

二一世紀のビジネス環境変化の中で投資信託はどう変貌したか（日米の動向を中心に）

杉田 浩治

はじめに

二一世紀に入って二〇年余が経過した。この間に世界の公募証券投資信託（以下「投信」）は、残高が四・三倍（二〇〇〇年末一一・九兆ドル→二二年九月末五一・五兆ドル）に拡大するとともにビジネスの実態はかなり変化した。そうした投信の変貌の背景には大きな環境変化がある。

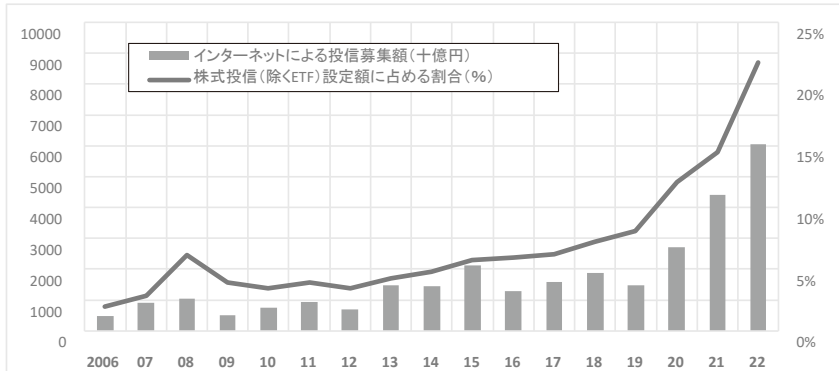
本稿においては環境変化として、一、技術（金融テクノロジー）進歩、二、人口動態の変化、

三、経済・投資のグローバル化の進展と停滞、
四、投資環境・投資家意識の変化を取りあげ、それらが投信ビジネスに与えた影響について、日米の動向を中心に述べる。

一、技術（金融テクノロジー）進歩

本稿において取り上げる環境変化要因のうち、最も大きなテーマは金融テクノロジーの進歩である。

図表1 日本のインターネットを通じた投信募集額と株式投信設定額に占める割合の推移



〔出所〕 インターネット取引による投信募集額（証券総合口座におけるMRF等の自動買付分を除く）は、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」、株式投信（除くETF）設定額に占める割合は投資信託協会の株式投信設定額統計を用い筆者が計算、いずれも各年9月に至る1年間の実績。

これが投信に与えた影響として、(1)販売関連では、①投信販売のインターネット化の進展、②若者の投資への参加、③ロボアドバイザーの伸長があり、(2)商品関連では①パッシブ化・ETF化の加速のほか、②投信関連商品として(i)SMA（個人向け投資一任口座）の普及、(ii)米国におけるダイレクトインデクシングの勃興を生んだ。また(3)資産運用面では外部委託の増加、ファクター投資の進展などが見られた。

以下、各項目について記述する。

(1) 技術進歩の販売への影響

①投信販売のインターネット化の進展

近年、世界的にインターネットを通じる投信販売が拡大している。

確たる統計の得られる日本の状況を見ると図表1の通りである（現行基準の統計を遡れる〇六年

二一世紀のビジネス環境変化の中で投資信託はどう変貌したか(日米の動向を中心に)

以降を取った)。図表1において棒グラフは、日本証券業協会が証券会社を対象に半年毎に行っている調査から得られる「インターネット取引による国内投資信託の募集取扱高(ETFは含まない)」を示しており、その株式投信(ETFを除く)設定額に占める割合(筆者計算)を示したものが折れ線である。

インターネットを通じた投信募集額は二〇年から急増した。二二年九月に至る一年間の募集額は六兆円に達し、株式投信設定額に占める割合も二〇%を超えてきた。この背景には新型コロナ蔓延にともなう在宅時間の増加などもあるが、技術進歩にともないインターネット取引が容易・便利になったことを指摘できよう。

②若者の投資への参加

投信販売のインターネット化の進展は、若者の

投資が増える土壌を作った。

米国では、三五歳未満の投信保有率が二二年に四二%に達しているが、日本でも若年層の投信保有率が着実に上昇している。日本証券業協会が三年毎に実施している「証券投資に関する実態調査」によると、日本の二〇代の投信保有比率は〇三年の一・〇%から二一年には四・三%へ、三〇代の投信保有比率は〇三年の二・九%から二一年には九・五%へ高まった。

③ロボアドの伸張

一〇年代半ばから世界で本格的に普及し始めたロボアドバイザーは、低コストであることや、人間の行動バイアスを排除できることなどが評価されて、世界的に利用度が高まっている。

その運用資産規模の現況については、ロボアドの範囲の捉え方などにより数値が異なるが、ドイ

ツに本拠をおくデータ提供会社 Statista は、世界のロボアド運用資産額は二〇二二年に一・六六兆ドル（うち米国が一・一六兆ドル）に達したと推定している。⁽²⁾ なお、日本のロボアド市場の規模については、ロボアドサービスを提供する主要五社の合計預かり資産（日本投資顧問業協会のデータにより計算）が、二二年九月末に一兆二七六億円に達したという報道がある。⁽³⁾

ロボアドの今後の見通しについて、前述の Statista 社のレポートは、世界のロボアド運用資産残高は二七年にかけての五年間に年率一四・一九%のペースで成長し、二七年末には三・二二兆ドルになると予想している。

なお、米国ではロボアドサービスについて、機械による応答だけの弱点を補うため、FA（フィナンシャルアドバイザー）の助言を組み合わせたハイブリッド型ロボアドが増えており、大手の

バンガードもこれに進出している。

(2) 技術進歩の商品への影響

① パッシビ化・ETF化の加速

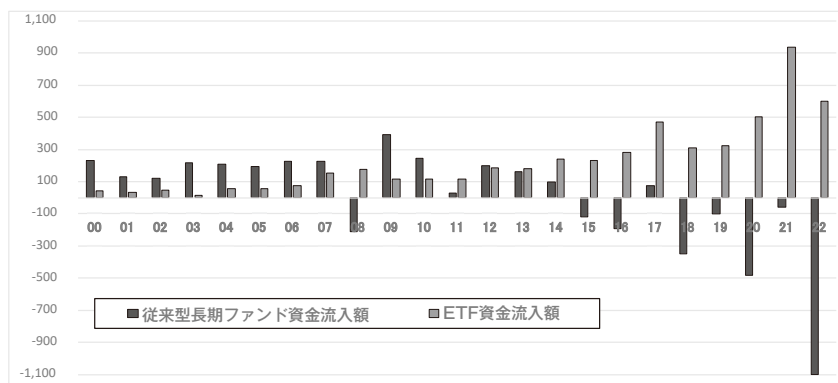
近年、投資家のコスト意識の高まり等を反映して投信のパッシビ化・ETF化が進んでいるが、その根底には、コンピューター技術の進歩により指数ポートフォリオの組成・メンテナンスが容易になったことがある。

パッシビ化・ETF化の流れは投信先進国の米国において著しい。

まずパッシビ化の状況を見ると、米国長期投信（MMFを除く投信）のパッシビ化率（従来型インデックスファンドと指数連動型ETFを併せたパッシブ運用ファンドの長期投信全体に占める比率）は、〇〇年の九%から二一年に四三%大きく上昇した。なお、日本のパッシビ化率は日銀

二一世紀のビジネス環境変化の中で投資信託はどう変貌したか(日米の動向を中心に)

図表2 米国長期投信の資金流入額の推移—従来型ファンドとETFの比較



〔出所〕 ICI 統計より作成

保有のETFを除くと二一年末で三〇%と計算される。

一方、米国のETF化率（ETF残高の長期投信全体残高に占める比率）も、〇〇年の一%から二一年末に二五%へ大きく高まった。その背景には、米国特有の税制、FAのビジネスモデルなどの要因がある（詳しくは二二年六月の拙稿を参照いただきたい）。なお、日本のETF化率は日銀保有のETFを除くと二一年末で一%と計算される。

以上は残高（ストック）の状況であるが、米国長期投信の資金フローを見ると、図表2のように一五年頃から従来型ファンド（いわゆるミューチュアルファンド）から資金が流出する一方で、ETFへ大量の資金が流入する傾向が続いている。過去一〇年間（一三～二二年）を累計すると、実に従来型ファンドから二兆ドルが流出し、

ETFへは四兆ドルが流入した。

今後のETF化の動向について、米国の金融サービス調査会社セルリー・アソシエイツは、二年一二月に発表したレポート⁽⁵⁾の中で、二二年末から二六年末に至る五年間の年平均成長率をETFが九・五%、従来型ファンドはマイナス二%と見込み、二六年末の残高はETFが一・三兆ドル、従来型ファンドが一八・八兆ドルになると予想している。

一方、投信ウォッチャーの中には「現在の従来型ファンド七五…ETF二五の構成比は一〇年以内にETF七五…従来型ファンド二五に逆転する⁽⁶⁾」との見方もあるほか、「ETFはデジタル、従来型ファンドはアナログ」と表現して、これからはETFの時代だと予想する向きもある。

②投信関連商品・サービスへの影響

(イ)SMA（個人向け投資一任口座）の普及

米国では、コンピューターによる顧客口座管理能力が向上するとともに、ポートフォリオ組成・管理コストが低下したこともあって、資産運用のパーソナライズ化（個別化）が進展した。その結果、個人向け投資一任口座（Separately Managed Account、略称「SMA」）が普及した。またSMAの代表的商品であるラップアカウントは日本でも残高が増加し、二二年九月末現在一四兆円に達している⁽⁷⁾。

(ロ)米国におけるダイレクトインデクシングの勃興

ダイレクトインデクシング（以下「DI」）とは、SMAの器を使って、インデックスを一部修正した独自のポートフォリオを組成・維持するサービスである。投信と異なり投資家が自らポー

トフォリオを管理できるため、評価損の出ている銘柄を売却(損出し)して課税対象額を小さくするといった節税目的に使われることが多い。また、E S G 投資にあたって指数構成銘柄の一部を自分好みの銘柄に入れ替えて「私だけのE S G ポートフォリオを作る」といった利用法もある。

D I の成長の背景には、①株式の端株取引が可能となり、膨大な資金がなくても多数銘柄のポートフォリオを組成できるようになったこと、②株式売買委託手数料がゼロまたは低率化したことのほかに、③技術進歩により個別ポートフォリオの組成・リバランスなどの管理が低コストで出来るようになったことがある。

前述E T F の項で触れたセラーリ・アソシエツのレポートは、米国のD I 資産残高は二一年の四、六二〇億ドルから二六年末には八、二五〇億ドルに拡大する(五年間の平均成長率は一二・

三%でS M A 全体の七・二%を上回る)と見込んでいる。

(3) 技術進歩の資産運用その他への影響

コンピーターおよび通信技術の進歩により、資産運用の外部委託が円滑に行えるようになった結果、他社から運用を受託するサブアドバイザリー・ビジネスが拡大した。欧州の運用会社は米国ファンドのサブアドバイザーになることにより実質的に米国投資家の資金を獲得しているという見方があり、サブアドバイザーの下で運用されている米国資産は二二年現在二・四兆ドル(投信、変額年金、E T F の合計)と伝えられる。⁽⁸⁾

また、コンピーター技術の進歩はパッシブ運用とアクティブ運用の中間的投資手法というべきファクター投資(スマートベータ指数投資とも呼ばれる)の進化にも貢献した。

さらに大きな事柄として、二一世紀に投信ビジネスを変革させたオープンアーキテクチャ化（販売会社と運用会社が系列関係を超えて結びつく動き）も、通信技術等の進歩があったから可能になったと見ることもできる。

そして、コンピューターの性能向上がファンドの運用・管理コストを削減し、世界的なファンド経費率の低減に貢献したことも指摘できよう。

二、人口動態の変化

世界的に進行している人口の高齢化は、旧来の年金制度の維持を困難にしている。

その結果、特に確定拠出型年金（以下「DC」）制度を早くから導入した米国において、個人の老後に備える資産形成が進むとともに、職域年金の確定給付型（以下「DB」）からDCへの転換が

進んだ。これは、米国投信ビジネスの強い追い風となった。

しかし、一〇年代中頃から本格化したベビーブーマーの退職の影響等により、DCが成熟した米国においては、投信からDC資金が流出している。

これに対し、日本のDC成熟度は、後述の通り米国に比べ四〇年以上の差があるとも考えられ、日本のDCはこれから長期的に拡大する局面にある。

(1) 〇一年から一四年まで米国長期投信への資金流入額の六八%をDC資金が占めた

米国では職域型DC年金の401(k)プランが八一年に導入された。そして、民間部門の職域型DC(401(k)以外を含む)資産とDB資産の残高推移を振り返ると、九七年にDC資産残

高がDBのそれを超えた。直近(二二年九月末現在)ではDC資産が六・七八兆ドルに達し、DB資産(二・九八兆ドル)の二・三倍となっている。

また、七四年に導入されていた個人型のIRAは、職域型DCの加入者が退職時に資産を引き出す際の受け皿になったこともあって残高が拡大した。二二年九月末のIRA資産残高は一一・〇五兆ドルとなり、民間以外を含む職域型DC合計の八・九二兆ドルを上回っている。

これらDC資産の運用について、加入者が九〇年代頃から投信への投資割合を大きく増やした(たとえば一五年第2四半期末には401(k)資産の六七%を投信が占めた)ため、一〇年代半ばにかけて米国投信には大量のDC資金が流入した。

ICI(米国投信協会)のデータにより、二一

世紀に入ってから一四年末までの一四年間に、職域型と個人型を併せたDC口座から従来型長期投信へ流入した資金量を計算すると一・五一兆ドルに達した。これは同期間における従来型長期投信全体の資金流入額二・二三兆ドル⁽⁹⁾の六八%に相当する。

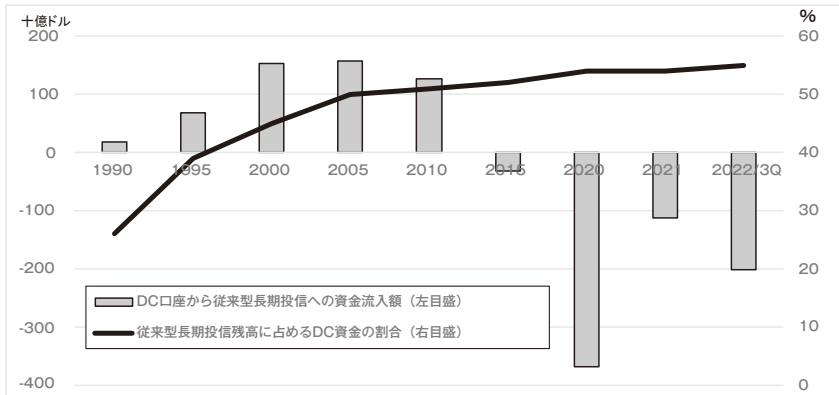
この結果、米国の従来型長期投信残高に占めるDC資金の割合は一〇年代半ばに五割を超えるに至った。

(2) 一〇年代半ば以降は米国長期投信からDC資金が流出

前述のように、DCが米国投信の発展に大きく貢献したことは疑いない。

しかし、ベビーブーマーの退職が本格化した一〇年代中頃から状況は変わった。DC口座から米国投信への資金流入額を長期的に示すと図表3

図表3 米国の従来型長期投信へのDC口座からの資金流入量、および従来型長期投信残高に占めるDC資金の割合の推移（各年間）



〔出所〕 ICI “The US Retirement Market, Third Quarter 2022” より作成

（棒グラフ）の通りである。一五年以降、DC口座から投信への資金フローはマイナス（解約が買付を上回る状態）に転じており、投信全体に占めるDC資金の割合（図表3の折れ線）も一〇年代からは五割台で横ばい状態にある。

米国では、もはやDCが投信の成長要因ではなくなった。そのため、前述した投信のETF化の影響もあって一五年以降、従来型長期投信から資金が流出していることは図表2に示した通りである。

(3) 日本のDC成熟度は米国に比べ四〇年以上の差がある？

日本では二〇〇一年にDC制度が導入されたが、米国のような「個人の退職に備える資産形成の促進」という目的ではなく、企業型DCは「従来のDBの置き換え」という位置づけであった

(このため一一年まで従業員拠出が認められなかったほか、現在も従業員拠出は企業の拠出額以下に制限されている)。

これらも影響して日本ではDCへの移行は遅れている。二二年三月末の企業年金資産残高の内訳を見ると、DCは一七・七兆円とDB(六八・一兆円)の四分の一に過ぎない状況¹²⁾であり、米国(前述の通りDCがDBの二・三倍)とは全く異なっている。また、個人型DC(イデコ)の拡大は始まったばかりで、二二年三月末の資産残高は三・六兆円¹³⁾に止まっている。

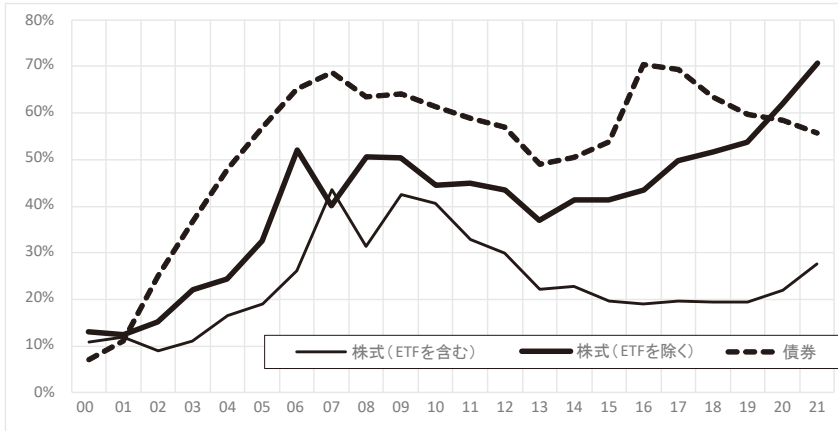
企業型と個人型を併せて二一・三兆円という日本のDCの資産規模は、同じ二二年三月末における米国の二三・七八兆ドル(当時の一ドル一二一円で換算して、二、八七七兆円)の一三五分の一である。¹⁴⁾

日米の家計金融資産の規模の違いを修正して比

較する意味で、「家計金融資産に占めるDC資産の比率」を計算すると、日本は家計金融資産二、〇〇四兆円に対しDC資産が二一・三兆円で一%¹⁵⁾、米国は同じく一六・三三兆ドルに対し二三・七八兆ドルで二〇%である(いずれも二二年三月末現在)。

この比率を米国について過去に遡って計算してみると、401(k)がスタートした八一年には既に三%を超えていた(八一年末の家計金融資産七・九一兆ドルに対しDC資産〇・二六兆ドル)。したがって、(短絡的かもしれないが)日本のDCの成熟度(家計金融資産の一%)は米国と比べ四〇年以上の差があると言えるのではないか。日本のDCはこれから本格的拡大期を迎える。

図表4 日本の投信の海外投資比率の推移



〔出所〕 投資信託協会統計をベースに筆者計算。株式（ETFを除く）についての推計方法は注①⑥参照。

三、経済・投資のグローバル化の進展と停滞

八九年のベルリンの壁崩壊を契機に活発化した世界経済のグローバル化は、当然のことながら投信にも大きな影響を与えた。

資産運用面においては、バブル崩壊・超低金利に見舞われた日本において海外投資の拡大が著しい。日本の投信資産の海外投資比率の推移を株式（実線）と債券（点線）にわけて示すと図表4の通りである。株式については、ETFの影響が大きい^{①⑥}ため、ETF込み（細い実線）とETFを除いた推計値（筆者推計、太い実線）を表示している。

株式の海外投資比率は、ETFを除くと〇〇年の一割程度から二一年には七割を超えるまでに増

加した。また、債券については二一年末で五六％が外貨建て債券に投資されている。

一方、米国投信のグローバル化状況をICIの投資対象別商品残高データから計算すると、株式ファンド全体に占める世界株式ファンドの比重が〇〇年代に高まった(〇〇年一四％↓一〇年二八％)が、その後は米国株のパフォーマンスが好調なこともあって二五％程度で推移している。また債券ファンドについても、債券ファンド全体に占める世界債券ファンドの割合は、〇〇年代が一〇％以下、一〇年代は一〇％台前半に止まっている。

次に、投信の販売においてもクロスボーダー化が進んだが近年、その勢いは弱まっている。

世界におけるファンド輸出入の進み具合を測る意味で、公募投信について専ら外国で販売することが想定されているルクセンブルグとアイルラン

ド籍投信残高の世界全体の投信残高に対する比率(A)の推移を見ると、九〇年代、〇〇年代は一貫して上昇し、一四年には一五％を超えた。また、外国ファンドの販売を禁止している米国を除いた(言い換えれば外国ファンドの販売が可能な国々の)投信残高に対する比率(B)では一四年に三〇％を超えた。しかし、その後は横ばいから若干低下に転じている。特に、ウクライナ戦争が勃発した二二年に入ってから低下幅は大きく、第3四半期末で(A)は一三・五％、(B)は二八・五％となっている。

また、多数の国家が存在する欧州においては、八五年からの投信の共通化(欧州域内共通のファンド基準を設定したうえで、この基準に適合するファンドを域内全域で販売することを可能したUCITS(ユーシツ)の仕組み)が成功を収めた。これを手本として、アジアにおいても「アジ

ア地域ファンドパスポート (Asian Region Funds Passport、略称ARFP)」制度が二〇一六年に発効した(参加国は日本、オーストラリア、韓国、ニュージーランド、タイの五カ国)。しかし、現在までのところ目立った成果は出ていない。

四、投資環境・投資家意識の変化等

(1) 投資環境の変化とMMFの存廃

二一世紀に入ってから投資環境の変化を振り返ると、二一年までは世界的にデイスインフレを背景とした金利低下・株価上昇の時代であった。たとえば〇〇年末から二一年末にかけ、長期金利(二〇年国債利回り)は日本で一・六四%から〇・〇二%へ、米国で五・二四%から〇・九三%

へ低下した。また株価は、日本のTOPIXが一、二八四から一、九九二へ五五%、米国S&P500が一、三二〇から四、七六六へ二六一%上昇した。しかし、二二年春以降はウクライナ戦争、インフレ昂進、各国の金融政策の転換を反映して金利上昇、株価調整に見舞われていることは周知の通りである。

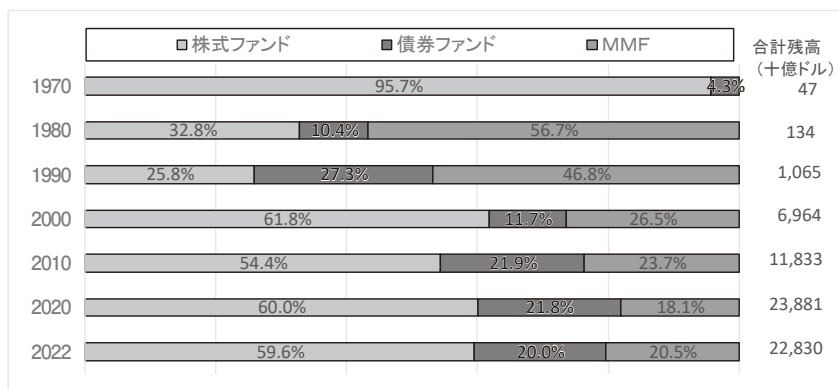
この間に、日本では日銀のマイナス金利政策採用により、証券総合口座専用のMMFを残してMMFが消滅してしまった。一方、欧米では低金利下にあってもMMFを存続させ、二二年半ば以降、MMFは再び存在価値を高めている。

ここで筆者が強調したいことは、世界の投信は七〇年代から五〇年間にわたって、株式ファンド、債券ファンド、MMFの三本柱によって成長を維持してきたことである。

すなわち、金利上昇期に株式ファンド、債券

二一世紀のビジネス環境変化の中で投資信託はどう変貌したか(日米の動向を中心に)

図表5 米国の従来型投信の商品構成の変化



〔出所〕 ICI 統計より作成、株式ファンドにはバランス型を含む、2022年は11月末現在

ファンドがパフォーマンス低下を余儀なくされた中で、金利上昇を反映して利回りが上昇するMMFを顧客にオフアーすることによって、投信全体の残高減少をカバーできた。また、MMFは証券市況激変時に投資家の一時退避資金を受け入れ、その後の証券市況回復時に資金を株式ファンド等へスムーズに環流させる役割をも果たしてきた。

米国を例にとつて、従来型投信の長期的な商品別残高構成の変化をみると図表5の通りである。米国の従来型投信の残高は、図表5の右側に記した通り過去五二年間に四七〇億ドルから二兆八、三〇〇億ドルへ四八六倍に急成長したが、一九八〇年前後の高金利期にはMMFが残高の五割以上（八一年には七七％）を占めるなど、MMFは投信全体の成長を支えてきた。

日本においても金利正常化の暁にはMMFを復活させ、投信が全体として安定的成長を維持でき

るようにすべきではないだろうか。

(2) 投資家意識の変化等

最近数年間、世界中で地球温暖化・人権問題・多様性などへの意識が高まり、ESG投資が拡大したことは周知の通りである（世界のESG投信の状況・課題については注(4)記載の拙稿を参照いただきたい）。

また資本主義のあり方に関連して、企業は株主だけを重視するのではなく、従業員・顧客・取引先・地域社会など幅広い利害関係者（ステークホルダー）に配慮すべきだという考え方が広がっている。

こうした変化の中で、最近、米国の大手資産運用会社の一部に、インデックス運用資産で組入れている株式の議決権行使を、ファンド保有者に委ねる、あるいはファンド保有者の意向を取り入れ

て議決権を行使しようとする動きがある。

ブラックロックは、二二年から一部の運用資産について顧客の機関投資家が議決権行使をできるようにしており、これを将来は「全ての投資家」へ広げる意向を示している。⁽⁹⁸⁾ またバンガードはインデックスファンドの保有者（個人投資家）が議決権行使に参加するパイロットプログラムを二三年に始めると発表した。⁽⁹⁹⁾ このほか、チャールス・シュワブも三ファンドの組み入れ株式の議決権行使にあたり、投資家の意向を集計するパイロットプログラムをスタートさせると表明している。⁽¹⁰⁰⁾

米国では、一部の州政府など保守系勢力が運用会社のESG重視の投資方針を批判する一方、民主系からは反対に「運用会社はESG投資を標榜するだけで実行していない」といった声もあつて、運用会社は板挟み状態にある。そうした中で、議決権行使に投資家を参加させようとする試

みについて、学者の中には「責任を投資家に転嫁しようとしている」、「インデックスファンド運用会社が議決権を持ち過ぎているという批判への先制的防御策だ」と見る向きもある。

いずれにしても、こうした動きは、米国投信（ETF等を含む）が米国株式の三二%を保有しているという米国ならではの現象とも考えられるが、前掲以外の運用会社にも広がるかどうかは今後の注目点である。

六、総括と日本への示唆

以上述べてきた「二一世紀のビジネス環境変化の投信への影響」を総括し、日本への示唆を記すと次の通りである。

①技術進歩は投信ビジネスの拡大に大きく貢献した。投信業界は、今後も商品・販売・資産運用

の各分野において新たな技術革新を取り込む、あるいは技術革新をリードしていくべきであろう。

②日本では、インターネットを通じる投信購入が普及したこともあって、今まで投信の普及度が低かった若年層の投信保有率が高まっている。この動きを一段と進めるために、DC・NISA（税制優遇制度）を積極的に活用するとともに、更なる技術革新・商品の整理等により、投信へのアクセス・商品選択・購入手続を一層容易にすることが望まれる。

③米国で進行するETF化については、米国特有の税制、米国FAのビジネスモデルが日本と異なるといった要因もあり、日本でETF化が急速に進むとは考えにくい。しかし、ETFは、従来型ファンドのように設定・解約にともなう証券買付・売却を必要としないため、ポートフォリオの組成・維持コストも安くできるなどの利点を持つ

ている。

今後、日本人の投資リテラシーが高まるにつれ、またF Aのビジネスモデルが米国型に近づく、低コストのE T F活用度が高まろう。それに備えて日本の投信会社は商品戦略にE T Fをどう取り込んでいくか（従来型ファンドとの仕切りをどうするかなど）を詰めておく必要がある。

④資産運用がパーソナライズド化（個別化）する中で、広義のS M Aが拡大していることは、合運用・均一商品である投信の弱点を映し出している。その対応策として、投信会社は投資顧問（一任・助言）口座の活用や、この口座と投信との効率的な組み合わせを図るなどが考えられよう。

⑤D Cは、米国と異なり日本ではこれから拡大する市場である。制度拡充と投信活用度を高めることを本格的に推進すべきことは言を俟たない。

⑥日本の投資家は日本株より海外株への投資をふやしており、それに対応するため日本の資産運用業の高度化が必要であるという議論がある。しかし、投資家が海外に目を向けている理由は、（日本の資産運用業が高度化していないからではなく）日本株の魅力が薄い、すなわち日本企業の収益性（R O E）が低いことにあるのではないか。

米国では日本のN I S Aのような株式投資優遇税制がなくても国民は米国株に投資している。この事実、「投資家が重視するのは、（収益に対する優遇税制以前に）投資対象の収益性である」ことを示唆していると言えよう。

その観点から日本で望まれることは、「機関投資家はスチュワードシップコードの積極的履行を進め、上場企業は稼ぐ力を強める観点からコーポレートガバナンスの実効性を高める。そして

二一世紀のビジネス環境変化の中で投資信託はどう変貌したか(日米の動向を中心に)

政府は産業構造の改革を進める。これらによって日本企業の価値向上を実現することである」と考える。

⑦日本はいずれマイナス金利から脱して金利正常化が進もう。その暁には、証券会社以外の顧客をふくむ幅広い投資家に向け、短期市場金利に連動するリターンを得られるMMFを復活させてはどうか。そして海外諸国のように証券市況の変動を乗り越えながら投信が全体として安定的に成長できるようになることを期待したい。

(注)

- (1) ICI "Ownership of Mutual Funds and Shareholder Sentiment, 2022"
- (2) Robo-Advisors-Worldwide | Statista Market Forecast
- (3) 「ロボアドバイザー」預かり資産一兆円超 コンピューターが自動運用(共同通信)・Yahoo! ニュース
- (4) 杉田浩治「世界の投資信託の五大トレンド 最新事情と日

本への示唆」(日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇二二年六月号)

- (5) Cerulli Associate "TheCase for Direct Indexing: Differentiation in a Competitive Marketplace" December 1 2022
- (6) Market self-off puts mutual funds on track for \$1 trillion of outflows in 2022 (investmentnews.com) October 17, 2022
- (7) 日本投資顧問業協会統計
- (8) "European asset managers use 'subadvisory' to crack the US market" Financial Times 電子版 JANUARY 2 2023
- (9) Quarterly Retirement Market Data | Investment Company Institute (ici.org) Table20
- (10) ICI "Investment Company Fact Book 2022" Data Section 3 Table17より計算
- (11) DC資金が投信から流出している理由の一つとして、企業が従業員に提示するDC運用商品について、ターゲットデフォルト(投信)からターゲットデフォルト投資を行う合同運用信託(Collective Investment Trust、略称「CIT」)へ切り替える動きがあることを挙げられる。本件についての詳細は杉田浩治「米国投信をめぐる五つの謎と日本への示唆」(日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇二〇年五月号を参照いただきたい。

- (12) 第一九回社会保障審議会企業年金・個人年金部会（二〇二二年一月一四日）資料「私的年金制度（企業年金・個人年金）の現状等」
- (13) 運営管理機関連絡協議会資料
- (14) 日本のDC資産に（米国にはない）NISAの買付残高（二年末で二一・八兆円）を加えても三三・一兆円で、米国DC資産の八七分の一である。
- (15) 注(14)のNISAを加えても一・七％。
- (16) 図表4の株式（ETFを除く）の海外投資比率の推計方法は次の通りである。
- ETFの連動対象別の純資産総額統計を得られなかった一年以前は、「投信協会統計の外貨建て株式保有額／投信協会統計の株式保有額合計」により算出した。一二年以降は「投信協会統計の外貨建て株式保有額合計－ETFの外貨建て株式保有推計額(A)／（投信協会統計の株式保有額合計－ETFの株式保有推計額(B)）により算出した。なお(A)は〈ETF純資産〉×〈ETF全体に占める外国株指数連動型ETF純資産(I)の比率〉により、(B)は〈ETF純資産〉×〈ETF全体に占める株価指数（外国株指数および国内株指数）連動型ETF純資産(II)〉の比率により算出した。(I)(II)は、東京証券取引所『ETF／ETN Factsheet』各年の「連動対象のカテゴリー別に見た投資部門別保有純資産総額」の日本株指数合計、外国株指数合計（各年七月末現在）によった。
- (17) 米国は原則として外国投資信託の公募を禁止しており、外国業者が米国で自社ファンドを販売したのであれば、米国法に基づくファンドを米国国内に設立して販売すればよいではないかというスタンスをとっている。
- (18) BlackRock Voting Choice Expansion | BlackRock
- (19) <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/piloting-proxy-choice-for-individual-investors.htm>
- (20) Schwab Asset Management™ Pilots New Proxy Polling Solution to Gain Insight Into Shareholder Preferences | Charles Schwab (abouschwab.com)
- (21) ICI "2022 Investment Company Fact Book" FIGURE 27 (すぎた こうじ・当研究所前特任リサーチフェロー)