

日本および世界における 投資信託のグローバル化の動向

杉田浩治

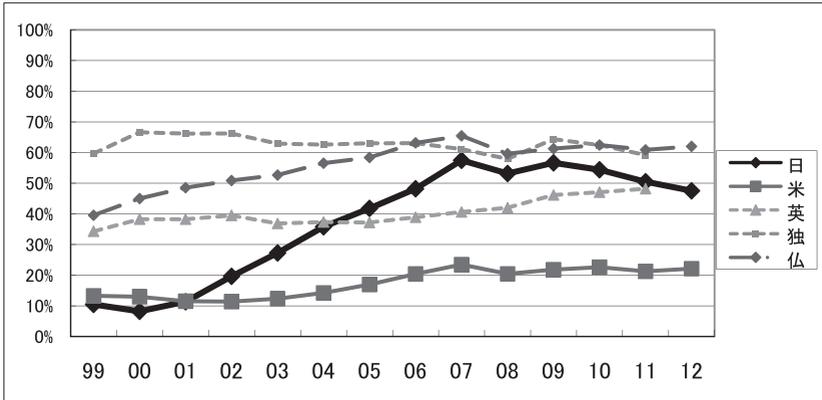
はじめに

世界の投資信託残高は、国際投資信託協会調べで一三年六月末に二七・四兆ドル（同時点のドル九八・八三円で換算して二、七〇〇兆円）に達し、過去一〇年間に二・二倍に増加した。そして、投資信託は世界の金融市場あるいは個人の資産運用への影響を強めている。たとえば、世界の株式・債券の一八％程度は投資信託を通じて保有されていると推定されるし、⁽¹⁾個人金融資産に占め

る投資信託の割合は欧米では年金・保険等經由の保有分まで含めると二割程度に達している。⁽²⁾

その投資信託は近年、資産運用および販売の両面でグローバル化が進展している。本稿は、日本および世界における投資信託のグローバル化の推移と現況を、運用、販売、制度・規制・税制の各側面から比較・分析し、日本の投資信託ビジネスのグローバル化を考えるうえでの参考に資そうとするものである。

図表 1 主要国投信の外国投資比率の推移（株式・債券の合計、各年末）



(注) 図表 1,2 とも日・英・独は運用資産の内訳から計算（日本については外貨建て資産の比率）。

米・仏は資料入手の制約上、外国投資ファンド（仏の債券は非ユーロ債ファンド）の比率である。

[出所] 図表 1,2 とも独はブンデスバンク月報、その他は各国投信協会資料より作成

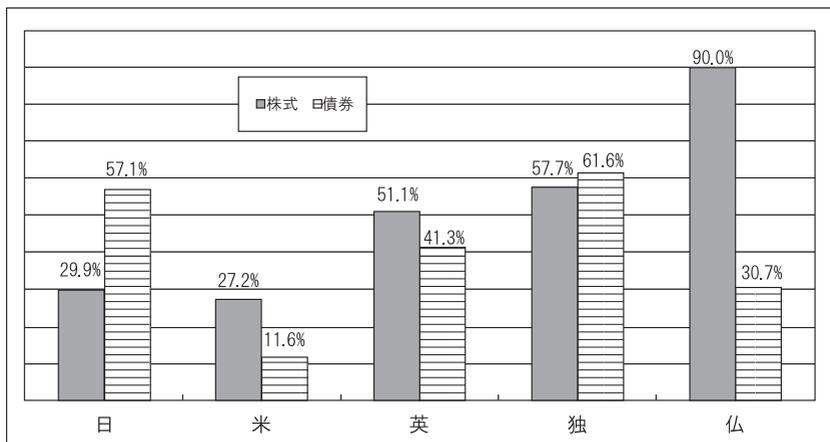
一、資産運用のグローバル化

先ず、投資信託（以下「投信」）の資産運用についてグローバル化の動向を追って見よう。

日本および米・英・独・仏の投信の外国投資比率は二〇〇〇年代に入って図表 1 のように推移してきた（いずれも株式・債券の合計で、日本については外貨建て資産の比率である。計算根拠については図表注参照）

国別に見ると、日本の海外投資が急速に進展したことが目立つ⁽³⁾ほか、米・英・仏も外国への投資比率を高めている。日本については長期にわたる国内株価の低迷と債券の超低利回りを反映していることは言うまでもない。英・仏は投信の規模に比べて自国証券市場の規模が小さいことなどによりと思われる。そして、証券市場規模が大きく証

図表2 株式と債券に分けた外国投資比率
(12年末現在、英・独は11年末現在)



券のリターンも高い米国においても投資家のグローバル志向が高まっていることは注目される。⁽⁴⁾一方、独はもともと外国投資比率が高かった(○年に既に六〇%を超えていた)ことに加え、国内株式市場のパフォーマンスが好調であったため⁽⁵⁾か、外国投資比率は横ばい状態にある。

以上のように、投信の運用においては、ホームカントリー・バイアスは薄れつつあると言えよう。

次に株式と債券に分けて外国投資比率を見ると図表2の通りである。

日本は、債券の外国投資比率が株式の二倍となっているが、他国はおしなべて株式の外国投資比率が債券よりも高い。日本で債券の外国投資比率が高い理由は、毎月分配型ファンドへ多額の資金が流入した(安定的高インカムを求めた)結果と解釈できよう。

二、販売（資金獲得）のグローバル化

資産運用業は、投資家から資金を集め、それを運用して報酬を得るビジネスであるから、運用をグローバル化する一方で、業容拡大のために販売（資金獲得）面でもグローバル化（外国投資家の資金の獲得）を進めることは当然である。

外国投資家の資金を獲得する方法としては、(イ) 自国で販売しているファンドを外国でも販売する（ファンドの輸出）、(ロ) 現地で当該国の法制・税制にもとづいたファンドを設立し販売する、(ハ) 外国ファンドの運用の外部委託を受注する（サブアドバイザーになる）という二つの方法が考えられる。

以下、販売（外国投資家の資金の獲得）につい

てグローバル化の現況を見る。

(イ) ファンドの輸出入の進展度

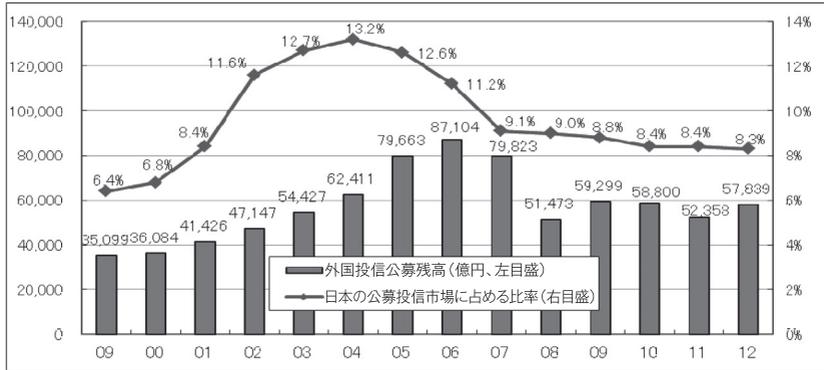
先ず日本における外国投信公募残高（ファンド輸入残高）の推移を見ると図表3の通りである。ゼロ年代半ばにかけて外国投信の販売は急増し、金額では〇六年に過去最高の八・七兆円に達し、国内投信と合わせた日本の公募投信市場全体に対する割合では〇四年末に過去最高の一三％を記録した。その後は円高の影響などもあって減少しているが、一二年末現在でも五・八兆円の残高があり、日本の公募投信市場全体の八％を占めている。

次に、主要国における外国籍投信の販売残高を一二年末現在で比較すると図表4の通りである。

欧州諸国については、投資信託についてのEUT統一基準である「UCITS⁶⁾に関する指令」の条件

日本および世界における投資信託のグローバル化の動向

図表3 日本における外国投信公募残高と公募投信市場全体に占めるシェア



(注) 日本の公募投信市場に占める比率は、(公募国内投信残高+外国投信公募残高)に対する外国投信公募残高の比率である。〔出所〕投資信託協会、日本証券業協会資料より作成

図表4 主要国の投信市場に占める外国投信の割合(12年末)

	国内籍ファンド 残高 (A)	外国籍ファンド 残高 (B)	合計 (C)	外国籍ファンド 比率 (B)÷(C)
日	64.1兆円	5.8兆円	69.8兆円	8.3%
米	130,452億ドル	na	na	na
英	6,091億ポンド	495億ポンド	6,586億ポンド	7.5%
独	2,483億ユーロ	3,693億ユーロ	6,176億ユーロ	59.8%
仏	11,165億ユーロ	2,010億ユーロ	13,175億ユーロ	15.3%

〔出所〕日本は投資信託協会・日本証券業協会資料より、英・独・仏はEFAMA FACT BOOK 2013掲載の「国内籍UCITSの残高」と「外国で設立し国内業者がプロモートしているファンドの残高」より作成。

を満たすファンドはEU域内のどこでも販売できる（「ファンドパスポート」と呼ばれる）制度になつてゐるため、外国籍投信比率が比較的高い。

一方、米国については、外国籍ファンドの販売残高統計を得られなかつたためnaとしてゐるが、実態的にはゼロに近いと見られる。なぜなら米国では一九四〇年投資会社法七条(d)項により原則として外国投信の公募を禁止してゐるからである（米国は、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つてゐる）。

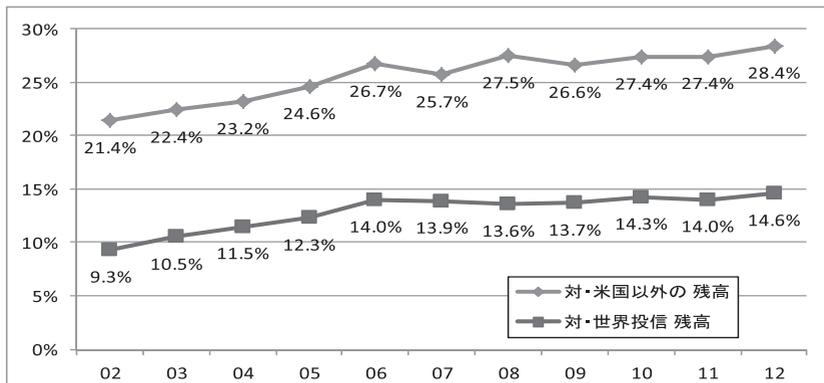
なお、世界全体におけるファンド輸出入の進捗度を測るには、もっぱら外国で販売することが想定されているオフショアファンドの設立基地国のファンド残高をもつて「世界におけるファンド輸出入」の概数と捉えることができるかもしれない。

い。

そのオフショアファンド設立基地国としては英領のケイマン諸島等も有名であるが、筆者が残高統計を得られたのは国際投信協会加盟国であるルクセンブルグとアイルランドである。この二か国の投信残高の世界全体の投信残高に対する割合は図表5のように傾向的に上昇してきた。一二年末では一四％を超えてゐるほか、前述のように実質的に外国ファンドの販売を禁止してゐる米国を除いた（すなわち外国ファンドの販売が可能な国の）投信残高に対する割合では三〇％に接近してゐる。

また、ルクセンブルグ投信協会の依頼により、Spence Johnson 社が欧州の資産運用会社（米国籍会社を含む四九社）およびサービス提供会社・投信販売会社（二社）を対象に行つた調査報告書⁽⁸⁾によれば、調査対象となつた欧州の投信運用会社

図表5 ルクセンブルグ・アイルランド籍ファンドの世界における比重



[出所] 国際投信協会資料より計算

は、一二年現在で平均一八市場でファンドを販売しており、三年後には販売対象市場は二二市場に増加するだろうと見ている。

以上のように、ルクセンブルグ・アイルランド籍ファンドを中心に、国境を越えたファンド販売は増加していると見ることができよう。⁽⁹⁾

(ロ) 現地（進出対象国）でのファンド設立の進展
度

次に、各国投信市場において外資系会社が設定しているファンドの規模がどの程度になっているかを見よう。

先ず日本について、一二年末現在で日本のETFを含む公募証券投信残高六四・一兆円のうち在日外資系投信会社が設定しているファンドの残高を計算すると九・六兆円、全体に占めるシェアは一五%であった。同様の計算を米・英について

図表6 日・米・英における外資系投信運用会社上位10社

日本	米国	英国
フィデリティ投信 ビクテ投信投資顧問 JPモルガン・アセット・マネジメント UBS・グローバル・アセット・マネジメント アムンディ・ジャパン ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント レッグ・メイソン・アセット・マネジメント ドイツエ・アセット・マネジメント HSBC投信 イーストスプリング・インベストメンツ	Deutsche Asset Management AXA Equitable Funds Natixis Global Asset Management ING Funds UBS Global Asset Management Allianz Global Investors Fund Mana HSBC Funds Aberdeen Asset Management Allianz VIP Trust TD Asset Management USA Inc.	Invesco Perpetual BNY Mellon Fund Managers Fidelity Worldwide Investment BlackRock Investment Management (UK) First State Investments (UK) Ltd AXA IM UK Limited HSBC Global Asset Management (UK) JP Morgan Asset Management Santander Asset Management (SAM UK) Vanguard Investments UK

[出所] 各国投信協会資料より作成

行ったところ、米は四％、英は二九％と推計された（なお、米国についてはICI Investment Company Fact Book 2013は、一二年末現在、会社数ベースで五％が外資系と記述している）。

ちなみに、日・米・英における外資系投信会社の運用資産額トップテンの会社名は図表6の通りである。太字は日本で上位一〇に入っていると、米・英のいずれか（あるいは両方）でも外資系として上位一〇位に入っている会社名である。当然のことながらビジネスをグローバルに展開する大手資産運用会社によって占められており、米・英市場の上位に日本の会社の名はない。⁽¹⁰⁾

(ハ) 運用の外部委託受注の進展度

外国投資家の資金を獲得する方法として、外国で自社ファンドを販売する訳ではないが、一一八頁で述べた(ハ)外国ファンドの運用の外部委託を受

注する（サブアドバイザーになる）方法がある。

諸外国の投信について外資系会社への運用委託がどの程度行われているかのデータを筆者は入手できていない。日本については、野村総合研究所が十三年六月末現在で追加型株式投信および長期公社債投信（合計六〇・五兆円）を対象に集計した概算値がある。それによると、集計対象ファンドのうち、運用が外資系のサブアドバイザーに委託されている部分が四五％あり、在日外資系投信会社が設定しているファンドの資産（一八％）と併せると、実質的にはこれらファンドの六三％が外資系会社によって運用されているとのことである。

このように、サブアドバイザーの形でも外資系運用会社の日本進出は進んでいるが、反対に日本の投信会社が外国で販売されているファンドのサブアドバイザーになっている事例は殆どないと筆

者は推測している。

三、制度・規制・税制のグローバル化

次に投信の制度・規制・税制がどの程度グローバル化（国際的に共通化）しているかを見よう。図表7は、日・米・欧の投信について制度・規制・税制を比較したものであり、国によってかなりの差が存在していることが分かる。

(イ) 制度

投信を集団投資スキームとして広義に捉えれば、「オープンエンド型」と「クローズドエンド型」とに分かれる。⁽¹⁾しかし、狭義にはオープンエンド型が投信と位置付けられており、これは世界共通の認識となっている。本稿の冒頭で記述した

図表7 投信の制度・規制・税制の国際比較

		日本	米国	欧州
制度	ファンドの形態(1)	契約型	会社型	契約型と会社型が並存
	ファンドの形態(2)	追加型と単位型	追加型	追加型が主流
規制	運用会社の設立・営業規制	登録制	登録制	認可制
	ファンドの設立・公募規制	届出制	登録制	認可制
	ファンド組成の規制	クラス別シェアは不可	クラス別シェアも可能	クラス別シェアも可能
	運用上の規制 (例として1会社株式への投資制限を掲げた)		(分散型投資会社の要件)	
	・分散投資を徹底するための ファンド純資産に対する 投資制限	法的規制なし	1会社の発行証券へは 5%以内	1会社の発行証券へは 5%以内が原則
	・会社支配を排除するための 企業の発行株式総数に 対する制限	1投信会社全体で50%以内	1ファンドで10% 以内	発行体の経営に重要な影響 を与える議決権を持つ株式 を保有できない
	販売手数料	自由化されている (同一ファンドについて、販売 会社により、また顧客により異 なる手数料率を適用することも 可能)	目論見書記載の販売価格以 外で販売することは違法	UCITS指令には記述がない
収益分配	インカム・キャピタル実現 のほか、評価益も分配可能	評価益は分配不可能	UCITS指令に制限規定はない。英・独・仏は、評価益 は分配不可能(英・仏は実 現益も分配不可能)。	
税制	ファンド段階	利益留保可能(非課税)	利益留保は実質的に不可能 (留保すれば課税される)	英・独・仏は、キャピタル ゲインの留保可能(非課 税)
	投資者段階	株式投信は株式並み、 公社債投信は公社債並み	収益の源泉(利子・配当 ・キャピタルゲイン)別 にそれぞれの税制を適用	国によって大きく異なる

(注) 欧州の規制は「UCITSに関する指令」をベースに作成(収益分配については規定されていないため3か国について例示)

〔出所〕投資信託協会「世界の投資信託」(2002)ほか諸資料を参考に筆者作成

国際投信協会の世界投信統計もオープンエンド型証券投資ファンドのみを集計対象としており、本稿においても図表7を含めてオープンエンド型証券投資ファンドについて記述している。

さて、投信制度（ファンドの形態）には、信託契約等に基づいて運営される契約型（Contractual Type）と株式会社に類似した形で運営される会社型（Corporate Type）がある。

日本は契約型、米国は会社型を採用し、欧州は両者が併存している。この相違は各国の投信導入時の経緯（たとえば日本は英国のユニット・トラストに範をとって投信制度を導入したため契約型が採用された）などにより生じており、現在もその差は残っている。最近の傾向としては英国が九〇年代後半から会社型も導入するなど、会社型が主流になりつつある。しかし、両者の違いは主にファンドのガバナンス（会社型の場合は株主総会

や取締役会が存在するなど）にあり、投資家から見て「資金を投資してリターンを得る金融商品」という点で大きな差はないと筆者は考えている。

なお、ファンド形態のもう一つの区分である単位型と追加型¹²⁾については、世界的に追加型が主流であり、日本も投信導入時（五一年）に預金に近い単位型をとった特殊性から脱却して、九〇年代半ば以降は追加型が主流を占めるに至っている。

(ロ) 規制

規制については、図表7に見る通り国によってかなりの差が見られる。たとえば運用会社の営業とファンドの公募について、欧州ではどちらも監督当局の認可を要するのに対し、米国はどちらも登録制、日本は運用会社の営業は登録制、ファンドの公募は届出制である。

資産運用についても、たとえば信用リスク規制

として米国や欧州はファンド純資産に対する一事業体への投資制限があるが、日本は法的規制がなかったという違いがある（日本でも、一二年の金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」の報告を受け、信用リスク規制の導入が検討されている）。

一方、商品設計にあたって、欧米では販売手数料前取り口・後取り口などの「クラス別シェア」の発行が認められているが、日本は認められていない。反対に収益分配方法については、日本がキャピタルゲインについて実現売買益のほか評価益も分配に充てられる点で、米・英・独・仏より自由度が高い（ただし図表7では触れていないが、EU域内でもルクセンブルグなどは規制が緩やかなことは良く知られている通りである）。

以上のような、投信規制の目的は主として投資家保護に置かれているが、投信の規模の拡大に

伴って、最近（特に〇八年のリーマンショック以降）は、世界の金融システムへの影響を防ぐ目的からの規制が強化される傾向にある。各国の証券監督機関等から構成される国際機関であるIOSCO（証券監督者国際機構）が集団投資スキームについて最近取り上げたテーマを見ても、MMFについての政策勧告（一二年一〇月）、集団投資スキームの流動性リスクの管理（一三年三月）、ETFの規制原則（一三年六月）などが含まれており、こうした事項については規制の世界共通化が進んでいる。

(ハ) 税制

次に税制は、各国の主権にかかわる事項だけに、規制以上に国による相違が大きく、EU域内においてすら一致していない。¹⁴⁾

税制は、当然のことながら投信販売（資金獲

得)のグローバル化の方法にも大きな影響を与える。筆者は九〇年代前半に米国最大手の投信グループの運用会社の社長から「日本は、外国投信会社がもっと容易に投信業界に参入できるようなべきだ」と言われたことがある。私が「日本は七〇年代から外国投信の販売を自由化している。米国のファンドを持ち込んで販売すればよいではないか」と言ったところ、彼は「我々は日本に投信会社を作って日本の法律に基づいたファンドを設立することにより、日本の税制が適用されるファンドを販売したいのだ」と主張していた。ファンド内に利益を非課税で留保できる日本の税制と、ファンド内に利益を留保すればファンド段階で課税される米国の税制の違いを強く意識していたようであった。欧州においてもルクセンブルグ・アイランドのファンド残高が多い背景には、ファンド設計の自由度が高いこととともにファンド税

制が意識されていることは周知の通りである。

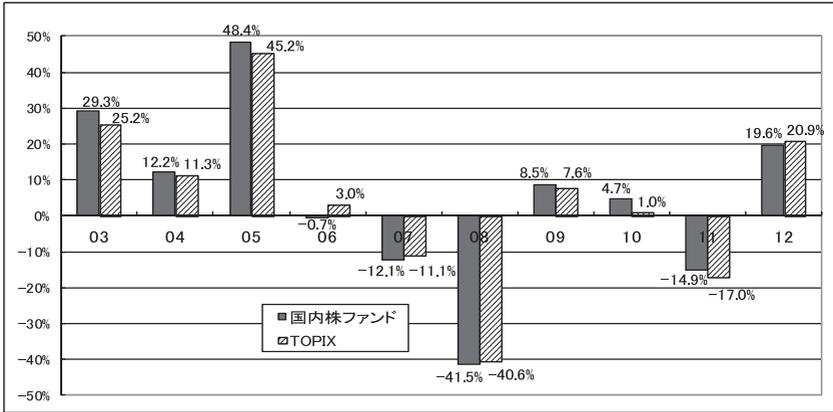
四、投資家にとっての投信グローバル化の意義

ここまで見てきたように、近年、世界の投信は、規制等の差はあるものの資産運用や販売面でグローバル化が進展してきた。これは投資家にとってどのような意味をもつのであろうか。

筆者は、資産運用のグローバル化は投資家にとって投資機会の拡大を意味し、販売のグローバル化(国内市場への外国業者の進出等)は競争の促進により運用パフォーマンスの向上に資すると考える。

たとえば、日本のバブル崩壊後の株式市況の長期下落、超低金利状態の継続の中で、もし海外投資の路がなかったら、日本の投信パフォーマンス

図表8 日本の国内株ファンドのパフォーマンス（TOPIXとの比較）



（出所）国内株ファンドはモーニングスターインデックス（分配金再投資、単純平均）、TOPIXは東京証券取引所（配当込みTOPIXの投資収益率）

は惨憺たるものであったろうし、毎月分配型ファンドも存続できなかったであろう。

また、日本の投信市場への外国運用会社の進出も日本の投信パフォーマンスを好転させる効果を生んだと考えられる。参考データとして、過去一〇年間の日本の国内株ファンドのリターンをTOPIX（東証株価指数）と比べると図表8の通りである。ファンドのリターンがTOPIXを上回った年が六年、下回った年が四年であった。一〇年間の年平均リターン（単純平均）はファンドが五・三％、TOPIXが四・六％と計算され、ファンドが上回っている。

八〇～九〇年代頃までに比べると日本の投信パフォーマンスは株価指数との相対比較で大きく改善したと筆者は感じて⁽¹⁵⁾いる。パフォーマンスが以前に比べ好転した理由は幾つかあるが、最大の要因は、九〇年代中頃からの外資系投信会社の参入⁽¹⁶⁾

増や、九八年の銀行窓販開始等による投信の製販分離の進展（オープン・アーキテクチャー化）のもとで、投信会社間の競争が激化し、各投信会社の運用体制が充実したことにあると考える。

以上のような投信の運用・販売のグローバル化が投資家にもたらすメリットは、日本だけでなく世界共通に存在すると指摘できよう。

五、まとめと日本の業界への示唆

(イ) まとめ

以上述べてきたことをまとめると次の通りである。

- ① 投信の資産運用のグローバル化は世界的に進行しており、日本を含む先進五か国で資産の二〇～六〇%程度が外国へ投資されている。
- ② 販売（資金の獲得）面では、欧米の有力運用会

社を中心に、進出対象国に子会社を設立して現地ファンドを設定するなどの動きが進んでいる。日本は海外にほとんど進出していない一方で、国内籍ファンドの運用はかなりの部分が外国会社に委ねられている。

③ 規制については、EU域内を除いては国によってかなり異なる状況にある。ただし世界金融システムへの影響の観点からMMF等について規制の強化とともに共通化が図られている。税制については各国の差が大きい。

このような投信のグローバル化について、投資家にとって望ましい究極の理想像は、「世界中の人々が、世界中のファンドを、世界中の業者から自由に購入できるようになること」であろう。そうなれば、現在世界で四万本もあるファンド数が減ってコスト削減効果も期待できよう。その方向に進むためには、EU域内だけ、あるいはアジア

域内だけといったブロック内の共通化ではなく、ブロックを越えて正に地球ベースでファンダ輸出入や業者参入の自由化が進むことが望ましい。この観点から見れば、同一のETFが世界の多くの取引所に重複上場されることは、「同一商品が国境を越えて幅広い人々に提供される」という点で意義深い。今後、ETFは投信商品の世界共通化に大きな役割を果たす可能性がある。

(ロ) 日本の業界への示唆

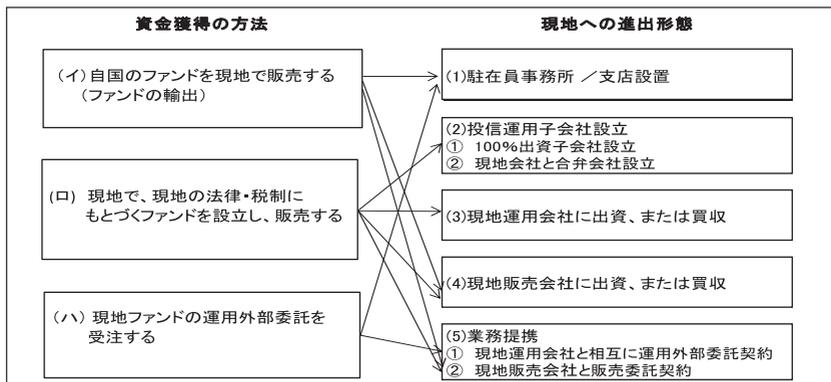
前述のように、日本については資産運用のグローバル化がすすみ、販売面で海外からの進出は盛んであるが、日本の業者の海外進出（海外投資家の資金獲得）は遅れている。日本の業界が「失われた二〇年」の中で海外進出どころではなかったという事情もあるが、最大の要因は日本の運用業者が力を発揮できる主素材である日本株・日本

債の魅力が薄かったことにある。

しかし、一二年秋から状況は大きく変わった。世界の投資家は日本株にも眼を向けている。この変化を更に推し進めるためには、日本株の投資価値を一層高めることが欠かせない。投信会社は機関投資家として日本版スチュワードシップ・コード⁽¹⁷⁾の履行等を通じ、日本企業のROE向上などに貢献すべきであろう。急がば回れで、それが自分達のビジネス拡大に繋がることになる。一方、日本債についても経済がデフレを脱却すれば利回り水準の訂正を期待できよう。

以上のように、日本の投信会社が海外投資家の資金を獲得できる可能性は生まれつつある。もちろん、既にグローバル・ネットワークを構築済みの欧米有力会社と太刀打ちするには多大の努力を要するが、日本が地理的有利性を持ち、投信市場の潜在成長性も高いアジア⁽¹⁸⁾で進出の可能性を探る

図表9 投信会社の海外進出（海外投資家の資金獲得）の方法（例）



[出所] 筆者作成

ことなどが考えられよう。

折から「アジア地域ファンドパスポート」構想が打ち出されている。¹⁹⁾これは前述したEUにおけるUCITSファンドパスポートのアジア版というべきもので、アジア・オセアニア域内で投信ビジネスの共通化・自由化を進めようとする試みである。オーストラリア・ニュージーランド・韓国・シンガポールが音頭をとって各国に呼びかけており、一六年一月にプログラム開始が計画されている。幅広い国々が参加して実現すれば、日本の投信会社にとってもアジア進出の大きな支援材料となる。

最後に、投信会社の海外進出の方法について一般論を例示すると図表9の通りである。資金獲得の方法を左側に、それを実現するための現地進出形態の選択肢を右側に掲げてみた。左側と右側をどう結ぶかについては種々の考え方があがるが、筆

者なりに繋いでみた。

この中で、海外資金獲得の第一ステップとしては、(5)①の現地運用会社との業務提携、すなわち現地ファンドの運用外部委託を受注する↓その方法として現地運用会社と相互に運用委託契約を結ぶ(たとえば日本株に投資するインド籍ファンドの運用を受注する代わりに、インド株に投資する日本籍ファンドの運用を現地会社に委託する)といったことが候補として挙げられよう。

(注)

(1) 世界全体の投資信託残高は一二年末現在、国際投信協会調べで二六・八四兆ドルであった。一二年末現在の世界の株式時価総額は世界取引所連合調べで約五五兆ドル、債券発行残高はBIS調べで約九六兆ドル、両者合計残高は一五一兆ドルであるから、世界の有価証券発行残高の一八%が投資信託を通じて保有されていると見ることができよう。

(2) 米国ICI発行の2013 Investment Company Fact Bookは、一二年現在で、確定拠出年金による保有分を含めて投

資信託は米国家計金融資産の二三%を占めていると述べている。またEFAMA FACT BOOK 2013によれば、ユーロエリアにおいて、一二年現在で個人が直接保有する投信の個人金融資産に占める比率は八・四%である。しかし、同書掲載データにより、個人金融資産の三七・一%を占める保険・年金が保有する投信の金額を加えると、ユーロエリアにおいて個人金融資産に占める投信の比率は二〇・〇%と計算される。なお日本について同様の計算をすると、個人金融資産に占める投信の比率は五・二%となる。

(3) 図表1においては、日本外国投資比率が一〇年以降に低下しているように見えるが、ここには、近年増加した「円建て外国籍ファンドを組み入れるファンド・オブ・ファンズを通じて外貨建て資産に投資している部分」が入っていないことの影響がある。実質的な海外投資比率はもっと高いと推定される。

(4) 米国株式投信の販売額から解約額を差し引いた資金純増減額で見ると〇五年以降、海外株式ファンドの方が国内株式ファンドより純増額が多い、または純減額が少ない状態が続いている。

(5) 二〇〇〇年初、すなわち九九年末の各国株価を二〇〇〇とすると、一二年末の株価は日本が四九・九、米が九七・一、英が八五・一、仏は六一・一であるのに対し、独は一〇九・四となっている(日はTOPIX、米はSP500、

日本および世界における投資信託のグローバル化の動向

- 英はFTSE100、独はDAX、仏はCAC40種により計算。
- (6) UCITSはUnderrakings for Collective Investment in Transferable Securities（譲渡可能証券への集合投資事業）の略。
- (7) たとえば、日本証券業協会統計により日本で公募されている外国投信の設立国別内訳を見ると、一三年三月末現在でルクセンブルグ籍が四四・九%、ケイマン諸島籍が四〇・五%を占めてゐる。
- (8) Spence Johnson "Trends in Cross Border Distribution" September 2012
- (9) ただし、オフショアファンド基地国のファンドの中には、たとえばドイツの運用会社が、ファンド設計上の自由度が高いルクセンブルグに設立したうえ、ドイツに持ち帰って販売している（「Round-trip」と呼ばれる）ケースがある。前述の日本の外国投信販売残高五・八兆円についてもMMF中心に少なくとも一兆円程度は日本の投信会社の海外現地法人によって運用されていると見られる。したがって、ルクセンブルグとアイルランドのファンド残高を、「世界の投信会社が獲得している外国投資家の資金の量」と見ることはできない。
- (10) 米・英について運用会社別・投信資産額データを見ると、わずかに米国において野村アセットマネジメント米国現法
- が運用資産二〇八百万ドルで、集計対象三一二社のうち二三九位にランクされている（全体に占めるシェアは〇・〇〇二%）のみである。
- (11) 「オープンエンド型」はファンド持分の追加発行および買い戻しが純資産価値により常時行われるタイプであり、「クローズドエンド型」はファンドによる持分の買戻しは行われず、取引所等において需給を反映した価格にもとづいて持分の売買が行われるタイプである。
- (12) 「単位型」はファンド発足前の募集期間のみに元本価格で資金を受け入れ、その後は追加資金を受け入れないタイプであり、「追加型」はファンド発足後も引き続き時価で追加資金を受け入れるタイプである。
- (13) ただし、投信の課税方式として、ファンド段階は非課税・投資家段階で課税とすることにより二重課税を排除していることは各国共通である。
- (14) 欧州においては、UCITS指令の改正により「国境を跨いでファンド合併」が制度的には認められたが、実際には税制の違いがネックになって進展していないと言われる。
- (15) 九〇年代前半までの日本の投信パフォーマンスについては、日本投資信託制度研究所発行『ファンドマネジメント』一九九六年夏号に「株式オープンのパフォーマンス推移」の図が掲載されている。原数字が不明のためここに引用で

きないが、特に八九年までの上昇相場においてファンドのリターンが日経平均株価を大きく下回っていたことが示されている。

- (16) 日本の投信パフォーマンス好転の要因として、(イ)商品性格の明確化により追加型株式投信の運用目標が絶対収益ではなくベンチマークを上回ることに集約され株式組入比率が高位に維持されるようになったこと、(ロ) 二〇〇〇年四月からの税制変更（平均信託金方式から個別元本方式へ）にともない、追加設定価額が税引基準価額から税込基準価額に変更され、追加設定に伴う純資産価値の希薄化（税込基準価額の低下）がなくなったことも挙げられる。

- (17) 「日本再興戦略」（平成二五年六月一四日閣議決定）の中で「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる。」と記載されたことを受け、金融庁に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が設けられ、一三年一二月二六日に報告書（「責任ある機関投資家」の諸原則（案））が発表されている。

- (18) アジアの投信市場については、杉田浩治「アジア・オセアニアの投資信託市場」（日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇一三年一月号）を参照頂きたい。

(19) "Statement of Intent on the establishment of the Asia Region Funds Passport" http://www.apec.org/~media/Files/Groups/FMP/20130923_ARFP_SOI_Signed.pdf

（すぎた こうじ、当研究所特別嘱託調査員）