

# シンガポールの投資信託\*

丸 淳 子

## 要 旨

シンガポールは経済発展が著しく、東南アジアでは最初に先進国入りを果たしている。経済の中心である金融サービス産業を支える国際金融センターとして香港市場と競争しながら、他方で、経済成長とともに金融市場の拡大が目覚ましいマレーシアやタイの追随をうけている。アジア各国の証券市場は投機的な個人投資家や経済ファンダメンタルズを重視する海外機関投資家が主たるプレーヤーである。証券市場の拡大は機関投資家の重要性を増加させるが、アジア各国では国内の機関投資家は成熟しているとはいえない。それゆえ、各国の投資信託への期待は大きい。

シンガポールでは、個人投資家の資産蓄積に強制的貯蓄制度である CPF（中央年金基金）のウエイトが大きく、投資信託による資金蓄積・運用のウエイトは他のアジア諸国に比して小さい。しかし、最近 2、3 年の動きには変化がみられる。CPF から積立金を引き出して投資信託を購入する制度が強化されている。このような投資信託への投資の奨励の目的は、個人投資家の証券投資促進とともに、シンガポールの資金運用業務の強化である。とくに、香港に較べてファンド・マネージャーの質が低いといわれているので、その育成と質の向上を狙ったことである。

## 目 次

- |                                |                             |
|--------------------------------|-----------------------------|
| I. はじめに                        | 1. 個人貯蓄と CPF                |
| II. シンガポールの投資信託（インベストメント・ファンド） | 2. CPF とユニット・トラスト           |
| 1. シンガポールのインベストメント・ファンド        | 3. シンガポールのユニット・トラストのパフォーマンス |
| 2. シンガポールのユニット・ファンド            | 4. マレーシアのユニット・トラストとの比較      |
| III. 個人の金融資産形成と投資信託            | IV. 資産運用産業としての投資信託          |

\*シンガポールのインベストメント・トラストの概要については、DIR シンガポールに資料収集で大変お世話になりました。

## I. はじめに

シンガポールは東南アジアにおける国際金融センターとしてそのポジションを確たるものにしつつある。また、証券市場（1人当たり時価総額）の経済規模（1人当たり GDP）に対する比率もかなり高い（図1）。しかし、シンガポールの投資信託は証券市場の成熟の割には発展していない。まず、量的側面からみると、株式市場の時価総額に対する投資信託純資産総額の関係はシンガポール同様国際金融センターであり、経済の発展段階も近い香港やシンガポールを追いかける形で急成長しているマレーシアなどよりかなり小さい（図2）。証券市場の発展は機関化現象を強めるのが世界的傾向である。小口の個人投資家に代わってリスクの分散化を実現させる投資信託は機関投資家の中でも

図1 1人当たり GNP と 1人当たり株式市場の規模の関係

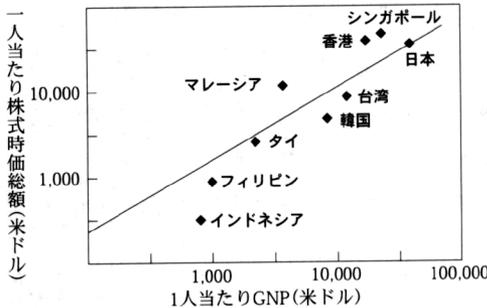
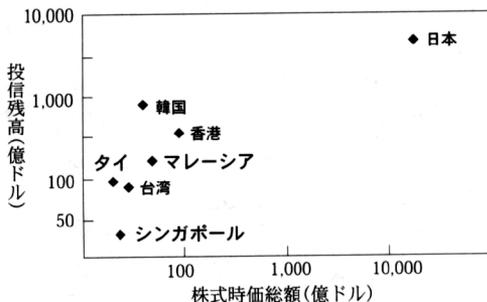


図2 投資信託の株式市場に占める割合



発展度が高い。投資信託はそれを利用する投資家のリスク許容度にマッチした金融商品を直接提供できるから、証券市場に直接アクセスするにはコストが高すぎる投資家にとって非常に便利なものである。経済発展にともなう個人投資家の金融資産形成の進展は一般的には投資信託のような仕組み金融商品の需要を増加させることが期待される。しかし、シンガポールの投資信託は最近までこのような一般的傾向とは違った動きを示してきた。

投資信託はリスク分散を小口投資家に提供する機能が強調されるが、機関投資家として証券市場のプレーヤーとしても重要な役割を担っている。シンガポールの株式市場のプレーヤーを知るために株主構成比をみておこう（表1）。シンガポールにおいても個人投資家が減少し、機関投資家が増加している。機関投資家の内訳は不明であるが、海外の投資家、主に、機関投資家が増加していると推測される。図3はシンガポールへの海外からのポートフォリオとしてのエクイティ投資の推移を示したものである。投資額は株式市況に依存しながらも年々増加していることがわかる。香港および欧米の投資増加は年金などの機関投資家のものと考えられる<sup>1)</sup>。

以下、本稿の構成は、まず、II節でシンガポールの投資信託の制度的特徴をのべよう。III節で個人の金融資産形成と投資信託の位置づけ

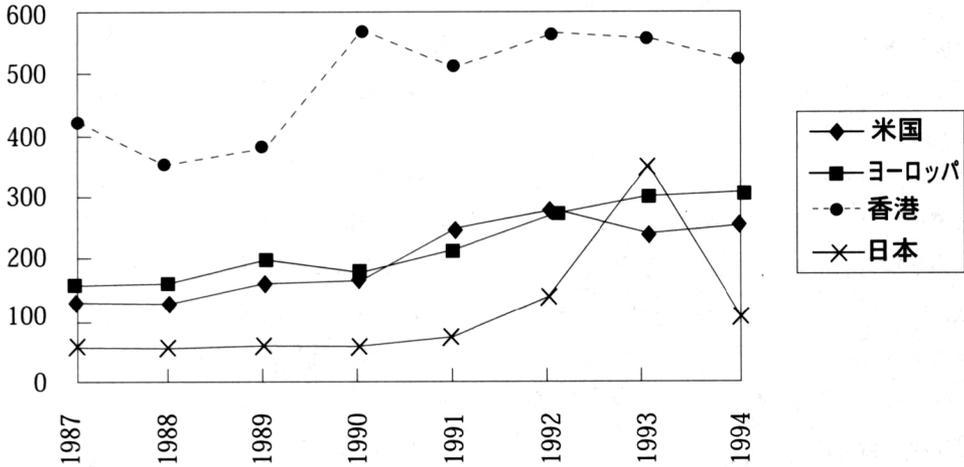
表1 株主構成比率（シンガポール）

	1985年	1990年
法人	34.5%	31.3%
個人	25.3	20.1
機関	9.4	—
ノミニー	29.7	36.8
その他	1.0	11.8

〔出所〕大和総研『アジアの証券市場』。

図3 シンガポールへの国別エクイティ投資

100シンガポール・ドル

(出所) Department of Statistics Singapore, *Foreign Equity Investment in Singapore 1987-1994*.

をマレーシアとの比較から検討し、IV節では資産運用産業としての投資信託の位置づけを香港との比較から検討しよう。

## II. シンガポールの投資信託 (インベストメント・ファンド)

### 1. シンガポールのインベストメント・ファンド

シンガポールのインベストメント・ファンド (Investment fund) の法的根拠は2つある。1つはシンガポールあるいはその他地域で設立された有限会社、いわゆる、クローズド・ファンドであり、もう1つはシンガポールの法制下に構築されたユニット・トラストで、通常、オープン・エンド・ファンドである。前者は資産運用目的のために設立され、シンガポールの会社登記簿に登録された有限会社であり、根拠法は会社法 (The Companies Act) である。現在、4つの投資会社 (investment

companies) があり、すべて4大地場銀行の子会社であり、証券取引所に上場されている。この投資家は運用会社の株主である。他方、ユニット・トラストの投資家は株主ではなくユニット保有者であり、トラストの受益者である。受益者の財産は保管人により管理され、運用はプロの資産運用者がおこなう。

投資信託に対する課税には以下のような特徴がある。

#### (1) 所得

投資会社は原則として他の会社と同様に課税される。インピュテーション方式により、会社によって支払われた税金は株主が配当を受け取るために税控除される。ユニット・トラストでは、トラスト投資からの所得は分配されたときユニット保有者のものとなる。税金はまず保管人によって支払われ、この税金はユニット保有者の税控除対象となる。

(2) キャピタル・ゲイン

シンガポールには、トレーディング・ゲイン(例：証券ディーリングからの利益)は他の所得と同様に課税されるが、キャピタル・ゲイン税は存在しない。認可投資会社 (approved investment company) と認可ユニット・トラスト (approved Singapore unit trust) によるポートフォリオ投資の販売からのゲインには別の課税方法が適用される。認可投資会社は大蔵大臣に対して、課税スペシャル・スキームに申請できる。このスキームは表2のように保有期間によって税率が変化し、保有期間が長いほど税率が低くなる。

ユニット・トラストのポートフォリオ投資の販売からのゲインは投資会社とは異なるスキームで課税される。このスキームの恩恵を受けるためにはユニット・トラストがシンガポールの居住者でなければならず、認可のためには大蔵大臣への申請が必要である。ゲインの10%に対して課税されるから、現在、実行税率は2.7%である。これはユニット保有者の税控除に利用される。残りのゲインの90%は個人及び外国人(個人・法人)にとって税控除であるが、シンガポールの法人ユニット保有者は法人税率で課税される。投資販売からの損失の10%は課税対象ゲインから控除される。さらに、CPF 勘定から引き出して購入されたユニットは課税されない。

シンガポールでは国際資金運用センターとして資金運用に対しての税控除が強化されている。外国人投資家についてはシンガポールで認

表2 認可投資会社のキャピタル・ゲインの税率

保有期間	税率 (%)
6 カ月以内	27
6 ~18カ月	2.7-27*
18カ月以上	0

\* 税率は変化し、最大が法人税であり、現行27%である。

可ファンド・マネージャーによって運用されているファンド、あるいは、指定投資に投資されるファンドからの所得には税控除がある。また、ファンド・マネージャーには外国人投資家への指定投資に関するファンド運用や投資アドバイスのフィー・コミッションに10%の軽減税率となっている<sup>2)</sup>。外国人投資家に対する所得税控除の対象となるのは指定投資に関してシンガポールで受け取った海外利子率・配当、シンガポールの商業銀行預金、CD に対する利子と税控除となるアジア・ドル・ボンドからの利子、シンガポール・ドル以外の通貨取引からのゲインなどである。

ファンド・マネージャーは証券業法 (the Securities Industry Act) の下で投資アドバイザーのライセンスを採ることが要求される。

2. シンガポールのユニット・ファンド

シンガポールには投資信託協会のような組織が存在しないので、インベストメント・ファンドあるいはユニット・トラストの概要を知ることにはできない。ユニット・トラストの運用会社、ファンド銘柄および売買価格は新聞紙上に掲載されている (表3)。1997年1月30日現在、運用会社は30でユニット・トラストのファンド数は105である。これを2年前のデータと比較すると、運用会社数が2倍、ファンド数で1.5倍となっている。また、運用資産額は1992年末で4億シンガポール・ドルであったのが、1994年5月には125億シンガポール・ドルに増加している。

シンガポールのユニット・トラストのファンド数や運用会社が増加している背景はCPFのルールの自由化である。これはファンド・マネージメント産業の盛り上げ、および、投資家

表3 シンガポールのユニット・トラスト・ファンド  
Mgrs' Prices

(1998年1月30日現在)

Abtrust Fund Mars	Morgan Grenfell Inv Mgt	S'pore Consortium Investment Mgt
Abtrust S'pore Gr Fd .....0.9850-1.0360**	MG Spore Premier T.....0.98-1.03@	S'pore Regional Index Fd ...0.980-1.000*
American Intl Assur	MG Asia Premier T .....1.06-1.12@	Singapore Unit Trust
AIA Life Linked Fund.....1.094-1.152*	Morgan Stanley Asst Mgt	The Commerce .....1.73-1.83@
AXA Life	MS Asian Growth Fd .....9.51-9.60**	The Savings Fund .....1.69-1.79@
Fortress Fund .....1.056*	Nikko Capital Mgt	S'pore Prog Fund .....0.69-0.73@
Citicorp Invt Bank	Nikko Oriental Growth Fd ...1.124-1.181	S'pore Sec Fund .....1.01-1.07@
Citi Global Bond Fd .....1.033-1.043**	NTUC Income	S'pore Invest Fund .....1.14-1.21@
Citi Asia Infrastructure Fd .....1.18-1.23**	Bond Fd .....4.11-4.26	S'pore Equity Fund .....0.82-0.87xd@
Credit Lyonnais Int'l Asset Mgt	Trust Fd .....0.94-0.97	Tat Lee Asset Mgt
CL Asia-Pac Gr Fund .....0.975-1.025xd**	Enhanced Fd .....1.25-1.29	Tat Lee Cash Value Fd 0.999-1.050
CL S'pore Gr Fund .....1.020-1.075xd**	Takaful Fd .....1.18-1.22	Tat Lee Basic Value Fd 0.905-0.951
CL Reg China Fund .....1.150-1.210**	OAC PremierLink Fd	Templeton Investment Fd
CL Reg India Fund .....0.680-0.715**	PremierLink Equity Fd ...0.991-1.043--	(NAV as at 28/1/97)
CL Fortune Fund .....0.955-1.005xd**	PremierLink Balanced Fd 0.995-1.047--	Emerging Mkts Fd .....\$11.34
DBS Asset Mgt Ltd	PremieLink Money Fd .....0.949-0.999--	Asian Growth Fd .....\$10.36
Shenton Twin City Fd.....1.305-1.365@	OCBC Asset Mgt Ltd	Asian Smaller Companies Fd .....\$9.89
Japan Gr Fund .....0.759-0.835@	Savers Capital Fund.....1.085-1.130*	China Fd .....\$11.76
Shenton Thrift Fd* .....1.340-1.340@	Savers Trust Fund .....1.725-1.795*	Korean Fd .....\$9.71
Shenton Income Fd .....1.081-1.091@	Savers Global Bond .....1.080-1.100*	UOB Asset Mat
Shenton Asia Pac Fd .....0.900-0.945	Savers Aspac Recovery .....1.435-1.495*	United Japan Growth Fd.....0.98-1.03**
Shenton M'sia Gr Fd .....1.390-1.450xd@	Savers China Growth .....1.170-1.220*	UniFund .....1.83-1.93**
Mendaki Gr Fund .....1.155-1.195	Savers Enhanced Trust† ...1.040-1.080*	United Asia Fd.....1.79-1.89**
Shenton Greater China Fd 1.225-1.280xd@	Savers Asia InfraStr .....0.925-0.965*	United Growth Fd .....1.65-1.72**
US Gr Fund.....1.545-1.615**	Savers Philippines Fd .....1.000-1.030*	United Reg Growth Fd.....1.04-1.08**
Shenton Asia Opportunities Fd 0.990-1.035	OUB Asset Mgt Ltd	United Intl Growth Fd .....1.12-1.17**
Dresdner Thornton	Union S'pore Fund@ .....1.635-1.695	United Gold & Gen Fd .....0.88-0.94**
Asia Tiger Fund .....0.998-1.049@	Union East Asian Fd@ .....0.880-0.930	United Intl Bond Fd .....1.065-1.095**
Great Eastern Life	Union Gold Fund@.....0.360-0.390	United Apec Equity Fd.....1.12-1.19**
GreatLink Asean Growth Fd...0.933-0.982*	Union Invest Fund@ .....1.050-1.100	United Global Cap Fd .....1.07-1.13**
GreatLink Enhancer Fd .....0.958-1.008*	Union Enhanced Fd† @ ...1.105-1.155xd	United Foreign Equity Fd ...0.96-1.00**
GreatLink Cash Fd.....0.968-1.018*	OUB Manulife	UOB Life Assurance
ICS Money Manager	Golden Asia Growth Fd .....0.950-1.000	LiteLink Invest Fd .....1.05-1.10**
Capital Growth Fd .....1.051-1.106**	Golden Balanced Growth Fd 0.950-1.000	(NTAV as at 23/1/97)
Balanced Growth Fd .....1.026-1.080**	Golden Intl Bond Fd .....0.950-1.000	Asean Fund .....US\$22.69
Income Growth Fd .....1.000-1.053**	Prudential	Yamaichi Dae Fund Ltd .....US\$16.57
John Govett (Asia) Ltd	PruLink Mgd Fd .....1.576-1.659	(NTAV as at 24/1/97)
Govett Asia Pacific Growth Fd ...1.180-1.239	PruLink Equity Fd.....1.135-1.195	Thai Prime Fund .....US\$15.35
John Hancock	PruLink Cash Fd .....1.028-1.028	Thai Equity Trust .....US\$16.82
JH Money Growth Fd.....0.9445	Rothschild Asset Mgt	(NTAV as at 23/1/97)
JH Pacific Finance Fd .....0.95-1.00	5Arrows Asian Ent Trust 1.210-1.275**	Asean Supreme Fund .....US\$10.90
JH Pacific Harvest Fd .....0.95-1.00	5Arrows Asian Bond Trust 0.970-1.005**	Footnote :
Keppel invest Mgt	Schroders	** for Jan 28. @ Yesterday's prices.
Keppel Enhanced Fd† .....1.045-1.045	Schroder S.E. Asia Fd .....2.09-2.19	* Indicative prices ; dealing prices determined at the end of each day.
Keppel Basic Fd* .....0.975-1.025	Schroder S'pore Trust*.....1.42-1.48	● Trustee funds under CPF Investments Scheme.
Keppel Orientrust Fd .....1.045-1.095	Schroder W'wide Property .....1.20-1.25	† CPF approved funds. xd Excluding dividend.
Keppel Insurance	Schroder Global Ent Fd .....0.99-1.03	Valuation dates : *27/1/97, **21/1/97
Keppel Managed Fd.....1.067-1.124	Schroder North Asia Fd .....0.96-1.00	Valuation dates : **21/97, *29/1/97
Takaful Managed Fd .....1.121-1.181		** Indicative prices ; valuation date 24/1/97
Global Leaders Fd .....0.950-1.000		

にユニット・トラストの投資収益を認識させることを狙った政策である。ユニット・トラスト運用会社は CPF 積立金からの引き出し資金を獲得するために CPF ファンドの設定を希望する。さらに、1994年9月に CPF ファンドの自

由化に加えて、スタチュトリー・ボードや政府関連企業の余剰資金の運用を強化するために資金運用会社のサービス強化が要求されてきた。CPF ファンドは CPF が認可した証券投資を実行するもので、CPF 認可ユニット・トラス

トである。CPF 認可証券は原則国内証券であったが、1994年に投資対象をシンガポール周辺の国の証券にまで拡大したことにより、多くの資金運用会社がユニット・トラストに参入している。

### Ⅲ. 個人の金融資産形成 と投資信託

#### 1. 個人貯蓄と CPF

シンガポールの個人投資家の金融資産額および資産構成を直接観察することは不可能であるので、間接的データから推測してみよう。表4は少々古いデータであるが公的部門と民間部門の貯蓄額とそれぞれのウエイトを示したものである。公的部門の貯蓄の急増と全体に占めるウエイトの急上昇が読みとれる。民間部門の貯蓄は上昇しているが、公的部門に比して伸びは低い。他の特徴として、CPF の民間貯蓄に占め

るウエイトが急上昇している。民間部門は法人と個人に分別されるが、それぞれのウエイトは利用可能ではないが、個人貯蓄の大部分は強制的な CPF 貯蓄である。

CPF (Central Provident Fund) は1955年に被雇用者の退職年金を確保するために設立された強制的貯蓄スキームである<sup>3)</sup>。スキームのファンドは雇用者と被雇用者から拠出される。拠出率は表5のように変遷があり、過去最高で両者がそれぞれ1984年の25%で、最近はそれぞれ20%となっている。CPF 加入者は公営アパートや民間の住居購入のために積立金を引き出すことが可能である。また、生命保険証書を購入するために積立金を引き出すことができる。

CPF は拠出された資金をほとんど国債へ投資しており、政府発行の国債の80%近くは CPF が保有している。CPF 保有国債は市場で売却されることはない。CPF は国債市場以外の証券市場で資金運用することはなく、それゆえ、証券市場のプレーヤーとしては機能してない。

表4 シンガポールの貯蓄

	総国民所得 (A)	公 的 貯 蓄		民 間 貯 蓄				
		総 額	% (対A)	総 額	% (対A)	CPF	% (対総額)	% (対A)
1974	3,102	736	23.7	2,366	76.3	643	27.2	20.7
1975	3,851	1,362	35.4	2,489	64.6	821	33.0	21.3
1976	4,441	1,470	33.1	2,971	66.9	831	28.0	18.7
1977	4,904	2,021	41.2	2,883	58.8	888	30.8	18.1
1978	5,649	2,230	39.5	3,419	60.5	1,027	30.0	18.2
1979	6,947	2,801	40.3	4,146	59.7	1,534	37.0	22.1
1980	8,400	3,407	40.6	4,993	59.4	2,036	40.8	24.2
1981	10,298	4,261	41.4	6,037	58.6	2,599	43.1	25.2
1982	12,611	5,936	47.1	6,675	52.9	3,506	52.5	27.8
1983	15,215	8,649	56.8	6,566	43.2	3,849	58.6	25.3
1984	18,826	11,291	60.0	7,535	40.0	3,166	42.0	16.8
1985	16,794	11,052	65.8	5,742	34.2	4,159	72.4	24.8

資料: Economic Survey of Singapore, Ministry of Trade I Industry, Yearbook of Statistics, Department of Statistics.

引用: Tan Ee Khoon, Sharon Tan, and, Irene Tang, "Development of the Capital Market in Singapore." The Development of Capital Market in the SEACEN Countries (edited by Ng Beay Kui).

表5 CPFへの拠出率の推移

	雇用者	非雇用者	合計
Jul 1955	5	5	10
Sep 1968	6.5	6.5	13
Jan 1970	8	8	16
Jan 1971	10	10	20
Jul 1972	12	12	24
Jul 1973	13	13	26
Jul 1974	15	15	30
Jul 1975	15	15	30
Jul 1976	15	15	30
Jul 1977	15.5	15.5	31
Jul 1978	16.5	16.5	33
Jul 1979	20.5	16.5	37
Jul 1980	20.5	18	38.5
Jul 1981	20.5	22	42.5
Jul 1982	22	23	45
Jul 1983	23	23	46
Jul 1984	25	25	50
Jul 1985	25	25	50
Apr 1986	10	25	35
Jul 1987	10	25	35
Jul 1988	12	24	36
Jul 1989	15	23	38
Jul 1990	16.5	23	39.5
Jul 1991	17.5	22.5	40
Jul 1992	18	22	40
Jul 1993	18.5	21.5	40
Jul 1994	20	20	40

(出所) CPF

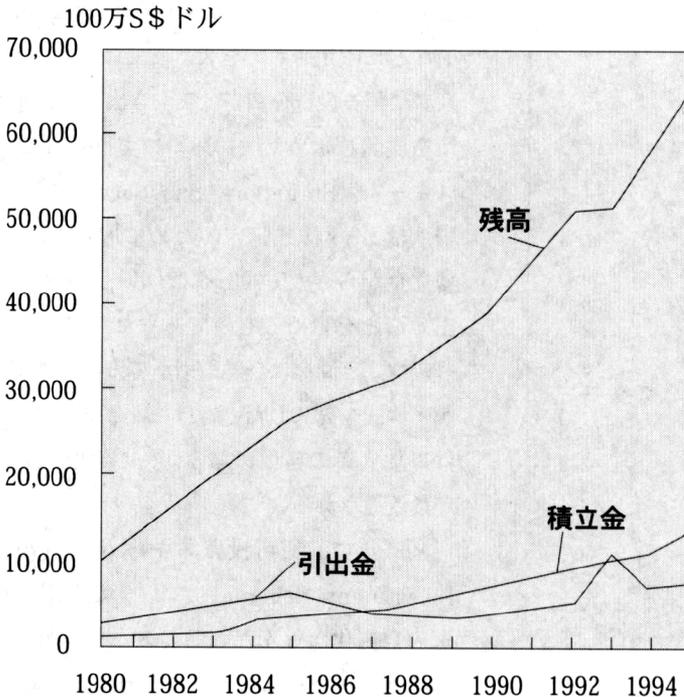
CPF 資金の運用パフォーマンス、すなわち、加入会員への運用利率は固定されていたが、1986年以降、市場利子率に連動された。それは4大地場商業銀行の12カ月預貯金の単純平均金利となっている。個人貯金の大部分がCPF貯金であるから、個人投資家がCPF以外の資金を証券投資向けられるのは個人の中でもかなり裕福な階層ということになると推測される。シンガポールの株式市場の個人投資家の特徴は華僑などの富裕階層で、非常に短期売買あるいは投機的売買を好むといわれている。この階段では、投資信託の出番はあまり必要でないように見える。

CPFへの拠出が進み、積立金が急速に増加している(図4)一方、CPFの資金運用は国債などに限定されてきた。そこで、CPFは加入者に証券投資を積立金を引き出して行える政策を展開し始めた。1978年に実行されたSBSスキーム(Singapore Bus Service株への投資)はSBS株式購入のために加入者がCPF積立金から最大5,000シンガポール・ドル引き出すことを認めるものであった。SBS株式は一般株式と同様に証券取引所で取引可能であるが、株式を売却したときはキャピタルゲインだけは加入者の自由になるが、投資資金はCPF庁に返還される。

1986年に、認可投資スキーム(Approved Investment Scheme)によって株式への投資の自由化が進んだ。このスキームは上場の株式とローン株式のうち、信任株式(trustee stocks)と指定されたものについてCPFからの引き出し資金で購入をみとめた。ユニット・トラストや金も同様であった。このスキームは1993年に基礎および高度投資スキーム(Basic and Enhanced Investment Scheme)にとって代わられた。基礎投資スキームでは、必要最小資金をのぞく貯金額の80%までを信任あるいは非信任の株式、ローン株式、ユニット・トラストおよび金を購入するために引き出すことを認めた。ただし、非信任のものは10%制限がある。高度投資スキームの下では、基礎投資スキームのもとで通常および特定勘定が50,000シンガポール・ドルを超えた貯金について80%の引出しが可能であり、これをSESDAQ上場株式やローン株式、国債、銀行預金、資金運用勘定、養老保険証書を購入のために使用できる。

同じく1993年に、シンガポール人の株式所有促進のためのCPF株式保有向上スキーム

図4 CPFの積立金、引出額、積立残高



(CPF Share Ownership Top-up Scheme - SOTUS) が政府より導入された。CPF 加入者はシンガポール・テレコム株式を購入するために国から200シンガポール・ドルのボーナスが供与された。また、1995年には300シンガポール・ドルが加入者の勘定に振り込まれた。

## 2. CPF とユニット・トラスト

CPF が加入者の資産選択に投資信託を積極的に使用したのは CPF 加入者専用の認可ユニット・トラスト (CPF-Approved Unit Trust) の導入による。1990年に CPF 認可ユニット・ファンドが導入されたが、1994年に導入されたファンドはシンガポール以外の周辺国への投資が認可されたリージョナル・ファンド (regional fund) である。従来のシンガポールのユニット・トラストは投資対象がシンガ

ポールに限定されていたが1994年に解禁されたからである。また、CPF 認可ユニット・トラストは発売後6カ月をクローズド期間となっていることもあって解約が少ないといわれている。

CPF 関連のファンドを UOB 資産運用会社 (UOB Asset Management Ltd) を例にとってみよう。UOB の CPF 関連の3ファンドは表6のようなものである。

これらのファンドのパフォーマンスは図5と図6である。前者は UFF と CPF 積立金収益の比較であり、両者に1990年3月に1,000ドルを投資したときの1996年6月末資産額であるが、この期間では CPF 貯金に比してユニット・トラストのパフォーマンスがかなりよくなっていることがわかる。後者は、3つの CPF 関連ユニット・トラストを1995年3月から1996年6月末までのパフォーマンスを比較したもので

表6 UOBのCPF関連ファンド

(単位 100万シンガポール・ドル)

	設 定 日	ファンド規模	投 資 対 象
ユニイテッド成長ファンド (UGF) (CPF-Approved : Basic Investment Scheme)	1990. 3	150	Singapore
ユニイテッド基礎地域ファンド (UBRF) (Basic Investment Scheme)	1995. 3	79	regional countries
ユニイテッド高度地域ファンド (UERF) (CPF-Approved : Enhanced Investment Scheme)	1995. 3	23	regional countries

図5

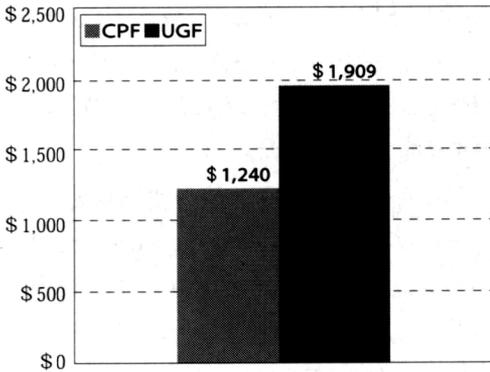
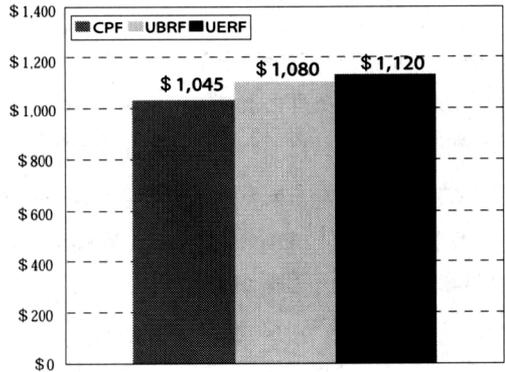


図6

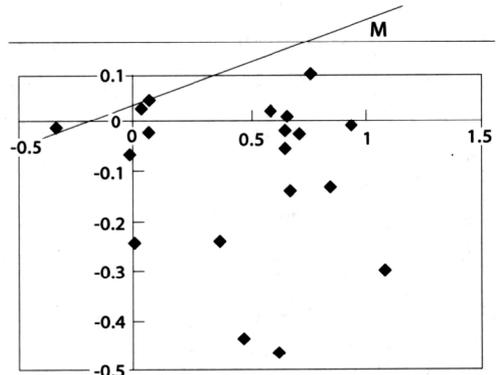


ある。この期間のパフォーマンスは投資対象がシンガポールを超えた地域の国を含む地域ファンドがよりよくなっている。また、UBRFよりCPF認可ファンドであるUERFの方がよくなっている。

### 3. シンガポールのユニット・トラストのパフォーマンス

あまり盛んでなかったシンガポールのユニット・トラストのパフォーマンスをみておこう。ユニット・トラストがそれほど盛んでない1986年1月から1990年12月までの期間のパフォーマンスは図7である。この期間に運用された21のユニット・トラスト・ファンドのリスク（ベータ係数）と期間平均収益率をプロットしたものである。実線は安全資産利率と株式市場平均収益率を結んだ市場証券線であるが、ほとんど

図7 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



のファンドが線の下方に位置している。つまり、大部分のファンドはリスクの割に収益率が低かったということである。

つぎに、最近のユニット・トラストのパフォーマンスをみておこう。ユニット・トラストのパフォーマンス評価はファンド・マネー

表7 PWによるシンガポールの  
ユニット・トラスト評価

	平均	最低	最高
3年間 1992.1-1994.12	0.2942	-0.6583	1.3423
5年間 1990.1-1994.12	0.3310	-0.5676	1.1662
8年間 1986.5-1994.12	0.1224	-0.1871	0.6977
18年間 1976.10-1994.12	-0.3165	-0.6014	0.2399

ジャーの証券選別力とマーケット・タイミング力(株式市場の条件により運用ファンドのリスク水準の調整力)についてなされなければならないという主張から従来の評価基準では不十分であり、PW (Positive Period Weighting Measure) という基準が提唱されている。

注) PWによるシンガポールのユニット・トラストのパフォーマンスの概略は表7である。ベンチ・マークと同じパフォーマンスであればPWが1であり、1より高ければ(低ければ)ユニット・トラストのパフォーマンスはベンチ・マークより良い(悪い)。表は18年間(1976.10~1994.12)ではパフォーマンスはベンチ・マークより悪いが、3年間(1992.1~1994.12)、5年間(1990.1~1994.12)、および、8年間(1986.1~1994.12)においてはパフォーマンスはベンチ・マークより良いことがわかる。上の実証結果と照らしあわせると、最近のパフォーマンスは向上しているようにみえる。

#### 4. マレーシアのユニット・トラストとの比較

シンガポールの投資信託は個人の金融資産形

成がCPF貯蓄が中心であり、証券投資に余裕がある富裕個人階層は直接株式を購入するということで発展が押えられていた。CPFは積み立てられた資金の大部分を国債で運用してきたが、これは収益は安全であるが収益率が低いことを意味するものである。CPFはこれを解決するためにCPF自身がリスクをとまなう証券投資をおこなう政策を採用する代わりに、加入者の選択に任せる政策をとった。すなわち、加入者に(制約つきであるが)積み立て資金を取り崩して証券投資をみとめた。しかし、最初の段階では、CPFは加入者に個別株式投資の方を積極的に認めてきた。

たとえば、1978年のシンガポール・バス・サービス(Singapore Bus Services)と、1993年のシンガポール・テレコム(Singapore Telecom)の新規公開において、CPF加入者に優先的割当がおこなわれた。シンガポール・バス・サービスのケースでは公開株式の94%が優先的にCPF会員積立金引出しによって保有された。シンガポール・テレコムのケースでは、公開株10億株のうち3.5億株がCPF加入者に1.9シンガポールドルで割り当てられた。さらに、2億株が2シンガポールドルでシンガポール人に割り当てられた。他方、5.5億株が競売され、行使価格は3.6シンガポールドルであった。これらの株式購入にはCPF積立金からの引出しが可能であった。また、1.9シンガポールドルによる購入は株式の株主権はCPFに所属する。このようにCPF経由の加入者の株式保有は株式を市場価格より安く購入できる特典があるが、他方、CPF経由の株式保有は売却元本はCPFに再貯蓄する必要があるため、売買が頻繁にならない傾向がある。これはCPF経由による個人株主安定化を促進させる

ことが期待されるからである。

シンガポールの投資信託が活況を示してきたのは CPF 積立金残高の高水準達成と東南アジアの株式市場が急拡大した1990年以降であった。とくに、1995年以降、認可 CPF ユニット・トラストのシンガポール以外の地域への投資が認められたことをうけて、海外運用会社がシンガポールへの積極的進出を開始した。このようなユニット・トラストの運用制限の緩和はシンガポールが国際金融センターとしての資産運用産業の重要性を再認識したからである。政府はシンガポール人のファンド・マネージャーの質の向上の一環としてユニット・トラストの拡大を意図したのである<sup>3)</sup>。

他方、マレーシアの投資信託はブミプトラ政策、すなわち、マレー人優先政策の一環として政府主導で成長してきた。マレーシアは証券市場を通してのマレー人の株主増加と貯蓄促進を個別株式中心に行ってきた。実際には、株式市場に新規上場する株式の一定割合をマレー人に

優先的に市場価格以下で割り当てる政策が採用された。しかし、この政策はなかなか成功しなかった。なぜなら、上場直後の株価急上昇時に株式を売却してしまい、長期的な株主として定着しなかったのである。また、少額の証券投資のためにはリスク分散を自己責任で行うには個人投資家は未熟であったので、投資信託を国営で行う政策を強化した。

マレーシアの投資信託（ユニット・トラスト）の現状は表8である。ファンド資産は急速に成長しているが、純資産の80%以上が国営ファンドによるものである。最近設定された国営ファンドはブミプトラ以外の国民も購入できるが、それ以前の2大ファンド(ASN, ASB)はブミプトラ専用である。シンガポールの CPF 公認ファンドは CPF 加入者専用であるが、このファンドに優先的な割当は行われていないが、マレーシアの国営ファンドには優先的割当が行われている。マレーシアの国営投資信託は国営持株会社 PNB (Permodalan Na-

表8 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)(10億円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.

sional Berhad) が実行機関として資産運用を行い、PNBの子会社のASNが販売する形でスタートし、そのパフォーマンスの良さで急成長したが飽和状態になったため、あらたに1990年にASBがより利用しやすい形で導入さ

表9 ASNとASBのパフォーマンス

	ASN	ASB	商業銀行*	BSN**	株式収益率***
	(配当+ボーナス)				
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 [ ]

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

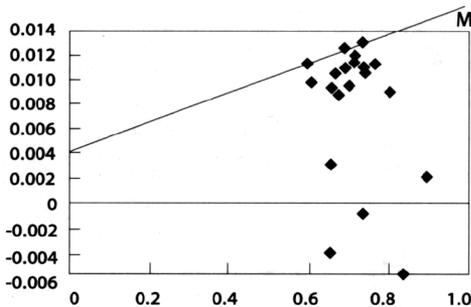


表10 ASNとASBの国内貯蓄に占める比率

(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

れた。国営投資信託は主に株式で運用しているにも係わらずリスク負担がない<sup>4)</sup>。表9はASN, ABNと銀行預金金利、株式収益率を比較したものである。ASNとABNはリスクがないうえに収益が非常に高い。これを可能にしたのが国営企業の株式の簿価でのPNBのシフトや国営・民営企業の新規上場の際の市場価格以下のPNBへの優先的割当である。

個人の金融資産形成という面からみると、マレーシアの投資信託政策はかなりの影響をもたらした。表10はASNとABNの国内貯蓄に占める比率を示したものである。パフォーマンスのよい投資信託はその比率を急速に高めている。ただし、投資信託の比率増加はその他貯金の減少を生じさせているので、投資信託政策がネットでの資産形成増加にどのくらい影響を与えているかは別途分析が必要である。

マレーシアの民間ユニット・ファンドは1996年末現在で50ファンドであり、純資産額は1992年末からおよそ20倍と急成長しているが、未だ国営ユニット・ファンドに比して小さい。そのパフォーマンスは必ずしもよくない。たとえば、図8は1984年1月から1993年12月までの21の民間ユニット・トラスト・ファンドのリスク(ベータ係数)と期間平均収益率をプロットしたものである。図上の実線が同期間の安全資産利子率と株式市場平均収益率を結んだ証券市場

線である。線上がリスクに応じた平均収益率であるが、ほとんどのファンドは証券市場線の下方に位置している。つまり、大部分のファンドはリスクに応じた収益率をあげていなかったということである。

#### IV. 資金運用産業としての 投資信託

投資信託の機能は証券投資に欠かせないリスク軽減のためのコストが高い少額資金を保有する投資家にリスク分散された金融商品を提供することである。投資信託のこのような機能はたとえば投資顧問業務を利用することでも得られる。これら、いわゆる、機関投資家は多額の運用資金を集めて、それを効率的な運用することがその機能である。証券市場の機能は市場で投資家が証券を評価し、その評価価格（証券価格）によって資金の配分を行うことである。適正な資金配分は証券価格が競争的に決定されていることによって達成される。証券価格を決定する投資家はリスクある証券を利用可能な情報を駆使して評価する。投資家は証券投資から得られる収益をリスクに見合ったようにあげることが目的に行動する。投資家の競争的な行動により証券を評価するために利用できる情報を一番効率的に反映させることが期待される。しかし零細な個人投資家はこのような競争には取引コストが高すぎて太刀打ちできないであろう。

しかし、投資信託は零細な個人投資家の資産形成を促進させる機能が強調され、しばしば、他の資産運用産業とは異なる扱いをうけてきている。マレーシアの国営ユニット・トラストは資金運用に関して証券市場の競争とは切り離されたところで資金運用を行っている。証券市場における評価は流通市場における価格であり、

証券の発行は流通市場における価格を基準に決定されるべきものである。マレーシアの国営ユニット・トラストは新規上場の株式を市場以下の価格で優先的割当による取得、あるいは、上場されていない優良な国営企業の株式の簿価での取得など、市場メカニズムを無視した株式取得が認められている。その結果、非常によいパフォーマンスを達成してきた。しかし、少なくともマレーシアの国営ユニット・トラストは証券市場の価格形成に貢献する機関投資家ということではできない。他方、上で述べたように民間ユニット・トラストはパフォーマンスが芳しくない。その理由は民間投資信託が投資家間に浸透していないために運用資金規模が小さい。パフォーマンスのよい国営ユニット・トラストに加えて、マレーシアの家計貯蓄もシンガポールと同様強制的貯蓄である年金基金（Provident and Pension Funds）が大きなウエイトを占めている<sup>5)</sup>。このため、富裕階層以外の個人の資産はなかなか民間ユニット・トラストを保有する余地がなかった。なお、年金基金の中で最大の従業員年金基金（Employees Provident Fund - EPF）は従来、基金の運用を70%以上を国債で行っていたが、国債発行の減少と証券市場での機関投資家としての役割を担う政策をうけて、最近では、国債への投資ウエイトを40%と制限している。ただし、株式への投資はわずかで優良株に限られている。

マレーシアのユニット・トラストはその投資対象がクアラルンプール証券取引所上場株式や国債など主に国内証券になっている上に、外資会社の参入に制限がある。1995年になって100%外資の運用会社設立が可能になったが、国内で販売するためには30%のローカル出資が必要である。国内運用会社の未成熟と海外運用会社

の参入制限はユニット・トラスト産業の競争を弱めてきたと考えられる。

シンガポールのユニット・トラスト産業は外資会社の参入は自由であり、現在30の運用会社が105ファンドを運用している。最近の資産運用資金は推定ではあるが急速に増加しているが、絶対水準では株式規模に対して東アジアの中でも小さい方である。運用対象も最近徐々に規制緩和して拡大してきたところである。これに対して、シンガポールと同様に国際金融センターとして発達してきた香港では、投資信託（ユニット・トラスト、ミューチュアル・ファンド）がかなり発達している。最大の理由は、香港の個人資産形成には、シンガポールやマレーシアのような巨大な強制的預金が存在しないためであろう。個人は自己の責任で資産運用しなければならず、積極的に、証券市場を利用している。個人投資家は短期の株式売買を好むものも多いが、他方、分散投資の利点を生かした投資信託も順調に運用資産額を伸ばしている。

香港の投資信託の特徴は資金運用会社として位置づけられ、資金運用産業の中で競争的に行動していることである。たとえば、香港における投資信託協会は香港投資基金公会（Hong Kong Investment Funds Association - HKIFA）と呼ばれており、資産運用産業の中のユニット・トラストである。資金運用会社の香港への進出には制約なく、世界中からの参入がみられる。また、運用対象にも制約がないので、あらゆる種類の投資が実現される。表11は株式ファンドのセクター別資産額とファンド数であるが、地の利を生かしたアジア・ファンドが多いが、欧米などさまざまなファンドが提供されている。

投資家にとって重要なことは、投資信託の選

表11 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。

択である。投資信託は機能的には魅力的な金融商品であるが、すべての投資信託がよいパフォーマンスをあげているとは限らない。それゆえ、投資家は投資信託をチェックしなければならないが、そのためには情報が必要である。情報としては、本来将来の投資収益が大切であるが、われわれの利用できるのは過去のデータである。過去のデータから将来を判断するとき、ファンドの投資目標（リスク水準と収益率）がどのくらい達成されていたかを知ることである。個人がこのような情報を各自で作成することは不可能であるから、情報を提供する機関（有料）の存在が考えられる。HKIFAでは

有料で毎月に運用開始以来のパフォーマンスをインデックスとの比較などを含めた情報を提供している。アジアの中では一番情報が豊富である。

投資信託は国によってかなり異なったシステムのもとで運営されている。個人投資家を対象とする投資信託は個人への所得移転がうまく意識されているからである。他方、投資信託を証券市場のプレーヤーとしての機関投資家とみれば、投資信託を利用する個人投資家は自己責任によってリスクを負担し、収益を享受すべきである。そのためには、投資信託に関する知識の獲得と、投資信託を評価するための情報の公開が重要である。さらに、評価機関が適切な情報を提供することが望まれよう。アジア諸国では、収益情報の公開も不十分のところが多く、評価機関はこれからである。投資信託が資産運用会社として他の機関投資家と競争することにより、個人投資家にとってもより効率的な投資手段になるであろう。

#### 注

- 1) なお、日本のシンガポールへのエクイティ・ポートフォリオ投資はアジアの株式市場の活況時のみ増加した一過性のもので、アジアへの本格的株式投資は欧米や香

港に遅れを取っている。

- 2) ファンド・マネージャーは税控除スキームのためにMAS（シンガポール金融庁）から認可を受けなければならない。認可は通常マーチャント・バンクとアジア通貨ユニットのライセンスを保有する銀行に与えられる。指定投資とは外人投資家への税控除やファンド・マネージャーへの軽減課税に関して所得税レギュレーションにリストされてた投資である。
- 3) MAS Annual Report 1995/96を参照。
- 4) ASNは1990年までリスクがなく、1990年に導入されたABNはリスクがない。投資家はASNからABNへの変換が自由であり、実際、多額の資金がASNからABNへシフトした。
- 5) 強制的であるが、例外は恩給のある官吏あるいは他の認可された年金基金に加入している被雇用者である。

## 参考文献

- Koh Seng Kee and Poh Siok Chin, "Evaluating the Performance of Unit Trusts in Singapore", SES Journal, Feb. 1997.
- 丸 淳子「機関投資家の役割」『証券経済研究』第6号, 日本証券経済研究所, 1997年3月。
  - 丸 淳子「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—」『証券経済研究』第8号, 日本証券経済研究所, 1997年7月。

(武蔵大学経済学部教授・当所主査研究員)