

第14章 投資信託

1. 歴史 アメリカでは1920年代にイギリスの投信の仕組みを取り入れた本格的な投信が発足した。当時のファンドは投資家の解約請求に応じない（取引所に上場して換金性を付与していた）クローズド・エンド型が主流であり、借り入れ等によりレバレッジを効かせる運用をしていた。そのため、1929年（大恐慌）以降に株価が暴落したときには大打撃を受け、売買価格が高値時の20分の1に下落したファンドもあったという。このため1930年代には原則として組入れ銘柄の入替えを行わない固定運用型ファンドが一時盛行したが、証券市場の正常化とともに次第にオーソドックスな運用型ファンドへ回帰していった。1940年には投資会社法が制定されて法的基盤が整うとともに、ファンド形態も大恐慌後の経験を生かして、常に純資産価値で追加資金の受入れと保有者からの買戻し請求に応じるオープン・エンド型が主流を占めるに至った。

第2次大戦後、アメリカの投信は1960年代にかけて経済成長とともに株式ファンド中心に順調に成長した。1970年代には株価が長期的に低迷したため株式ファンドが伸び悩んだが、MMFの開発、投信会社による直接販売の開始、初の個人向けインデックスファンドの売出しなど、その後の大発展につながる動きが見られた。そして1982年を底に株価は長期上昇に向かい、アメリカの投信は株式ファンドを中心としつつ、高金利期にはMMF、金利低下期には債券ファンドが拡大するなど商品バラエティを生かしながら高成長を遂げ、残高は1980年代に10倍、1990年代に7倍（1999年の残高は1979年の72倍）に拡大した。1980年代以降の成長の主因は株価の持続的上昇にあったが、その他に確定拠出型年金の普及と、その運用商品として投信の保有が増大したこと（確定拠出型年金と投信の関係については後述）、販売チャネルが銀行・独立FPなどへ大きく広がったことの影響も大きい。

2003年には投信不祥事（一部の投信会社が、一部の顧客について所定の時間外にファンド売買注文を受付け、ファンドの短期売買による利益獲得を容認したこと）が明るみに出たが、投資家の信頼が大きく揺らぐことはなかった。2023年末現在のオープン・エンド型ファンド（含むETF）の残高は33.6兆ドル（この時の為替142円で換算して約4,771兆円）となり、日本（約197兆円）の約24倍に達している。

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 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
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	
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)
1990		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	
2016	SECがファンドの流動性リスク管理に関する規則を採用	
2018	SECが投資家向け報告書のオンライン配布を許可	
2020	COVID-19危機発生、SECがMMF規制見直しを提案	
2022	SECが、ファンドの投資家報告書を簡素化するなどの規則修正を実施 SECがファンドによる議決権行使の開示規則を修正	
2023	SECが2010年、2014年に導入したMMFに関する規制を変更SECがファンドの名称に関する‘Names Rule’を修正、強化	
2024	SECが米国では初となる、ビットコインを直接保有するETFを承認	

〔出所〕 杉田浩治氏作成の年表に、ICI, 2024 *Investment Company Fact Book* 等を参考に筆者が加筆

2. 制度的枠組み アメリカの投信は、1940年投資会社法、1940年投資顧問法、1933年証券法および、1934年証券取引所法に基づいて連邦政府により厳格な規制を受けている。投信は、法令上「投資会社」とされる。

1940年投資会社法は、不正に対する投資者保護をその重要な目的としており、株主（投信の投資家）の利益のためにファンドが運用されるよう条項を定めている。例えば、株主の承認なしに投資会社の基本的な投資方針を変更することは禁じられている。また、投資顧問会社への報酬（わが国では信託報酬のうち投資信託委託業者に支払われる報酬にあたる）の決定等についても投資会社と利害関係を有しない独立取締役（取締役全体の40%以上を占めなければならない）が、そのために招集された取締役会に自ら出席し、その過半数の同意が必要とされる。さらに、投資会社とその取締役あるいは関連会社との利益相反をもたらす取引の禁止、組入れ資産を原則としてマーケット・バリューに基づいて評価すること、オープン・エンド型について借入れの制限や特定の場合を除き換金請求から7日以内に換金を行うこと等を規定している。

1940年投資顧問法は、投資会社の資産運用を行う投資顧問会社のSECへの登録義務付け、投資顧問会社の詐欺的取引の禁止、SECに提出する登録申請書等における重要事実についての虚偽記載の禁止などを規定している。

1933年証券法は、証券の公募に関して登録義務を課しており、公募内容および証券を発行する会社に関する情報をSECに登録すべきことを規定するとともに、目論見書の交付によってファンドの運営、投資方針、その他詳細な情報を投資家に対して提供することを要求している（詳細は後述8. ディスクロージャー参照）。

このような連邦諸法を執行する権限はSECに与えられており、投資管理局を中心として投資会社の規制を行っている。SECは、投資会社の提出書類の分析やレビューを行うとともに、投資活動および販売についての検査も行っている。なお、これら連邦レベルの証券諸法に加えて、投資会社を法人として設立するための準拠法である州法がある。

また、アメリカの投信は税制上の優遇措置を受けており、具体的には、内国歳入法の準則Mにおいて、一定の要件を満たす投資会社は、導管理論に基づいて二重課税回避の優遇措置が与えられている。

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（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29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30条）

〔出所〕 杉田浩治氏作成図表を一部修正

3. 形態 アメリカの投信は、法律上は投資会社と呼ばれており、1940年投資会社法は投資会社を右表のように分類・定義している。この内、(1)の額面証券会社は米国投資信託協会（Investment Company Institute, 以下「ICI」）のファクトブックが現在取り上げていないので、殆ど活動していないものと思われる。

(2)ユニット投資信託（ユニット・インベストメント・トラスト）とは、あらかじめ選択した株式または債券のポートフォリオを原則として固定的に保有し、通常、一定期間後に償還するタイプのファンドである（1940年投資会社法上はこれも投資会社とみなされる）。ETF（証券取引所に上場して取引されるファンド）の一部がこの形で組成されている。

(3)の管理型投資会社（ユニット投資信託と異なりポートフォリオの入れ替え等の「管理」を行う投資会社）は、オープン・エンド型とクローズド・エンド型に分類される。両者を比較すると、オープン・エンド型は、ファンド発足後も日々の純資産価値により継続的に販売（増資）し、また、いつでも投資家からの換金請求（減資）に応じるタイプである。このため、投資家からみて毎月投資などが行い易く、常に純資産価値で換金できるという安心感があるというメリットがある。ファンドは常に換金請求に応じるため資金が流出することがある上に、運用上の制約はある（流動性の高い証券を組入れる必要がある）一方、常に追加販売できるので、ファンド規模の拡大も図りやすい。

これに対して、クローズド・エンド型は、ファンド発足後は継続的な販売（新株発行）を行わず、投資家からの換金請求に応じない（換金性を付与するため証券取引所に上場する）タイプである。資金の追加・減少が発生しない（資金を固定できる）ので、例えば非上場株など流通性の低い証券に投資するファンドを組成しやすという利点がある。しかし、クローズド・エンド型の売買価格は取引所における需給関係で決まるため、ファンドの純資産価値と取引所における売買価格は必ずしも一致しない（過去においては取引所で付く価格が純資産価値を下回ることが多かった）などの問題がある。

右表に見る通り、現在アメリカの投信はオープン・エンド型ファンド（ミューチュアル・ファンドと呼ばれる）が主流を占めている。

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

第4条 (投資会社の種類)

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

- (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
- (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
- (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

第5条 (「管理型投資会社」の細分類)

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

- (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型投資会社をいう
- (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

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)
2000	8,134	6,956	482	150	10,072	74
2005	7,967	8,889	635	276	6,019	41
2010	7,540	11,831	626	239	5,971	51
2015	8,115	15,648	561	263	5,188	94
2016	8,067	16,342	534	265	5,100	85
2017	7,955	18,749	532	277	5,035	85
2018	8,093	17,695	495	250	4,917	70
2019	7,957	21,276	487	275	4,572	79
2020	7,644	23,831	480	277	4,310	78
2021	7,500	26,899	448	303	4,112	95
2022	7,421	22,107	427	245	3,966	73
2023	7,222	25,519	402	249	3,750	77

〔出所〕 ICI, 2024 Investment Company Fact Book.

4. 運営体制 アメリカの投信は右図のような体制の下で運営される。各当事者の係わり合いは次の通りである。

投資家（ファンドの株主）は、他の一般企業の場合と同様に、特定の議決権を有している。例えば、株主は、欠員を補充する場合を除いて取締役を株主総会で選任する権利を有する。また、投資顧問契約の重要な変更は株主の承認を得るほか、基本的な投資方針の変更については株主の承認を必要とする。

ファンドの株主によって選出される取締役は、ファンドの業務を監督する責任があり、善管注意義務と忠実義務を負っている。取締役会は資産運用を委託する資産運用会社（投資顧問会社）を選択し、投資顧問契約を締結する。資産運用会社はこの契約に基づいてファンドの投資方針と投資目的に沿った資産運用を行うとともに、運用業務の遂行に必要な調査を行う。資産運用会社は、これに対する報酬として投資顧問報酬を受け取る。投資顧問報酬は、契約により管理資産額の一定割合と定められており、このため管理資産額を増大させることは資産運用会社の収入を増大させる仕組みとなっている。

取締役会は、ファンドの資産を保管するため保管会社を雇用する。保管会社は銀行である場合が多く、ファンド資産の保管、組入れ証券の売買に伴う代金の受取りと支払い、組入れ証券からの配当と利息の受取り等を業務としており、保管資産額の一定比率その他の保管報酬を受け取る。

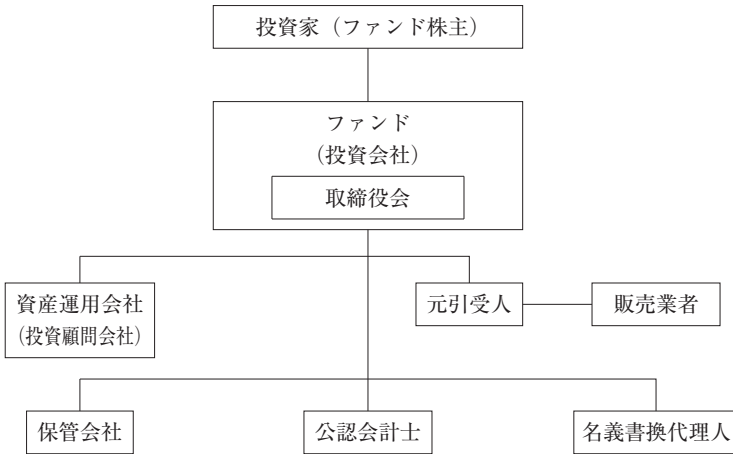
また取締役会によって選定された名義書換代理人（トランスファー・エージェント）が、株主口座の保有記録の維持、新株の発行、配当の計算とその投資家への支払、株主口座明細書や連邦所得税情報の発送、償還株式の消却等を行う。アメリカの投信の運営において、このトランスファー・エージェントの果す役割は大きい。

公認会計士は取締役会において独立取締役の過半数が出席して行った票決により選任され、選任後最初の年次株主総会で追認されなければならない。

ファンドの株式の販売については後述する。

なお、投信運用ビジネスへの参画状況は右表のとおりであり、毎年新規参入がある一方で退出する会社もある。会社数は最近5年では平均約814社である。また、運用会社の母体別内訳をみると圧倒的に独立系が多く、金融機関等の子会社は少ない。

ミューチュアル・ファンドの運営体制

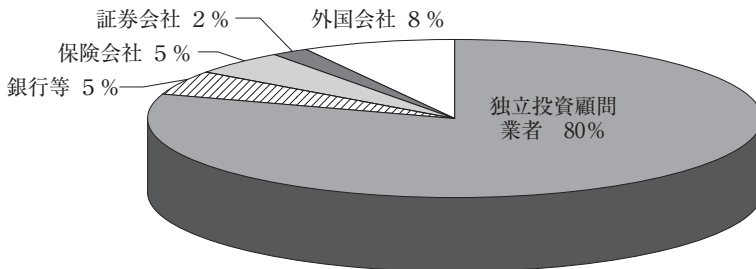


米国投信運用ビジネスへの参画状況

	新規参入会社数	退出会社数	年末現在参加会社数
2013	82	50	823
2014	79	29	873
2015	54	48	879
2016	51	77	853
2017	42	47	848
2018	44	43	849
2019	42	64	827
2020	34	56	805
2021	58	38	825
2022	44	54	815
2023	30	48	797

〔出所〕 ICI, 2024 Investment Company Fact Book.

米国投信運用会社の母体別内訳 (2023年末現在)



〔出所〕 ICI, 2024 Investment Company Fact Book.

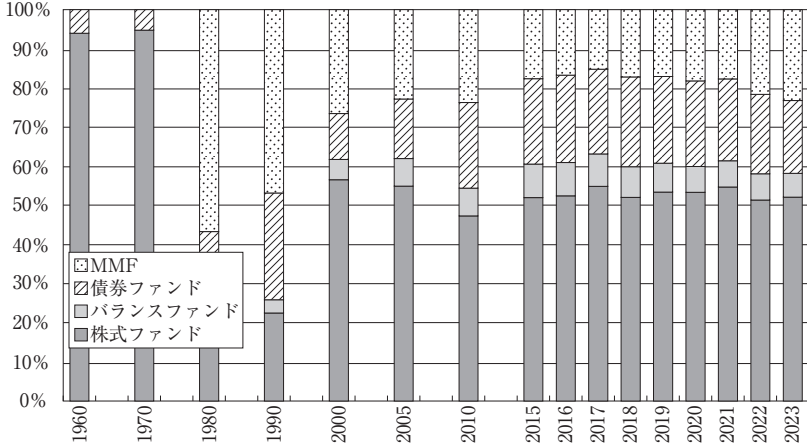
5. 商品 ミューチュアル・ファンドの種類は、大きく分けると株式ファンド、債券ファンド、バランスファンド、MMFの4つに分類される。この商品バラエティが整ったのはMMFが開発された1970年代である。それ以前は株式ファンドと長期債ファンド（およびそのバランスファンド）しかなかったから、投信は金利上昇時にパフォーマンスが低下する（株式も長期債も金利上昇時には価格が下落する傾向がある）という弱みを持っていた。しかし金利上昇に連動してパフォーマンスが向上するMMFの登場により、投資家が選択できる投信の商品の幅が広がった。またMMFは株式市況急変時等に投資家資金の一時待機の受け皿となって、以前のように銀行預金に資金が流出することを防ぐ機能も果たしてきた。

上記の4分類による残高構成比率の推移を長期的に見ると右図の通りである。証券市況の変化などにより構成比率はかなり変動してきている。例えば、1980年代初めの短期金利高騰時にはMMFの比重が高まり（図では省略しているが1981年にはMMFのシェアが約77%を占めていた）、逆に1980年代半ばの金利低下局面においては債券ファンドの残高が急増（1986年には債券ファンドのシェアが約34%に上昇）していた。株価が長期上昇を続けた1990年代からは株式ファンドの比重が高まり、1997年以降、今日まで株式ファンドのシェアは、ほぼ5割以上となっている。MMFについては、2008年のサブプライム・ローン破綻を契機とした株価下落（リーマン・ショック）から安全資産への回帰の動きをうけて増加したものの、その後は減少を続けた。近年は、金利上昇を背景に残高が増加している。一方、2022年以降、債券ファンドの残高は減少している。

2023年末の商品種類別残高状況は右表の通りである。株式ファンドについては投信全体の52.1%を占めており、このうち外国株に投資する「世界株式型」が、株式ファンド全体の22.3%（投信全体の11.6%）を占めている。

商品について特筆すべきは、ETFの上場数及び残高の堅調な増加である。アメリカにおいては1993年にスタートしたETFは、2023年末現在で3,108本のファンドが上場され、その残高は8兆854億ドルに達している。ファンドの種類も、国内株を対象とするもの以外に外国株、債券、商品などを対象とするファンドなど多様化が進んでいる。また、連動対象となる指標が存在せず、ベンチマークを上回る成果を目指すアクティブETFの残高が増加している。

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, 2024 Investment Company Fact Book より作成。

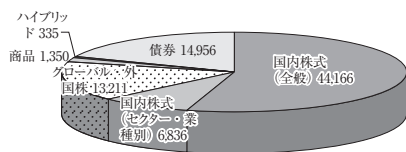
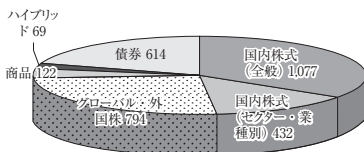
2023年末の商品種類別残高（除くETF）の内訳

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	13,305	52.1%	値上がり追求株式型	2,762	10.8%
			トータルリターン型	7,571	29.7%
			世界株式型	2,971	11.6%
バランスファンド	1,550	6.1%	ハイブリッド型	1,550	6.1%
債券ファンド	4,744	18.6%	投資適格社債型	2,263	8.9%
			ハイイールド債型	322	1.3%
			世界債券型	491	1.9%
			政府債型	361	1.4%
			マルチセクター型	554	2.2%
地方債型	754	3.0%			
MMF	5,919	23.2%	課税債型	5,796	22.7%
			非課税債型	124	0.5%
合計	25,519	100.0%	合計	25,519	100.0%

ETFの本数と金額（2023年末）

〔ファンド数内訳（本）〕

〔残高内訳（億ドル）〕



6. 販売 アメリカの投信の販売は1960年代までは証券会社中心に行われていたが、1970年代から投信会社による直接販売が本格化、1980年代には確定拠出型年金の運用対象としての投信販売開始、1980年代後半から銀行が投信販売に参画、さらに1990年代には証券会社等によるファンドのスーパー・マーケット（多数の投資会社の多様なファンドを並べて顧客に提供する仕組み）もスタートして、投信と顧客との接点は大きく広がっている。近年では、ロボアドバイザーの普及が進んでいる。これは、投資家に対しオンラインを利用して保有資産やリスク許容度、投資目標等の顧客情報を基に、最適なポートフォリオを構築し、対象商品の購入まで提供するサービスである。右表は米国の投信販売方法の歴史的变化を年代別に要約したものである。

投信を保有する家計の購入経路に関する複数回答のアンケートが右の中段の表である。2023年でみると、雇用者退職給付制度経由で投信を保有した家計は73%あるが、それ以外の経路で投信を購入した家計も70%に達する。投資専門家経由が46%、直接販売が28%となっており、米国の家計は多様なチャネルから投信を購入していることが分かる。家計の主たる投信購入経路は右の下段の表である。2023年では雇用者退職給付制度がトップで56%を占める。投資専門家の中では独立ファイナンシャル・プランナーが14%、直接販売の中では投信会社の直販が7%であった。

次に、販売手数料の受取方式について触れると、SECが1980年にファンド資産から販売コストを支弁すること（「12b-1フィー」と呼ばれる経費の徴収）を認めてから大きな変革が起こっている。すなわち販売時には手数料を徴収しないで、代わりに毎年ファンド残高から販売コストを回収していく方法や、解約時に未回収手数料分を徴収する方法などが採用されるようになった。現在は同一ファンドにおいて、これらの異なる手数料徴収方式を併存させている（顧客の選択に委ねている）例が多い。さらに投資家のコスト意識が高まる中で、本格的なノーロード・ファンド（販売時の手数料がなく、毎年の12b-1フィーが0.25%以下のファンド）の残高が2000年以降拡大しており、ICIの調査では長期ファンド残高の内に占めるノーロード・ファンドの比率は2023年に92%に達している。

米国の投信販売方法の歴史的变化

	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	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	証券会社の投信販売意欲減退→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	銀行が参加	401(k) プラン外交本格化		ファンドから残高に対するフィー (12b-1フィー) を收受する方式が始まる
90年代	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	資産管理型営業へ変化	
00年代	個人相手の投資顧問業者など独立 FA が増加		ゴールベース (顧客の目標達成) アプローチの普及	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→ファンドはノーロード化
10年代～20年代		ロボアドの成長		00年代の動きが加速

〔出所〕 杉田浩治, 「世界のオープンエンド投信一〇〇年の軌跡と今後の展開」, 『証券レビュー』第64巻第5号, pp.97-116

投信を保有する家計の購入経路 (複数回答, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
雇業者退職給付制度経由	81	81	80	82	83	81	73	73
雇業者退職給付制度以外	63	64	63	65	63	66	72	70
投資専門家 (合計)	50	50	49	50	47	51	48	46
フルサービス・ブローカー	27	26	27	26	26	29	20	19
独立ファイナンシャル・プランナー	26	26	24	28	22	28	24	23
銀行・貯蓄金融機関	19	18	19	21	17	18	13	12
保険会社	10	11	10	9	9	8	6	5
会計士	6	6	7	7	7	6	3	3
直接販売 (合計)	34	36	33	32	31	35	28	28
投信会社の直販	20	20	19	19	16	18	18	17
ディスカウント・ブローカー	22	24	22	21	21	24	14	15

〔出所〕 ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders" 2016-2023. 2021年までと2022年以降でサンプリング手法が異なる

家計の主たる投信購入経路 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
雇業者退職給付制度	61	60	62	63	59	61	55	56
投資専門家 (合計)	27	28	27	27	29	29	32	31
フルサービス・ブローカー	9	8	9	9	12	10	10	11
独立ファイナンシャル・プランナー	10	11	10	10	8	12	16	14
銀行・貯蓄金融機関	6	6	5	6	6	5	5	5
保険会社	1	2	2	1	2	1	1	1
会計士	1	1	1	1	1	1	0	0
直接販売 (合計)	12	12	11	10	12	10	13	13
投信会社の直販	5	4	5	4	5	3	7	7
ディスカウント・ブローカー	7	8	6	6	7	7	6	6

〔出所〕 ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders" 2016-2023. 2021年までと2022年以降でサンプリング手法が異なる

7. 運用 アメリカの投信の運用は法令（投資会社法，同法に基づくSEC規則，および内国歳入法）の規定の範囲内で，かつ投資家向けの目論見書等に記載した投資目的・投資方針等に沿って行われる。

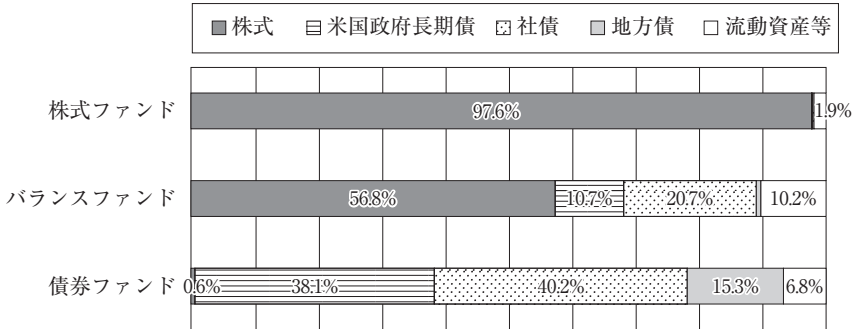
法令で規定している投資制限としては，投資会社法上の分散型投資会社について純資産のうち少なくとも75%の部分につき，1発行会社の発行証券への投資がファンド純資産の5%を超えないこと，1発行会社の議決権証券の10%を超えて保有しないことといった制限がある。またSEC規則の中には，例えばファンドの名称と投資方針の整合性を求める規則（Names Rule）があり，特定の資産に投資することを示すファンド名（産業名，地域・国名など）を用いた場合には，その資産に80%以上を投資することが求められる。一方，MMFについては，保有資産の加重平均残存期間を60日以内とする，組入れ証券を高格付けのものに限定する，ファンドの流動性を一定水準以上に保つ，所定の分散投資要件を守る，ディスクロージャーの徹底などが義務付けられている。また毎日の基準価額を1ドルに固定する方式は，2016年10月から政府債MMFおよび個人向けMMFに限定されることとなった。

さらに，投資制限以外に運用に当たっての行動規制があり，特に利害関係人との取引制限など利益相反を防止するための諸規定が設けられている。

商品別の運用資産内容は右図の通りであり，当然のことながら各商品の性格に沿った運用が行われている。時系列的に見ても，例えば株式ファンドは株式の比率が一貫して9割以上を占めている。

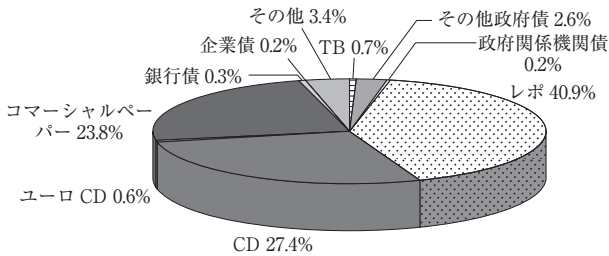
また，アメリカの証券・金融市場における投信の地位は右下図の通りである。株式については全体の33%を広義の投信が保有しており，4半世紀前（1988年）の7%弱に比べ4倍以上に拡大している。アメリカでは，かつてドラッカーが70年代の名著『見えざる革命』のなかで「年金基金が米国経済の資本を支配する」と指摘していたが，現在では極言すれば「投信資本主義」ともいえるべき様相を呈している。CP（コマーシャル・ペーパー）についてもMMF中心に投信が発行残高の22%を保有している。2008年9月に一部のMMFが元本割れを起した際に政府が直ちにMMFの元本保証制度を導入したのも，MMFが決済手段に使われている商品ということのほか，MMFから資金が流出すると短期金融市場に混乱が生じることを懸念した結果であるとみられている。

長期ファンドの資産構成 (2023年末)

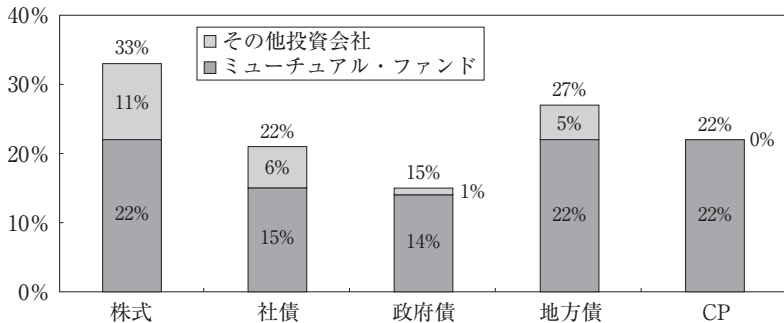


[出所] このページの図はすべて ICI, 2024 Investment Company Fact Book. より作成

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 (2023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 (%)・2023年末)



8. ディスクロージャー アメリカの投信のディスクロージャー（情報開示）制度について、発行開示（募集時の開示）と継続開示（ファンド運用中の開示）とに分けて述べると次のとおりである（概要表を右頁に掲載した）。

(1) 発行開示

1940年投資会社法および1933年証券法の規制を受けるが、前者にもとづくSECへのファンド登録届出書の様式と、後者にもとづくSECへの有価証券公募の届出書の様式が一つ（FORM N1-A）にまとめられている。FORM N1-AはパートA、B、Cで構成されており、このうちパートAの内容を投資家向け目論見書（日本の交付目論見書に相当し全購入者に交付する義務がある）に記載し、パートBの内容を追加情報書（Statement of Additional Information, 略称SAI = 日本の請求目論見書に相当し投資家から請求があった場合に交付する）に記載することとされていた。

しかし、FORM N1-AのパートAをすべて記載した目論見書は数十ページになるため「投資家は読まない、紙の無駄だ」との批判が多かった。そこで、SECは2007年11月に投信目論見書の抜本的改革を提案し、検討・修正を加えて2008年11月に最終案を採択した。2009年3月31日から実施された最終規則の内容は「3～4頁程度の要約目論見書を投資家に交付し、目論見書本体を投信会社のウェブサイトに掲載すれば、目論見書交付義務を満たしたと認める（ただし、投資家から請求があった場合には目論見書本体を紙で送るか、またはe-mailで送付する）というものである。要約目論見書の記載項目は6項目（右頁参照）にしぼる」ことが柱になっており、いわばインターネットの活用により投信目論見書の交付方法を大幅に合理化したといえよう。

(2) 継続開示

ファンドは、SECに対して投資家向け報告書の写しのほか、半期報告書、年次・議決権行使記録報告書、四半期・保有証券報告書を提出する。投資家にはファンドの運用状況を記載した年次および半期報告書が送付される。財務諸表中の保有証券リスト掲載にあたっては、組入れ上位50銘柄およびファンド純資産の1%を超える銘柄だけの要約表でもよく、MMFは組入れ銘柄の記載を省略してもよい（ただし、いずれも株主の請求があれば全組入れ銘柄リストを送る）とされている。

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年法にもとづく 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

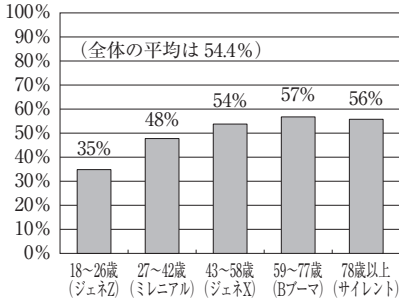
9. 保有者像 FRB（連邦準備制度理事会）の資金循環統計により、2023年末の投信の保有者構成を見ると、長期ファンド（株式ファンド、債券ファンド、バランスファンド）については、個人57%、私的年金（401(k)を含む）26%、金融法人8%、事業法人2%、その他合計で8%となっている。個人中心であって法人の保有は少ないことが分かる。一方、MMFについては個人65%、私的年金3%、金融法人2%、事業法人14%、その他15%となっており、事業法人の余裕資金運用の対象としても活用されていることが窺える。

次に、投信の中心的保有者である個人についての状況を分析してみた。まず、投信がアメリカの個人世帯にどの程度普及しているかをICIの調査によって見ると、2023年現在で54.4%に達している。ちなみに、この世帯普及率は1980年に6%、1990年には25%であったから、投信保有率は過去40数年間に9倍に高まったことが分かる。

ICIの調査結果により個人保有者のプロフィールを種々の観点から眺めて見ると、右図の通りである。2023年末の平均的数値のあるデータにより典型的投信保有者像を描くと（以下、中央値）、年齢は54歳、年収100,000ドル、保有金融資産は225,000ドル、3本のファンドを持っており、その保有額は125,000ドルであった。保有者のうち42%が2000年より前に初めて投信を購入しており、64%が雇用者退職給付制度（employer-sponsored retirement plan）を通じて初めて投信を購入したという。

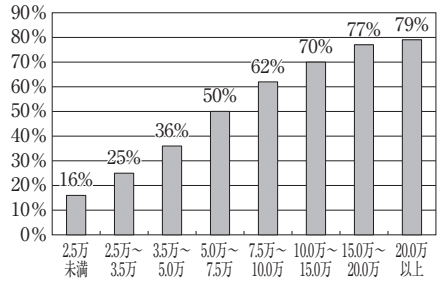
項目別に見ていくと、年齢別保有率では59~77歳のいわゆるベビーブーマー層で57%が投信を保有しており、次いで78歳以上が（56%）、43~58歳（54%）となっている。日本では相対的に高齢者の保有率が高いことと比べると、アメリカでは中高年層で多く保有されているといえる。次に投信保有者の金融資産保有額（投信を含む）を見ると、25万ドル以上の層が49%を占めているが、10万~25万ドル未満が20%、5万~10万ドル未満が12%、5万ドル未満の層も19%を占めており、投信は主に中堅資産家層によって保有されていると見られる。そして、投信の購入目的は「退職に備えて」が9割を超えており、購入目的は非常に明確である。

年齢別投信保有率



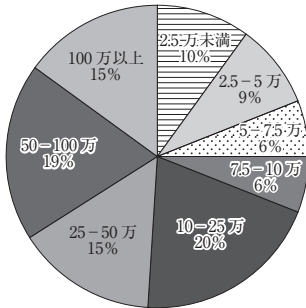
〔出所〕 ICI, 2024 Investment Company Fact Book.

世帯年収別投信保有率 (金額はドル)



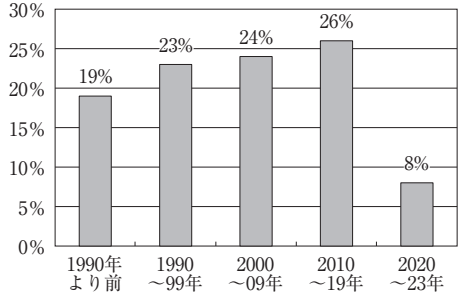
〔出所〕 ICI, *Ownership of Mutual Funds and Shareholder, 2024*

投信保有者の金融資産保有額 (ドル)



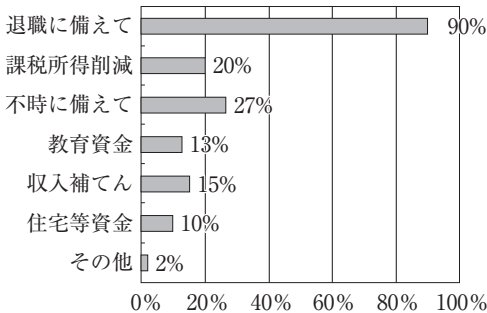
〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*

初めて投信を購入した時期



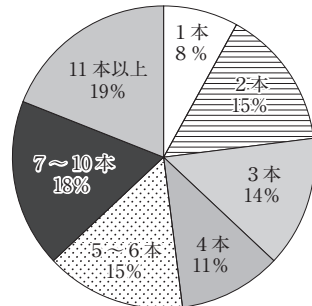
〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*

投信の購入目的



〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*
から筆者が計算

保有しているファンド数



〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*

10. 確定拠出 (DC) 年金と投信 確定拠出 (DC) 年金の資産が急増している。1980年代半ばに5,000億ドルであった職域型 DC 年金資産残高は2023年には10.6兆ドルへ約22倍に拡大し、また IRA (個人型 DC 年金) 資産残高は同じ期間に2,400億ドル程度から13.6兆ドルへ約56倍に拡大した。

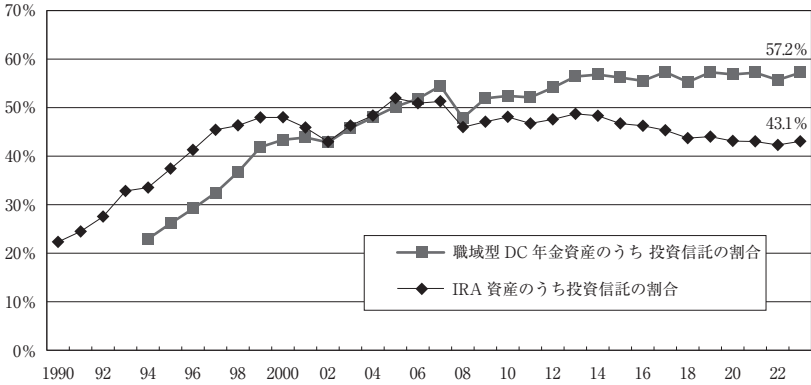
長期・分散投資を特長とする投信は、超長期で運用するこの確定拠出 (DC) 年金に適した投資対象であり、特に1990年代以降、市場シェア (DC 年金資産残高のうち投信により運用されている割合) を高めてきた。1990年から2023年にかけて、IRA 市場における投信のシェアは22%から43%へ、また職域型 DC 年金市場においては投信のシェアが1994年の23%から57%へ拡大した。

この結果、DC 年金プラン (公務員等のプランを含む) による投信保有額は2023年末に約11.9兆ドルに達し、米国投信全体の残高の約47%を占めるに至っている。また、資金の性格上「短期的にはリスクはあっても長期的には高いリターンが期待される株式投信」が利用されるケースが多いため、株式投信については特に DC 年金資金の比率が高くなっている。

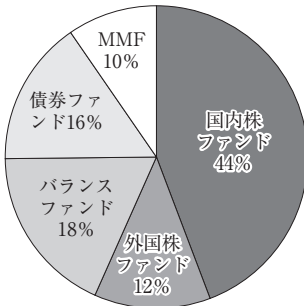
なお、職域型 DC 年金である401(k)については2006年に成立した年金保護法により、401(k)加入従業員の運用指示がなかった場合、「適格投資商品」(デフォルト・オプション) に投資しておけば、企業主など関係者は運用結果について受託者責任を問われないこととなった。そして米国労働省は2007年10月に「デフォルト・オプションをライフ・サイクル・ファンド (注参照)、バランスファンド、投資顧問による運用勘定 (SMA) の三つに限定する」規則を制定した。言い換えると適格投資商品の中に確定利付など元本安定商品を含めなかった。労働省はその理由を「401(k)プランの下での投資は長期であり、元本安定商品は長期で見た場合に三つの商品のような好リターンを生まないため、加入者が退職時に十分な資産形成を達成できない恐れがあること」などを挙げている。この制度改正は株式ファンド中心に投信にとって追い風となると業界では受け止められている。

(注: ライフ・サイクル・ファンドとは、投資家の退職予定時期別に (例えば2030年、2040年など) 数本のファンドを用意し、各ファンドの資産配分を時間の経過 (退職時期の接近) に合わせて安定化させていくファンドである。ターゲット・イヤー・ファンドなどとも呼ばれる。)

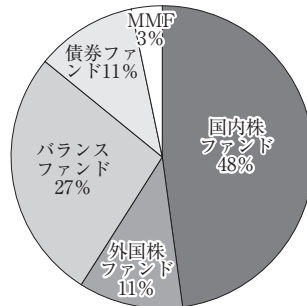
確定拠出（DC）年金資産のうち投資信託で運用されている割合



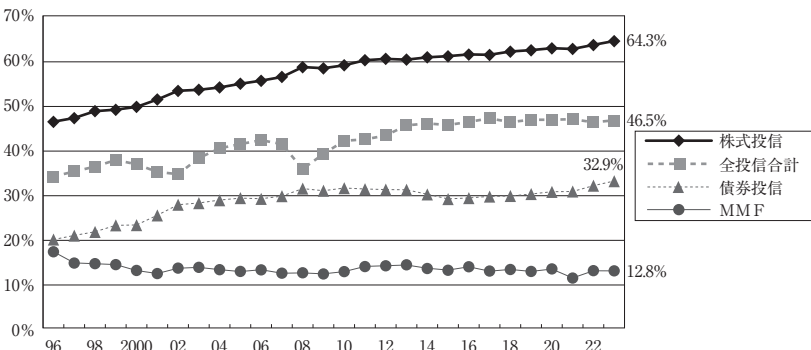
IRA 口座で保有されている投信の内訳 (2023年末)



職域型 DC 口座で保有されている投信の内訳 (2023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, 2024 Investment Company Fact Book.より作成