

わが国の投資信託産業

—制度の失敗—

米澤 康博

要 旨

わが国の株式投信が、なぜかくも長い間低調であったのかに関しては何かメカニズム・デザインの点から見て致命的な欠陥があるとしか考えられない。本論文ではこのような問題意識のもとでわが国の投信、特に株式投信に焦点を当て、そのメカニズム・デザイン上の欠陥を理論的に明らかにすることを目的とする。その際、本論文では、それを運用を司るファンド・マネージャーの知識、技量のなさ、等の短絡な原因に帰着させるのではなく、なぜ、成果の良いファンドを作るインセンティブがないのか、あるいはそれを妨げる要因は何か、の視点から産業組織論的に明らかにすることを目的にしている。

インセンティブの側面からみた場合、わが国の株式投信においては大きく三つの失敗があると考えられる。第一は、ファンド・マネージャーの給与体系が成功報酬体型になっていない点である。第二はファンドを作成する投信会社とそれを販売する証券会社との利害が一致しないことによる利益相反の点である。第三は投信市場における情報の非対称性に基づく問題点である。これらの諸問題によって「成果（品質）が良いファンドが必ずしも良く売れるとは限らない」が生じ、その結果、ファンド・マネージャーの「成果の良いファンドを作るインセンティブが十分ではなくなる」という致命的な状況をもたらしていると考えられる。

この論文での主旨は以上であるが、本論文では簡単なモデルによって以上の三つの失敗のうち第二、第三の問題を理論的に分析することにする。この問題点を解決する方法としては、販売を司る証券会社の交渉力を弱め、販売手数料を下げることが必要である。そのためには投信の販売ルートを拡大する、すなわち投信販売に新たに金融機関等を参入させる必要があり、この参入によって販売手数料は下がると考えられる。手数料が下がることによって供給されるファンドも厳選され、その成果は高まることが期待される。

同時に、投信の成果を評価する評価機関の設立も必要である。この評価によって成果の悪いファンドはいくら強引にマーケティングを行っても売れないようにする必要はある。

目次

- I. はじめに
- II. 投信会社と証券会社との利益相反
 - 1. 手数料体系
 - 2. 基本モデル
 - 3. 手数料率と投信産業の成果
 - 4. 投信産業の成果を高める手段としての販売方

I. はじめに

我が国の投資信託（以下、投信と略称）は一改革が終了し、新たな時代を迎えている。しかし、日本版ビッグバンが提唱され、多くの金融業務の改革（自由化）が必要不可欠になっている現在、投信もこの改革で問題が解決された訳ではなく、むしろ更なる改革が必要な金融業の最前線にいると理解する必要がある。何故なら、今後、金融業の主たる機能が「資産管理サービス」の提供にあるとするならば、投信会社はまさにそのサービスを提供すべく主要な主体であるからであり、今後の金融業のコアの一つにならなければならないからである。

ある程度の改革は進んだものの、投信、中でも株式投信の現状には依然厳しいものがある。バブルの崩壊以降、その残高は減少しており、特に米国の活況さと比較すると対照的である。株価が下落、低迷する中でその需要が減少することは致し方ない点があるとしても、それ以前の過去を振り返ってみてもバブル時の一時期を除けば、わが国の株式投信はその期待とは裏腹に長期低調傾向であった点は大問題である¹⁾。

ファイナンスの基礎理論からみれば理想的な金融商品として位置づけられるべく株式投信が、なぜかとも長い間低調であったのかに関しては少なくとも理論的には「パズル」であり、

- 法の多様化政策
- III. 情報の非対称性と評価機関
 - 1. レモンの市場
 - 2. 評価機関の設立
- IV. おわりに
- 数学付録

何かメカニズム・デザインの点から見て致命的な欠陥があるとしか考えられない。本論文ではこのような問題意識のもとでわが国の投信、特に株式投信に焦点を当て、そのメカニズム・デザイン上の欠陥を理論的に明らかにすることを目的とする。これまでわが国の株式投信の成果（パフォーマンス）をファイナンス理論ののっとなって評価した論文はいくつかあるが、それらの多くは総じて「成果が悪い」までは報告しているものの、その原因に関しては推測の域に留まっているものが多い²⁾。すなわち、それら実証分析は重要な情報を提供しており貴重な分析ではあるが、わが国の株式投信の成果が悪いことが既成の事実となった以上、その次の研究としては何故悪いのかを経済学的に分析する必要がある。以下では、それを運用を司るファンド・マネージャーの知識、技量のなさ、等の短絡な原因に帰着させるのではなく、なぜ、成果の良いファンドを作るインセンティブがないのか、あるいはそれを妨げる要因は何か、の視点から産業組織論的に明らかにすることを目的にしている³⁾。

インセンティブの側面からみた場合、わが国の株式投信においては大きく三つの失敗があると考えられる。第一は、ファンド・マネージャーの給与体系が成功報酬体型になっていない点である。第二はファンドを作成する投信会社とそれを販売する証券会社との利害が一致し

ないことによる利益相反の点である。第三は投信市場における情報の非対称性に基づく問題点である。これらの諸問題によって「成果（品質）が良いファンドが必ずしも良く売れるとは限らない」が生じ、その結果、ファンド・マネージャーの「成果の良いファンドを作るインセンティブが十分ではなくなる」という致命的な状況をもたらしていると考えられる⁴⁾。

この論文での主旨は以上であるが、本論文では簡単なモデルによって以上の三つの失敗のうち第二、第三の問題を理論的に分析することにする。第一の失敗を割愛する理由は、その失敗がどのような経路をもって投信の成果に対してマイナスの影響を与えるかに関してはかなり直感的に明らかであるうえに、この問題はどちらかと言うと金融・証券の問題よりは労働市場の問題であり、さらにこの失敗に関しては既に何人かの研究者によっても指摘されているからである⁵⁾。

以下、第2章では、基本モデル、すなわち投信会社と証券会社との利害が反する、を提示し、そこでは販売を行う証券会社の主導で必要以上に多くのファンドが設定され、その結果、その成果が悪くなることを示す。さらに、この失敗を解決する方法として、投信の販売により多くの金融機関等が参入すべきであることを提言する。第3章では、投資家がファンドの質（成果）を十分に把握できないことによって第2章での失敗が加速されることを示す。その解決方はやはり評価機関の設立であることを明らかにする。最後に簡単なまとめを行う。

II. 投信会社と証券会社との利益相反

わが国の投資信託産業においては、そのファンド

の作成、運用主体とその販売主体とは明確に分離されてきた。すなわち、ファンドの作成、運用は投信会社が行い、その販売は証券会社が行ってきた。両者の関係は、最近の改革までは例えば野村証券はもっぱら野村投資信託委託のファンドの販売に専念してきた、であった。分離はファンドの販売コストを節約するという側面からみれば効率的な方法であるかもしれないが、その利益は必ずしも一致せず、それ故の問題をもたらしている。

両者の力関係に関して言えば、少なくとも実状から判断する限り、販売の証券会社の交渉力の方が圧倒的に強かったと言えよう。それは企業内で営業の力が強いように、投信産業においても販売サイドの意見が強く、証券会社の利害が貫徹されていると考えられる。これがわが国の投信産業の特徴である。

証券会社の交渉力が強いということは証券会社、投信会社それぞれに収入として入る手数料の水準を見れば明らかであり、以下、まずその点を確認し、次に、それを考慮した簡単なモデルを用いて分析しよう。

1. 手数料体系

手数料は基本的に自由に決定できるが、実際それがどのような要因によって決定されているかは必ずしも明らかではない。そこで標準的な手数料を例示しよう。例えば投資家があるファンドを100万円購入して1年保有したとしよう。100万円に対して販売手数料3%と販売手数料の消費税率5%の合計31,500円が、申込みを受けた証券会社に入る。さらに1年間の運用に対する信託報酬として証券会社に代行手数料が0.9%、運用する投信会社に0.5%、資産管理する信託銀行に0.1%の合計1.5%が毎期差し引

かれる。

ただし、93年には販売手数料2%というファンドが大勢を占めていたが、94年に入りエマージング市場を投資対象とするファンドや、デリバティブを活用したファンドなどで、顧客に十分な説明をするためのコストがかかるという理由で販売手数料が3%に引き上げられるようになった(『週間東洋経済』, 1996年10月26日号参照)。

このように標準的な手数料体系から判断する限り、証券会社に入の手数料の方が、投信会社に入の手数料より圧倒的に多いのである。しかもその内訳を見ると残高(代行手数料)よりも売買の回転(販売手数料)を重視せざるを得ないような体系になっていると結論づけられよう。

2. 基本モデル

この基本モデルではどのような要因がファンドの成果に影響を与え得るかを理論的に分析することにする。そこでのキーポイントは投信自体はその成果が高まるように努力するものの、それを販売する証券会社は必ずしもそれと一致しない、販売量(以下ではファンドの設定本数)が多くなるように努力する点にある。

投資家の投信に対する需要関数を所与とすると、それをもとに投資信託会社は運用努力を決定し、また証券会社は販売努力を行うが、それら決定は当然ながら別々になされる。すなわち、投信会社は自己の利潤が最大になるように運用努力水準を決め、また証券会社は自己の利益が最大になるように販売努力水準を決め、この両決定は相互に影響しあいながら均衡をもたらす。

その際、両主体への手数料水準が均衡にいかなる影響を与えるかを以下明らかにする。この

プロセスを多少詳しく説明しよう。

記号を以下のように決める。

δ_M : 運用(信託)報酬

δ_S : 募集(販売)手数料

θ : ファンド設定本数

$\delta := \delta_M + \delta_S$

r : ファンド全体の平均的な期待収益率(成果)

その他はプラスのパラメタ

まず投信会社の利潤 π_M は以下のように定式化されると仮定する。すなわち、

$$\pi_M = 2\delta_M\theta a(r - \delta) - \theta(b\theta r^2) \quad (1)$$

である。ここで $2a(r - \delta)$ は投資家の1本のファンドに対する平均的な需要額である⁹⁾。したがって右辺の第一項は運用報酬からなる手数料収入であり、第二項はその際の費用である。費用に関して説明しておこう。ファンド1単位当たり費用 $b\theta r^2$ は運用努力(以下では成果である r で評価する)のみならず設定本数にも依存すると仮定する。ファンドの設定本数が増えたと一定のファンド・マネージャーが管理しなければならないファンド数が多くなり、また、投資家の方でもその解約が増加するので、他の条件が等しければその分、運用成果が低下するのは必至である。それを回避するためにはファンド・マネージャーの数を増加する等、コストを必要としこれを右辺第二項の括弧内の θ として定式化した訳である。また運用努力に関するコストは r^2 と逓増的であると仮定している。

他方、証券会社の利潤 π_S を以下のように定式化する。

$$\pi_S = 2\delta_S\theta a(r - \delta) - c\theta^2 \quad (2)$$

右辺第一項は投信の販売からの募集手数料収入

であり、第二項はそのための費用である¹⁰⁾。販売費用は設定本数に関して逓増的であると仮定している。

投資家が負担しなければならない手数料率に関しては以下の関係が成立する。

$$\delta = \delta_M + \delta_S \quad (3)$$

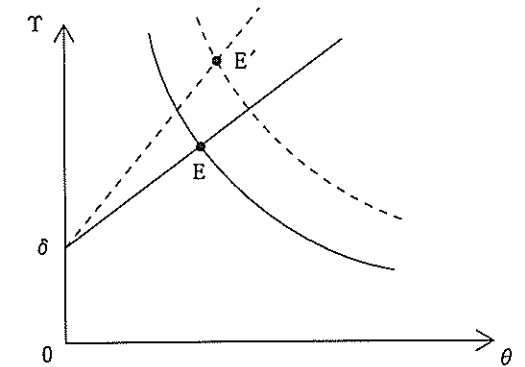
以上の設定において、投信会社は与えられた設定本数のもとで運用成果 r をコントロールして利潤を最大化する。他方、証券会社は与えられた運用成果のもとで設定本数 θ をコントロールして利潤を最大化することになる。これら両主体の均衡は Nash 均衡となり、それらは需要関数とともに δ_M , δ_S の手数料率水準に依存することになる。図1には以下の(4)式、(5)式で表されるそれぞれの反応関数(それは最適化の必要条件として導出される)と均衡が図示されており、仮に δ を一定にした下での両手数料率に変化した場合の均衡の変化(比較静学)が示されている。

$$\theta = a\delta_M/b \quad (4)$$

$$r = (c\theta/a\delta_S) + \delta \quad (5)$$

簡単な計算、および図からも明らかなように、投信会社への運用報酬率が高まり、証券会社への募集手数料率が低下した場合にはファンドの設定本数は量は多くはないものの増加する可能性が高く、また運用成果は確実に高まることになる(以下、計算に関しては文末の数学付録を参照)。それはまず、証券会社のファンド設定インセンティブが弱まり、それと運用報酬料の増加によって投信会社はより積極的に運用成果を高めることに努力を払い、それが可能になるからである。成果が高まることによって募集手数料率の低下にも拘わらず証券会社の設定

図1 δ が一定の下で δ_M が上昇し、 δ_S が低下した場合の均衡値のシフト ($E \rightarrow E'$)



(注) 直線は証券会社の反応関数、双曲線は投信会社の反応関数を表す。

本数は結果としてわずかながら増加する可能性がある訳である。

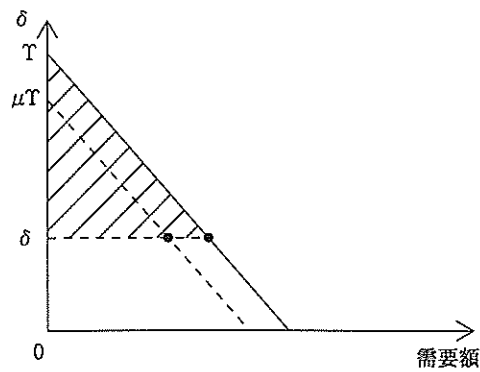
3. 手数料率と投信産業の成果

このように手数料率は均衡に対して決定的な影響を与えることがわかるが、次にこの均衡を何らかの基準で評価する必要がある。言い換えれば投信産業の成果を何らかの基準で評価する必要があるのである。標準的なミクロ経済学の方法に従えば投信需用者の消費者余剰と投信産業の企業利潤の合計である総余剰が一般的である。しかし、ここでのモデルは生産主体が証券会社と投信会社とに分かれそれら必ずしも一体ではないので、以下では生産者余剰(利潤)は基準に入れず専ら以下で定義される消費者余剰 S のみを用いる。

$$S = (1/2)a(r - \delta)^2\theta \quad (6)$$

図2の斜線の面積から明らかなように $(1/2)a(r - \delta)^2\theta$ はファンド1本当たりの消費者余剰であるので、 S が大きいということは「成果の高いファンドが数多く供給される」ことを意味し、合理的と考えられる。すでに確認した

図2 各ファンドへの需要と消費者余剰および、情報の非対称性による需要のシフト (右下りの点線)



(注) 斜線部分が消費者余剰を表わす。

ように δ が一定の場合でも、 δ_M が高まり δ_S が低下することによって r は高まり、 θ もわずかながら増加するので S は上昇することがわかる。もちろん、 δ_M が一定の場合、 δ_S が低下することによっても確実に高まることになる⁹⁾。

この両手数料率も理論的には両主体の交渉力に応じて決定される内生的に決定される変数と考えられるがその詳細は定かではない。わが国の投信業界、あるいはそれに証券業界をも含めた全体を考えると販売を司る証券会社の交渉力が圧倒的に強く、したがって δ_S が相対的に高かったと推測される。したがってそうでない場合に比べて運用成果は低く、結果として消費者余剰 S も低かったと解釈できる⁹⁾。

ただし、そこでの設定本数は運用成果が良くない割には比較的多かった訳であるが、この事実は多くの関係者によっても指摘されてき、わが国の投信、とりわけスポット投信の問題点として位置づけられてきた。例えば上田 (1994) は以下のように述べている。「投資信託業界は、短期的に大量の販売がしやすい単位型、とりわけスポットを主力商品として、熾烈な販売競争にしのぎを削り、投資信託に多数の新し

い投資家と大量の資金を導入した。しかし、株価の暴落をきっかけに三度目の償還延長問題を引き起こして、今日のような投資家離散、資金の大量流出という事態に陥った。その根底には、販売面はもちろんのこと、投資信託業務の運営全般における、証券会社の強大な支配力の存在がある。裏を返せば委託会社の受益者たる投資家への責任感の薄弱さと、業務の運営における自主性の欠如がその根因となっている」である。

また、山崎 (1997) は1980年代の投信の問題点の一つとして「販売は証券会社に、そして運用は証券会社系列の投信会社に限定され、販売と運用の双方での競争は制限されていた。」とし、さらに「販売証券会社は運用投信会社に対して圧倒的に影響力を持ち、投資信託ビジネス全体が証券会社の短期的収益追求の観点に大きく影響されていた。資産の増大より販売が重視された」としている。

投資信託研究会 (1994) の報告書もファンド数が多すぎる点に触れて「投資信託の販売について、証券会社が募集手数料を確保するため、投資家に対して過度の乗り換えの勧奨を行うといった指摘があること等が挙げられる。また、目先を変えた類似の商品が数多く設定されることは、ファンド数を著しく増大させ、委託会社の運用を困難とするとともに、投資者にとっては、個々の投資信託の商品性や運用内容の差異等が分かりにくく、商品選択を困難なものとしている」とし、その解決策として「利害関係人との間で生ずる可能性のある投資者の利益に反する行為を適切に規制する公正取引ルールの整備により、投資者保護の確保を図るというアプローチでの対応を行う必要があると考えられる」を提示している。

本論文では支配力、あるいはそれに基づく利益相反を、ファンドの設定数を証券会社が決定し、その際、証券会社への募集手数料が相対的に高い、として定式化した訳である。分析したように、この場合設定されるファンド数が多くなるのは当然であろう。

4. 投信産業の成果を高める手段としての販売方法の多様化政策

ではどのようにしたらこの問題点を改善することができるであろうか。方法としては募集手数料を低くすればよいことになる。すでに述べたようにその方法としては証券会社、より一般的には販売主体の交渉力を弱くする必要がある。そのもっとも即効的な手段は投信販売業界への参入を促進させ販売業界をより競争的にすればよいと考えられる。例えば、証券会社以外の機関にも投信の販売を認めればよく、具体的にはより低い募集手数料での新規参入を期待する訳である。投信会社の方からみればもっとも低い手数料で多く販売してくれる機関に販売を委託すればよいのである。現在、検討されているように銀行、郵便局等による販売等が一例であり、またその一環として自販も検討すればよい¹⁰⁾。このような状況になればファンドの企画、設定も投信会社のイニシアティブで行えるようになり、利益相反の問題から解消されることが期待される。

現在、米国においては投信販売における証券会社のシェアはわずかに30%、投信会社の直販が45%、銀行が11%、保険会社の6%と多様化が進んでおり、英国においても銀行が販売おり (日本経済新聞「大機、小機」4月17日参照)、わが国のように証券会社が独占しているケースが一般的な訳ではないのである。さらに

重要な事実として米国では最近、募集手数料を全く徴収しない「ノーロード・ファンド」が出現している。MMFが大半であるが、それ以外の一般のファンドに関してはやはり直販のファンドが中心である¹¹⁾。

誤解のないように再確認しておくが、銀行の窓販等に期待するのは単に販売力 (マーケティング力) の増強による投信の活況ではないのである。もちろんこの効果も否定はしないが、本論文での主張は、販売機関の競争激化による募集手数料の低下を通しての効果である。したがって、前掲の「大機、小機」が最後に述べている「(銀行の窓販が実現しても——筆者が付け加える——) 銀行が手数料稼ぎのために証券会社と同じように販売すれば、今度こそ『投信の死』につながるのではないかと心配する」の危惧は、参入による競争の激化が実現すれば自然に消滅すると考えられる。

実際、「たしかに、販路が広がればアメリカのように、個人向けに厳選した投信を販売する会社、販売手数料を低くする会社など特徴のある販売会社が増えてくるようになるだろう。すでに丸三証券や名古屋地盤の豊証券、丸八証券では販売手数料なしの株式投信を手掛け始めた。系列投信会社のない証券会社ほど、残高に応じた投信の代行手数料に重心を移しつつあるようだ (『週間東洋経済』1996年10月26日号より)」である。

III. 情報の非対称性と評価機関

1. レモンの市場

投信の問題の一つにファンドの質に関する情報の非対称性問題をあげることができる。情報

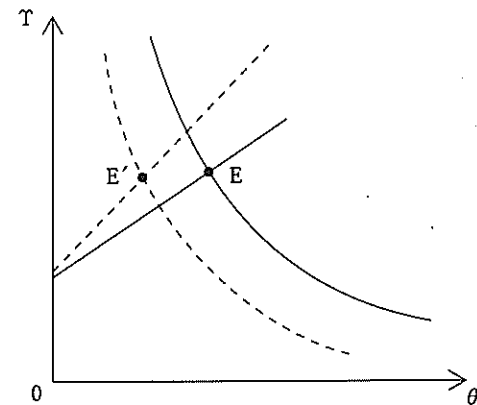
の非対称性とは各ファンドの質が投資家に十分に伝わらないことである。そもそも本当に知りたいファンドの将来の質、すなわち成果を事前を知ることは不可能であるが、少なくともその時点で確定している過去の成果に関して十分な情報が投資家に伝わっているか否かがこの問題に対して重要である。

情報が十分に伝わらず、その結果、情報の非対称性が深刻な場合、次のような投信市場の失敗が生じうる。例えば、情報が不完全な場合、投資家は各ファンドの質として高々各ファンド平均の成果しかわからないとしよう。要するに各ファンドの成果が識別できず、平均値としてしか推測できないのである。このような状況で、各投信会社はより良いファンドを作るインセンティブが生じるであろうか。当然ながらより良いファンドをつくるためにはよりコストがかかるのでそのインセンティブはないと考えられる。なぜならコストをかけてもその成果が正しく投資家に伝わらないのでコスト・パフォーマンスは悪く、その努力は行われなくなることになるからである。

この結果、悪貨は良貨を駆逐し、各ファンドの質はますます悪くなり、当然ながら平均値も低下していくことになる。投資家には「投信の成果は総じて悪い」との悪い評判が一般的となり、それへの需要は減少していくことになり、これが投信の失敗であり、米国の中古車市場がそうであったことから「レモンの市場」化されると言われている。

われわれのモデルでは情報の非対称性は明示的には考慮されてなく、またファンド間の成果の識別もなされていないので、この市場の失敗を正面から取り扱うことは不可能であるが、若干の含意を試みてみよう。具体的には、情報の

図3 情報の非対称性が強くなった場合の均衡値のシフト (E→E')



(注) 図の説明は図1を参照。

非対称性によって投資家の投信に対する需要がその成果に関して減少すると定式化する(図2参照)。すなわち投信の需要を、 $2a(r-\delta)$ と定式化した。ここでは $2a(\mu r-\delta)$ と定式化し、係数 μ が1より小さいと定式化する訳である。

この μ が1より小さくなることは均衡にいかなる影響を与えるであろうか。図3に μ が小さくなることによって均衡がどのように変化するか記入されている。図および簡単な計算からも明らかなように投信の設定本数は確実に減少し、その成果も低下する可能性が高いことがわかる。設定本数に関して言えば、レモンの市場がそうであったように、市場の失敗によって市場自体が縮小することになる。

この望ましくない状況がこれまでのわが国の投信市場の一特徴と考えることができ、したがってこの状況を改善することができれば投信の成果は高まることが期待できる訳である。

2. 評価機関の設立

この改善の方法の一つとして考えられるのが評価機関の設立である。投信会社、あるいはそ

の販売機関である証券会社が適切な成果の開示を行っていないので、それに代わって第三者の独立機関が成果の開示、評価を行うことによってその非対称性は解消されることになる。具体的には、過去の一定期間に実現した成果をスタイル別にリスクを考慮した上で評価、ランキングする方法が考えられよう。要するにどのファンドが最も成果が良かったか、次はどのファンドが良いか、等の一覧表を作る作業が基本となる。さらに、それ以外の定量的、定性的な資料を添付し、コメント等をつければ十分かと思われる¹²⁾。

実際、米国ではリッパー、モーニングスター等の格付け機関がより詳細な評価を有料で提供している。この点に関して山崎(1997)が参考になる。すなわち「(米国での) 代表的な評価機関はモーニングスター社である。モーニングスター社のランキングは投信の資産増加に圧倒的影響がある。例えば、1995年の第2四半期から1996年の第1四半期において新規資産の増加があったのは、すべてモーニングスター社の五つのランキングの上位二つのランキングのファンドのみである。こうしたランキング情報は投資信託の販売を極めて容易にしている。証券会社ではランキングの上位のファンドだけを勧めるのが一般的である」であり、さらに「アメリカでも70年代にボックス相場が続いたときには、投信を買う人が減った。80年代に投信の情報公開が進んだために、いいファンドなら買おうという投資家が増え、いまでは評価機関で評価を受けていない投信は一人前でないという雰囲気さえある(モルガン・スタンレー・アセット・マネジメント投信社長、『週間東洋経済』1996年10月26日号より)」である¹³⁾。

それに対して、わが国では最近、ようやく投

信協会が成果の計測に必要なデータを民間情報企業へ提供し始めたばかりの状況である¹⁴⁾。したがって今後どのような二次的なデータ、評価指標がそれら民間情報企業からサービスされるかについては現在のところ定かではないし、さらに不安な点は、それら将来の評価機関が採算の点から見て維持できていくのかである。いづれにせよ、これら体制が早急に完備される必要があり、それが十分でない場合には、公的にもそれを実施すべきである。

IV. おわりに

本論文ではわが国の株式投信の問題点(株式投信市場の失敗)を産業組織論的な視点、あるいはメカニズム・デザインの視点から分析した。問題点とは「成果の良くないファンドが数多く供給され、投資家はその内容もよくわからないまま、購入し、売買を回転している(させられている?)」である。この結果、株式投信の残高が減少していく現象はごく当然である。

では、何故このような成果の良くないファンドが数多く供給されているか、に関する原因としては、販売主体である証券会社の交渉力が投信会社に比して強く、販売主体主導のファンド設計、供給が行われているからと考えられる。具体的には証券会社に入る投信の販売手数料が投信会社に入る運用手数料よりはるかに高率であり、証券会社から見ればファンド数を増やし、回転させることによって収入をいくらでも増やすことができるからである。ファンドの数が多くなればファンド・マネージャー1人当たり担当するファンド数も多くなり、その運用は難しくなる。その成果が悪くなるのは当然である。

この問題点を解決する方法としては、販売を司る証券会社の交渉力を弱め、販売手数料を下げる必要がある。そのためには投信の販売ルートを増大する、すなわち投信販売に新たに金融機関等を参入させる必要があり、この参入によって販売手数料は下がると考えられる。手数料が下がることによって供給されるファンドも厳選され、その成果は高まることが期待される。

同時に、投信の成果を評価する評価機関の設立も必要である。この評価によって成果の悪いファンドはいくら強引にマーケティングを行っても売れないようにする必要がある。

これら改革によって、「成果の良いファンドしか売れない」環境をつくるのがまず必要であり、この環境ができれば投信会社はより積極的に成果のよいファンドをつくるインセンティブが増すからである。投信会社の交渉力が高まればそれは可能であろうし、広くわが国の金融資産管理サービス産業の育成のためにも是非必要な改革である。

注

- 1) 投信全般に関する解説書としては、高橋 (1996) がわかりやすい。また米国での実状等に関しては、日本投資信託制度研究所編 (1997) が便利である。
- 2) わが国の株式投信の成果に関しては、首藤、丸 (1988)、新美 (1993)、山田 (1995) 等を参照。また投信改革以降の最近の成果に関しては経済企画庁 (1996) を参照。
- 3) 産業組織論的に分析した論文は少なく、筆者が知る限り、山崎 (1997)、Lakonishok, Shleifer and Vishny (1992) が例外である。
- 4) これ以外にも、投信会社が必要以上に売買回転を行い、その結果、売買手数料が増加し、ファンドの成果を悪くする、という昔から指摘されていた点も見逃すわけにはいかないであろう。この点に関しては、大村、川北 (1992) が参考になる。また理由はともあれ、注13) の問題も無視する訳にはいかない。
- 5) たとえば、大村、川北 (1992) を参照。
- 6) 本来は各ファンド毎に異なった期待収益率を与えなければならぬが、分析を容易にする目的から r を各ファンドの平均的な収益率とする。
- 7) $r - \delta$ が与えられると $2a(r - \delta)$ の需要が自動的に

生じ、その際の販売費用は固定的な c であり、需要額には依存しないと仮定する。ファンドを2本販売する際の総固定費用は $4c$ となる訳である。

- 8) この投信システムの効率性を評価するひとつの方法として、投信の直販をベンチマークとすることが考えられよう。その場合の投信の利潤は

$$\pi_M + \pi_S$$
 となり、投信会社は与えられた δ の下で r および θ をコントロールしてこの利潤を最大化することになる。この直販の下での S^* と現行の分離された制度の下での S (これは δ_S と δ_M との水準に依存する) との差 ($S^* - S$) はそれがプラスであれば「販売に証券会社を用いることによるエージェント・コスト」と呼ぶことができるかも知れない。ただし直販の場合、販売費用が現行の費用と同じになる保証はない。

- 9) 最適化された投信会社の利潤を $\pi_M(\delta_M)$ 、同様に最適化された証券会社の利潤を $\pi_S(\delta_S)$ とすると、例えば Nash の交渉ゲームによって δ_M 、 δ_S が決定されると定式化することもできよう。
- 10) 銀行が投信を販売する際の問題点、すなわち銀行がリスクな商品を販売することによって消費者 (投資家) との間に生じる問題点に関しては、淵田 (1997) を参照。
- 11) 米国のノーロード・ファンドに関しては、日本投資信託制度研究所編 (1997) が詳しい。
- 12) ファンドの評価に関してはファイナンス理論においていくつかの指標が用意されている。ジェンセン指標、トレイナー指標、シャープ指標等である。
- 13) この点に関して次のような悩ましい問題がある。それは、投信の「成果 (この場合の成果とは単に値上がりという意味である)」が良いと解約が多いという現象である。ただし、統計的にこの関係が棄却されないか否かは明らかではないが通説としては指示されている。単に「投資家が収益を得て、売却する」と理解すればそれ程不思議なことではないが、少なくともこの関係が明確であるとすればファンド・マネージャーの成果を高めるとするインセンティブは弱まり、新たな重要な問題を生んでいることになる。
- 14) 基礎データ10項目を、日経ホーム出版社、アイフィス、野村総合研究所に提供することが決定され、各社は独自の基準を使って、ファンドを分析、評価することになる (『日本経済新聞』、5月21日)。

数学付録

ここでは本文中のモデルにおける比較静学の結果を数学的に提示しておこう。

(I)

(4)式、(5)式より、 θ を消去することによって r に関する均衡式を得る。

$$\delta_S r^2 - \delta \delta_S r - (c/b) \delta_M = 0 \quad (a-1)$$

$\delta_S + \delta_M = \delta$ の関係を用いて δ_M を消去した後、 r と δ_S とに関して全微分することによって、

$$dr/d\delta = \{r(\delta - r) - (c/b)\} / \{\delta_S(2r - \delta)\} < 0 \quad (a-2)$$

となることわかる ($r > \delta$ より)。

なお、参考までに (a-1) を r に関して (プラスの範囲で) 解くと

$$r = (1/2) \{ \delta + \sqrt{\delta^2 + 4(c\delta_M/b\delta_S)} \} \quad (a-3)$$

となる。

同様に、(4)式、(5)式より r を消去することによって θ に関する均衡式を得る。

$$c\theta^2 + a\delta\delta_S\theta - (a^2/b)\delta_M\delta_S = 0 \quad (a-4)$$

さらに δ_M を消去した後、全微分することによって以下の結果を得る。

$$d\theta/d\delta_S = \{a^2/b(\delta - 2\delta_S) - a\delta\theta\} / (2c\theta + a\delta\delta_S) \quad (a-5)$$

この式の符号はわれわれの仮定からは確定しない。

しかし、 $2\delta_S > \delta$ の場合には右辺分子は負となり、全体も負になることが確かめられる。

(II)

需要関数が、 $2a(\mu r - \delta)$ の場合には(4)式、(5)式は以下のようなになる。

$$\theta r = a\mu\delta_M/b \quad (a-6)$$

$$r = (1/\mu) \{ (c\theta/a\delta_S) + \delta \} \quad (a-7)$$

まずこの両式から θ を消去することによって r に関する均衡式

$$\mu r^2 - \delta r - (c\delta_M\mu/b\delta_S) = 0 \quad (a-8)$$

を得、これより

$$dr/d\mu = \{(c\delta_M/b\delta_S) - r^2\} / (2r\mu - \delta) \quad (a-9)$$

となり、 μ が0.5より大きく、また r が十分に小さければ、 $dr/d\mu > 0$ となることが確かめられる。

次に、 r を消去することによって θ に関する均衡式

$$(c\theta^2/a\delta_S) + \delta\theta - (a\mu^2\delta_M/b) = 0 \quad (a-10)$$

を得、これより、

$$d\theta/d\mu = \{(2a\mu\delta_M/b) / \{(2c\theta/a\delta_S) + \delta\}\} > 0$$

となることが確かめられる。

参考文献

大蔵省投資信託研究会『投資信託の改革に向けて』1994年。
 経済企画庁編『日本経済の現況』1996年。
 日本投資信託制度研究所編『ゼミナール・投資信託の商品・サービス革命』東洋経済新報社、1997年。
 上田明之「投信改革への四つの提案」『週間東洋経済』1994年9月10日号。
 大村敬一、川北英隆『ゼミナール日本の株式市場』東洋経済新報社、1992年。
 首藤 恵、丸 淳子「急成長するわが国投資信託の新展開」『証券研究』1998年10月号。
 高橋 元『投資信託のしくみ』WAVE 出版社、1996年。
 新美一正「株価暴落以降のわが国株式投資信託一現状と課題」『Japan Research Review』1993年10月号。
 淵田康之『証券ビッグバン』日本経済新聞社、1997年。
 山崎養世「日本の投資信託 - 発展への考察」『証券アナリストジャーナル』1997年3号。
 山田 健「わが国オープン型株式投信のパフォーマンス分析」『証券アナリストジャーナル』1995年5月号。
 J. Lakonishok, A. Shleifer, and R. Vishny, "The Structure and Performance of the Money Management Industry", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1992.

(筑波大学・横浜国立大学教授)