(ターゲットイヤー型)二〇四〇」の三本を取って、各ファンドの請求目論見書掲載データにより計算した。
- (11) 一九年三月末のETFを除く日本の投信残高は七五・七一兆円、うちDCによる投信保有額(運営管理機関連絡協議会調べ)は、企業型が六・一四兆円、個人型が〇・八三兆円で合計六・九七兆円である。
- (12) ICI “401(k) Plans: A 25-Year Retrospective” November 2006. p15
- (13) 注12資料 p17
- (14) ICI “Ten Important Facts About 401 (k) Plans” (March 2020) p17
- (15) 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料二〇〇二年三月末～二〇一九年三月末」
- (16) モーニングスターインデックス(分配金再投資、加重平均)より計算
- (17) Strategic Insight “Monitoring Trends in Mutual Fund Cost of Ownership and Expense Ratios A Global Perspective—2019 Update”. June 2019
- (18) 三菱UFJ国際投信 松尾健治・窪田真美「投信調査コラム」日本版ISAの道その二九七 『日米投信のアンバンドリング(クリーンシェア)、セミバンドリング(レガシィシェア)～日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMAや保険・年金へのシフト～(二〇二〇年二月一七日)』
- (19) ICI Research Perspective “Characteristics of Mutual Fund Investors, 2019” ICI (Oct. 2019)
- (20) 吉永高士「IFA」と既存金融機関との共存の可能性」野村総合研究所『金融ITフォーカス』二〇一九年二月号
- (21) 相田雪雄『投資顧問業事始め』金融財政事情研究会(一九九〇年) P41
- (すぎた じつじつ・当研究所前特任リサーチ・フェロー)