

# 投資信託の経済的機能再考

—香港・シンガポール・マレーシア・タイの投資信託の比較から—

丸 淳 子

## 要 旨

アジアの経済発展はめざましく、経済発展は証券市場の拡大をもたらしている。証券市場の発展は機関化現象を引き起こす。本稿は機関投資家の中でも最終投資家である個人投資家ともっとも関係の深い投資信託に焦点をあて、アジアの証券市場がどのように機能しているかを考察する。

投資信託（国によって、ユニット・トラストとかミューチュアル・ファンドとか呼び方は様々である）はリスク分散投資にコストが高い個人あるいは小口投資家にリーズナブルなコストで証券投資に関する商品を提供する。この意味から、投資信託の機能は評価が高いが、実際には、投資信託の機能が十分に発揮されている市場は少ない。わが国においても、投資信託については、そのパフォーマンスを含めて批判されることが多い。日本版ビッグ・バンにおいても投資信託の効率的運営が重用され、そのための改革案が検討されている。

アジアの各証券市場において、投資信託が機関投資家として機能している国はまだ少ない。投資信託に対する各国の期待は必ずしも同一ではない。純粹に機関投資家としての機能を重視する国や、特定投資家への所得分配を目指す国など様々である。証券市場の発展段階と投資信託の関係をみるために、香港、シンガポール、マレーシア、および、タイの投資信託を比較する。経済の発展、経済政策、経済と金融システムなどの違いから、それぞれの国が特徴ある投資信託市場を作り上げている。

これら4つのアジア諸国および投資信託の先進国であるアメリカの実態から、現在の日本の投資信託が抱えている課題を抽出することが本稿の目的である。

## 目次

- I. はじめに
- II. 東アジアの投資信託の概要
  - 1. 東アジアの株式市場
  - 2. 東アジアの投資信託事情
- III. 香港の投資信託(ユニット・トラスト, ミューチュアル・ファンド)
  - 1. 香港の資金運用産業
  - 2. 香港のユニット・トラストの概要
  - 3. 香港のユニット・トラストのパフォーマンス
- IV. シンガポールの投資信託(ユニット・トラスト)
  - 1. シンガポールのユニット・トラスト産業
  - 2. シンガポールのユニット・トラストのパフォーマンス
- V. マレーシアの投資信託(ユニット・トラスト)
  - 1. マレーシアのユニット・トラスト産業
  - 2. マレーシアのユニット・トラストのパフォーマンス
- VI. タイの投資信託(ミューチュアル・ファンド)
  - 1. タイのミューチュアル・ファンド産業
  - 2. タイのミューチュアル・ファンドの特徴
  - 3. タイのミューチュアル・ファンドのパフォーマンス
- VII. 香港・シンガポール・マレーシア・タイの比較
- VIII. アメリカの投資信託
- IX. おわりに:日本の投資信託の緊急課題
  - 1. 日本の投資信託の特徴と問題点
  - 2. 投資信託の発展のために

## I. はじめに

昭和26年に証券投資信託法が制定され、投資信託が金融商品としてわが国に誕生して40年あまりになる。しかし、投資信託、とくに、株式投資信託に関しては常にそのあり方に批判があり、投資信託改善の必要性が指摘されつづけている。平成6年には投資信託研究会(座長: 蠟山昌一大阪大学教授)によって「投資信託の改革に向けて——期待される機能、役割の発揮のために——」という報告書が公表された。報告書では投資信託の現状と改革の必要性、投資信託を巡る課題とその対応が多方面から論じられている。さらに、日本版ビッグ・バン論議においても投資信託の改革は重要課題の一つとして取り扱われている。そこでは、販売チャネルの拡充が投資信託の競争促進を図るために必要であり、銀行等の金融機関による販売の導入が検討されている。

わが国の投資信託の最大の問題は投資信託の

評価や信頼が必ずしも高くないということであろう。しかし、投資信託の評価が高くないならそのような金融商品は利用されなくてよいと簡単に割り切ることはできない。なぜなら、一般に、投資信託は(報告書にもあるように)つぎのことが期待されているからである。「投資信託は本来、直接証券市場に参加することが困難な投資家に対し、間接的な形で簡便で効率的な証券投資への道を開くとともに、証券市場の活性化・安定化に資するという機能・役割を有している」。投資信託の機能は多少の表現の仕方に違いがあるにしろ、ほぼこのようなことと要約できよう。

投資信託の機能は証券市場を通しての所得配分(再配分)と資金の配分ということになる。証券市場の機能は一口でいえば、資金を市場で決定される価格を通して効率的に配分することであり、これは投資家がリスクに応じた収益を獲得できるということも意味している。それ故、特別に所得の配分機能だけが強調される必要はない。しかし、投資信託に関しては多くの

国で前者が強調されているようにみえる。一般的に、市場に直接的に参加する投資家は十分に市場で競争のできるだけの資金・情報(知識を含む)を持っているということが前提となっている。つまり、投資信託が対象としている投資家はこの前提が当てはまらないということである。確かに、個人投資家の多くは少額(しばしば零細)の投資資金保有者である。が零細という言葉には資金が少ないという以上にその投資家が証券投資に精通していない、もっとはっきり言うと無知という意味が込められているように思われる。もしそうだとすると、投資信託は専門家としての知識を利用して零細投資家に代わってリスクに応じた収益をあげることが最大の機能ということになる。

われわれが大学のファイナンスの講義で投資信託の機能を解説するとき、つぎの3つの要素をあげる。

- 1) リスク分散
- 2) 情報のコスト節約
- 3) 取引(売買)コスト節約

マルコヴィッツ・シャープにはじまるファイナンス理論のエッセンスは、リスク分散のためのポートフォリオ作成である。このエッセンスは情報コストも売買コストも考慮していない、非常に競争的な世界の話である。ここでは投資信託は存在する必要はないが、実際には、1円で株は買えないので、少額の資金保有者にリスク分散の機会を提供する目的で投資信託は存在価値がでてくる。投資信託は、その形態はいろいろあるが、基本的には、投資家と資金運用者の間の契約で成り立っている。運用者が常に投資家の意図通りに行動する保証はないから、投資家は投資信託の行動(パフォーマンス)を監視しなければならない。投資家が適切な情報・

知識もっているならば、投資信託はうまく機能するであろう。たとえば、投資信託の産業および市場への参入を自由にしておけば、パフォーマンスの悪い投資信託は市場から追い出され、パフォーマンスのよい投資信託が新たに参入してくるであろう。

しかし、情報の収集分析にコストがかかる現実では、投資信託の運用者と投資家の間には情報ギャップが生じる。投資信託が機能する条件はこの情報ギャップを、ギャップから生じるコストをいかに小さくできるか、小さくするシステムを構築できるかということになる。上で引用した投資信託の機能・役割である「簡便で効率的な証券投資への道」の提供といっているのは投資信託は情報ギャップが小さい、あるいは、小さくできるということが前提であろう。しかし、投資信託の機能に必然的にともなう情報ギャップコストがどうしても小さくできるのかということあまり議論されてこなかったようにみえる。このコストがあまりにも大きいと、投資信託はアイディア倒れの金融商品になってしまう。情報ギャップはいろいろの要素に依存しているが、その主要要素が投資家の情報・知識であろう。無知な投資家を無理矢理?証券市場に引っぱり出そうというのは情報ギャップを当然大きくするであろう。投資信託をどのように設計すればこのギャップが小さくできるのだろうか。そうでないとすると、投資信託は証券市場を所得配分の場に強引に利用できたとしても、証券市場の本来の価格形成機能を働かせなくなってしまうことが考えられる。

投資信託は実現すれば魅力的な機能のために世界各国で導入され、積極的な展開がみられる。経済発展の著しいアジア各国でも株式市場の発展とともに投資信託の発展は目を見張らせ

るものがある。しかし、一口に投資信託といっても、10の国があれば10の投資信託があるというのが現状のようである。以下、香港・シンガポール・マレーシア・タイの投資信託の現状を比較しながら、投資信託の機能をもう一度考察し直すのが本稿の目的である。最後に、投信先進国であるアメリカの現状をも参考に日本の投資信託の緊急課題を考えてみよう。

## II. 東アジアの投資信託の概要

### 1. 東アジアの株式市場

'East Asia Miracle' といわれるほどのめざましい経済成長をとげている東アジア各国では、その経済成長のさらなる発展のための資金調達場としての証券市場、とくに、株式市場の育成に力が注がれている。他方、高い経済成長の持続により国民の資産形成もすすみ、資産運用としての株式市場の役割も増加している。

東アジアの株式市場の参加者は先進国に比して個人投資家が多いのが特徴である。ここでいう個人投資家とはその多くが短期のキャピタル・ゲインをねらう資産家（華僑など）であるといわれている。たとえば、マレーシアの株式市場の株主に対するアンケート調査から、投資家の典型的プロフィールは a) 高学歴（高収入）、b) 華僑系、c) 専門職あるいは管理職、および、d) 短期投資、となっている。短期投資とはブルマーケットでは保有期間は1日が10%、1週間が30%、1カ月が36%となっており、1年以上保有は20%にすぎないという結果である。なお、タイにおいても同様の調査が報告されているが、ほぼ同じような結果であった<sup>1)</sup>。また、市場に影響をもつ投資家としては、アジアの

経済成長を高く評価しグローバル投資の一環とした海外、とくに、欧米の機関投資家の存在が非常に大きい。

多くの国の政策当局はより広い範囲から資金を調達する、さらに、より零細な投資家の資産形成を促進するために株式市場を利用する手段として、投資信託の活用が積極的になっている。いくつかの国では、投資信託の導入が政府主導、国営投資信託の設立という形で行われている。また、各国の投資信託に期待する機能にはバラエティがある。たとえば、資金調達（資金配分）の機能を強調するもの、所得配分機能を強調するもの、あるいは、機関投資家の育成を意図するものなどである。

東アジアの株式市場の規模を、人口1人当たり時価総額と1人当たりGDP（名目）の関係でみたのが図1である。東アジアでは経済規模の拡大とともに株式市場が拡大していることがわかる。とくに、シンガポール、香港、マレーシアは平均以上に株式市場が経済規模に比して大きい。逆に、これらの国々より経済成長が遅れたインドネシアとフィリピンでは株式市場の規模が平均以下である。なお、欧州の株式市場の規模は経済規模との関係からみるとアジアに比して小さく、東アジアでは経済成長は株式市場の拡大をともなってきたといえよう。

図1 1人当たりGNPと1人当たり株式市場の規模の関係

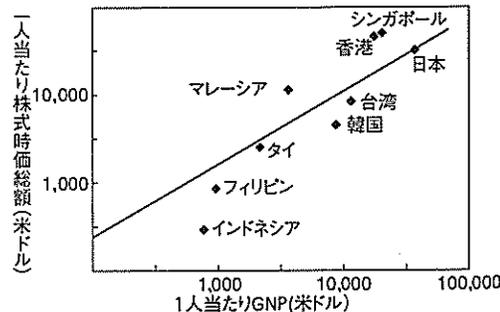
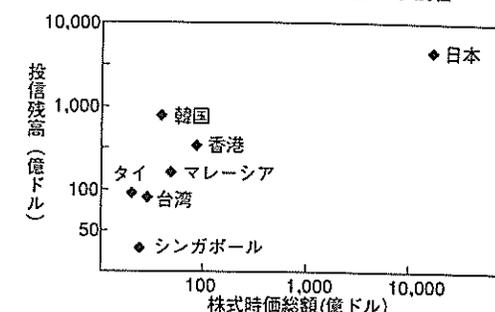


図3 投資信託の株式市場に占める割合



れる。また、マレーシアはGNPに比して投信残高が高い。表1はこれらの国の最近の投信残高の成長推移をみたものである。投資信託の先進国のアメリカに比べて各国とも成長が高く、とくに、タイが高い。タイの場合、投資信託が民間に開放されたのが1992年であり、本格的投資信託の活動はそれ以後という事情のためである。さらに、図3は株式市場に占める投資信託の大きさをみるために株式時価総額と投資信託純資産残高の関係を示したものである。株式市場における機関投資家としての投資信託のウェイトは株式市場の規模だけでは説明されないようにみえる。

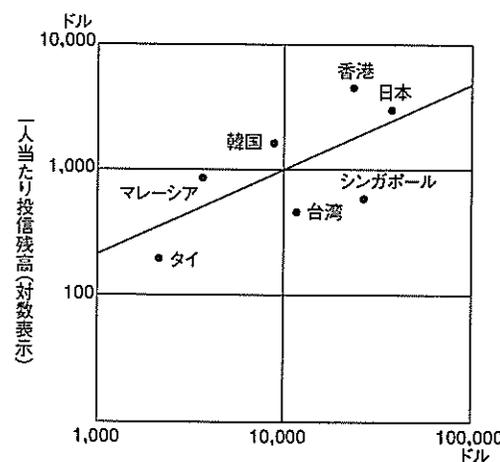
Ⅲ章以降、香港、シンガポール、マレーシア、および、タイの投資信託の制度、規制、および、そのパフォーマンスを順次分析をするので、ここでは、韓国と台湾について簡単に紹介しよう<sup>2)</sup>。

韓国が投信制度を導入したのは70年の韓国投資公社という国営投信の設立によったが、当初進展はみられなかった。74年に投信専門業者として民営の韓国投信が設立され、77年には公営投信の解体・再編成が実行され投信業務は次第に軌道にのりだした。しかし、韓国投信が大きく成長し、国民経済に定着しだすのは89年以降のことであった。89年からの株式市場の株価上昇・市場規模の拡大を背景に、この年、5社の

### 2. 東アジアの投資信託事情

東アジア各国の投資信託の現状を概観しよう。対象国はアジアNIEsとマレーシアおよびタイである。図2は投資信託の規模を対GNP比でみたものである。1人当たりGNPの増加は1人当たり投信残高を高める傾向がある。経済成長は資産残高を高めるとともに、一方では証券市場の成長ももたらすからである。しかし、よくみると、1人当たりGNPのほぼ等しい香港とシンガポール、あるいは、韓国と台湾を比較すると、投信残高にはかなりの差がみら

図2 1人当たり投資信託純資産と1人当たりGNPの関係



【出所】 Fund Management, 1995年冬季号より引用。

表1 投資信託の成長状況

	1992年末	直近時点	伸び率
日本	43.3兆円	44.1兆円(95/6)	1.02倍
韓国	34.6兆ウォン	64.9兆ウォン(95/6)	1.88
香港	163億米ドル	292億米ドル(94/12)	1.79
台湾	728億台湾ドル	1,930億台湾ドル(94/12)	2.65
マレーシア	157億RM	399億RM(95/3)	2.54
タイ	95億バーツ	2,200億バーツ(95/3)	23.2
(参考) アメリカ	1兆5,005億ドル	2兆3,781億ドル(95/6)	1.58

【出所】 Fund Management, 1995年冬季号より引用。

地方投信会社の参入が認められ合計14社となった。韓国投信の規模を対 GNP 比で見るとおよそ20%と高く、株式投信の規模は株式時価総額のおよそ10%を占め、株価形成においても無視できなくなっている。韓国の投信も株価下落期には株式投信の解約が多い傾向があるが、公社債投信の普及が進んでおり、投信全体として比較的順調に成長してきたといえるであろう。韓国投信制度は「一般の投資家の証券投資を容易し、産業資金の円滑な調達に寄与する」(証券投資信託業法第1条, 69年) ことを目的に導入され、その後もこの目的を達成させるように徐々に変更されてきた。

他方、台湾の投信は株式投信制度が83年、債券投資制度は91年と比較的最近導入された。83年に投信会社第1号が設立されたが、91年までは4社寡占であった。その後、投信会社新設が一気に認められ現在16社となっている。台湾の証券市場、とくに株式市場は株式売買の大部分が個人投資家によるもので、短期売買が主流の株価ボラティリティがアジアの中でも最も高い。株価形成を効率化するために機関投資家としての投信の育成が認識された結果、91年の「総研投資信託事業管理規則」により新設投信会社は最高49%までの外資の出資をおおいだ合弁会社という条件がつけられている。これは機関投資家としての投信の育成を合弁による迅速なノウハウの取得に期待しているからである。台湾の投信規模は対 GNP で3%強、株式市場に占める比率は3%弱と小さくこれからの市場である。

韓国投信の特徴を1つだけあげると、投信委託会社が運用と販売を行っている、いわゆる、直販がほとんどであるという点である。わが国においてもよく議論されるが、委託会社の直販

は投資家の投信ニーズの把握が間接販売よりうまくできるだろうという期待がある。直販だけでは効率的な販売網確保が難しい点もあるが、投資家に投信を理解させ、そのニーズを汲み上げるために必要であり、韓国では比較的うまく機能してきたように見える。しかし、投信に対する投資家の理解向上および投信以外の金融商品の追い上げに対抗するためには、より効率的販売ルートの確保が重要となろう。また、金融商品間の競争激化は韓国投信間の競争促進を促し、運用規制の見直し(外資会社参入、デリバティブの利用など)が迫られよう。台湾の投信販売は投信会社以外にパートナーである証券会社・銀行経由の販売比率が多く、この販売力が投信の販売量を規定しているようで、必ずしも運用パフォーマンスが販売量に反映されていないことが憂慮されている。そのため、投信が機関投資家として機能するための道のりはまだまだ長そうである。証券市場の一段の国際化が1つのカギとなろう。

### III. 香港の投資信託(ユニット・トラスト, ミューチュアル・ファンド)<sup>3)</sup>

#### 1. 香港の資金運用産業

1978年ユニット・トラスト・コードが制定され、ユニット・トラストを管理するユニット・トラスト委員会が設立された。1981年にミューチュアル・ファンド・コードが発表され、ミューチュアル・ファンドはユニット・トラストと同様の規制に従う改正が導入された。1986年に Hong Kong Unit Trust Association (HKUTA) が組織され、1992年に Hong

Kong Investment Funds Association (香港投資基金公会: 以下 HKIFA) と名称変更がより広範囲のメンバーと役割を担うために行われた。

香港の投資運用産業を HKIFA のサーベイにより概観しよう。回答した40の資金運用会社からなる資金運用産業の総資金額は1995年末で942億米ドルであり、このうち、29%が香港資金である。また、総資金の23.6%(222億米ドル)が香港の株式市場に投資されているが、これは香港株式市場時価総額の7.3%である。総資産の内訳はユニット・トラスト37.5%、年金基金24.8%、非年金基金23.5%、クローズド・エンド・ファンド8.7%、個人的顧客ファンド5.5%となっている。回答した資金運用会社40社のうち36社はアジア・パシフィック地域のヘッドクォーターを香港に持っている。また、40社のうち23社は香港以外のアジアにオフィスを持ち、そのうち19社は香港がヘッドクォーターである。総資金のうち、香港以外では17.7%が香港以外のアジアから、52.9%がアジア以外からの資金である。

これらのデータは香港において運用されている資金の多様性、つまり、世界中の資金が香港に流入していること、そして、多様な運用会社、つまり、香港がアジアの資金運用センターであることを示しているが、香港の投資信託はこのような機関投資家の一部として活動しているということが確認される。

#### 2. 香港のユニット・トラストの概要

表2は HKIFA のメンバー(45社)の運用資産額の1989年から1995年までの推移である。運用資産はこの期間で2倍弱、運用ファンド数は2倍強であり、成長率は株価(表3)に多少

表2 HKIFA メンバーの運用資産額推移 (1989~1995年)

年	運用資産総額 (100万米ドル)	ファンド数
1995	33,698	669
1994	29,203	623
1993	31,135	566
1992	16,351	539
1991	21,835	497
1990	18,267	452
1989	16,447	328

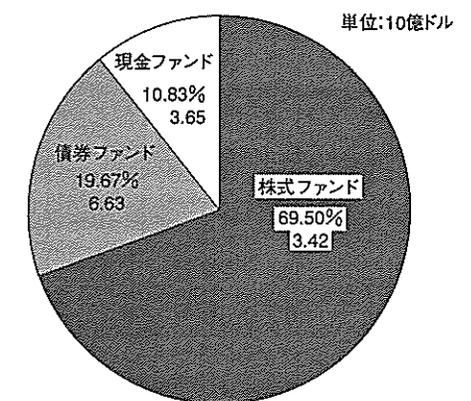
(出所) The Hong Kong Investment Funds Yearbook, 1996.

表3 香港の株価変動

年	ハンセン指数		
	高値	安値	終値
89	3,309.64	2,093.61	2,386.57
90	3,559.89	2,736.55	3,024.55
91	4,297.33	2,984.01	4,297.33
92	6,447.11	4,301.78	5,512.39
93	11,888.39	5,437.80	11,888.39
94	12,201.09	7,707.78	8,191.04
95	9,742.44	6,967.93	8,931.31

(出所) 『香港連合取引所統計』。

図4 運用内容(1995年)



(出所) 表2と同じ。

依存しているが、順調といえよう。運用の内容は1995年をみると(図4)、株式が421ファンドで全資金の70%弱、債券が84ファンドで20%弱、そして、通貨が164ファンドで11%弱となっている。

表4 香港の運用会社

ファンド・マネージャー	香港における設立年	HKIFA参加年	SFCに公認されている資産額	ファンドの種類			最小投資額
				エクイティ/ワラント	債券	マネーマーケット	
Aetna International Fund Managers Limited	1985	1986	\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$2,500
Baring International Fund Managers (Ireland) Limited	1975	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓		\$5,000
BT Fund Managers Limited	1992	1992	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,000
BZW Investment Management Hong Kong Limited	1990	1990	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,500
CEP, TAL Investment Management Limited	1988	1988	\$\$	✓	✓	✓	\$3,000; \$5,000
Citi bank Global Asset Management (Asia) Ltd	1979	1986	\$\$\$\$	✓	✓		\$1,000; \$10,000; 10,000units
Citicorp Investment Services Limited	1981	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$10,000
CMI Financial Management Services Ltd	1992	1992	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	£1,000; \$5,000
Credit Lyonnais International Asset Management (HK) Limited	1987	1991	\$\$\$\$	✓			\$1,000 1,000shares
Daiwa International Capital Management (H.K.) Limited	1988	1993	\$\$\$\$	✓			100units
Dao Heng Fund Management Limited	1981	1991	\$\$	✓			\$1,000; \$5,000
ED&F Man Investment Products (Hong Kong) Limited	1990	1994	\$\$	✓			\$30,000
Fidelity Investments Management (H.K.) Limited	1981	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$2,500 (v)
Global Asset Management (HK) Limited	1985	1986	\$\$\$\$\$\$	✓			\$15,000
Goldman Sachs Asset Management	1990	1994	\$\$\$\$	✓	✓		\$1,500
Hambro Pacific Fund Management Limited	1976	1986	\$\$\$\$	✓	✓	✓	£2,000; \$3,000
Hill Samuel Pacific Ltd	1973	1995	\$\$	✓	✓	✓	\$10,000
IISBC Asset Management Asia Pacific Limited	1973	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,000
Income Partners Asset Management (HK) Limited	1993	1993	\$\$\$\$	✓	✓		\$2,000
Indosuez Asset Management Asia Limited	1982	1986	\$\$\$\$	✓	✓		\$1,500
INVECO Asia Limited	1987	1987	\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,000in most funds
Jardine Fleming Unit Trusts Limited	1970	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$2,000in most funds
KBIM Pacific Limited	1982	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓		£1,000; £2,000; DEM5,000; \$2,000
LGT Asset Management Ltd.	1970	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓		\$1,000; \$2,000
Lloyd George Management (HK) Limited	1991	1992	\$\$\$\$	✓			\$10,000
Mansion House Investment Management Services Limited	1986	1986	\$	✓			\$1,500
Manulife Regent Investment Asia Ltd.	1991	1991	\$\$\$				HK\$5,000; \$1,000
MIF Unit Trust Managers Limited	1983	1987	\$\$	✓			\$2,500
Mercury Asset Management Asia Limited	1987	1994	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$5,000
Morgan Stanley Asset Management	1989	1995	\$\$\$\$	✓	✓		\$250,000
MPFC Overseas Limited	1988	1990	\$\$		✓	✓	500shares
National Mutual Funds Management (Asia) Limited	1987	1987	\$\$\$\$	✓	✓		\$1,000
Nomura Trust (Cayman) limited	1992	1993	\$\$\$	✓	✓	✓	\$5,000; \$10,000
Panurgy Limited	1980	1987	*	✓			\$1,000
Peregrine Asset Management (HK) Limited	1991	1993	\$\$	✓			\$5,000
Prudential Investment Products Limited	1990	1990	\$\$\$\$	✓			£1,000
RBC Investment Management (Asia) Limited	1985	1986	\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,000; \$3,000
Rothschild Asset Management Asia Pacific Ltd	1969	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓		Nil
Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited	1971	1986	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,000; HK\$5,000; £1,000
SIHK Financial Management Limited	1989	1989	\$			✓	\$15,000
SIHK Unit Trust Managers Limited	1978	1989	\$\$	✓			\$1,000; \$10,000; HK\$5,000(v)
Templeton Franklin Investment Services (Asia) Limited	1992	1994	\$\$\$\$\$\$	✓	✓	✓	\$1,000
Thomson Management (Asia) Limited	1983	1986	\$\$\$\$	✓	✓		\$2,000

ファンド・マネージャー	香港における設立年	HKIFA参加年	SFCに公認されている資産額	ファンドの種類			最小投資額
				エクイティ/ワラント	債券	マネーマーケット	
Value Partners Limited	1993	1994	\$\$	✓			\$10,000; \$100,000
Worldsec Asset Management Limited	1991	1992	\$\$	✓			\$2,000

注) US\$5M以下 \$ US\$501-1,000M \$\$\$\$\$ \* : Not available  
 US\$6-50M \$\$ US\$1,001-2,000M \$\$\$\$\$\$ v : varies  
 US\$51-100M \$\$\$ US\$2,001M以上 \$\$\$\$\$\$\$  
 US\$101-500M \$\$\$  
 All asset sizes were as at the end of 1995.

(出所) 表2と同じ。

表5 運用会社の本拠地

本拠地	ファンド数
ルクセンブルグ	222
ガーンジー (チャンネル諸島)	84
ケイマン・アイランド	78
ジャルジー (チャンネル諸島)	59
バミューダ	57
香港	55
アイルランド	50
ブリティッシュ・バージン・アイランド	24
英国	24
その他	16
合計	669

(出所) 表2と同じ。

表4から明らかなように運用会社は世界中から集まっている。表5は運用会社の本拠地を示したものであるが、香港以外が圧倒的に多い。このような運用会社の国際化は後述するが、ユニット・トラストに対する規制のあり方に影響を与えている。ファンドの特徴をファンドのセクター別運用資産額とファンド数で1995年の株式ファンドについてみたのが表6である。香港における資産運用の長所を活かしアジア太平洋地域への投資が目立つが、ヨーロッパやアメリカのファンドもかなり含まれていて非常にバラエティに富んでいる。これは後述する香港以外のアジア各国の投資信託の運用ととくに異なる点である。

香港の投資家がSFC承認ファンドをどれだけ購入し、どれだけ解約したかを1989年から1995年についてみたのが表7である。ファンドは購入額より解約額の変動が多少大きい

表6 株式ファンドのセクター別資産額とファンド数

セクター	資産額 (100万米ドル)	ファンド数
Asia-Pacific (excl. Jap. incl. HK)	4,196.3	45
Japanese Equity	3,006.1	40
Int'l Equity	1,865.5	35
UK Equity Funds	1,632.2	23
Asia-Pacific (incl. Japan) Equity	1,498.6	27
Cont. Euro (excl. UK) Equity	1,413.7	18
Emerging Market Funds	1,356.6	18
Euro (incl. UK) Equity	1,328.1	16
North American Equity Funds	1,319.6	31
Asian(excl. Japan and HK) Equity	1,220.9	9
Jap. Sm Co (& OTC)	849.8	11
Hong Kong Equity Funds	538.1	18
Single Euro Country	363.3	16
Gold & Natural Resources Funds	362.8	11
Korea Equity Funds	352.9	11
Thai Equity Funds	331.1	6
Single Asian Country Funds	290.5	14
Japanese Warrants	274.5	6
Malaysia Equity	225.0	7
Latin American Equity Funds	221.4	7
Australian & New Zealand Equity	208.6	11
Sing & Sing/Malays	191.0	11
China	127.7	12
Indonesia Equity Funds	120.7	7
Asia-Pacific Warrants	89.4	8
Warrants (Others)	34.6	3
合計	23,419.0	421

(出所) 表2と同じ。

ファンドの70%をしめる株式ファンドは株価下落によって解約が増加するためであろう。しかし、表をよくみると、株価が終値では大きく下落した1994年の純投資額はマイナスであるが大した額ではないし、1990年には株価の下落はないが、純投資額はマイナスである。このよう

表7 SFC公認ファンドの香港投資家の販売・解約状況 (100万米ドル)

年	販売	解約	純投資
1995	3,087.3	2,907.8	179.5
1994	3,776.4	3,797.5	-21.1
1993	3,589.6	2,585.9	1,003.7
1992	1,669.8	1,525.6	144.2
1991	1,790.1	1,564.0	226.1
1990	1,173.8	1,428.9	-255.1
1989	764.3	741.4	22.9

(出所) 表2と同じ。

な動きはユニット・トラスト投資家がユニット・トラストを短期投資ではなく長期投資と把握してきているという証拠かもしれない。ただし、この点についてはより厳密な実証研究が必要である。

### 3. ユニット・トラストのパフォーマンス

#### (1) パフォーマンスの公表

ユニット・トラストの日々の価格は新聞などで利用可能である。しかし、投資家にとって重要なパフォーマンス情報は過去のトラック・レ

コードである。投資家は過去のレコードから明日のパフォーマンスを確実に知ることはできないが、不確実な将来を確率的に正しく把握するためには過去のデータは役に立つ。

香港のユニット・トラスト (SFC 公認) のパフォーマンスは HKIFA が毎月公表する Investment Performance Measurement によって個別ファンド毎に利用可能である。ここで、パフォーマンスとは期間収益率であり、収益率はある一定の期間のファンドのキャピタル・ゲインと配当 (配当は再投資を前提) を合計した収益の投資額に対する比率である。公表の仕方はセクター毎に期間別収益率とセクターにおける収益率の分布状況および比較可能インデックスの表示である。具体的に示したのが表8である。これはファンド資金およびファンド数のもっとも多い ASIA-PACIFIC EQUITY FUNDS の最終ページのコピーである。記載事項はファンド名、ファンド資産規模、収益率 (1カ月、3カ月、6カ月、1年、2年、3

表8 アジア・パシフィック (除日本含香港) 株式ファンド (一部)

ファンド名	ファンド規模 (1995.12.1現在)	1カ月	3カ月	6カ月	1年	2年	3年	5年	10年
SHK Oriental Growth	3.2	5.8%	3.3%	1.5%	6.2%	-24.7%	64.1%	116.2%	
Templeton GS Asian Growth	30.7	-0.3%	-5.7%	-7.9%	-7.2%	-25.6%	24.2%	23	
Thornton Little Dragons	73.4	5.1%	1.0%	-0.7%	0.7%	-29.9%	56.4%	117.8%	
Thornton Tiger	85.5	4.9%	1.6%	-1.2%	-0.6%	-22.8%	57.9%	110.7%	
Worldsec Dynasty	15.0	1.6%	-4.5%	-5.9%	-7.1%	-19.7%	70.9%	25	
合計	3974.9	45	45	45	45	41	37	29	8
最大収益		9.7%	6.6%	8.4%	21.8%	0.5%	122.4%	255.1%	831.3%
上位四分位		5.2%	2.4%	2.2%	8.2%	-11.1%	88.6%	179.5%	731.2%
中位収益		4.4%	0.5%	-0.4%	4.0%	-19.1%	71.2%	154.6%	601.3%
下位四分位		2.8%	-3.2%	-2.4%	-2.4%	-24.7%	57.9%	117.8%	561.6%
最小収益		-0.3%	-8.2%	-9.7%	-15.9%	-32.8%	21.2%	29.9%	405.5%
インデックス									
James Capel South East Asian		3.2%	-1.2%	-2.2%	0.6%	-11.9%	69.6%	149.2%	706.4%
F F S&P Act Wld Pac Ex Jap		4.1%	3.3%	7.3%	14.7%	-2.0%	86.2%	172.0%	
MSCI AC F.E.Fr ex Jap		4.8%	1.9%	-0.2%	6.8%	-13.5%	72.0%	158.2%	

(出所) HKIFA, "Investment Performance Measurement."

評価してみよう (図5)。評価は各セクターについて、1カ月、3カ月、6カ月、1年、2年、3年、5年の最大、上位4分位、全体の中心値、下位4分位、最小の収益率のインデックスからの乖離を図示したものである。たとえば、最大資産額のアジア・パシフィック株式ファンド (Asian-Pacific (Ex Japan, Inc HK)) をみると、セクターの中心値はインデックスより多少低い、上位4分位はインデックスより高くなっている。ファンドの4分の1以上は各保有期間でインデックスを上回るパフォーマンスを上げている。その他のセクターも多少の差はあるが、ほとんどのセクターで4分の1はインデックスを上回るパフォーマンスを上げているといえる。この結果は日本や他のアジアのパフォーマンスよりよいといえよう。

#### (3) ユニット・トラストに対する規制の枠組み

規制の枠組みは投資家の利益を保護するためのもので、規制母体は SFC (Securities and Futures Commission) である。SFC がユニット・トラスト、ミューチュアル・ファンド、および、プールされた退職ファンドを承認する (authorise) ことで投資家の利益保護をはかっている。なお、承認されていない (unauthorised) ファンドに対する投資家保護は投資家保護法令 (the Protection of Investment Ordinance) によってなされている。

1978年に SFC の前身の the Securities Commission がユニット・トラストおよびミューチュアル・ファンド・コードを公布したが、このコードは法的裏付けのない任意のものであった (実際には、このコードに従うことが承認をえることであった)。その後、コードは

年、5年、10年、および、今年初から今月までの期間) とこのセクターに含まれるファンドの収益率の最高、上位4分の1分位、中心値、下位4分の1分位、最低、さらに、比較可能インデックスとして3つのインデックスの期間別収益率である。

投資家は個別ファンドのパフォーマンスを他のファンドといろいろの期間について比較可能であり、また、セクター毎にインデックスと比較することによってそのファンドがセクター全体に比してどのくらいのパフォーマンスを上げたかを判断することができる。たとえば、あるファンドが1カ月、2カ月ではパフォーマンスはよくないが、5年、10年ではかなりよいパフォーマンスを上げているときには、長期投資を目的とするときには、このファンドを直ちに解約しようとはしないであろう。

このパフォーマンス公表は明示的にファンドのリスクを示していない。ファンドのパフォーマンス評価はリスクを考慮することが重要であるが、他方、リスクの評価が非常に難しいことも確かである。しかし、セクターに分類し、セクター毎に適切なインデックスを選択することで、リスク評価の煩わしさを多少ともうまく避けているといえよう。

#### (2) 香港のユニット・トラストのパフォーマンス

表9は1995年の香港ユニット・トラストのセクター別パフォーマンスを示してある。セクター別にみると、最高32.2%から最低-33.5%とパフォーマンスに大きな差が生じている。

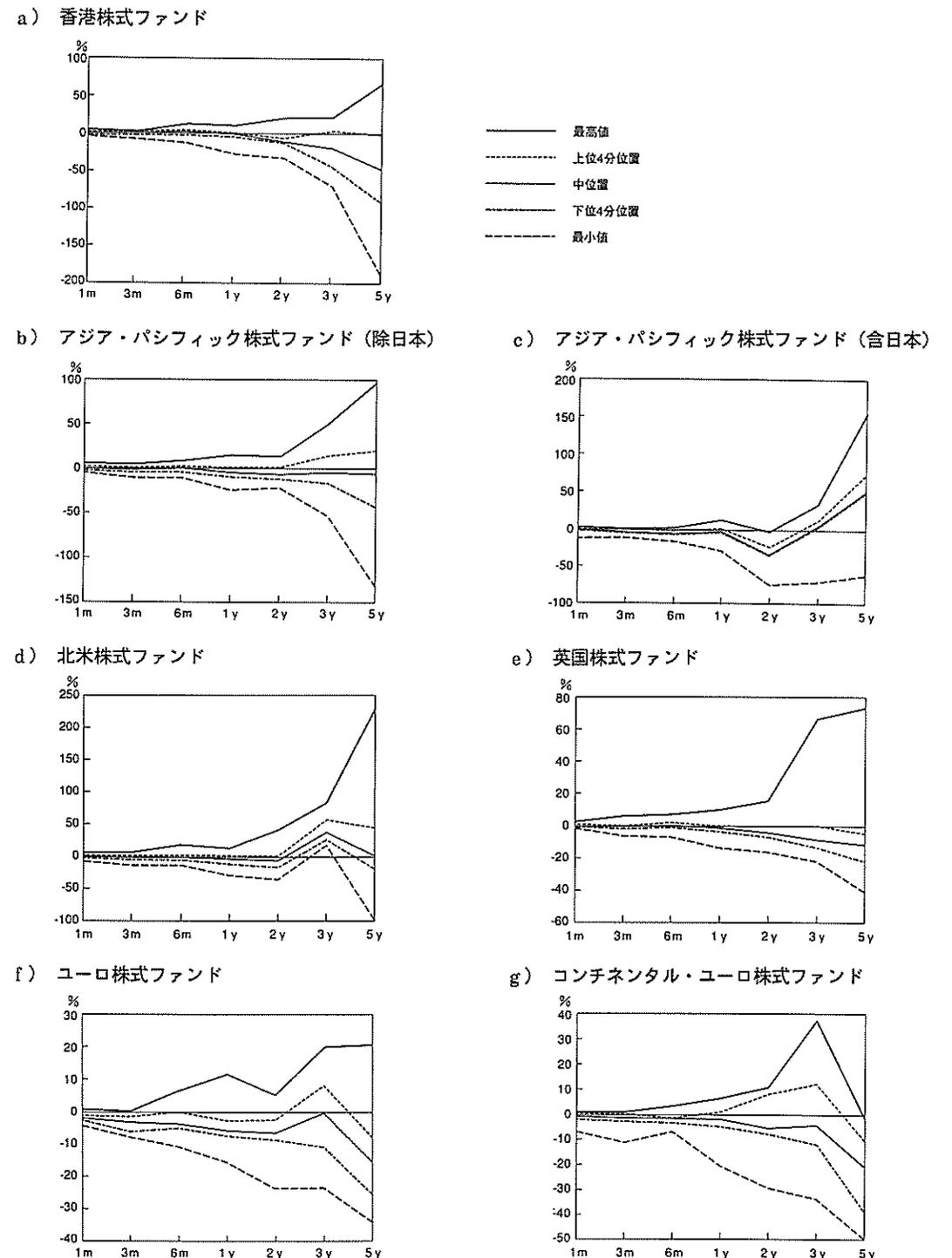
以下、株式ファンドの資産額の多い7セクターについて、HKIFA の公表データパフォーマンスをインデックス (MSCI) 比較で

表9 セクター別ファンド・パフォーマンス (1995)

セクター	収益率の中位値	資産額 100万米ドル	ファンド数
North American Equity Funds	32.2 (%)	1,319.6	31
Bonds Funds (Others)	20.8	497.2	20
Hong Kong Equity Funds	19.7	538.1	18
Cont. Euro (excl. UK) Equity Fund	19.7	1,413.7	18
UK Equity Funds	19.4	1,632.2	23
International Managed Bond	16.4	4,359.6	40
Euro (incl. UK) Equity Funds	16.1	1,328.1	16
Money Market Funds (CHF)	15.8	111.6	8
UK Gilts Funds	14.7	1,550.7	14
US Bonds Funds	14.4	220.8	10
Money Market Funds (DEM)	12.1	287.4	13
Money Market Funds (European)	12.1	212.7	33
International Equity Funds	12.1	1,865.5	35
International Managed Funds	12.0	890.8	23
Single Euro Country Funds	12.0	363.3	16
Money Market Funds (CAD)	8.9	66.6	5
Aust. & New Zealand Equity Funds	7.8	208.6	11
Money Market Funds (Others)	5.7	104.4	13
Managed Currency Funds	5.5	192.1	16
Money Market Funds (USD)	4.8	940.9	21
Money Market Funds (GBP)	4.7	789.2	19
Asia-Pacific (excl. Japan, incl. HK) Equity	4.0	4,196.3	45
Warrant Funds (Others)	3.8	34.6	3
Money Market Funds (AUD)	2.1	25.7	4
Sing & Sing/Malaysia Equity Funds	0.8	191.0	11
Asia-Pacific (incl. Japan)	0.2	1,498.6	27
Asia-Pacific Warrants Funds	0.0	89.4	8
Thai Equity Funds	-0.2	331.1	6
Indonesia Equity Funds	-0.6	120.7	7
Malaysia Equity Funds	-0.7	225.0	7
Gold & Natural Resources Funds	-2.3	362.8	11
Money Market Funds (Yen)	-3.0	29.6	9
Asian (excl. Japan & HK) Equity	-4.1	1,220.9	9
Japanese Equity Funds	-4.7	3,006.1	40
Japan Small Co. Funds (& OTC)	-9.3	849.8	11
Korea Equity Funds	-10.8	352.9	11
China Funds	-10.8	127.7	12
Emerging Market Funds	-11.4	1,356.6	18
Japanese Warrant Funds	-17.7	274.5	6
Latin American Equity Funds	-19.2	221.4	7
Single Asian Country Funds	-33.5	290.5	14

(出所) 表2と同じ。

図5 セクター別・個別ファンド・パフォーマンスの対インデックス比較



(出所) HKIFA, Investment Performance Measurement, より作成。

幾たびか発展していくが、このプロセスは香港のユニット・トラストおよびミューチュアル・ファンドの国際化(運用機関の国際化・運用対象の国際化)に沿ったものであり、多くの規制緩和を含むものであった。

1991年のコード改正はオフ・ショアのファンド産業の拡大をうけて行われたもので、最大の特徴は認知された裁判権スキーム(recognised jurisdiction schemes)の導入であった。これにより重複した不必要な規制が撤廃され、オフ・ショアの資産運用会社は香港コードの要求の多くを免除された。

さらに、この改正後、ファンドの広告についての規制緩和が導入された。1987年10月の株式市場クラッシュを契機に、投資家保護強化のために「投資家に一時的な解約中止がありうるということを警告することが広告の警告文書」として要求されていた。この要求が排除された背景としては、警告文書がファンドの説明書(prospectus)に開示されていることに加えて、香港の投資家の変動の大きい株式市場に成熟(mature)したとの認識が政策当局にあったからである。

SFCによる1992年5月の規制緩和には先物・オプション・ファンドの承認に関するガイドラインが含まれている。このようなファンドはこれ以前に香港の投資家に提供されていなかった。ガイドラインでは先物・オプション・ファンドを管理する経験をもっていることが要求され、先物・オプションへの投資が投資額に規定されることが要求された。さらに、1993年1月にこのようなファンドが高い取引コストを負担する事実の明記が要求された。また、この改正で、広告に対する規制、ラジオ、テレビ、および、映画における広告規制が緩和された。な

お、このような規制緩和の多くは資金運用産業の陳情に対応したものであるが、このとき、HKIFAが重要な役割を演じてきた。ただし、HKIFAは自主規制団体ではなく、任意団体である。

#### IV. シンガポールの投資信託 (ユニット・トラスト)

##### 1. シンガポールのユニット・トラスト産業

シンガポールには投資信託協会のような組織がなく、それゆえ、総体的にユニット・トラストに関する情報を得ることが難しい。逆にいうと、シンガポールにおいてユニット・トラストのウェイトはII章でみたようにごく最近までは小さかったということである。シンガポールのユニット・トラスト・ファンドの価格情報は毎日、新聞に公表されている。The Straits Timesの1997年3月1日付けによれば、ファンド・マネージメント会社は30社で運用ファンド数は105である。1995年9月16日の同紙によると、ファンド・マネージメント会社は15社で運用ファンド数は61であったので、1年半に間に会社数で2倍、ファンド数で1.5倍に増加したことになる。

シンガポールのユニット・トラスト会社の準拠法は会社法である。日本の投資信託委託会社は投資アドバイザーとしてシンガポールに進出しているが、ユニット・トラストをシンガポールで販売することは可能であるが現実には行っていない。他方、投資アドバイザーとして進出している日興投資顧問会社がユニット・トラストを運用している。

シンガポールにおいてユニット・トラスト産業が盛んでなかった大きな理由は個人投資家の資産形成が政府の強制的貯蓄システム、すなわち、CPF(Central Provident Fund:中央年金基金)を中心に行われてきたからである。また、証券市場、株式市場のプレーヤーとしては富裕な個人に加えて原則的に参入が自由な海外投資家が活躍してきたからであると考えられる。

CPFは雇用者と非雇用者から給与の一定比率(現在双方20%)を拠出させ、それを運用する機関であり、基金は雇用者の退職後の生活保障、住宅取得などに使用される。CPFは巨大な金融機関であるが、その運用は国債など限られたもので行っており、加入者の積立金に対する利子率は4大地場銀行の12カ月定期預金利子率の単純平均と規定されている。しかし、国営企業の民営化による株式市場の拡大にたして多様な投資家層を形成する必要などから、CPFは本体ではなく、加入者個人の意志で積立金の一部を引き出して個別株式を購入するスキームを導入した。CPFの加入者が積立金を

引き出して証券投資を行うには制約があり、ユニット・トラストに関しては、1986年に導入されたApproved Investment Schemeによって、トラスティ・ユニット・ファンド(Trustee Unit Funds)への投資が可能になった。さらに、個人投資家の資産運用にリスク分散機能を充実させるためにCPF-Approved FundsというCPF加入者専用のユニット・ファンドが認可された。CPF向けのファンドは課税免除という特典があるが、売買に制約があり、最低保有期間が規定されている。

現在、トラスティ・ユニット・ファンドとして6つのファンドが指定されている。4ファンドはシンガポールの4大地場商業銀行の子会社であるファンド・マネージメント会社の運用であり、残りの2ファンドが海外ファンド・マネージメント会社によるものである。CPF-Approved(CPF公認)Fundsは1990年に設定され、4大商業銀行のうちの3つの子会社のマネージメント会社によって運用され、さらに、1997年に4社目の商業銀行も運用が認可された。

表10 ファンドのリターンとリスクのプロフィール

ファンドのタイプ	$\bar{X}$	$\sigma_p$	ASI	$\beta_p$	Adj. R2
キャピタル 範囲 平均	-0.47 to 0.04 -0.12	0.04 to 0.72 0.29	-0.76 to 0.01 -0.33	0.01 to 1.09 0.39	0.01 to 0.90 0.46
バランス 範囲 平均	-0.24 to 0.10 -0.14	0.12 to 0.41 0.22	-0.38 to 0.16 -0.14	0.01 to 0.76 0.48	0.06 to 0.73 0.43
インカム	-0.44	0.48	-0.82	0.48	0.29
スペシャル	-0.01	0.03	1.21	0.94	0.04

$\bar{X}$  = ファンドの年平均リターン(収益率)  
 $\sigma_p$  = ファンド・ポートフォリオの標準偏差  
 $\beta_p$  = ファンド・ポートフォリオのシステムティック・リスク  
 ASI = 調整シャープのパフォーマンス・インデックス  
 Adj. R2 = 修正決定係数

## 2. シンガポールのユニット・トラストのパフォーマンス

シンガポールのユニット・ファンドのパフォーマンスをCAPMをベースにした2つの

図6 シンガポールのファンドの平均リターンとベータ・リスクの関係

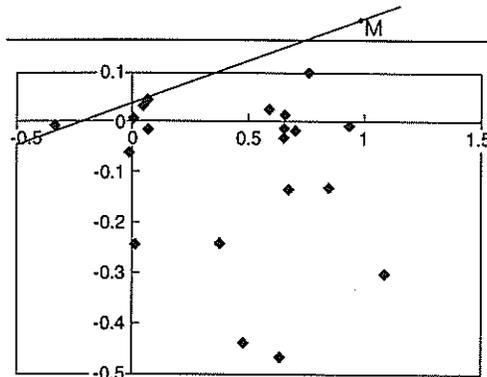
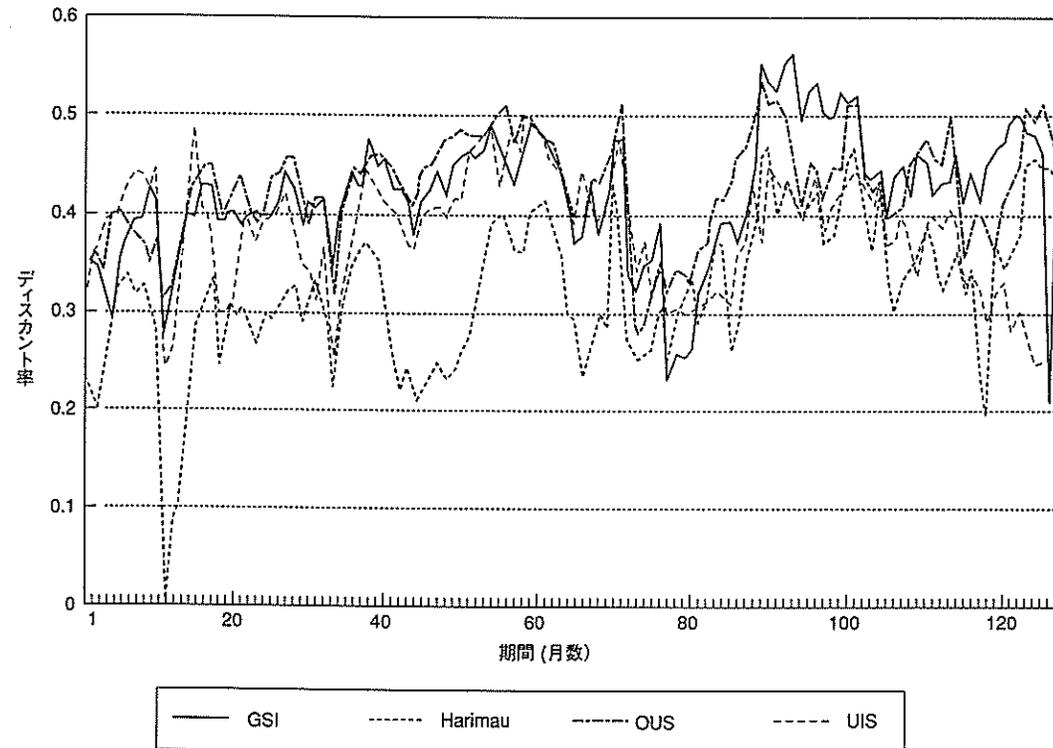


図7 クローズド・エンド・ファンドのディスカウント率 (1980年6月~1990年12月)



実証結果からみてみよう。第1の実証分析は1986年1月から1990年12月までの期間について21のユニット・トラスト・ファンドが対象である。分析はシャープ、トレーナー、ジェンセンのパフォーマンス・インデックス(リスク調整も含む)の推定とパフォーマンスの持続性、ベータの安定性、分散度などの推定である。表10は結果の要約である。この期間のファンドの平均収益率はすべてマーケット・ポートフォリオを下回っており、リスク調整シャープ・インデックス(ASI)は平均で見るとスペシャルの1つを除いてすべてマイナスであった。キャピタル型とバランス型を比較すると、キャピタル型の方がベータ(リスク)は低く、収益も低くなっていて、投資目的と整合していない。

個別データが掲載されているので、それを利

用して平均収益率とベータをプロットしたのが図6である。安全資産とマーケット・ポートフォリオを結んだマーケット・ラインの線上に3ファンドがあるが、その他の18ファンドは線の下方にあり、とくに、5ファンドはかなり下方にある。すなわち、ユニット・ファンドのパフォーマンスはリスクを考慮してもよくない。

第2の分析はシンガポール証券取引所に上場されている4つのクローズド・エンド・ファンド(GSI, Harimau, OUS, UIS)のディスカウント率を推定したものである。対象期間は1980年6月から1990年12月までである。上場ファンドは市場でファンドそのものが取引されるので、ファンド価格はファンドの純資産額と乖離する。図7は4つのファンドの乖離率(時価から1ユニットの純資産額を引いて時価で割ったもの: マイナス符号は省略)を示したものである。ディスカウント率は非常に大きい。ディスカウント率を説明する仮説の1つに投資家のセンチメント・モデルがある。クローズド・ファンド価格にディスカウントが生じるのは市場の不完全性、つまり、市場にノイズ(個人投資家)が存在するからであり、これら投資家のセンチメントが投資行動を決定しているからである。ここでの分析結果は投資家のセンチメント仮説を支持するものであった。

## V. マレーシアの投資信託 (ユニット・トラスト)

### 1. マレーシアのユニット・トラスト産業

マレーシアのユニット・トラスト産業は圧倒的に国営資産運用会社が支配的である。この背

景には、マレーシアの経済政策 NEP (New Economic Policy) がブミプトラ(マレー人)の生活水準の引上げを最大目的として掲げているからである。この目的達成のために多様な手段が駆使されているが、ユニット・トラストもその1つである。当初、政府はブミプトラ個人および企業に強制的に株式を移転させる形でブミプトラの企業所有権の拡大を図った。しかし、市場価格以下でのブミプトラへの株式割当は売却直後の株価上昇によるキャピタル・ゲイン獲得のために株式を売却してしまうため、ブミプトラの所有権拡大には効果が薄かった。政府はこの欠点をカバーする国営ユニット・トラスト制度を導入した。

1978年に首相が議長である Board of Trustees のもとでブミプトラ専用のユニット・トラスト YPB (the Yayasan Pelaburan Bumiputera) が設立され、YPB が PNB (the Permodalan Nasional Berhad) を実行機関として設立した。PNB が資産運用を行い、これを PNB の子会社として1979年に設立された ASN (the Amanah Saham Nasional) ユニット・トラストを通して、ブミプトラ個人に販売された。1981年に "Scheme Transfer of Shares" が開始され、株式のブミプトラへの移転が2段階で実行された。第1段階で、1986年までに(収益の高い) SOEs (State Owned Enterprises) 37社が簿価で PNB に移転された。第2段階では、PNB は ASN に対して簿価で株式を移転させ、さらに、SOEs でない民間企業の株式も簿価で移転させた。つまり、PNB がユニット・トラストのマネジメントのすべてを行っているのである。

ASN はブミプトラ専用ファンドであり、購入単位は RM (マレーシア・リングギ) 1 (最

表11 ASN と ASB の国内貯蓄に占める比率

(単位 RM10億)

	1983	1985	1986	1987	1988	1989	1990
総民間貯蓄 (A)	10.3	10.1	13.8	20.2	21.0	19.3	21.6
総家計貯蓄 (B)	10.7	15.6	15.9	13.5	14.6	12.7	14.6
非強制家計貯蓄 (C)	7.0	11.0	11.3	8.5	9.3	6.5	7.3
ANS および ASB (D)	0.5	0.6	1.1	0.5	0.5	1.7	2.9
D/A (%)	4.4	6.3	8.0	2.5	2.6	9.1	13.4
D/B (%)	4.2	4.1	6.9	3.7	3.8	13.8	19.8
D/C (%)	6.4	5.8	9.8	5.9	5.9	27.0	39.6

低購入額10リンギ)で、最大投資額は4,990リンギとなっている。投資額制限のため、ASN は飽和状態となったので、1990年にあらたな ASB (the Amanah Saham Berhad) が設立された。ASB と PNB の関係は ASN との関係と同じであり、運用主体は PNB である。ASN ユニット・トラストは株式等リスク証券を運用しているにも係わらず、固定価格で販売されていたが、1991年初、市場価格による販売に変更された。しかし、ブミプトラのリスク許容度の低さを考慮して ASB は固定販売を採用し、さらに、購入量に対する制限緩和、および、ASN から ASB への切り替えが認められていたため、多くの資金が ASN から ASB へシフトした。このような高いパフォーマンスは個人資産を貯蓄から ASN, ASB にシフトさせている (表11)。なお、固定価格であるので、ユニット・トラストの収益は配当金とボーナス・ユニットである。

ブミプトラの株式保有権の拡大のため、政府は新規公開株について、ブミプトラ優先割当を行っている。これは国営・民営企業を問わず新規公開株の30% (以上) をブミプトラに割り当てなければならない。また、割当価格は市場で決定されるのではなく、政府機関が市場価格以下に設定している。1990年代に主要な国営企業 - STMB (TV 3), TNB, TROTONAS

などへの株式公開が相次いでいるが、これら民営化の目的 (すべてではないが) はブミプトラへの株式移転とそれからの高い投資収益を狙ったことであった (ユニット・トラストのパフォーマンスについては後述)。

マレーシアの民間ユニット・トラストは1959年にスタートしたが、1979年にスタートした国営ユニット・トラストの急成長の陰にかくれた存在であった。マレーシアの投資信託協会ともいうべき Federation of Malaysian Unit Trust Managers ではアニュアル・レポートを刊行していない。以下、この機関から提供を受けた Directory of Members によって最近の民間ユニット・トラストを概観しよう。表12は1992年末から1996年末までのマネジメント会社数、運用ファンド数、ファンドの純資産額等の概要である。マレーシアのファンドは公的ファンドと民間ファンドに分けられる。公的ファンドは国営ファンド (PBN) とその他政府スポンサー・ファンドである。

マレーシアのユニット・トラストの規模 (純資産額) を株式市場の時価総額に占める比率で見ると、1992年末で6.39%であったが、そのうち、PNB 以外のユニット・トラストはわずか0.30%であり、民間ファンドは0.16%であった。民間ユニット・トラストは1996年末には全体が7.43%と成長する中、0.86%と急増してい

表12 マレーシアのユニット・トラスト概要

	1992年12月	1993年12月	1994年12月	1995年12月	1996年12月
運用会社数	13	16	20	27	30
ファンド数*	39	44	52	67	77
総ファンドサイズ* (10億単位)	15,827	18,672	28,814	37,363	47,105
発行ファンド単位数 (10億単位)	15,356		25,121	31,937	38,983
ファンドの純資産額 (NAV) (10億MR)	15,720	28,134	35,716	44,134	59,955
NAV の対 KLSE 時価総額比 (%)	6.39	4.54	7.02	7.80	7.43
公的ファンド (国営, 政府スポンサー)					
ファンド数*	19	20	24	26	27
発行ファンド単位数 (10億単位)	13,918	15,923	21,008	25,658	31,595
NAV (10億MR)	15,334	26,699	31,678	38,506	52,888
民営ファンド					
ファンド数*	20	24	28	41	50
発行ファンド単位数 (10億単位)	0,437	1,106	4,114	6,280	7,388
NAV (10億MR)	0,386	1,435	4,038	5,628	7,067

注) \* 認可済であるが開始されていないファンドを含む。

(出所) The Federation of Malaysian Unit Trust Managers, Directory of Members.

表13 マレーシアのユニット・トラストの販売・解約および分売チャンネル

	1992年12月	1993年12月	1994年12月	1995年12月	1996年12月
総販売量 (100万単位)	4,755,601	6,252,021	13,098,499	10,434,095	12,540,166
(100万MR)	4,760,692	6,389,875	13,588,811	10,492,636	12,700,782
総解約量 (100万単位)	4,172,776	4,904,522	6,177,509	6,004,498	8,330,030
(100万MR)	4,207,054	4,949,247	6,277,743	6,023,811	8,388,178
純販売量 (100万単位)	582,826	1,347,500	6,920,991	4,429,598	4,210,135
(100万MR)	553,639	1,440,628	7,311,068	4,468,825	4,312,603
分売チャンネル (100万MR)					
直販	N/A	N/A	N/A	1,984,090	1,516,462
金融機関	N/A	N/A	N/A	5,472,187	7,962,476
セールス・フォース	N/A	N/A	N/A	1,345,563	879,146
その他	N/A	N/A	N/A	1,690,795	2,342,696

注) N/A: 利用不可能

(出所) 表12と同じ。

るが、全体から見ると民間のウェイトは全体の8分の1弱である。マネジメント会社数はこの期間に13社から30社に増加 (1社は PNB) し、ファンド数は39 (国営2, 政府スポンサード・ファンド19, 民間ファンド20) から77 (国営3, 政府スポンサード・ファンド27, 民間ファンド50) に増加している。

ユニット・トラスト・ファンドの特徴は購入

・解約が自由にできることであるが、表13は国営を含むユニット・ファンドの1992年から1996年までの各年の総販売額と総解約額、純販売額を示したものである。販売・解約は株式市場の状況を反映して変動があるが、とくに、前半の市場相場がよかった1994年には大幅な販売超過になった。ユニット・トラスト・ファンドの販売は同じ表14にあるように直販、系列金融機

関、および、販売フォース（郵便局や政府関連機関）が均衡した販売力をもっている。ただし、販売フォースはプミプトラ・ユニット・トラストなどの政府系ファンドの販売を行うので、民間ファンドは直販か系列金融機関によって主に販売が行われている。

## 2. マレーシアのユニット・トラストのパフォーマンス

まず、国営ユニット・トラストである ASN と ASB のパフォーマンスをみよう。表14は銀行預金や国債長期利回りおよび KLSE 株式収益率との比較である。安全資産である銀行預金金利や国債長期利回りよりかなり高い。また、収益率は非常に安定している。これらユニット・トラストは投資対象が大部分株式のようなリスク資産であるにもかかわらずプミプトラ投資家はリスクを負担していない。また、株式収益率（市場収益率）と比較すると、株式収益率はプラスからマイナスまで大きく変動しており、一時的にはユニット・トラストを上回る収益率

を上げているが、データ期間の平均値はユニット・トラストの方が高い。すなわち、国営ユニット・トラストの収益率はリスクがなくリスクの非常に高い株式を上回る収益率を上げていたのである。

なぜ、このような高い収益率が確保されたか。資産運用者が特別に優れていたのではなく、PNB に対して、有利な株式銘柄を市場価格より低く提供してきたからである。たとえば、1990年における ASN の株式保有は90社ほどであった。1986年までに簿価で32社の SOEs の株式を割り当てられている。1986年から1990年までの新規上場銘柄は32であるので、それらの優先的割当を考慮すると、保有株式のかなりが市場価格以下で取得したことになる。また、組み込まれる銘柄はブルーチップの銘柄に限られている。マレーシアにおいてプミプトラ政策としてプミプトラに引き渡される企業は業績のよいものに限定されているので、簿価あるいは市場価格以下での株式購入は配当利回りを非常に高くさせる効果をもつ。ただし、これだけで ASN が提供してしてきた高い収益率を確保できるかどうかは不明である。

1つの推測は市場価格を利用してキャピタル・ゲインを獲得していたということである。本来、国営ユニット・トラストの目的はプミプトラの株式保有のためであるから、売却は好ましいことではないであろう。しかし、MITI（国際貿易産業省）の許可を得れば売却可能である

表15 マレーシアのユニット・ファンドのパフォーマンス概要

	平均月収益率	ベータ	決定係数	調整シャープインデックス	トレーナーインデックス	調整ジェンセンインデックス
ユニット・トラスト	0.7307	0.711824	0.723203	0.049041	0.004319	-0.008211
マーケット・ポートフォリオ	1.6692	1.0	1.0	0.149659	0.012290	0

表14 ASN と ASB のパフォーマンス

	ASN (配当+ボーナス)	ASB	商業銀行*	BSN**	株式収益率***
1981	20.00		9.00	6.60	3.85
1982	18.00		11.00	6.50	-23.48
1983	18.00		10.00	6.50	38.82
1984	17.20		9.00	6.50	-24.40
1985	17.20		10.75	6.50	-21.79
1986	14.00		7.50	6.50	11.00
1987	13.00		7.00	5.51	5.89
1988	13.25		4.25	4.50	38.83
1989	14.50		4.25	4.50	60.37
1990	12.50	14.00	5.50	4.50	-8.31
1991	6.25	12.50	7.25		12.34
1992	8.25	12.50	8.00		18.19

\* 商業銀行1年定期預金金利  
 \*\* 国立預金銀行の預金金利  
 \*\*\* 株式収益率（1984年まで株価指数の変化率、1985年より株価指数の変化率に配当利回りを加えて推定）  
 [出所] M G Kanbur and Norashikin Abdul Hamid [ ]

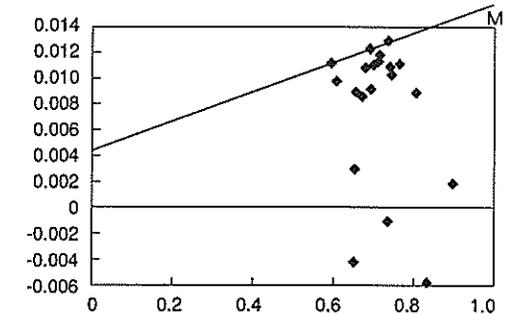
表16 マレーシアのユニット・トラストのタイプ別パフォーマンス (1984年~1993年)

ファンドのタイプ	ファンド数	月率平均収益率	収益率の標準偏差	ベータ係数	決定係数	調整シャープインデックス	トレーナーインデックス	調整ジェンセンインデックス
バランス範囲	13	0.002996	0.053430	0.593173	0.612828	-0.021446	-0.002162	-0.014455
		∫	∫	∫	∫	∫	∫	∫
平均		0.012911	0.073771	0.803349	0.882874	0.128701	0.011593	-0.000703
		0.010063	0.065108	0.698432	0.771399	0.087341	0.008098	-0.004198
成長範囲	6	-0.004096	0.060433	0.646309	0.494470	-0.112580	-0.013148	-0.025460
		∫	∫	∫	∫	∫	∫	∫
平均		0.012451	0.084739	0.894746	0.766685	0.102032	0.011655	-0.004672
		0.002877	0.076474	0.723481	0.610801	-0.016288	-0.001992	-0.014965
インカム範囲	2	-0.005791	0.061176	0.697535	0.628523	-0.117405	-0.012281	-0.002627
		∫	∫	∫	∫	∫	∫	∫
平均		0.011147	0.086284	0.830271	0.865741	0.109564	0.009670	-0.025441
		0.002678	0.07373	0.763903	0.747132	-0.003921	-0.001306	-0.014034

り、さらに、売却した結果、プミプトラ比率が30%以下になったときには、第三者割当増資を行う場合には新株式の30%をプミプトに割り当てる必要があるという規定が存在している。

民間ユニット・トラストのパフォーマンスについては2つの実証分析があるので、これらの結果を紹介しよう<sup>9)</sup>。第1の分析は実証期間は1984年1月から1993年12月までであり、この期間運用されていた21のファンドについて、投資パフォーマンスとランキング、パフォーマンスの持続性、リスク分散度、システムティック・リスクの安定性が分析されている。パフォーマンスの分析はシンガポールの実証と同様 CAPM をベースにしたもので、リスク調整ジェンセンAである。表15は21のユニット・トラスト・ファンドの平均と市場ポートフォリオを比較したものである。月別平均収益率はユニット・トラスト・ファンドが市場ポートフォリオの半分以下であるが、ファンドのリスク（ベータ）の平均が0.73であるのでこれを考慮したリスク調整ジェンセンAでみると、ファンドの平均は-0.0082であった。表16は21のファンドのパ

図8 マレーシアのユニット・トラストの平均収益率とリスク



フォーマンスをファンドの運用目的別に示したものである。ファンドはその運用目的によってバランス型、インカム型、成長型に分類されているが、すべてのファンドのベータは1より低い。ベータが一番低いと考えられるインカム型が一番高く、また、期間平均収益率は一番低い。ベータが一番低いバランス型が収益率は一番高くなっている。個別の結果をみると、全ファンドがリスク調整ジェンセンAがマイナスであった。

個別結果が論文に掲載されているので、それを使って平均収益率とリスク（ベータ）の関係をプロットしたのが図8である。すべての銘柄

表17 ジェンセンのアルファによるランク相関係数

期間	スピアマン ランク係数	T-値
1984 & 1985	0.05414	0.23001
1985 & 1986	0.62727	3.51081*
1986 & 1987	0.42078	2.02184
1987 & 1988	0.62208	3.46326*
1988 & 1989	0.51429	2.61389*
1989 & 1990	-0.49351	-2.47331*
1990 & 1991	-0.35065	-1.63207
1991 & 1992	-0.02727	-0.11892
1992 & 1993	0.28701	1.30601

\*5%水準で有意。

がマーケット・ラインの下に位置していることがわかる。とくに、6つのファンドは非常にパフォーマンスが悪い。ある期間パフォーマンスのよいファンドはそのパフォーマンスを持続させられるかをリスク調整ジェンセンAのランク相関係数で計ったのが表17である。半分の期間でパフォーマンスの持続性が有意であった。

第2の分析は1988年1月から1992年12月が実証期間で16のトラスト会社の54のファンドが対象である。ファンドは4つの外国トラスト会社が運用する16が含まれている<sup>9)</sup>。パフォーマンスは第1の分析とほぼ同じ結果で、すべてのファンドのパフォーマンスは市場平均収益率より低いか安全資産の利子率(財務省証券の3カ月物の利子率)よりも低くなっている。また、外国ファンドのパフォーマンスはバランス型以外はマレーシア・ファンドより悪い。また、ファンドの型とパフォーマンスの整合性はマレーシア・ファンドが前の分析同様一致しないが、外国ファンドは一致している。

## VI. タイの投資信託(ミューチュアル・ファンド)

### 1. タイのミューチュアル・ファンド産業

タイのミューチュアル・ファンド産業はタイの株式市場の発展を背景に、投資家と株式市場を結ぶブリッジとなっているが、その契機は1992年の自由化にあった。1977年に最初のミューチュアル・ファンドが設定されたが、自由化以前は国営のザ・ミューチュアル・ファンド・パブリック会社(The Mutual Fund Public Company Ltd.)が唯一のミューチュアル・ファンド会社であった。急速な成長にもかかわらずエマージング市場の常としてタイ株式市場の流動性不足の問題が大きかった。タイ株式市場では売買高の上位20銘柄が全売買高の70%を占め、株式市場への参加は人口の1%にも満たない上に、投資家の多くは非常に短期の投機的売買を行っていたのである。ミューチュアル・ファンドの育成は株式市場と接点をもたない地方の投資家からの貯蓄動員の手段と株式市場のプレーヤーとしての機能を期待してのことであった。1992年に7社の民営ミューチュアル・ファンド会社に免許が与えられ全部で8社となった(表18)。さらに、1996年内に4社が新たに免許を取得し、さらに、1997年にはさらに4社ほどが免許を取得するであろうといわれている。

民営7社の資本金は最低1億バーツであり、株主構成は大手商業銀行、ファイナンシャル会社および証券会社に加えて、海外の銀行・証券ブローカーが参加している(表18参照)。具体的には、タイのミューチュアル・ファンド産業

表18 タイのミューチュアル・ファンド運用会社

ミューチュアル・ファンド会社	主要株主
BBL Asset Management Company Ltd.	Bangkok Bank Public Co., Ltd. (25%), Bangkok First Investment and Trust Public Co., Ltd. (12.5%), Union Asia Finance Public Co., Ltd. (12.5%), Asia Credit Public Co., Ltd. (12.5%), Asia Securities Trading Public Co., Ltd. (12.5%)
GS Asset Management Co., Ltd.	Government Saving Bank (25%), Morgan Grenfell Investment Management (Asia) Ltd. (25%), General Finance & Securities Public Co., Ltd. (20%), GCN Finance Public Co., Ltd. (20%)
The Mutual Fund Public Company Ltd.	The Industry Finance Corporation of Thailand (21.68%), SET for Local Investor (19.5%), The Ministry of Finance (16.67%), Government Saving Bank (13.33%)
One Asset Management Ltd.	The Union Bank of Bangkok Public Co., Ltd. (25%), LGT Asset Management Pte. Ltd. (25%), Finance One Public Co., Ltd. (17.5%), Securities One Public Co., Ltd. (17.5%)
SCB Asset Management Co., Ltd.	Siam Commercial Bank Public Co., Ltd. (25%), Siam Commercial Life Assurance Co., Ltd. (23%), American International Assurance Co., Ltd. (20%)
Thai Asia Mutual Co., Ltd.	Bank of Asia Public Co., Ltd. (25%), Thai Danu Bank Public Co., Ltd. (15%), Capital Nomura Securities Public Co., Ltd. (12.5%), Kiatnakin Finance & Securities Public Co., Ltd. (12.5%), Multi-Credit Corporation of Thailand Public Co., Ltd. (12.5%), Thai Life Insurance Co., Ltd. (12.5%)
Thai Capital Management Co., Ltd.	Krung Thai Bank Co., Ltd. (25%), Thai Investment & Securities Public Co., Ltd. (25%), BT International (Delaware) Inc. (25%), Krungthai Thanakit Co., Ltd. (25%)
Thai Farmers Asset Management Co.,	Thai Farmers Bank Public Co., Ltd. (25%), Phatra Thanakit Public Co., Ltd. (25%), Muang Thai Life Assurance Co., Ltd. (15%)

は民営化による新たな運用会社設立に際し、海外の金融機関の資本参加を25%以下と制限付きではあるが積極的にすすめているのは海外からの運用技術の取得を狙ってのことである。また、商業銀行やファイナンス会社の資本参加はミューチュアル・ファンドの引受・分売をこれらの会社が担当するということである。

8社のミューチュアル・ファンド資産額は表19のようであり、国営のザ・ミューチュアル・ファンドの占有率は13.04%であり、民営会社とバランスのとれた構成となっている。なお、企業収益率でみると(図9)、ザ・ミューチュアル・ファンドが圧倒的によくなっている。これは同社の資金運用に長年の経験が反映されているからであろうが、1994年では、国営と民営との間の収益は急速に縮小していることがわかる。

成長著しいミューチュアル・ファンドの投資家を保護するためにミューチュアル・ファンド会社が The Association of Investment Management Companies (AIMC: 投資運用会社協会) を1994年に設立した<sup>10)</sup>。AIMCは自主規制機関として機能すべく、この産業に関する立法案件をレビューしコメントするよう行動している。また、倫理コードを設定し、協会メンバーにコードに従うことを強制している<sup>11)</sup>。

### 2. タイのミューチュアル・ファンドの特徴

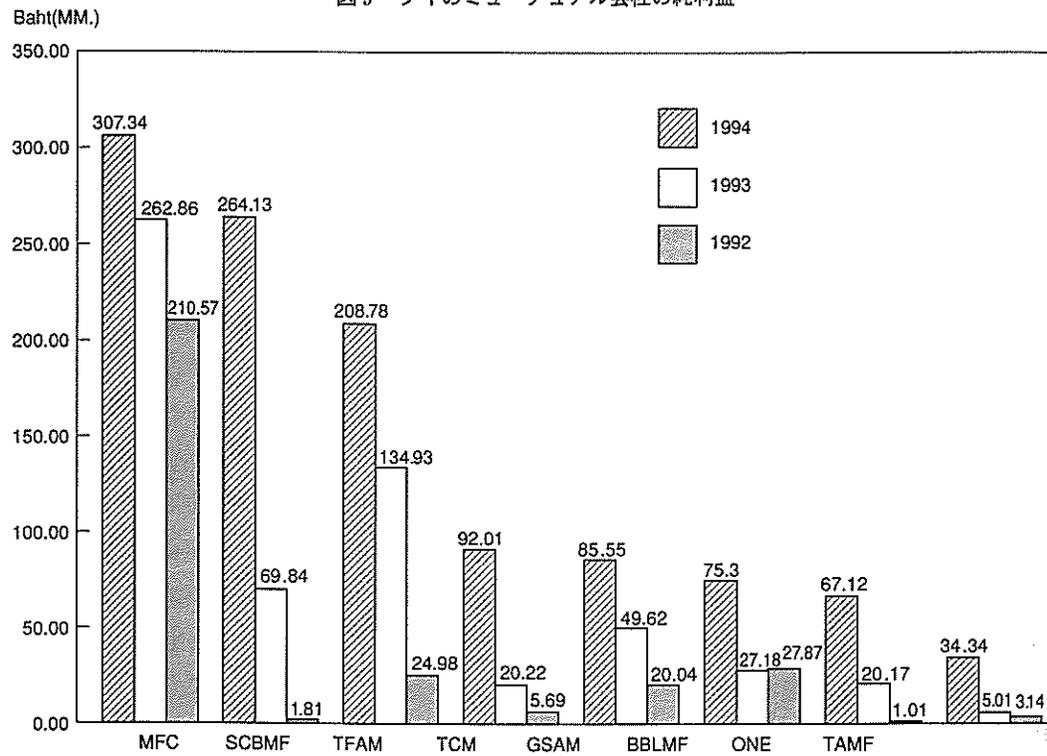
#### (1) ミューチュアル・ファンドの規模

タイのミューチュアル・ファンドは1992年の民営化直後急速に運用資産額を成長させた(図10)。タイの金融システムは商業銀行・ファイナンス・カンパニーによる預金・貸出が中心的

表19 ミューチュアル・ファンド会社より資産額シェア

会社名	ファンド数	資産額 100万バーツ	シェア (%)
SCB Asset Management Co., Ltd.	37	55,307.63	22.50
BBL Asset Management Co., Ltd.	15	40,893.53	16.64
Thai Farmers Asset Management Co., Ltd.	15	33,683.55	13.70
The Mutual Fund Public Co., Ltd.	28	32,037.05	13.04
One Asset Management Ltd.	31	24,092.13	9.80
Thai Capital Management Co., Ltd.	17	22,744.39	9.25
GS Asset Management Co., Ltd.	17	22,481.55	9.15
Thai Asia Mutual Fund Co., Ltd.	24	14,537.12	5.91
合計	184	245,776.96	100.00

図9 タイのミューチュアル会社の純利益



[出所] AIMC, An Overview of The Mutual Fund Industry in Thailand.

役割を演じており、証券市場経由の金融取引の成長は比較的最近のことである。図11をみると、成長したとはいえ、ミューチュアル・ファンドの資産額はこれら金融機関の預金額に比して非常に少ない。しかし、ミューチュアル・ファンドを株式市場の重要なプレーヤーとして育成する目的は徐々にではあるが達成されつつ

あるといえよう。図12は1993年と1996年前期のタイ証券市場 (SET) の投資家別売買比率であるが、ミューチュアル・ファンドの比率は3.55%から6.82%へとほぼ倍増している。また、海外投資家 (主に機関投資家) が16.90%から32.85%へ急増し、他方、個人投資家が74.95%から54.51%へと下落している。ブロー

図10 タイのミューチュアル・ファンド資産額

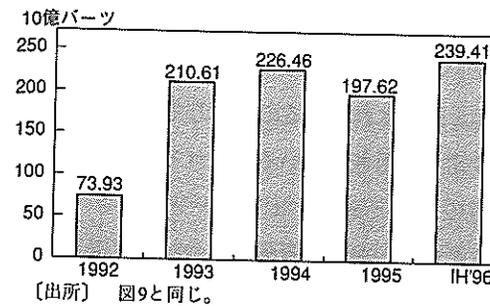
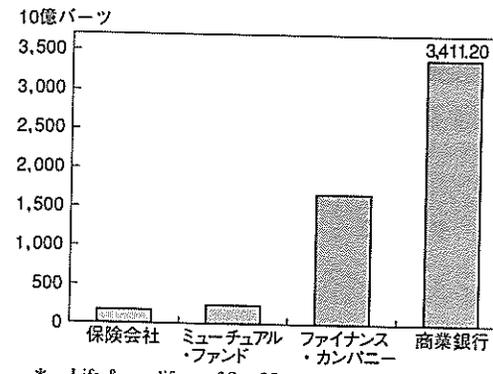
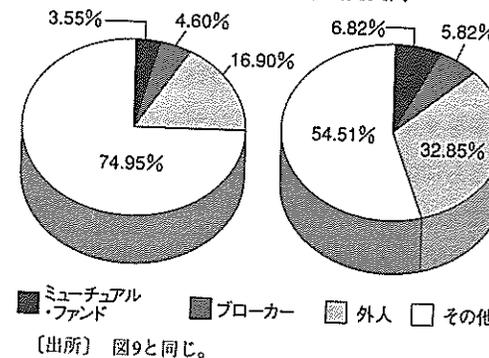


図11 総貯蓄と金融機関別資産額



\* Life & non life as of Sep.95  
\*\* As of Jun.96  
\*\*\* As of Mar.96  
# As of May 96  
[出所] 図9と同じ。

図12 SETの投資家別売買高

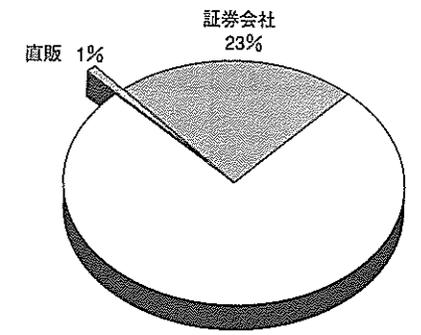


■ ミューチュアル・ファンド ■ ブローカー ■ 外人 □ その他  
[出所] 図9と同じ。

カーの比率の増加も含め、タイ証券市場も機関化への傾向を強めており、国内機関投資家としてミューチュアル・ファンドへの期待が高まっている。

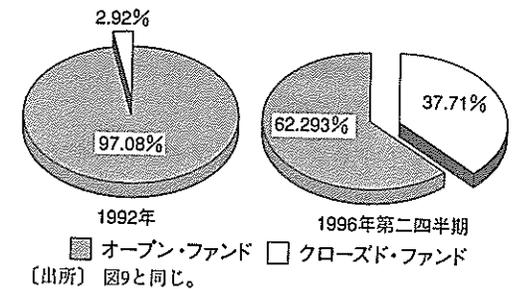
タイのミューチュアル・ファンドの投資家のプロフィールは個人投資家が65%で35%が法人で

図13 ミューチュアル・ファンドの分売ルート (1994年末)



商業銀行 76%  
[出所] 図9と同じ。

図14 オープン・ファンドとクローズド・ファンド



■ オープン・ファンド □ クローズド・ファンド  
[出所] 図9と同じ。

あり、投資家の国籍はユニット数で見ると、97%がタイ人であり、残り3%が外国人となっている。また、ミューチュアル・ファンドの販売方法は2通りあり、証券会社あるいは銀行を通して間接的に行う方法とミューチュアル・ファンド会社が直接投資家に販売する方法である。1994年末で見ると、前者が圧倒的に多く全体の99%となっている (図13)。タイのミューチュアル・ファンドの急成長の背景の1つとして法律で各新ミューチュアル・ファンド会社の核となる株主 (25%保有) は銀行か保険会社でなければならないと規定され、それが販売網拡大になっていることが指摘できよう。

ファンド数と純資産額は1992年の37本で576億バーツが1996年前期には173本の2,394億バーツとなっている。また、クローズド・エンドと

表20 タイ別ファンド資産額

ファンド・タイプ	ファンド数	資産額	シェア
株式ファンド	89	122,465.37	49.83%
確定インカム・ファンド	60	92,182.67	37.51%
バランス・ファンド	9	7,149.44	2.91%
スプリット・キャピタル・ファンド	4	2,229.10	0.91%
スペシャル・ファンド	10	5,843.85	2.38%
サポート・ファンド	12	15,906.53	6.47%
合計	184	245,776.96	100.00%

オープン・エンドでは後者が図14のようにこの期間に3%から38%へと急増している。

(2) ミューチュアル・ファンドのタイプ

ミューチュアル・ファンドのタイプは以下のように分類できる。

- ・株式ファンド—無分配
- ・株式ファンド—分配
- ・スプリット・キャピタル・ファンド (インカム・ファンドとキャピタル・ファンドのハイブリット)
- ・バランスド・ファンド
- ・アンブレラ・ファンド (日本のファミリー・ファンドに相当)
- ・確定配当ファンド
- ・マネーマケット・ファンド
- ・スペシャリスト・ファンド

タイのミューチュアル・ファンドの投資対象は原則的に国内上場証券であるが、スペシャル・ファンドは上場前の証券やタイ以外のアジア地域内の証券に投資するものである (表20)。

(3) オン・ショアおよびオフ・ショア・ファンド

タイには海外投資家向けのミューチュアル・ファンドがある。これらは海外資金をタイ市場に投資するファンドである。現在、14本の海外向けカントリー・ファンドがあり、10本がオン

・ショアで4本がオフ・ショアである。オン・ショアとオフ・ショアの違いは前者がタイ国内でザ・ミューチュアル・ファンド会社によって設定・運用されているのに対して、後者は海外で設定・運用されている。すべてのファンドは国営のザ・ミューチュアル・ファンド・パブリック会社が海外の資産運用会社と提携して設定・運営している。これは海外の資産運用のノウハウを吸収するためであった。このようなファンドは海外の個人投資家向けというよりは機関投資家向けであり、タイ株式の海外投資家に対する取得制限のバイパスとして機能してきた。

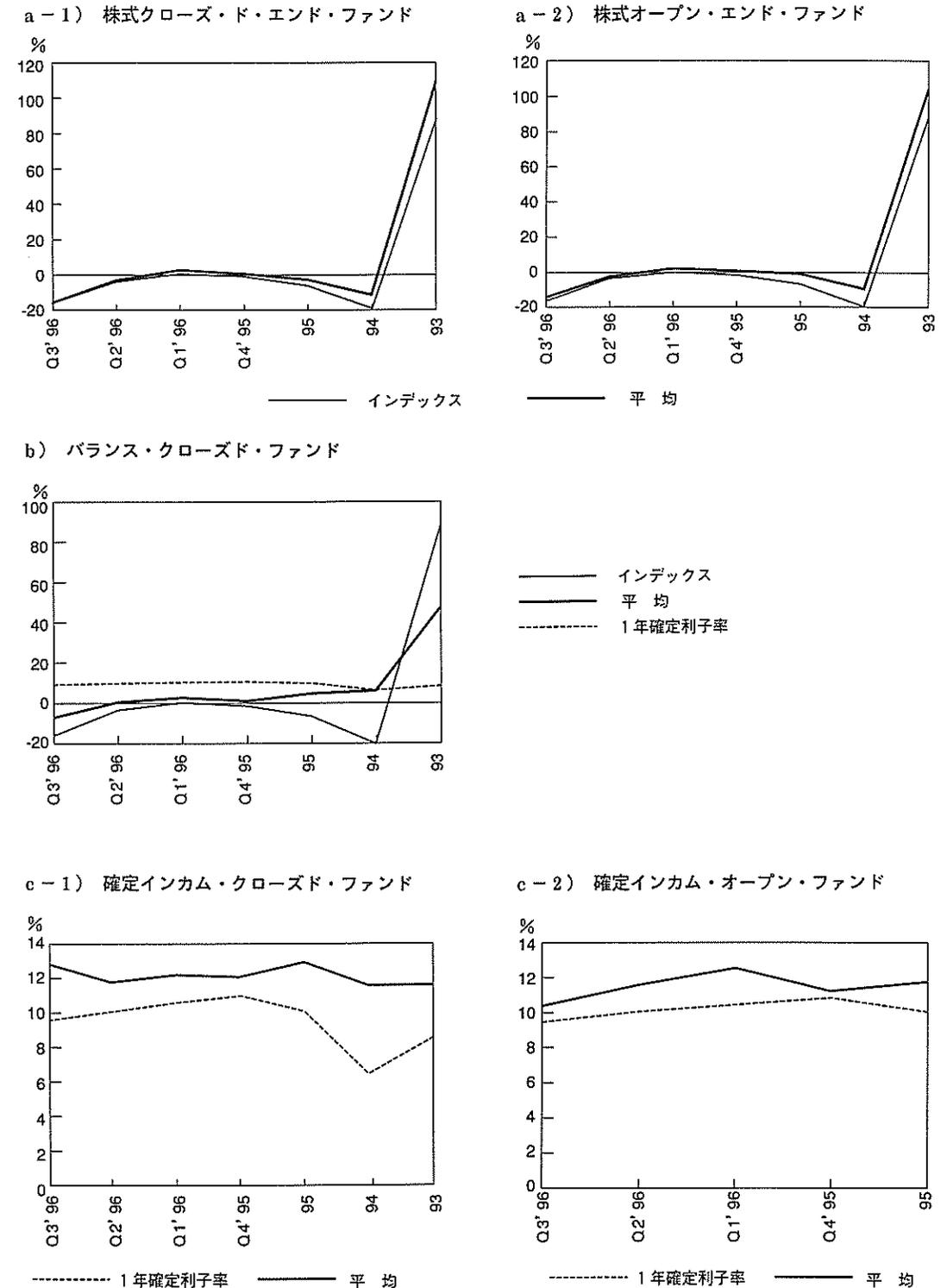
3. タイのミューチュアル・ファンドのパフォーマンス

(1) ミューチュアル・ファンド・パフォーマンスの情報開示

ミューチュアル・ファンドのパフォーマンスはAIMCが“Mutual Funds Performance Report”によって、全ファンドのファンドについて各ファンド・タイプ別に設定以来の収益率、各年および直近1年については4半期の収益率をタイプ別平均値とインデックスや利率とともに公表している。たとえば、株式ファンドについては、インデックスとしてSET INDEX (タイ証券取引所インデックス) が、また、バランスド・ファンドについてはSET INDEXに加えて、1年定期預金金利が表示されている。なお、スペシャリスト・ファンドについてはインデックスはない。

さらに、パフォーマンス情報ではないが、各ミューチュアル運用会社の各ファンド・タイプ別シェアおよび純利益が公表されている。

図15 タイのミューチュアル・ファンドのパフォーマンス



## (2) ミューチュアル・ファンドのパフォーマンス

タイのミューチュアル・ファンドは運用歴が短いので、パフォーマンス評価をすることがむづかしいが、公表データからその一端をみてみよう。図15は5つのタイプ(株式クロズド・エンド、株式オープン・エンド、確定インカム・クロズド・エンド、確定インカム・オープン・エンド、バランス)について、各タイプの平均収益率とインデックス、1年定期預金利率を1993、94、95年および95年第4、96年第1、第2、第3四半期について比較したものである(四半期収益率は年率換算)。

株式ファンドの収益率はクロズド・エンドおよびオープン・エンドとも各期間についてSET Indexを上回っている。また、確定インカム・ファンドの収益率も各期間において1年定期預金金利を上回っている。さらに、バランスド・ファンドの収益率はSET Indexと1年定期預金金利の中間にある。これらの結果はミューチュアル・ファンドのパフォーマンスが平均的にはよかったといえよう。

## VII. 香港・シンガポール・マレーシア・タイの投資信託比較

投資信託を資産運用の目的とする機関投資家にとらえたとき、香港がもっともよく機能している。香港において投資信託運用に対する規制は他国に比して非常に少なく、投資目標の多様化が達成されている。また、香港の投資信託は海外の投資信託以外の機関投資家が自由に資産運用できる環境で成長してきたので、運用パフォーマンスそのもので競争することが当然となっている。この背景として、投資信託を利用

する投資家を保護する政策がかなり成熟した投資家を前提に偏りのないものとなっていることがあげられよう。逆に、香港以外の国における投資家保護、あるいは、投資信託に対する規制が相対的に強いのである。

投資信託の最大の機能である分散投資について、香港以外の国では例外はあるがほぼ国内のそれも上場証券を対象とするよう規定されている。投資家からみるとリスク分散が不十分なものを保有していることになる。このような制限は投資家保護の立場から見ると、投資信託の運用者が海外証券市場について成熟していない、あるいは、為替リスク管理が難しいなどの理由が考えられる。また、政策当局は国内貯金の動員を、あるいは、国内市場のプレーヤーとして投資信託を育成するという目的を持っているためであろう。

一番典型的なのはマレーシアの国営ユニット・トラストである。全体の85%近くを占める国営ユニット・トラストの最大の目的はブミプトラに安全で高い収益の金融資産を提供することである。零細な個人投資家に株式投資からえられる利益を享受させるという投資信託の目的は達成させられたかにみえる。しかし、株式投資信託は本来リスクをとまなう商品であり、収益が高ければそれに見合ったリスクを負担することが投資家に求められる。投資家にリスクを求めないとき、誰がリスクを負担しているのだろうか。それは国益企業の民営化の折りに国営企業の株式を安く国営ユニット・トラストに割り当てるばかりではなく、民間企業の新規上場においても市場価格より低く公開価格が設定される。たとえば、マレーシアの将来を背負うようなベンチャー企業といえども高いコストを株式市場利用のために支払わねばならない。所得

配分を株式市場を利用してブミプトラ優先で行うことは株式市場の最大の機能である資金の効率的配分を歪めている。

本稿で分析対象とした4つの国にはいずれも投資信託のパフォーマンス評価機関は存在しない。しかし、香港は投資パフォーマンスがかなり利用されやすい形で公表されている。タイは投資信託自体がごく最近民営化された若い産業であるが、機関投資家育成をめざし、投資信託協会が比較的わかりやすパフォーマンス情報を公開している。他方、シンガポールは投資信託が他の国に比してポピュラーではなく、投資パフォーマンス開示も新聞に載る価格情報だけである。マレーシアは投資信託協会はあるが、民間投資信託のウェイトが低く、パフォーマンスの公開はしていない。香港の例をみると、パフォーマンスとして投資信託の収益率のバック・レコードの公表はかなり役に立つと考えられる。

## VIII. アメリカの投資信託

アメリカの投資信託の歴史は100年余りで、歴史の長さはイギリスにつき世界第2位であるが、現在、量においては世界第1位であり、質的にも世界のトップであろう。つまり、世界でもっとも投資信託が機能している国の1つがアメリカであるといえるであろう。アメリカにおける1940年から50余年間の投資信託の発展過程において、当初、投資信託は換金請求に応じないクロズド・エンド型が中心であったが、その後、常時換金に応じるオープン・エンド型の投信がより発展してきた。投資信託を長期的に概観すれば、アメリカの投資信託の成長はめざましいということになるが、より詳細に発展状

況をみると紆余曲折がある。1929年の大恐慌による投資信託業界への打撃とこれをバネにしたアメリカ独自の発展—流動性をセールス・ポイントとしたオープン・エンド型投信の小口投資家への浸透、1960年代までの持続的株価上昇という投信への追い風をうけての発展、株価下落という逆風での新商品(MMMFなど)開発が進んだ1970年代、そして、1980年代の証券市場の国際化の進展や投資新技術の開発による新たな挑戦、……とそれぞれの場面で投資信託はいろいろ模索しながら新たな発展をしてきた。これは投資信託が金融市場、さらには、経済において、その機能を発揮してきたことの証左ともいえよう。

アメリカの投資信託の質的特徴をここでは投資信託の運用サイドと利用サイド(投資家)の情報格差に焦点をあてて考えよう。アメリカの投資信託制度は連邦の1940年投資信託会社法によって規定されている。最大のポイントはオープン・エンド型ファンドについては、そのファンドの法律的形態のいかんにかかわらず、次のような「ガバナンス」の仕組みを要求する。すなわち、取締役会(と呼んでおく)や投資家による総会(株式総会)を中心とする運営機構を設けることを要求し、ファンドの運営については取締役会(そのメンバーの4割以上は利害関係のない者であることを要する)が義務と責任を負い、投資顧問業者への運用委託契約等の重要事項については毎年取締役会が承認をし直すことを要求し、また、取締役の選任やファンドのタイプの変更などの基本的事項は株式総会が決定することを要求する。

このようなガバナンスの仕組みは投資信託の利用者である投資家が個別には情報格差に晒されて不当な不利益を蒙らないための工夫(知

患)である。しかし、この仕組みにはコストがかかる。SECは、投資会社法の見直しを検討し、1992年に「投資家保護のあり方：投資会社規制の半世紀」と題した報告書を公表している。検討を行う理由の1つがヨーロッパや日本のような契約型の投資信託に比して、アメリカの株式総会を中心とした投資信託の運営はコストが高く、国際競争に不利であるという批判であった。この批判に対して、報告書の結論はアメリカ特有のガバナンス構造を積極的に支持するもので、契約型投信においては個々の投資家に替わって投資信託の行動をチェックする具体的機構はなく、結局、監督官庁が行うであろうということであった。ここでは、株式総会等のコストより、それが無いときに投資家の情報格差から受ける不利益の方が大きいという判断が下されているといえよう。

投資信託の運営をチェックする最大の手段はパフォーマンスの悪い投信を売却(解約)し、良いものを購入することである。投資信託の投資家の最大の武器は売却・解約である。このような投資家の行動が投資信託会社間のパフォーマンス競争を高める。しかし、投資家が多様な投資信託のパフォーマンスを正確に知ることは非常にコストのかかる問題である。この情報格差を補う工夫のもう1つの柱は運用パフォーマンスの評価機関の利用である。評価機関というのは投資信託のような個人投資家のためにばかりあるのではない。たとえば、個人より運用資金が多く情報コストが低いとみられる機関投資家、とくに、欧米の年金運用者にはコンサルタント会社の利用が多い。投資顧問業においては名の通ったコンサルタント会社への評価依頼は欠かせないものとなっている。

アメリカの投資信託評価機関の特徴は民間の

情報提供機関である。投資信託が他の資産運用会社、たとえば、投資顧問会社と異なる点は最終投資家の多くが個人投資家、とくに、零細な資金の投資家か年金基金を運用するような機関投資家かの差であろう。この差は運用会社と投資家の情報格差であり、投資信託においてはこの格差が非常に大きいということである。情報格差は情報が存在するかしないか、あるいは、コストが高いか低かに依存するが、情報が存在しても情報を利用できる能力が投資家に備わっているかということにも大きく依存している。

個人投資家に投資信託についての知識やリスクとリターンを理解させるために、多くの国では、投資家教育や情報の伝達に投資信託協会を中心に活動が盛んである。また、多くの国では、投資家保護のために投資信託の運用に制限を設けている。ただし、教育効果が低い、あるいは、制限が強すぎるときには情報格差からのコストは高くつく。それゆえ、投資信託の機能を一般投資家がある程度理解していることは重要な要素であり、個人投資家を無理矢理投資信託に参加させることは機能を歪める原因となろう。

## IX. わが国の投資信託の課題

### 1. 日本の投資信託の特徴と問題点

日本の投資信託の特徴は投資資金額を元本という概念で捉えているところに端的に現れている。元本という言葉から想像されるのは保証であり、元本割れはあってはならないとのイメージを投資家にあたえている。そもそも日本の投資信託はすでに多くの識者から指摘があるよう

に投資信託の本来の機能を無視した発想から始まっている。さらに、その後発展段階で軌道修正がなされないまま今日に至っている。その最大の原因はわが国の金融システムの硬直化からの競争不足に求められよう。それゆえ、投資信託市場の改善は投資信託という狭い範囲の手直しなどで簡単になされるものでないことは明らかである。

アジアの多くの国では投資信託が貯蓄動員を目的に当初、公的制度として導入されているが、日本の投資信託もこれに近い形で導入された。戦後まもない1926年にスタートした投資信託制度は財閥解体などによる株式の大量放出を吸収する目的であった。この目的を達成するため、投資信託は「預貯金に類似した」金融商品として設定され、売り出された。これは当時の一般大衆の少額資金と株式投資の知識不足を補うための工夫であった。投資信託の運用は民間の証券会社にライセンスを与えて行わせたが、商品企画は大蔵省の指導の下、各社統一の商品、それも2年という短期運用で一応予想利回りが示されていた。これらユニット型とよばれる投資信託は価格変動の激しい株式ファンドであったことを考えるとその結果は予想に難くない。しかし、幸か不幸か投資信託がスターとした後の日本経済の急速な復興・成長による株価上昇により1961年までは多少の例外はあるにしてもほぼ順調に成長し、株式市場における投資信託のウェイトも市場に影響を与えるほど高まった。

イギリスで始まりアメリカで開花した投資信託の仕組みは近代ファイナンス理論が確立される100年も前から分散投資のリスク軽減効果を利用していたのである。投資信託のような集団証券投資制度は投資家がこの制度を利用してよ

り効率的な資産蓄積を行うための工夫であるから、投資家自身が制度を熟知していることと投資運用機関への発言権・解約権が確保されている必要がある。このことは投資家が運用成績によって行動する前提である。この結果、運用機関は互いに競争することが存続するための条件となる。投資信託は他の投資運用会社と区別される必要がない。多くの国で投資信託協会が投資運用会社を含む機関になっているのはそのためである。また、このような発想は競争が狭い投資信託業界ではなくよりひろい機関投資家間の競争に晒されるということを意味している。ただし、投資信託の投資家の多くが資金量の少ない、それゆえ、情報が少ない一般大衆投資家である点を考慮して、そのための投資家保護を政策当局が設けている。投資家保護の規定は各国様々であるが、概して、個人投資家のリスク管理能力の成熟度に応じてなされているといえよう。

わが国の投資信託の最大の特徴で最大の問題点は投資信託の販売がそのパフォーマンスによっていないところにある。投資信託発足当時の日本の経済・社会状況から投資信託が本来の機能から乖離してしまったことについては情状酌量の余地があるかもしてない。しかし、すでに、発足後40数年を経過しているにもかかわらず、パフォーマンスが販売に結びついていない現状はまさに日本の金融システムの非効率さの証拠であろう。すなわち、システム全体の競争制限による競争不足である。とくに、投資信託は「零細な資金の投資家」を対象とした金融商品であることから、その運用・販売に様々な競争をさせないような政策によって保護を行ってきた。その結果が投資信託商品としてはまったく非効率的な商品、いわゆるユニット型の投資

信託の氾濫であった。投資信託をそのパフォーマンス（投資収益率）ではなく、運用テーマというムードで販売するというものになってしまった。

投資家保護で重要なことは投資家への情報開示である。情報のなかでもパフォーマンスの開示はもっとも重要なことである。政策当局あるいは自主規制機関としての投資信託協会が積極的にパフォーマンス開示を行ってきたのではなかった。理由は不完全なパフォーマンス開示は‘無知な’投資家をいたずらに混乱させるからというものである。確かに、投資信託のパフォーマンスは本来将来のことであるし、リスクの水準により要求される収益率も異なることから慎重にならざるをえない部分もある。しかし、投資家が新聞等で投資信託の基準価格をチェックする以外にパフォーマンス情報を得られないという状況は投資家保護からほど遠い。1990年に投資信託協会はファンド毎の収益率やランキングを公表している。しかし、この情報は個人投資家を対象に公表されているものとはいえない。たとえば、このようなデータが投資信託を販売している証券会社のカウンターに置いてないので、一般の投資家がこのデータを目にすることはないのである。

金融システムの非競争性は日本の投資家を‘無知に’してしまったといえよう。しばしば、日本の投資信託の非効率の要因の1つとして投資家、とくに、個人投資家の短期的投資行動が指摘される。投資信託の機能を十分に発揮させるためにはリスクについての理解が必要であり、そのためには、投資家の投資意識が確立されていなければならない。しかし、日本の金融システムは貯蓄動員を銀行を通して行ってきたが、その金利は固定され、どこの銀行でも同

じであり、その他の銀行サービスにもいろいろの規制を課して銀行間競争を制限してきた。投資家が自分の判断で行動する部分はほとんどなかったといえよう。

貯蓄指向の高い個人投資家を賢い投資家と認識するより無知な投資家を前提に投資信託が設定され、政策当局は投資信託のファンド設定から販売について非常に細かい指導を行ってきた。しかし、結局は投資家にそのツケが回ったのである。政策当局の投資家保護は実際には当時幼稚産業であった証券業の育成をねらったものであった。マレーシアの国営ユニット・トラスト—これが良いかどうかは別途検討するが—は投資家をリスクから完全に隔離しているが、日本の投資信託の投資家保護は中途半端なリスク隔離を行ってきたといえよう。投資信託の運用に設けられた規制はリスク低減機能を減退させるものであり、広告制限などは競争制限・情報制限となって投資家保護とは逆の効果をもたらした。日本の投資信託の悲劇の1つはこのような投資信託に個人投資家が反乱しなかった（できなかった）ことである。これは長い間自分で資産運用をおこなう訓練・習慣を持たなかったことに依存している。

そもそもイギリスで投資信託のような集団投資制度が発展した背景は個人の資産選択を弁護士や会計士に委ねるものが発展したもので、共同の投資組合をつかってリスク分散を行い、さらに、投資管理に運用の専門家を活用したものであったから、投資家は持ち分にあわせた発言によって各自の利益を確保したのである。ここにおける投資家は知識・情報を十分に持ち合わせていたのである。香港を除くアジア各国における投資信託制度の導入は個人投資家のつよいニーズから始まったというよりは個人投資家

の貯蓄促進や株式市場の整備を政策的に行おうと言う政策当局のつよい意思によるものであった。このような状況における最大の問題は投資信託が個人投資家に正しく理解されているかであり、正しく理解されることが投資信託の発展につながるのである。それゆえ、各国の投資信託協会の最大の仕事は投資家教育と投資信託の啓蒙となっている。

わが国の投資信託のもう1つの悲劇は投資信託が零細個人向けの特別なファンドと位置づけられたため、他の機関投資家との競争が遮断されていたということである。たとえば、投資顧問業と投資信託は投資管理会社として同じ機能を持っているが、わが国の制度は投資顧問業が投資信託業務を行うことを禁止されてきた（ただし、現在は投資顧問会社が投資信託会社を別組織で設立することは可能となった）。

投資信託の競争不足のもう1つの側面は販売に関してである。わが国の投資信託の販売経路は証券会社系投資信託商品はかなりの部分が系列証券会社によって販売される。その際、投資家に対して、過去の運用成績が提示され、それを参考に投資ファンドを決定するのではなく、ファンドの投資テーマによって、将来どの位儲かるかという販売員のセールストークによってファンド選択を選択していることが多い。テーマはファンドの目的リスク水準などを明確に表すものではないのである。また、外資系投資信託のファンドがパフォーマンスが良くても、販売を依頼した証券会社系ファンドの方がよく売れるという現象がみられる<sup>9)</sup>。

投資信託の販売会社が多様化し、よい投資信託はよく売れるというあたりまえの状況がわが国では実現されていない。

## 2. 投資信託の発展のために

上述した投資信託研究会報告書は次のような課題をあげ、その対応を検討している。

1. 信託約款の個別承認制
  2. ディスクロージャー
  3. 構成取引ルール
  4. 資産運用・収益分配等についての規制
  5. 投資信託の設定・運用及び販売
  6. パフォーマンス評価
  7. 会社型投資信託
  8. 私募投資信託
  9. 外国投資信託
  10. 投資信託委託業務と投資一任業務の併業等
- これらすべてがわが国投資信託の課題であり、解決しなければならない問題である。投資信託制度の改善のための特効薬はなく、地道な努力が必要であろう。ここでは、とくに、つぎの2点を強調したい。

### (1) パフォーマンス情報：バック（トラック）レコードの整備

わが国の投資信託の販売において投資家を勧誘する最大のセールス・ポイントは“テーマ”であって、決して、過去のパフォーマンス・レコードではない。そのため、次々とテーマを設定して投資家の興味をつないできたのが膨大なファンド数に反映されている。株式ファンドだけで6,000本以上もある中からどれが良いかを判断することは困難である。また、このようなファンドの多くはユニット型であり、信託期間が短く、ファンドのバック・レコードをもちえない。追加型ファンドも長いバック・レコードをもつものはすくない。たとえば、われわれが一般追加型投資信託のパフォーマンス分析を行

うとき、4年以上のバック・レコードをもつファンドを対象にすると、現在あるファンド数の3分の1程度に減少してしまう。

バック・レコードはファンドの過去の結果であり、投資家の知りたいのは将来のパフォーマンスである。投資信託、とくに、株式投資信託のパフォーマンスは不確実であり、将来の収益率にリスクがともなう。このような将来の予想に過去の収益率（バック・レコード）は大いに役立つ。リスクあるファンドの運用者の第一の課題はリスク水準の指定であり、この水準に見合った運用を行うことである。バック・レコードは運用者の意図通りにパフォーマンスがあがったかどうかをチェックするために利用される。たとえば、パフォーマンスがよくてもたまたま儲かってしまったというファンドは高い評価が得られない。

今すぐ行うべきことは投資信託の販売部である証券会社の窓口の投資家の目の届くところに、少なくとも自分のところで販売しているファンドのバック・レコードを常設することである。また、ファンドの性質やパフォーマンスの水準を知らせるためにファンドと比較可能なインデックスを用意することである。インデックスに関しては投資信託委託会社・証券会社・投資信託協会などの関係者が日本の多すぎるファンドを整理するためにも至急ファンドの適切な分類とそれに対応するインデックスの規定を行う必要がある。ごく最近の一部の証券会社の窓口で投資信託のパフォーマンスが投資家に利用可能になった。また、電子メールでそのような情報サービスを行うという動きもみられる。業界全体の素早い対応が望まれる。

上で概観してきた東アジア4カ国のうち、パフォーマンスのよくないシンガポール・マレー

シアではファンドのパフォーマンス情報が得にくい。他方、香港・タイでは、認定されたファンドについては投資信託協会が投資収益率のバック・レコードを公表し、投資家の目の届くところに配布されている。とくに、香港のパフォーマンスの公表の仕方は投資家にとって理解しやすい。ファンド数がアジアの国で多い香港でも日本のファンド数の10分の1であるという違いはあるが、日本の投資信託協会のパフォーマンス情報は投資家に届かないという点が致命的である。

投資信託改善の目玉としてファンドの評価機関の設立の必要性が強調されている。しかし、評価機関が政策当局主導で設立することは避けるべきである。公的機関の評価機関はランキングを絶対のものという印象を利用者にあたえるし、このために、評価が歪む危険がともなう。評価は将来に関するものであるから絶対に評価が正しいというものではない。常に、評価機関も評価されるし、評価機関を利用する投資家も試されているのである。アメリカにおいて比較的評価機関がうまく機能しているのは、評価機関が競争によってより価値のある情報を投資家に伝達しようとしている。こうしない限り、競争下では評価機関は生き残れないからである。そして、この競争の情報評価機関の存在を支えているのが投資家である。投資家が合理的に評価機関を評価しているからである。少なくとも、投資家は資産選択の基準をしっかりと持っている、たとえば、どのくらいの投資期間で、どのくらいのリスクを負担（覚悟）できるかなどを各自が把握している。

(2) 競争促進：海外投資信託会社への期待  
運用機関間の競争で投資信託が比較的うまく

機能しているのが香港であろう。香港は内外をまったく区別しない金融システムを採用しているので、香港の投資信託運用会社の多くが世界的運用会社あるいはその系列会社であり、また、投資信託という狭い概念ではなく、よりひろいインベストメント・カンパニーとして行動していることから、運用競争が非常に激しい。この状況とわが国の投資信託業界を比較すると、競争不足は歴然としている。わが国の制度は一応、外資系投資信託の参入を認めている。しかし、日本の投資信託に対する規制や慣行はその活躍画面を非常に弱めてきた。しかし、状況は徐々に改善されている。1994年末の投資信託制度改革により、投資信託と投資顧問の兼業がみとめられ、また、投資対象の規制緩和もあり、現在、外資系投資信託会社は10社となり、全体の3分の1以上である。外資系投資信託に期待することは世界を股にかけて資金運用しているノウ・ハウを日本の投資家に示して、投資信託業界およびインベストメント・マネージメント業界に競争という概念を実際に示すことにある。

このような期待を実現することは、長い目でみれば、日本の投資信託業界やインベストメント・マネージメント業界の生き残りのためにあり、そのためには現存する競争制限を撤廃することであろう。

その1つが販売の自由化である。販売を証券会社に限ってきた最大の言い訳？は投資信託のようなリスク資産を投資家に販売するためにはそれを投資家によく理解させることのできる証券会社が担当すべきであるということであった。しかし、これが正しくなかったことは過去の経験が示している。

上で概観してきた東アジア4カ国は日本と異

なり、銀行と証券の縦割り行政的要素はうすく、投資信託会社が銀行の子会社あるいは銀行の資本参加というタイプが多く、その関係から投資信託の販売は銀行経由で行われることが盛んである。投資信託が短期間でかなり普及した要因の一つであろう。圧倒的に力の強い銀行が強引に投資信託を販売することが皆無であるかどうかは不明であるが、少なくとも投資収益率などの情報は香港、タイでは整備されているし、銀行も長期的視点から手数料収入業務に力をいれているので、無謀の販売は逆効果であると考えられている。

最後に、投資信託を利用する投資家が投資信託を正しく理解することが非常に重要である。大学の経済学部卒業生でも、投資信託の機能を十分に理解しているとは言い難い。しかし、理解できる潜在的投資家は多い。過去のデータを示しながら投資信託の正確を的確に理解させてから販売することがなにより重要であろう。投資信託協会をはじめ投資信託業界全体、あるいは、金融界全体が積極的に投資家教育することが必要である。日経センターの2020年の資金循環表予測<sup>1)</sup>、個人投資家の投資信託への投資比率は飛躍的に伸びると述べられている。金融市場がグローバル化するとき、金融・証券市場が機能する条件は投資信託のような金融商品が魅力的でなければならないということである。わが国の投資信託がこのようになることがわが国の金融ビッグ・バンの成功を意味することであろう。

注

1) Mansor Md Isa and Lim Ching Fong, "Profile of Individual Investors in The Kelang Valley Area", *Capital Markets Review*, Vol. 3 No. 1, KLSE and RIIAM 1995.

2) この節は『Fund Management』の「アジアの投資信託市場概観」に負っている。

- 3) 香港のユニット・トラストについては, Hong Kong Investment Funds. Industry に所属するものである。参考資料は *The Hong Kong Investment Funds. Yearbook 1996* である。
- 4) 2つの分析は以下を参照。Marina F. T. Lee, "A Performance Analysis of Unit Trusts in Singapore", *Securities Industry Review*, Vol. 19 No. 1 April 1993, Francis Koh, Phoon Kok Fai and Reginald Oh, 'Empirical Analysis of the Investor Sentiment Explanation of Discounts in Closed-end Funds', *Securities Industry Review*, vol. 19 No. 2 October 1993, SSIR.
- 5) 2つの分析は以下を参照。Tan Hoon Chuan, "The Investment Performance of Unit Trust Fund in Malaysia", Shamsher Mohamed and Annuar Mohd. Nassir, "The Performance of Unit Trusts in Malaysia : Some Evidence", *Capital Markets Review*, Vol. 3 No. 2, 1995 KLSE and RIIAM.
- 6) 本文には2つの外国会社で9つのファンドとあり, 補論のファンド一覧表と一致しない。本文の内容から補論の数字を使用。なお, 外国会社は以下の4つである。Singapore Unit Trust LTD (6ファンド), Schroders Management LTD (1ファンド), DBS Asset Management LTD (8ファンド), Credit Lyonnais Management LTD (2ファンド)。
- 7) 現在, 8つの会員と7つの准会員がいる。
- 8) AIMC 設立以前は, 投資家はSECの条例によって保護されていた。
- 9) たとえば, 『週聞東洋経済』1996年10月26日号の「投資信託が背負う重い十字架」を参照。
- 10) 日本経済研究センター『2020年の日本金融: 金融サービス産業の将来像』1997。  
(武蔵大学教授・当所主査研究員)