

金融システムの再生と投資信託

——イギリス、アメリカとの比較——

代 田 純

要 旨

日本型金融危機とも呼ぶべき現下の状況の本質は、企業金融の資金調達において、金融システムが機能していないことにある。大企業では資金余剰が定着したが、中小企業やベンチャーでは資金調達が円滑に進んでいない。したがって、投資信託の役割を評価する場合にも、こうした企業金融のファイナンス面からの観点が不可欠になる。

日本の投資信託残高はMMFや公社債投信が減少しつつも、株式投信では増加している。しかし株式投信残高の伸びは主として、外国債券投信やETF（指数連動型上場投資信託）に起因している。これらは海外投資や持ち合い株式の受け皿に国内余剰資金が向っていることを意味している。私募投信の増加があるにせよ、現状の投資信託が国内企業、特に成長企業のファイナンスに寄与しているとは言い難い。

日本の投資信託が企業金融においてプレゼンスを高めるためにも、投資信託市場の厚みが必要である。アメリカでは投資信託販売ルートとして、フィナンシャル・アドバイザーや投信スーパー・マーケットのシェアが高まっている。イギリスでも投資信託販売ルートとして、IFA（独立フィナンシャル・アドバイザー）のシェアが高まっているほか、郵便局で執行（売買）だけの投信販売がなされている。日本でも投資信託の販売ルートを多様化し、投資信託の市場拡大を通じることで、企業金融における直接金融化を進めることが必要であろう。

目 次

- | | |
|-------------------|--------------|
| I. はじめに | 1. 日本 |
| II. 日本型金融危機のスパイラル | 2. イギリス |
| III. 日本の投資信託の現状 | 3. アメリカ |
| IV. 投資信託の販売ルート | 4. 日本にとっての教訓 |
| ——イギリス、アメリカとの比較—— | V. まとめに代えて |

I. はじめに

わが国の投資信託はエンロン破綻を契機としたMMFの元本割れと残高減少によって大きな転機を迎えている。他方において、金融行政により示された日本型金融システムの将来像において、投資信託を基軸とした「市場型間接金融」という方向性が示されている。こうした二つの意味において、日本の投資信託は重要な転機にあり、その動向が金融システムの再生に深く関わっているとも言えよう。

本稿はこうした動向を念等に置き、エンロン破綻以降のわが国投資信託の現状をふまえ、今後の方向性を探ろうとしたものである。柳沢前金融相の私的懇話会「日本の金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」は昨年7月に今後の方向性として、「金融システムと行政の将来ビジョン」を発表した。このなかで、今後の金融システムとしては、複線的金融システムが望ましいとされた¹⁾。複線的金融システムとは、伝統的な間接金融と市場型間接金融の並存である。追い付き追い越せのキャッチアップ時代には伝統的間接金融が適していたが、金融取引の参加者が増加した時代には市場型間接金融によってリスクが分散されることが望ましい、とされる。こうした方向性に立って、金融仲介機関も多様な金融商品を提供することが望ましい、とされる。こうした懇話会での方向性に合致する具体策が、銀行による投資信託の窓口販売であり、また同じく銀行による株式の窓口販売である。

一方、日本の金融システムが重大な機能不全に陥っていることは否定できない。これは、金融とは資金余剰部門と資金調達部門の資金仲介

機能であるとすれば、資金仲介機能が果たされていないことにある²⁾。一方で個人(家計)部門に資金余剰が形成されながら、中小企業やベンチャーなど資金を必要としている経済主体に資金が供給されていないことに本質がある。具体的には、個人の資金が銀行とくに都銀など大手銀行や郵便貯金に流入し、銀行や郵便貯金はその資金で国債購入を増加させている一方で、中小企業向け融資が減少していることが問題である。大企業はそもそも無借金経営が増加しており、資金需要自体が減少しており、大企業は自己金融が定着しつつある。自己金融化が定着しつつある大企業に対して、銀行が競って過剰融資をしたことが不良債権問題の発端である。したがって金融危機の本質は、個人(家計)の余剰資金が中小企業やベンチャーに流入していないことにある³⁾。

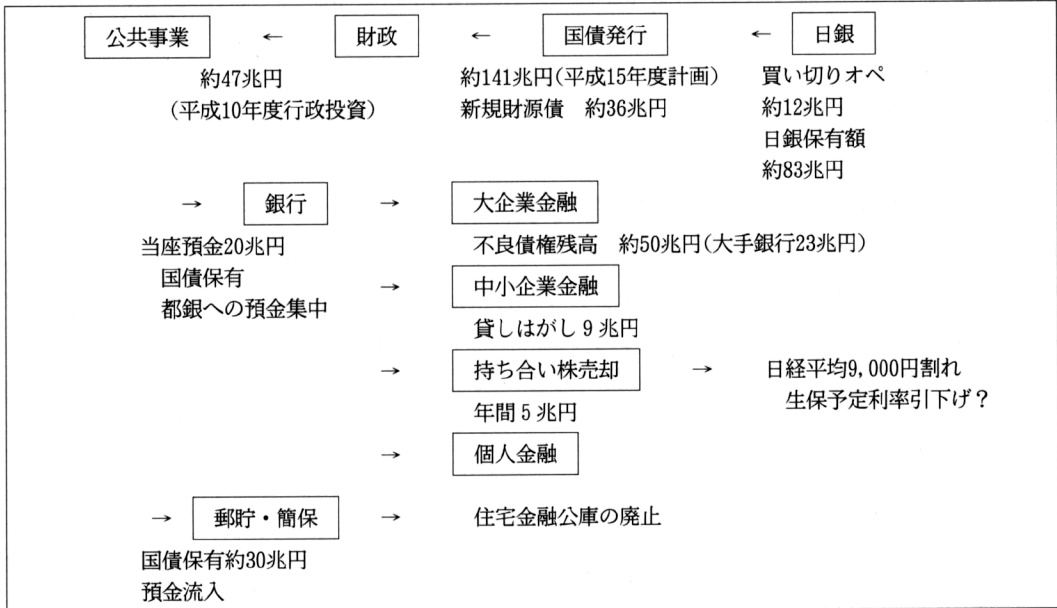
以上のような観点からすれば、投資信託を評価する視点は、投資信託が金融仲介機能もしくは資金仲介機能を果たしつつあるか、否かにある。すなわち個人(家計)の余剰資金を中小企業やベンチャーに仲介する機能を果たしているか、である。こうした観点から投資信託の動向を評価する必要がある。従来の投資信託研究としては、福光⁴⁾、蠟山⁵⁾等があり、本稿も多くのを負っている。

II. 日本型金融危機のスパイラル

現在、わが国の金融証券市場は危機と言っても過言ではない状態にある。まず、こうした現状について概観しておこう。図表1は日本型金融危機の全体像をとりまとめたものである。

第一に、日本の金融危機において重要な動向は、景気対策として公共事業が90年代以降たび

図表1 日本型金融危機のスパイラル



〔出所〕筆者作成

たび増額されてきたが、公共事業が景気浮揚効果を発揮しないまま、財源としての国債発行額が増加し、いまや国債残高が400兆円を超え、対GDP比でも80%強に達したことである。日本で実施されている公共事業の全体像を把握することは、国の一般会計だけでなく、地方財政や財政投融资が複雑に絡み、簡単ではない。しかし、旧自治省による行政投資に関する資料などから、概観することはできる。これによると、行政投資は昭和60年に総額で26兆5,060億円であったが、平成5年に51兆1,270億円へ達した⁶⁾。実に8年間で93%もの増加であり、同時期の一般会計の伸びが45%にとどまっていたことから突出ぶりが理解できる。その後、行政投資額は45～50兆円の範囲で推移しており、2003年度に向けてやや減額されている。しかし問題は行政投資の内容であり、県民ひとりあたり行政投資額でみると、中国地方や北陸地方などが突出している。また事業別内訳でも、道

路、農業、治山・治水などのシェアは2003年度もほとんど変化がないと言われている⁷⁾。他方、現在大阪の完全失業率は7%台に達するなど、都市型不況の色彩も強い。また日本の基幹産業は電機、自動車、IT関連である。したがって景気浮揚効果が小さい公共事業が50兆円規模で実施され、財源として国債が増発されてきた。

第二に、国債発行額は140兆円規模に達しているが、日銀による量的緩和政策のもとで、国債買い切りオペによって実質的に買い支えられてきた。長期国債の買い切りオペは2001年6兆4,400億円、2002年12兆5,700億円とかなり拡大している。もっとも、97年に開始された長期国債レポオペでは2002年に10兆9,800億円のマイナスとなり、民間からの資金吸収となっている。とはいえ、レポオペによる資金吸収よりも、長期国債買い切りオペが上回っており、長期国債を媒介として日銀からベースマネーが供

給されている。また長期国債の買い切りオペほど注目されていないが、短期国債の買いオペもかなりの規模に達している。2002年には短期国債の償還額が80兆円（フローベース）に達したためにネットでさほどの買い越しになっていないが、2001年には24兆円ものベースマネー増加に至っていた⁸⁾。以上のように、日銀の金融緩和、特に量的緩和が国債を媒介として図られており、財政に資金調達コストを軽減すると同時に、金融機関に国債保有のインセンティブを与えている。

第三に、日銀の量的緩和策によって、日銀当座預金残高が約20兆円にまで積み上がり、銀行等による貸し出し増につながらないことである⁹⁾。本来、日銀当座預金は決済性預金として付利されないため、金融機関によって当座預金から引き出され、貸し出しに向かうと期待された。しかし現実には中小企業向け融資を中心に貸し出しは大幅に減少し、量的緩和政策は当初の狙いを果たしてはいない。またペイオフ解禁の問題もあり、第二地銀の預金残高は減少する一方で、都市銀行の預金残高は増加している。都市銀行などは日銀当座預金の増加に加え、ペイオフ解禁関連での預金流入もあり、資金調達は容易であるが、資金運用では運用先が見つからず、結果として国債保有額が増加している¹⁰⁾。

第四に、今日の金融危機の根幹問題と一般に認識されている不良債権問題は、大手の都市銀行などが依然として大企業金融中心の融資スタイルから変わらない一方で、大企業の資金需要が停滞してきたことに起因する。現在、上場企業の3分の1が無借金経営と言われている。低成長や不況の長期化で資金需要が伸びず、自己資金で充足できている。また資金需要がある場

合にも、低コストでの社債発行が可能である。したがって、大企業は銀行借入れに依存する必要性はかなり減少している。しかし多くの大手銀行は有担保主義から脱却しておらず、また大企業中心の融資スタイルから変わったとはいえない。資金需要がないところへ大量に貸し込んだため、不採算案件にも貸し込み、その結果が不良債権問題である。不良債権問題の処理が進まない要因のひとつに、債権流動化市場が発達しないことが指摘される。これは銀行に法律などの専門家がいなくても一因とされている。銀行の人事システムも不良債権問題長期化の一因であろう¹¹⁾。

第五に、第四点の裏返しで、銀行による中小企業向け融資は著しく減少している。金融庁の資料によれば、大手銀行による中小企業向け融資は半年で9兆円減少したという¹²⁾。中小企業向け融資が不良債権化することを恐れ、強引に回収しているためであろう。また株安のなかで自己資本比率を維持するために、資産圧縮を進めているからであろう。今日まで日本の銀行は貸し付けリスクを評価し、そのリスクに見合った金利（リターン）を設定するというスタンスを取っていない。むしろ無リスクであるか、否かを審査し、同一に近い金利で貸し出してきた。リスクがある場合、中小企業で担保がない場合あるいは個人保証がない場合には融資を受けられない。この間隙をぬって商工ローンや消費者金融が伸張してきた。日本では「オーバーバンキング」なのではなく、「リスクとリターン」という金融の基本が必要なのである。

第六に、上記の点と密接に関連しつつ、銀行は特に都市銀行は消費者金融にも従来は消極的であった。これは都市銀行を中心として、銀行のリテール金融は住宅金融が中心となり、住宅

以外の対個人金融は手掛けてこなかったためである。日本の銀行の融資は担保を原則としており、土地を担保とできる住宅金融は別として、担保をとれない個人向け融資（例えばクレディット・カードのリボルビング業務等）は銀行本体では進出してこなかった。一方、銀行は消費者金融会社（アイフル、武富士等々）に2%で貸し付け、消費者金融会社は25%程度で貸し付けてきた¹³⁾。銀行は個人金融のリスクを取らず、またリスク評価もできなかったわけだが、今後の銀行業務は個人分野であろう。

第七に、銀行が株式を売却してきたことが一因となって、2003年3月現在、株価はバブル後の最安値近辺にある。銀行は自己資本比率を維持するため資産圧縮をはかっていることや、優先株に対する配当原資を確保する必要性から、保有株の売却を進めてきた。2002年には年間数兆円の売却と言われる。しかし、これでも期待できる価格で売却できないため、予定額を下回っている。株価の下落によって生保も多くは含み損を抱え、保険の予定利率引下げが検討されている。他方、外国人投資家が日本再生への期待から買い主体である限りでは、株価も反発する。しかし外国人の買い越しも縮小している。

第八に、郵便貯や簡保など公的金融への資金流入が依然として根強いことである。今日、日本国民の資産運用姿勢は以前にも増して利回り指向よりもリスク回避指向となっており、ペイオフ解禁に影響されない郵便貯金へ資金が流入している¹⁴⁾。しかし郵便貯金と銀行預金は預貯金として共通性を持つものの、前者は信用創造機能を有さないのに対し、後者は信用創造機能と密接に関連している。したがって郵便貯金へ資金流入があっても、実体経済に影響する可能性は小さい。また運用面では従来は住宅金融公庫

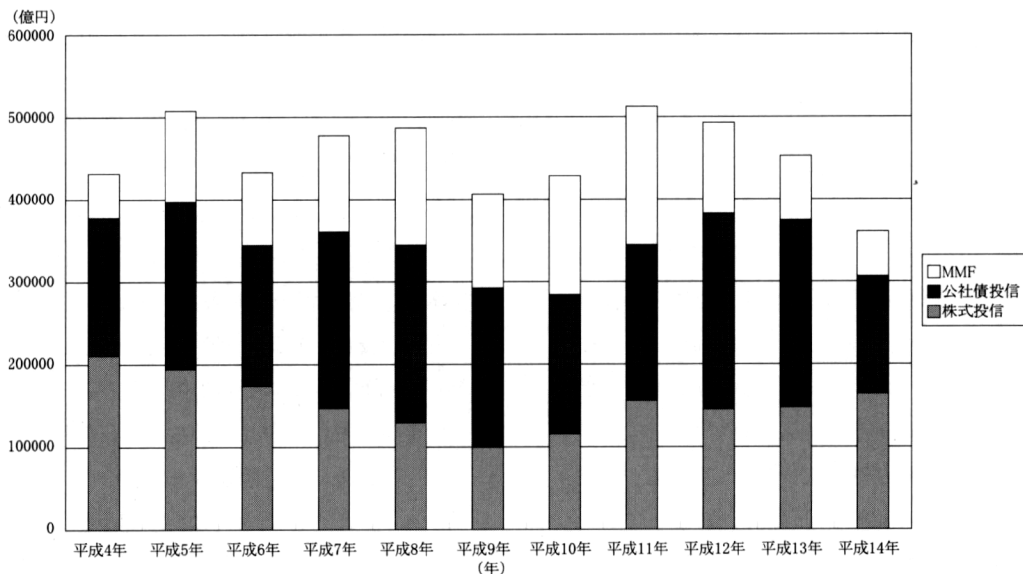
などを介して、個人金融や政策金融に貢献してきたが、財政投融资改革によってこうした側面も不透明になっている。結果として、郵便貯金や簡易保険も国債の受け皿となり、政府部門で約200兆円の国債を保有している¹⁵⁾。

以上、日本型金融危機として八つの側面を指摘してきたが、根本問題は、国債という「無リスク資産」に大量の資金が流入しているが、公共事業など財政支出が景気浮揚効果を持っていないこと、日本型金融システムの担い手としての銀行が大企業金融中心のスタイルから転換していないこと、本来の資金需要者としての中小企業やベンチャー、さらに個人などに資金が回らないことであろう。日本型金融危機がこうした構造であるとすれば、投資信託の評価もこの構造を改革するか、という視点から検討されよう。

Ⅲ. 日本の投資信託の現状

図表2はわが国投資信託の残高推移である。平成4年には、株式投信21兆円、公社債投信16.8兆円、MMF5.4兆円で合計43兆円であった。MMFは証券界が銀行の決済機能に対抗するうえで、重要な戦略的位置づけを与えてきた商品である¹⁶⁾。平成4年にはMMFは5兆円程度の残高であったが、平成8年には14兆円、平成10年には16.8兆円に増加してきた。しかし平成12年以降、エンロン破綻に伴うMMFの元本割れを契機として、急速なMMFの純資産減少が発生し、平成12年には約6兆円、平成13年には約3兆円、平成14年にも約2兆円の残高減少となった。こうしたMMFの動向に引張られるように、公社債投信も平成13年以降、著しく残高が減少してきた。平成13年には1兆円、平成14年には8.5兆円もの純資産減少

図表2 投資信託残高の推移



(注) 私募投資は含まない

〔出所〕投資信託協会 H. P. から作成

となり、公社債投資はピーク時の23.8兆円（平成12年）から10兆円以上もの減少となった。

問題はこれらMMFや公社債投資の純資産減少が資金流出によるのか、あるいは運用（債券価格の低下など）によるのか、ということである。MMFの場合、2000年から2002年にかけて純資産額は11兆2,680億円減少したが、うち運用による減少は600億円だけであり、その他の11兆2,080億円は資金流出による減少であった。同じく公社債投資も同期間で純資産額は4兆7,440億円減少したが、運用面では150億円の資産増加となっており、資金流出は4兆7,590億円に達した¹⁷⁾。したがって事態は、MMFの600億円の運用による元本割れにより、約16兆円の資金流出が発生したことになる。

投資信託協会は、エンロン債組み入れに伴う、日本のMMF元本割れを受けて、2002年1月に「MMFの安定性確保のための方策」を取りまとめた。大きな骨子としては、第一に運

用面での安定性確保、第二に販売面での安定性確保、第三にディスクロージャーの充実である¹⁸⁾。

第一の柱である運用面での安定性については、組み入れ資産の残存期間や格付け基準の導入をはかった。組み入れ資産の残存期間は、満期保有目的債券を除き、1年以内とされた。格付け基準が導入され、複数の格付け機関からA-2以上の短期格付けか、BBB以上の長期格付けを取得していることとされた。組み入れ比率についても規制が導入され、複数の格付けを取得している場合でも、同一法人発行の資産は純資産総額の5%以内とされた。さらに組み入れ資産の平均残存日数制限も新規に導入され、180日以内とされた。

運用面での安定性に関わって、重要なポイントは評価法であった。すでに指摘されているように¹⁹⁾、MMFの元本割れには、評価法の時価評価への移行が深く関わっていたからである。

この点、投信協会の方策では、基本原則は時価評価としつつも、残存1年以内でA-2以上の格付けを有する債券、満期保有債券については、償却原価法としている。

第二の柱である販売面での安定性については、個人主体の販売に努めることとならび、法人など大口投資家の解約は4日前の事前通告を要請している。これは株式投信には規定されていたことを、MMFに応用したものとされる。

第三の柱であるディスクロージャーについては、運用報告書とホームページによる月次報告の二本立てである。運用報告書については、海外子会社の仕組み債など不明瞭な債券をわかりやすく表示するとしている。またホームページでの開示では、主要な組み入れ資産などをすべて開示するとしている。

さらに投資信託協会は2002年12月に、「国民に信頼される投資信託に向けての取り組みについて」という施策を発表した。これは(1)説明義務をより一層果たす観点からの措置、(2)忠実義務をより一層果たす観点からの措置、(3)投資信託の普及・発展のための措置から成るが、(1)が中心と見られる。(1)説明義務をより一層果たす観点からの措置は、第一に営業報告書に委託会社としての方針等を開示する。これは発注先の選定基準やファンド・マネージャーの選定基準を含んでいる。第二に、目論見書の記載内容をファンドごとにより具体的に記述する。第三に、運用結果に関する説明を運用報告書に記載する。この他、委託会社における運用状況に関する問い合わせ窓口を整備する、ホームページでの月次での適時開示を行う、となっている。こうした投資信託業界の努力によって、MMFを中心とした投資信託残高減少の傾向には歯止めがかかりつつあるが、いまだ本格的に反転す

るに至っていない。

他方、平成13年以降増加に転じている投信は、株式投資信託である。残高ベースで株式投信は平成8年の12兆7,800億円から9年に9兆9,900億円に減少して以来、平成10年からほぼ毎年増加し、平成14年には16兆3,700億円に達している。図表2も示すように、平成9年に投信残高において株式投信は25%程度を占めていたが、14年には45.5%に達した。このように、投信全体が伸び悩むなか、株式投信は比較的健闘している。また図表3が示すように、株式投信残高の最近の減少はほとんど運用面（株価の下落等）に起因するものであり、資金流入の面では大幅に流入超となっている。1998年から2002年の5年間で、株式投信純資産残高は6兆3,850億円の増加であるが、資金流入は13兆8,910億円の流入超であり、運用によって7兆5,070億円の減少となっている²⁰⁾。したがって資金流入は好調であるが、市場環境や運用成績が応えていないことになる。

図表3 株式投資信託の純資産増減要因

(単位 億円)

	年末純資産	増減	資産純増	運用増減
1989	45,549			
1990	35,072	-10,477	236	-10,713
1991	28,562	-6,509	-6,437	-72
1992	21,103	-7,459	-3,951	-3,507
1993	19,547	-1,555	-2,374	818
1994	17,451	-2,096	-2,424	328
1995	14,681	-2,769	-2,641	-128
1996	12,779	-1,901	-1,189	-711
1997	9,986	-2,793	-792	-2,000
1998	11,496	1,509	2,541	-1,032
1999	15,696	4,200	560	3,639
2000	14,610	-1,085	3,938	-5,024
2001	14,905	294	2,958	-2,663
2002	16,372	1,467	3,894	-2,427
合計		-29,173	-5,681	-23,492

〔出所〕 モーニング・スター H. P. から作成

図表 4 投資信託純資産残高ランキング

(単位 100万円, %)

順位	投信会社	ファンド名	純資産額	全ファンド比
1	国際	グローバル・ソブリン	1,362,203	8.61
2	野村	TOPIX 連動型上場投資信託	1,026,790	6.49
3	日興	上場 TOPIX	901,744	5.7
4	ニッセイ	ニッセイ・パトナム・インカム	444,538	2.81
5	野村	ノムラ日本株戦略ファンド	376,104	2.38
6	国際	ユーロランド・ソブリン・オープン	274,814	1.74
7	フィディリティー	フィディリティー・ジャパン・オープン	238,689	1.51
8	フィディリティー	フィディリティー日本成長株ファンド	231,127	1.46
9	野村	日経225連動型上場投資信託	218,137	1.38
10	日興	インデックスファンド225	182,964	1.16

(注) 2003年1月現在

〔出所〕 モーニング・スター H. P. から作成

図表 4 は投資信託全体の純資産残高ランキングである。つまりどの投信ファンドが大きいかを示している。第 1 位は国際投信によるグローバル・ソブリン・オープンである。これは格付けが高い各国の国債などを中心に組み入れた、毎月決算型の公社債投信で、ファミリー・ファンド方式で運用されている。このファンドは現在急速に伸びており、投信全体の 8.6% を占めるが、2003 年 1 月にも対前月比で 1,118 億円増加しており、著しい資金流入が見られる。モーニング・スターによると、グローバル・ソブリンの 2002 年における 1 年トータル・リターンは 8.1% で、後述の ETF がマイナス 17~18% になっているのと、著しく対照的である。図表 4 において 6 位にランキングされる、国際のユーロランド・ソブリンも 2002 年のリターンは 14.7% と高く、これらファンドは三菱証券系の国際投資信託という「のれん」に加え、高利回りで人気化している。ところで、このグローバル・ソブリン・オープンのような外国債券投資信託は「株式投信」として設定され、統計上も株式投信とされている。

外国債券投資信託が株式投資信託として設

定・販売されていることは、現在の証券税制の基本設計に関わることである。株式投資信託には、単位型と追加型があり、単位型は当初募集金額で運用されるが、追加型は時価で売買可能となっている。すなわち税制上も元本割れが想定されている。他方、公社債投信の受益者（投資家）にとっての利益は利子所得であるとされ、元本割れという事態が想定されておらず、販売価格は常に基準価格 1 万円とされている。つまり公社債投信では時価に応じた売買が税制面から不可能となっている。しかるに、外国債券投資信託では為替リスクもあり、以前から実質的に時価評価されてきた。そこで、やむを得ず、外国債券投資信託は「株式投資信託」として設定されている。したがって、図表 2 が示しているような株式投信の伸びは、実質的には外国債券投資信託に起因していると言えよう。株式投信という形で、個人マネーが海外投資に向かっている。

図表 4 において、第 2 位は野村の TOPIX 連動型上場投資信託であり、第 3 位は日興の上場 TOPIX であり、現在の投信のなかで大型ファンドは、上場投資信託である。これは指数連動

型上場投資信託（ETF）と呼ばれ、2001年の政府による証券市場活性化策として導入されたものである。2003年2月現在、東証と大証に18本（日経300を除く）が上場している。ETF（Exchange Traded Fund）は上場された会社型投信であり、インデックス・ファンドである。日本においては、会社型投信は1998年投資信託法改正によって可能となった。

ETFはインデックス・ファンドであるが、現在日本のインデックス・ファンドの増加はETFによってもたらされている。図表5は日本で設定されているインデックス・ファンドに関するモーニング・スターによる推計規模である。これによると、ETF以外の一般のインデックス・ファンドは1兆2,812億円であるが、ETFは2兆5,230億円（2002年12月）に達し、ETFでインデックス・ファンド合計の66%と7割近くに達している。ETFは2001年12月には9,218億円であったから、1年間で1.5兆円近く残高が増加している。一般のインデックス・ファンドは株価低下の影響と見られるが、むしろ残高が減少している。

一般のインデックス・ファンドが日経225連動型が多いのに対し、ETFではTOPIX連動型が多くなっている。これはETFの場合、銀行や生保が持ち合い株を放出して、現物拠出に

よるTOPIX連動型で設定されているケースが多いからである。ETFは設定された時点では、銀行や生保の持ち合い株が拠出されただけで、新規マネーの流入はなく、投資家に受益証券が購入されて初めて新規マネーが流入する。したがってETFは持ち合い株式の所有権移転に伴い、従来の持ち合い株主に資金が流入するものの、株式発行企業のファイナンスに直接つながらるものではない。以上、公募投信、特に株式投信に関わっての最近の特質は、外国債券投資信託とETFの増加であった。

他方、図表6が示すように、公募投信以外の私募投信の増加が最近目立っている。私募投信とは、1998年の投資信託法改正によって可能になった、「特定もしくは少数の投資家」を対象とした投信である。私募投信には二種類あり、第一は適格機関投資家私募投信である。これは政令によって定められた機関投資家（証券会社、銀行、投資信託、投資顧問、生損保等）だけを対象にして勧誘がなされる。この投信は、適格機関投資家以外への譲渡はできない。第二は一般投資家私募投信である。これは一般の投資家を対象とするものの、募集人数が50人を超えてはならないものである。

私募投信では目論見書の作成は必要ではなく、また適格機関投資家私募投信では運用報告書を受益者に交付しなくともよい、とされている。すなわち規制が緩和されており、運用の内容についてはほとんどディスクロージャーされていない。後述するように、私募投信は銀行や保険など「登録金融機関」による募集が過半を占め、銀行主導の投資信託となっている²¹⁾。

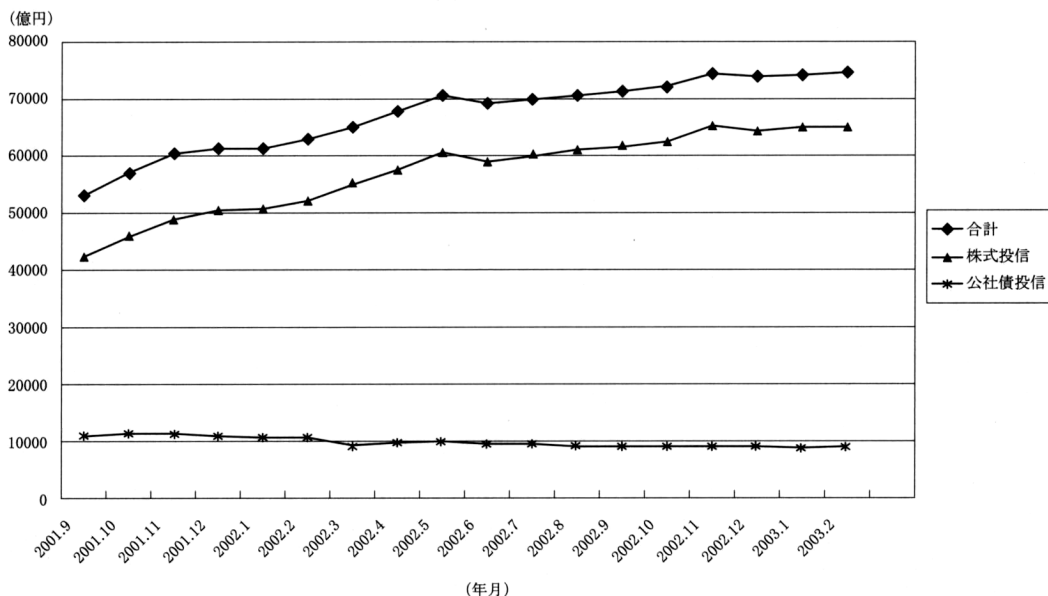
2000年年初時点の運用会社別純資産残高を見ると、1位は農中投信投資顧問5,966億円、2位は興銀第一ライフ・アセットマネジメント

図表5 日本におけるインデックス・ファンド
(単位 億円)

	一般ファンド	ETF	合計
日経225連動型	9,280	4,130	13,410
TOPIX 連動型	3,056	20,682	23,739
その他インデックス型	350	285	635
日経300連動型	126	202	328
合計(2002年12月末)	12,812	25,230	38,111
合計(2001年12月末)	14,386	9,218	23,604
合計(2001年9月末)	13,434	3,353	16,786

[出所] モーニング・スター H. P. から作成

図表6 私募投信残高



〔出所〕投資信託協会資料から作成

2,328億円、3位日興アセット・マネジメント844億円、4位野村アセット・マネジメント818億円、5位安田ペインウエバー投信674億円となっており、この5社で71%のシェアを占めている。私募投信は年金向けが多い。投資一任契約では効率的な資金運用ができないが、私募投信によって中小の年金でも投資顧問による合同運用と同じ運用が可能になっている。農中投信投資顧問はすべて農協、信連の系統資金の運用と言われる²²⁾。

IV. 投資信託の販売ルート

——イギリス、アメリカとの比較——

以上で見てきたように、日本の投信は残高としては伸び悩みつつも、外債投信やETF、さらには私募投信を中心に新しい展開を見せつつある。ここで注目したいことは、投信の販売ルートである。日本の場合、冒頭で記したように、「市場型間接金融」という方向性からも、

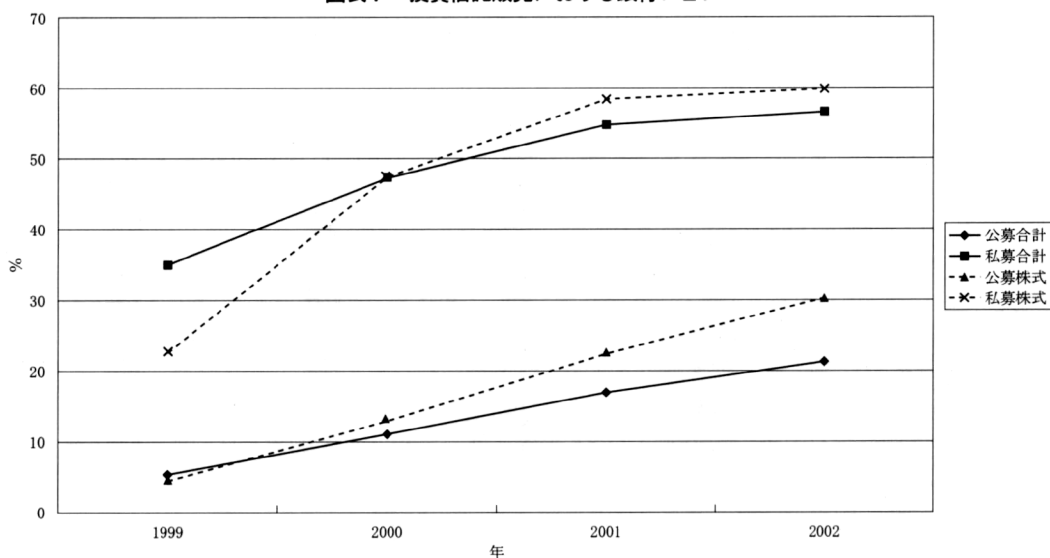
銀行の役割が少なからず期待されているからである。

1. 日本

図表7が日本の投信販売における銀行のシェアを示している。日本の場合、投資信託の販売ルートは証券会社、銀行、直販の三つである。これによると、公募投資信託の合計において、銀行のシェアは99年における5.4%から2002年には21.5%まで上昇しているが、私募投信では99年における35.2%から2002年には57.1%まで上昇している。他方、証券会社は公募投信では77%を2002年に維持しているものの、私募投信では36%（2002年）となっている。

こうした銀行のシェア優位という構造は、株式投信の場合、より一層鮮明である。銀行の公募株式投信でのシェアは99年には5.2%に過ぎなかったが、2002年には30.9%まで上昇した。ここでの公募株式投信には、すでに指摘したように、外債投信やETFが含まれている

図表7 投資信託販売における銀行シェア



〔出所〕投資信託協会資料から作成

が、銀行の窓口で3割が販売されている。また銀行系証券は証券会社として分類されるので、それをも除いた比率である。さらに私募の株式投信に至っては、99年に銀行のシェアは22.7%であったが、2002年には60.3%まで上昇した。このように見てくると、現在の日本の投資信託は外債投信やETF、そして私募投信を中心に増加しているが、それは銀行経由で伸びていることがわかる。公社債投信では銀行シェアは、公募で8.4%、私募で34.4%、MMF（公募のみ）では27.4%であり、株式投信を中心に銀行のシェアは高くなっている。

日本では、投資信託委託会社別純資産額でも銀行系のシェアが伸びている。2002年11月現在、第1位は野村投信で11兆1,405億円であるが、第2位大和投信7兆723億円、第3位日興投信4兆2,372億円に続いて、第4位は国際投信（三菱証券系）で2兆3,169億円、第5位はUFJパートナーズ（UFJ銀行系）で1兆6,317億円となっている²³⁾。なかでも上位5社のなか

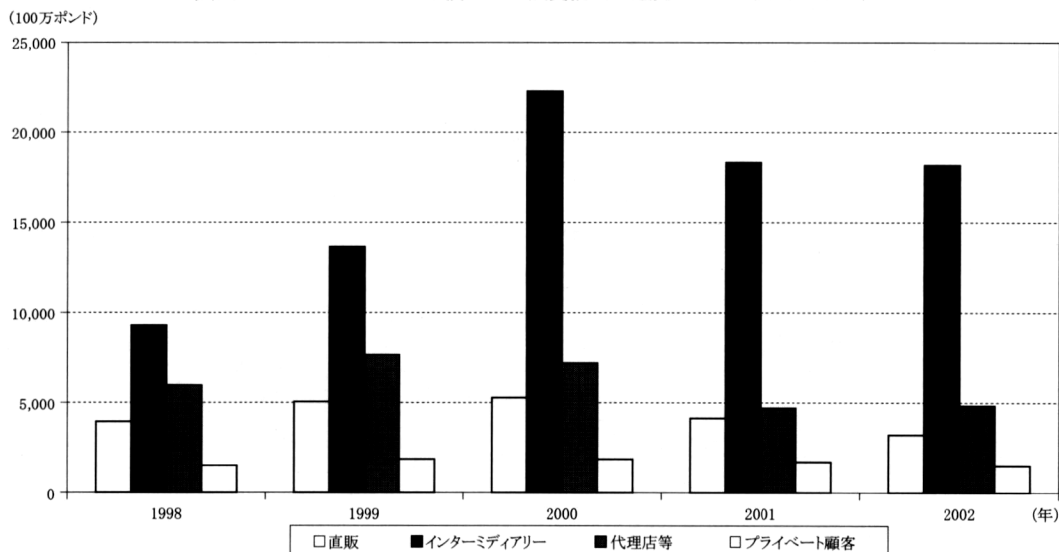
で、国際だけは2002年11月現在、対前月比で純資産額は845億円増加となっており、グローバル・ソブリン中心に預かり資産を増加させている。いわば、国際投信が運用するグローバル・ソブリンなどが、東京三菱銀行など提携銀行の窓口で好調に販売されている。

2. イギリス

イギリスにおいても、投資信託残高は2000年をピークとして、減少を続けている。2000年には個人による投信残高は1,400億ポンドを超し、また機関投資家による投信残高も1,200億ポンドに達し、合わせて約2,600億ポンドであった。しかし2002年年末には個人による残高が1,050億ポンド、機関投資家による残高が900億ポンド、合計して1,950億ポンドまで減少した。

イギリスには個人むけの非課税貯蓄枠のPEPおよびISAと呼ばれる投資信託がある。2002年12月現在、一般の個人による投資信託は

図表8 イギリスにおける個人向け投資信託の販売ルート (1998-2002)



1,050億ポンドであったが、PEP (Personal Equity Plan) と呼ばれる非課税枠を利用した投資信託が352億ポンド、ISA (Individual Saving Account) と呼ばれる非課税枠を利用した投資信託が227億ポンドある。

イギリスの投信は年金基金と同様に株式の組み入れ比率が高い。2002年時点での組み入れ資産構成を見ると、イギリス株式が41%、外国株が33%、債券16%となっており、株式組み入れ比率は74%に達している。こうした株式組み入れ比率の高さが近年の株価低下により影響され、資産残高の減少となっている。

イギリスにおいて、図表8が示すように、個人向けの投資信託販売は四つの経路に分けられる。第一には、直販であり、投信運用会社から個人投資家に直接販売される。これはイギリスの場合、11% (2002年) であり、しかも近年では低下気味である。この販売形態の場合、具体的には新聞に掲載されている申し込み用紙を送る、もしくは投信会社のコールセンターに電話

することになる。投信会社は限定された範囲で投資家にアドバイスする。したがって経験ある投資家であることが望ましい。第二が、中心的な販売ルートであるが、「インターメディアリー」と呼ばれる業者経由である。これはIFA (Independent Financial Adviser) と呼ばれるフィナンシャル・アドバイザーである。イギリスのIFAは資格取得が義務づけられるが、法人と個人のいずれもある。イギリスでは以下で述べるように、銀行でも投信を購入できるが、その場合にはその銀行の系列もしくは提携の投信しか購入できない。しかし、IFAを経由すれば、すべての投信が購入可能である。「インターメディアリー」と呼ばれるIFA経由の販売は、図表8が示すように、2000年には61%であったが、全体の販売額が減少するに伴いシェアが上昇し、2002年には66%に達した。半面、IFAが手数料の高い投信を販売しがちだという批判が最近でている。

そもそもIFAや以下で述べる「タイド・

エージェント」を含めたフィナンシャル・アドバイザーの収入は二つの形態によっている。ひとつは、販売手数料 (Commission based) であり、投資家の投資額の一部分を投信運用会社から手数料として受け取るものである。この場合、アドバイザーは受け取った手数料を投資家に報告する義務を負う。ただしアドバイザーによっては投信運用会社から受け取った手数料を投資家に払い戻しているようだ。もうひとつは、アドバイス手数料 (Fee based) であり、事前に投資家はアドバイザーとアドバイス手数料を決める。この場合、手数料の決め方は投資額の一定比率ということもあるし、または時間あたりで決められることもある。アドバイザーによっては販売手数料として受け取った手数料を、投資家にアドバイス手数料として還元し、アドバイスを無料サービスでしている場合もある²⁴⁾。このようにフィナンシャル・アドバイザーの手数料も自由化されていたが、IFA が自分の得る手数料を重視した販売をしている、との批判が最近でている。また、以下で述べるタイド・エージェントが投資家の自宅を訪問することがあるのに対し、IFA はオフィスでのみ業務に従事している。

第三の販売ルートが、タイド・エージェント (Tied Agents) である。これは投信運用会社の提携もしくは系列関係にある投信商品だけを販売できる。具体的には銀行・建築組合の支店にいるアドバイザー、もしくは代理店 (Appointed representatives) である。代理店 (もしくは代理人) は顧客の自宅に電話し、投資勧誘を行う。このルートでの販売は、図表 8 にも示されるように、20%弱程度である。第四の販売ルートはプライベートな顧客であり、5~6%のシェアとなっている。

以上のように、イギリスでは投信の販売ルートはインターメディアリーと呼ばれるフィナンシャル・アドバイザーが中心であり、そのシェアも増加傾向にある。他方、銀行経由での投信販売はシェアとして高くはないし、銀行などの提携関係の投信しか販売していない。

3. アメリカ

アメリカの投資信託の販売を歴史的に振り返れば、1960年代は証券会社が販売の中心、1970年代は投信会社の直接販売が開始、1980年代半ばから銀行が投信販売に参入し、後半からは保険会社も投信販売を開始、1990年代からフィナンシャル・アドバイザーのシェアが上昇、ということになる²⁵⁾。

アメリカにおいて銀行の投信販売は80年代半ばから始まり、90年代には一定のシェアを確立するに至った。91年から95年にかけて、銀行による長期投信 (MMF などの短期投信以外) の販売シェアは12~14%程度に達していた。91年には債券型長期投信が銀行による長期投信販売額の75%程度であったが、95年には35%程度に低下し、代わって長期投信における株式型投信のシェアが25%から54%まで上昇した。ただ短期投信も含む、ミューチュアル・ファンド残高全体になかで、MMF の比率は高く、95年に54%程度であった。

またアメリカの銀行販売ミューチュアル・ファンドには、販売だけでなく運用も銀行が担う「専用投信 (proprietary fund)」と、販売は銀行が行うが運用は外部の投信会社が担う「通常投信 (nonproprietary fund)」がある。前者は大手銀行による場合が多く、後者は中堅銀行による場合が多い²⁶⁾。91年には銀行販売のミューチュアル・ファンドのなかで専用投信の

図表9 アメリカの長期投資信託販売ルート

(単位 %)

	1992年	1999年	2004予
伝統的販売			
証券会社	38	37	34
FP (手数料)	6	11	13
商業銀行	15	7	7
保険会社	5	8	7
直販その他			
直販	34	23	22
スーパーマーケット	1	7	10
FP (資産運用報酬)	1	8	7

(注) 変額アニュイティ、IRA を含む。

401(K)関連販売を除く。

〔出所〕 モーニング・スター H. P. から作成

比率は31%であったが、95年には48%に上昇した。銀行が運用力を高めたことを意味している。専用投信の構成としては、91年に比べ、95年には債券投信と株式投信の比率が上昇し、MMFの比率は低下した。

90年代を通じて、アメリカの長期投信販売ルートにおける最大の変化は、第三者や仲介業者を経由した販売シェアの増加であり、銀行経由のシェアは低下した。図表9は、90年代を通じた販売シェアの変化を示すが、フィナンシャル・プランナー（販売手数料を得る）のシェアが99年に11%と上昇している一方、商業銀行は7%に低下している。他方、投信会社による直販も34%から23%に低下したが、投信スーパーマーケットやフィナンシャル・プランナー（アドバイス手数料を得る）は急成長している。この他、図表9にはないが、年金基金（雇用者運営型）、ラップ・アカウントなども販売経路として成長している。

2002年ミューチュアル・ファンド・ファクト・ブックによると、投信販売ルートの最大の変化は、第三者や販売業者経由での販売シェア上昇であり、それは年金基金経由での購

入、投信スーパーマーケット、アドバイス手数料を得るフィナンシャル・アドバイザー、ラップ・アカウントなどを含むと言う²⁷⁾。

投信スーパーマーケットの導入は、1992年にディスカウント・ブローカーによってなされた。投信スーパーマーケットによって多数の多様な投信が販売手数料なしで販売されるようになった。また投資家は投信会社と契約なしに購入できるようになった。他方、ディスカウント・ブローカーは、投資家に、購入した投信全体のレコード・キーピング（購入価格の記録等）や時価報告を提供した。スーパーマーケット経由の投信残高は1999年に5,000億米ドルに達した。

ラップ・アカウントは投資家にアドバイスすることで、販売手数料ではなく、預かり資産額に基づく手数料を得ている。ラップ・アカウントは図表9では伝統的な証券会社経由などに含まれているが、1999年には残高940億米ドルと推定されている。

独立フィナンシャル・アドバイザーは預かり資産残高の一定比率を手数料として受け取り、ポートフォリオ選択のアドバイスをしている。この経路での投信販売残高は99年に1,500億米ドルに達した²⁸⁾。

米投信協会 (ICI) が行った調査によると、投信を投信会社からの直販やディスカウント・ブローカー、オンライン・ブローカー経由などで購入した層は、年金基金として投信を購入した層や、フルサービスのブローカー経由で購入した層に比べ、高収入（平均家計所得は19万米ドル超）、高額金融資産（平均金融資産額は40万米ドル超）、高学歴という傾向がでている。さらに投信の売買にあたってフィナンシャル・アドバイザーのアドバイスを信用するという回答は46%と過半数を下回った²⁹⁾。

この層はインターネットの利用率も高い。ミューチュアル・ファンドの購入者のうち、ディスカウント・ブローカーやオンライン・ブローカー経由の購入者は、64%がインターネットで投信会社のウェブサイトを見ている、と回答している³⁰⁾。

4. 日本にとっての教訓

第一に、はっきりしていることとして、イギリスやアメリカでは投信の販売ルートが多様化しているが、日本では伝統的な証券会社のほか、銀行と直販だけであり、いまだ限定されている。イギリスではすでに指摘した四つの主要ルートのほか、アメリカと同様、投信ディスカウント・ブローカー、ファンド・スーパー・マーケットなどからの購入ルートがある。ディスカウント・ブローカーからの購入は、アドバイスを伴わない、執行のみのサービスである。当初の販売手数料は割引となるが、アドバイスはない。この執行のみの投信購入は郵便局で行っている。またファンド・スーパー・マーケットはインターネット上のバーチャル・ショップで、やはりアドバイスはない。こうしたイギリスの動向を踏まえれば、日本でも郵便局をも含めた投信販売ルートの多様化がはかられるべきだろう。

第二に、イギリスではインターミディアリーとしてのIFAが定着し、投信販売において果たしている役割が大きい。しかし日本では類似すると思われるフィナンシャル・プランナーもいまだ職業として確立しているわけではない。不動産業や金融コンサルタント、税理士などが付加的な資格として取得しているにとどまっている。したがって日本でフィナンシャル・プランナーに投信販売を期待しても、現実性は高く

ない。むしろ最近の銀行による株式窓販問題に関わって議論されている、「代理店構想」が注目される。これは詳細がいまだ明らかでないが、個人投資家と証券市場を結びつける新たな接点と言われる³¹⁾。銀行はもとより、信金・信組の株式窓販も解禁されるが、さらに税理士や証券会社OBなどによる代理店制度が構想されている。こうした代理店制度で投資信託を販売することもひとつの選択肢であろう。ただ証券業務のノウハウの取得が前提であろう。

V. まとめに代えて

日本における金融危機の特徴点は、第一に、国債に大量の資金が流入しているが、その資金を支出している公共事業が景気浮揚効果に欠けることである。第二に、日本的金融の中心に位置する銀行、特に都市銀行が大企業金融中心のスタイルから転換していないことである。第三に、本来の資金需要者としての中小企業などに資金が回らず、消費者金融にも歪みがあることである。

こうした金融構造のなかで、投資信託には中小企業や成長企業のファイナンスに寄与することが求められている。しかし現在、投信残高は全体としては伸び悩んでいる。これはエンロン破綻による影響から資金流出が続いてきたためである。半面、投資信託のなかでETFと外国債券投資信託は拡大している。ETFは指数連動型であり、わかりやすさが投資家から評価されており、また外債投資信託も毎月決算などが評価されている。ただETFは銀行や生保などの持ち合い株拠出から成立しているものが中心であり、既発行株式の所有権移転にとどまるものもある。またTOPIXにせよ、日経平均にせ

よ、いずれも大企業の株式が中心である。外国債券投信も要は海外債券投資であり、個人マネーなどが海外流出していることを意味する。したがって現状で伸びている投信には、成長企業のファイナンス機能は期待できない。成長企業を中心に組み入れ、中長期の高利回りを追求する投資信託は投資家のニーズにも合致すると思われる。

投信の販売ルートとしては、従来日本では証券会社为中心であったが、近年公募投信でも銀行のシェアが上昇している。さらに私募投信は銀行のシェアが極めて高い。日本では銀行経由で外債投信やETFが販売されている。

イギリスでも投資信託の残高が株安の影響もあり減少している。こうした状況のなかで、IFAと呼ばれるフィナンシャル・アドバイザー経由の販売シェアが増加している。アメリカでもフィナンシャル・アドバイザーと投信スーパーマーケットのシェアが高まっている。

日本では当面、投信販売経路の多様化が望まれるだろう。それは、投信が企業金融でのファイナンス機能を発揮することにもつながると思われる。

注

- 1) 「金融システムと行政の将来——ビジョン懇報告を読む——」『金融財政事情』2002年9月2日号、同2002年9月9日号。
- 2) 金融の概念規定に関わって、川口弘は金融を貸借関係に限定すべきではなく、資金調達を意味するファイナンスとしての金融という視点を強調した。直接金融も金融であり、株式への出資が貸借関係ではない以上、この指摘は正鵠を得ている。川口弘『金融論』、1966年、筑摩書房、第1章 金融とはどんなことか参照。他方、吉田暁は金融仲介(預金、貸付)に対し、ペイメントサービス(支払い決済)の本源性を強調している。吉田暁『決済システムと銀行・中央銀行』、日本経済評論社、2002年参照。
- 3) 都市銀行による中小企業向け貸付残高は1996年3月における111兆5,316億円から2002年3月には95兆7,493億

円まで14%以上減少し、銀行全体でも同じく265兆3,632億円から196兆2,508億円へ26%減少した。『全国信用金庫統計』、2001年度版、信金中央金庫総合研究所参照。

- 4) 福光寛「公社債投資信託の元本割れをめぐって」、『成城大学経済研究所 研究報告』、No. 31。
- 5) 蠟山昌一編『投資信託と資産運用』、日本経済新聞社、1999年。
- 6) 旧自治省大臣官房地域政策室編『行政投資実績』各年版参照。
- 7) 『日本経済新聞』、2002年8月30日付によると、各省庁の概算要求段階で公共事業の道路は昨年の27.7%(公共事業でのシェア)に対し、2003年度は26.9%である。小泉構造改革の目玉であった道路改革は、現状ではほとんど変化がない。公共事業が日本型政治システムと密接かつ一体化していることは、五十嵐敬喜・小川明雄『公共事業をどうするか』、岩波新書、1997年が指摘している。
- 8) 日銀『金融経済統計月報』、2003年1月号、参照。
- 9) 貨幣供給をめぐっては、内生説と外生説が対立している。古くは通貨学派と銀行学派であり、最近ではいわゆる翁・岩田論争である。外山茂『金融問題21の誤解』、東洋経済新報社、1980年が言うように、「日銀は現金通貨の需要に対してはほとんど受け身である。」(15頁)という立場が内生説である。こうした内生説からすれば、現在の日銀の量的緩和政策の限界は自明である。斎藤美彦『内生的貨幣供給説としての日銀理論』(『広島県立大学論集』、第4巻第1号、2000年8月)が論争の整理をしている。
- 10) 大手銀行(国内銀行から地銀と第二地銀を除く)の預金残高は1999年3月に241兆円であったが、2002年12月には260兆円に約8%増加したが、第二地銀は同じく63兆円から57兆円に9.5%減少し、信用組合では20兆円から14.8兆円(2002年10月)に26%激減している。『信金中金月報』、2003年2月号、121頁。
- 11) 『日本の金融がいつまでもダメな理由』日本経済新聞社編、2002年は不良債権問題が長期化している背景として、債権流通市場が発達しないことを挙げ、さらにその要因として銀行の人事制度を指摘している。
- 12) 金融庁ホームページの『経営健全化計画履行状況報告』(平成14年12月)によると、中小企業向け貸し出しは平成14年3月比で9月にみずほ2行で5兆円減、大手14行で9兆円減となった。
- 13) 宇都宮健児『消費者金融』、岩波新書、2002年、参照。
- 14) 個人預貯金の郵便貯金は1999年3月に251兆円であったが、2002年9月には235兆円で、減少が続いている。いわゆる高利回り期設定分の償還による影響と見られるが、家計金融資産における郵便貯金のシェアは17%程度を維持している。郵政研究所『貯蓄経済統計月報』、平成15年2・3月、29頁。
- 15) 『日本経済新聞』、2003年2月9日付。郵便貯金の資金運用計画では、国債は2002年度の21兆5,500億円から2003年度には24兆6,462億円に増加する。また同じく簡保も9兆2,549億円から9兆4,405億円に増加する。日経金融新聞、2003年2月12日付。その他、地方債残高が71兆円に達する。『日本経済新聞』、2003年3月14日付。な

- お、郵便局での投信販売については、全銀協の三木繁光会長（東京三菱銀行頭取）が2003年5月に批判的コメントを発表した。『日経金融新聞』，2003年5月19日付。
- 16) 翁百合『金融の未来学』，ちくま新書によると，アメリカではメリルリンチがCMAとして，MMFによる決済口座を設けた。同書では銀行の将来像として，ネット銀行，コンビニ銀行が目玉されており，金融業の本質機能である決済機能との関係でMMFの位置づけも重要となる。
 - 17) 田村威「ビッグバンで投資信託は変わったか（Ⅰ）（Ⅱ）」，<http://www.morningstar.co.jp>
 - 18) 投資信託協会ホームページによる。
 - 19) 福光前掲論文による。
 - 20) 田村威，注17)に同じ。
 - 21) 首藤恵「日本の投資信託の構造的問題」，（蠟山編，前掲書，所収），58頁は私募投信について規制が緩いこと，転売が制約されていることから，投資顧問に近いとしている。だとすれば，なぜ投資顧問ではなく，私募投信となるのか，が問題となろう。投資顧問は個別運用，私募投信は少数とはいえ集合運用である。
 - 22) 『投資信託事情』，2000年2月号，19頁。なお，私募投信の2002年度末の運用機関別純資産残高ランキングでは，第1位がニッセイアセットで8,999億円，第2位が

- 農林中金全連アセットで6,828億円，第3位が興銀第一ライフで6,155億円となっている。確定拠出年金や変額年金むけが増えているものの，金融機関全般からニーズが高まっているとみられる。以上，『日経金融新聞』，2003年5月15日付。
- 23) 投資信託協会ホームページによる。
 - 24) Investment Management Association (IMA) H. P. による。
 - 25) 野村アセット投信研究所『ファンドマネジメント』，2000年夏号，14頁。
 - 26) "Mutual Fund Statistics for the Bank Distribution Channel", Investment Company Institute Research in Brief, November 1996.
 - 27) *2002 Mutual Fund Fact Book*, ICI, p 33.
 - 28) "The 1990s: A Decade of Expansion and Change in the U.S. Mutual Fund Industry", Investment Company Institute, *Perspective*, Vol. 6 No. 3 July 2000.
 - 29) ICI, *2001 Profile of Mutual Fund Shareholders*, p 13.
 - 30) "Mutual Fund Shareholders' Use of the Internet", Investment Company Institute Research in Brief, July 2000.
 - 31) 『日本経済新聞』，2002年12月17日付。
(駒沢大学経済学部教授・当研究所客員研究員)