

# 投資信託の制度・実態の国際比較（第二部）要約

杉田浩治

※ 本稿は日本証券経済研究所ホームページの「出版物・研究成果等 トピックス」欄に二〇一七年九月に掲載したレポートの要約である。紙幅の制約から原文の三分の一程度に圧縮している。詳しくはホームページの原文をご高覧いただければ幸いである。

欄、およびその要約を証券レビュー一七年六月号に掲載した「投資信託の制度・実態の国際比較（第一部）」の続きである。

本レポートの全体像は次の通りであり、第一部ではⅠ～Ⅲを取り上げた。今回（第二部）は、「Ⅳ販売仕法」と「Ⅴ資産運用」について記述する。

## はじめに

本稿は一七年五月に日本証券経済研究所ウェブサイトの「出版物・研究成果等 トピックス」

- I 投信運用業界への参入規制と業界の現況
- II 商品
- III 運営のガバナンス
- IV 販売仕法

V 資産運用

VI 収益分配

VII 情報開示

VIII 税制

総まとめ

なお、記述にあたって法令名は以下の通り略称を用いる。

・日本「投資信託及び投資法人に関する法律」↓  
投信法

・日本「投資信託及び投資法人に関する法律施行令」↓  
投信法施行令

・日本「投資信託及び投資法人に関する法律施行規則」↓  
投信法施行規則

・日本「投資信託協会・投資信託等の運用に関する規則」↓  
投信協運用規則

・日本「金融商品取引法」↓  
金商法

・日本「金融商品取引業等に関する内閣府令」↓  
金商法内閣府令

・米国「一九四〇年投資会社法」↓  
投資会社法

・米国「一九四〇年投資会社法規則」↓  
投資会社法規則

法規則

・米国「一九四〇年投資顧問法」↓  
投資顧問法

・米国「一九四〇年投資顧問法規則」↓  
投資顧問法規則

・米国「内国歳入法」↓  
内国歳入法

・欧州「第五次UCITSに関する指令（UCITS V）」↓  
UCITS指令

## IV 販売仕法

一、販売仕法に関する規制

(1) 販売・買戻し（解約）の価格

日本の投信法には特に規定はなく、また欧州U

CITS指令は「各国の法、ファンド規則または会社定款で規定する」とし、<sup>(1)</sup> 特段の規制等を設けていない。

一方、米国は投資会社法二二条(d)項において「目論見書に記載された公募価格で販売しなければならぬ」とし、さらに投資会社法規則22c-1において、「買付・売付注文受領後、最初に算出される純資産価格に基づかなければならぬ」と規定している（投資会社法規則22c-1は償還・買戻し価格についても同様に規定している）。

## (2) 販売手数料

日本の投信法、欧州UCITS指令とも特に規定を設けていない。

そして日本では、販売手数料が自由化されている（各ファンドの約款が定める上限率の範囲内で販売会社が任意に決められる）ことは周知の通り

である。

一方、米国は販売手数料を固定化し、販売会社が任意に決めることはできない。投資会社法二二条(d)項で「目論見書に記載された公募価格で販売しなければならぬ」と規定しているからである。ここで「公募価格」とは純資産価格に販売手数料を上乗せした価格であり、その販売手数料は目論見書にクラス別および申込金額別に明記されている。

したがって、同一シェアクラスの同一金額の申込みには同一の手数料を適用しなければならない。たとえば、投資家が販売手数料前取りのクラスAシェアを一万ドル購入する場合には、誰が、どの販売会社で、いつ買おうと一律の手数料が適用されることになる。日本のように販売会社によって異なる手数料を適用することはもちろん、各販売会社が顧客（たとえば常得意先かどうか）

ど）により、販売方法（対面かネットかなど）により、また時期により（キャンペーン期間中はゼロにするなど）自由に決めるといったことはできない。言い換えれば二二条(d)項は、米国独占禁止法の例外を規定していることになる。

（参考）米国はなぜ販売手数料を固定化している（自由化していない）か

（略）

### (3) 販売経費のファンド負担

日本の投信法、欧州UCITS指令とも特に規定を設けていない。禁止していないと考えることができる。

米国は、株主議決権の過半数・取締役会の過半数・独立取締役の過半数の承認を条件に、ファンド資産から販売促進費用を支払うことを認めてい

る（八〇年に導入された措置であり、投資会社法一二条(b)項一号に規定されたことから、120-1フィーと呼ばれる）。

### (4) 換金制限

日本の投信法は特に規定を設けていない（ただし、投信法の約款記載事項の規定を受けて、各ファンドの約款に「金融商品取引所の取引停止等の場合に一部解約実行請求の受付を中止できる」などの規定がある）。欧州UCITS指令は「UCITS保有者から請求があった時には買戻すこと」を原則としたうえで、各国規制当局が買戻しの一時的停止措置を設けることを容認している<sup>(3)</sup>。

米国は、「投資家の買戻し請求権を停止させてはならない。代金は七日以内に支払わなければならない」と規定したうえで、非常事態発生などの場合<sup>(4)</sup>などの例外を定めている。

ただし、SECは、最近十数年間に特定の目的を達成する見地から、投資家の換金を制限できる措置を幾つか取り入れている。

(5) その他の規制

(略)

〔IV、一、販売・換金制限に関する規制のまとめ〕

米国は一九二九年の大恐慌時に発生したクロウズドエンド型ファンドについての問題（レバレッジを効かせた運用を行っていたほか、ファンドが証券取引所において需要・供給を反映した価格で取引されていたことによる取引価格の暴落）を踏まえて、一九四〇年投資会社法を制定した。そのため、オープンエンド型ファンドの販売価格・販売手数料・換金性の確保などについて、投資会社法で厳格に規定している。

欧州UCITS指令は、オープンエンド型の特徴である換金性の確保を規定しているだけで、販売価格・販売手数料等については制限せず、各国規制当局あるいはファンド規約に委ねている。

一方、日本は、販売価格、販売手数料、換金制限をふくめて、投信法に特段の規定がない。したがって、たとえば換金を制限したクロウズド期間付きのファンドも設定可能であるなど、商品設計の自由度が高くなっている。

二、販売仕法等の現状および関連事項

(1) 米国における投信販売方法と販売手数料の变化

(略)

(2) 英・米における新しいシェアクラスの出現

最近の欧米における規制変更（販売報酬率の高

い商品を手売ろうとする利益行為を排除する措置）を受けて、英国では既に多くのファンドが運用会社報酬を引き下げた（運用会社報酬に含まれていた販売会社報酬部分をカットした）。「クリーンシェア」に切り替わっている。また、米国でも一七年に入って、株式投信・債券投信などの商品の種類に関係なく販売手数料を二・五％程度・12b-1フィーを〇・二五％程度に統一した「Tシェア」や、12b-1フィーなど一切の販売者報酬をファンド経費から除いた「クリーンシェア」を発行する動きが出ている。

### 投信のコスト論についての私見

最近、投信の投資家コストに関する議論が各方面で盛んである。筆者は次のように考える。

一、これまで世界的に投信のコスト論はもつ

ばらファンドの販売手数料や経費（「ファンドコスト」）を対象としてきた。しかし、FA（フィナンシャルアドバイザー）のアドバイスフィー、あるいはファンドラップ・フィーなど、投資家が別途（ファンドの外で）フィーを負担するケースが増加している状況を踏まえると、今後はこれらファンド外で投資家が負担するコストを加えた「投資家総コスト」のベースで議論していくべきであろう。

二、コストを日米比較することが多いが、国際比較の観点からは、投信残高が日本の二〇倍もある米国とだけ比較するのではなく、欧州等も比較対象に入れるべきである。

三、投信の投資家コストには、買付額に対する募集手数料と残高に対する信託報酬があ

り、販売業者が前者の募集手数料を確保するため投資家を短期売買に誘導しているという批判がある。投資家の利益と販売業者の利益を一致させるためには、時価評価の高い対するフィーの部分を増やす（投資家の収益が増えれば業者の収入も増えるというウイン・ウインの関係にする）ことが望ましいであろう。

四、なお、投信への投資について、一般にコストだけが強調され過ぎるのではないか。投資家にとって重要であるのは「コスト控除後リターン」であり、また後述する投信の基本的機能をふくめた付加価値の質であろう。

(3) 米国の投信売買ルール違反事件

(略)

〔Ⅳ、二、販売仕法等の現状および関連事項まとめ〕

米国では、証券会社やF Aのビジネスモデルが、売買コミッションから対残高フィーへ転換するにともない、投信販売・サービス報酬をファンドの外枠で（投資家から直接）受け取る方式への移行（言い換えれば、サービスマスターのアンバンドリング化）が進んでいる。一方、欧州では、規制当局主導でコストの透明化、利益相反の排除が進んでいるように見える。

V 資産運用

一、資産運用に関する規制

(1) 投資可能範囲

〔日本〕投信法は、投資信託および投資法人のいずれも、「主として有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとし

て政令で定めるもの（「特定資産」）に投資することを目的とする<sup>(5)</sup>と定義している。

そして、特定資産の範囲について、政令は一七年八月現在「①有価証券、②デリバティブ取引に係る権利、③不動産、④不動産の賃借権、⑤地上権、⑥約束手形、⑦金銭債権、⑧匿名組合出資持分、⑨商品、⑩商品投資等取引に係る権利、⑪再生可能エネルギー発電設備、⑫公共施設等運営権」の一二種類の資産を規定している。<sup>(6)</sup>

〔米国〕投資会社法は、投資会社とは「主として証券への投資、再投資、または証券取引に業務として従事し、または従事しようとする者、もしくはそのような者として自らを表示する者」と定義している。<sup>(7)</sup>そして、「証券」について幅広く定義している。<sup>(8)</sup>

〔欧州〕UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) 指令は、

その名の通り、譲渡可能証券への集合投資事業を律するものであり、その譲渡可能証券を「株式、債券、他の有価証券」と定義している。<sup>(9)</sup>また、短期金融証券 (money market instruments) を、「通常マネーマーケットで取引され、流動性があり、常時正確に計測できる価値を有するもの」と定義している。<sup>(10)</sup>そして、UCITS 指令は五〇条一項において、具体的投資対象を詳細に列記している

(2) 有価証券への最低投資比率

〔日本〕証券投資信託は、財産の五〇%超を有価証券に投資することを目的としなければならない。<sup>(11)</sup>

〔米国〕投資会社法および税法の規定を総合すると、米国の一般的なファンド（分散型投資会社）は総資産の七五%以上を証券・現金とするという

資産構成要件（投資会社法）と、ファンド所得の九〇%以上が配当・利子・証券の売却益等から成るといふ所得構成要件（税法）<sup>12)</sup>の二つを満たす必要がある。

**ファンド名称と資産運用の整合性要件**

なお、投資会社法三五条(d)項は「登録投資会社は、名称の一部として、SECが欺瞞的または誤解を生じさせるものであると認める文言を使用してはならない」と規定している。そして、SECは投資会社法規則35d-1において、「ファンドが特定の資産（特定の投資物件、産業、国、地域など）に投資することを示すファンド名を用いる場合には、ファンド資産の八〇%以上を当該特定資産に投資する方針を採用すること」を求めている。

**[欧州]** UCITS指令は有価証券の最低保有比率に関して特に定めていない。

(3) ファンドへの投資制限

(略)

(4) 信用リスク規制

① 分散投資要件

**[日本]** 金商法四二条の二、金商法内閣府令を受けて投信協運用規則一七条の二は、「ファンド純資産総額に占める同一者へのエクスポージャー（筆者注…同一発行者の有価証券の保有額等）の比率は、株式、債券、デリバティブのそれぞれについて一〇%、合計で二〇%を超えてはならない」と規定している。<sup>13)</sup>ただし、政府債、地方債、政府保証債、国際機関債、満期までの期間が一二〇日以内の金融商品等については、エクスポージャーをゼロとする（すなわち、ファンド資産の一〇〇%まで投資可能）などの特例と、インデックスファンド等について例外がある。<sup>15)</sup>

〔米国〕投資会社法は、「分散型投資会社」について、総資産の少なくとも七五%の部分について、政府債および他の投資会社証券以外の証券（株式・社債など）については一発行者につき、当該投資会社の総資産額の五%を超えないことという、内国歳入法より厳しい要件を課している。<sup>16)</sup>

〔欧州〕UCIT指令は、五二条一項で、同一発行者の譲渡可能証券または短期金融証券への投資をファンド資産の五%以下、同一金融機関への預金をファンド資産の二〇%以下に制限している。<sup>17)</sup>

また、五二条二項は、五二条一項の個別制限に加え、同一発行者の発行する譲渡可能証券および短期金融証券、預金、OTCデリバティブのカウンターパーティー・リスクの合計をファンド資産の二〇%以下とすることを規定している。<sup>18)</sup>ただし、以上の制限については多くの例外があり、公共債等は同一発行者合計でファンド資産の一〇〇%ま

で投資可能である。

②貸付等の制限

日・米・欧ともファンドが保有する有価証券の貸付は可能である。

(5) レバレッジ規制

①借入れ制限

(略)

②信用取引・空売り規制

(略)

③デリバティブの利用制限

〔日本〕投資運用業のデリバティブ利用制限を規定した金商法内閣府令一三〇条一項八号を受けて、投信協運用規則は、デリバティブ取引等に係る投資制限として「金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動その他の理由により発生し得る危険に対応する額として

あらかじめ委託会社が定めた合理的な方法（投資信託等の運用に関する規則に関する細則六条の二において、簡便法、標準的方式、VaR方式の三つの方法を規定）により算出した額が当該投資信託財産の純資産総額を超えない」よう要求している。

〔米国〕 米国投信のデリバティブ規制は、従来、ファンドの資本構成（負債）規制の一環として取り扱われてきた。その基本的考え方は、デリバティブ取引の決済義務を、投資会社法一八条が禁止する「上位証券の発行」とみ<sup>21)</sup>すが、決済義務をカバーするため、現金・米国政府債など流動性の高い資産をファンドの保管銀行に分別預託するなどを行えば、その部分について「上位証券の発行」とはみなさないと<sup>22)</sup>いうものである。

そして、SECはデリバティブ規制の一元化と強化をはかるため、一五年一二月に新デリバティ

ブ規制を提案した<sup>23)</sup>。そのポイントは、デリバティブ取引による過度な投機を防止するために、ETFを含めデリバティブ取引のエクスポージャーをファンド純資産の一五〇%以下に制限する（ただし、デリバティブ取引がリスクヘッジに用いられていると判断される場合にはファンド純資産の三〇%以下とする）ことにある。このSEC提案の帰着については、提案時から二年近く経過した本稿執筆時点でも結論が出ていない。

〔欧州〕 UCITS指令は、デリバティブのグローバルエクスポージャーがポートフォリオの純資産価値を超えないことと規定し、エクスポージャーの計算方法を定めている<sup>24)</sup>。

#### (6) 流動性規制

世界的に投信の規模が大きくなったことから、近年「証券市場にショックが発生した場合に投信

に解約が殺到して、投信の組入れ証券が大量に売られてショックを増幅させるのではないか」といった懸念がFSB、IMFといった国際機関から表明された。それを受けて、後述するように米国ではSECが一六年に流動性規制を導入した。

〔日本〕MMF、RMFについては流動性規制があるが、一般ファンドについては特に規制はない。

〔米国〕MMFについては以前から流動性規制があった。SECは一五年九月にMMF以外のオープンエンド型ファンド全般について、「解約請求に応じられなくなるリスクやファンド資産の稀薄化を防ぐため」新たな流動性規制を提案、各方面からの意見を集約したうえで、一六年一〇月に最終的に規則を制定した。<sup>23)</sup>

最終規則においては、MMF以外の各ファンドに対し、①資産を流動性に応じ四つに区分して管

理すること、②高流動性資産（現金および三営業日以内に市場価格に大きな変動を与えずに換金できる資産）の最低保有比率を設定すること、③非流動性資産（市場価格に大きな変動を与えずに七日以内に換金できないと見込まれる資産）の比率を一五％以内に収めること、を含む流動性管理プログラム<sup>24)</sup>の策定を求めている。

〔欧州〕MMFについては、UCITS指令を補完するMMF規制（一七年六月三〇日官報掲載、一八年一月施行）<sup>25)</sup>の中に流動性規制が設けられた。一般ファンドについては、UCITS指令五〇条二項において、「五〇条一項に定める対象以外の譲渡可能証券および短期金融証券への投資を資産の一〇％以内に制限していること」を流動性規制とする解説がある。<sup>26)</sup>

(7) 企業支配の排除

〔日本〕 投信法および内閣府令は株式について、一投資信託委託会社が運用する全ての委託者指図型投資信託において保有する同一企業の株式が、当該企業の発行済株式総数の五〇％を超えてはならないと規定している。<sup>26)</sup>

〔米国〕 投資会社法は、分散型ファンドについて、総資産の七五％部分につき一発行者の社外議決権証券の一〇％以下に保有を制限している。<sup>27)</sup> また、内国歳入法は、ファンド総資産の五〇％以上の部分につき一発行者の社外議決権証券の保有を一〇％以下に制限している。

ただし、日本のような運用会社ベース（運用ファンド全部を合計した数値）の制限はない。

〔欧州〕 UCITS指令は、「投資会社または契約型ファンドの管理会社は、発行体の経営に重要な影響を与える議決権を持つ株式を保有できない」

と規定したうえで「更なる調整がなされるまで加盟国は他の加盟国が現行法下で規定する規則に注意を払うものとする」と規定し、<sup>28)</sup> 具体的な制限方法は各国に委ねている。ちなみに、ドイツ投資法は一運用会社が管理する全てのファンド（特定資産）合計で、同一発行者の株式保有を総議決権の一〇％までに制限している。

(8) 利益相反行為規制、その他投資家保護のための規制

(略)

(9) 運用の外部委託  
運用の外部委託は日・米・欧とも可能である。

(10) パフォーマンススフィア（投資実績による変動運用報酬）採用の可否

〔日本〕金商法、投信法等に特に規定はない。採用可能であり、フィーの決め方にも制限はないと考えられる。

〔米国〕投資顧問法は、「譲渡益または値上がり益の一部として運用報酬が支払われる」投資顧問契約を禁止している。<sup>28)</sup>しかし、投資会社法に規定するファンドとの契約については、一定の条件を満たす場合にパフォーマンススフィアの採用を認めている。

その条件とは、①投資成果がファンドの一定期間における平均値に基づき計算され、②ファンドの投資成果が適当な株価指数等の配当込収益率（以下「指数等」と同一である場合を基準とし、③ファンドの投資成果と指数等との比較により加算・減算を同一方法で（上下対称で）行うことで

ある（言い換えればヘッジファンドのように、「市場指数等との相对比较でなく絶対収益率に基づく」方式、「加算だけあって減算はない」方式、あるいは「加算・減算方法が対称でない」方式は認められない。

〔欧州〕UCITS指令は、管理会社がファンドに請求できる報酬等については、参加国またはファンド規則が定めると規定している。<sup>29)</sup>したがって、パフォーマンススフィアは、各国当局が禁止しない限り採用可能であるといえよう。

〔V〕一、資産運用に関する規制のまとめ

概していえば米国の規制は厳しい（分散投資要件、流動性要件、ファンド名称と資産運用の整合性要件、パフォーマンススフィアの要件など）。一方、米国では会社型ファンドである（ファンドに独立した法人格がある）ことから、ファンド単位

での管理がベースになっており、日本の会社支配規制に見られるような運用会社ベースの制限はない。

一方、欧州UCITS指令は、リスク規制を細かく定めている（これがUCITSの世界的信頼につながっているとされる）が、その他については各国当局に委ねている部分が多い。

また日本は、投信運営に関する自主規制機関がない米国と異なり、自主規制機関である投資信託協会の運用規則によって規制している部分が多い。

## 二、投信資産運用の現状と関連事項 (1) 主要国の投信資産構成

(略)

## (2) 投資のグローバル化の状況

(略)

## (3) ポートフォリオの売買回転率

(略)

## (4) ファンドの運用方式（ファンドマネージャー制、委員会制など）

ファンドを運用する方式としては、ファンドマネージャー制、マルチマネージャー制（ファンド資産を数個に分割し、各々を異なるマネージャーが裁量権を持つて運用する方式であり、米国キャピタルリサーチ社が古くから採用していること（有名）、チーム制、委員会制等がある。

日本は、各社のホームページを見ると、「主たる投資方針は投資委員会決定し、それにもとづき各ファンドの担当者が運用を行う」組織運用を

図表1 ファンドマネージャー制と委員会制の長所と短所

	ファンドマネージャー制	委員会制
長所	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 個人の能力を存分に発揮させることができる</li> <li>2. 機動的運用が可能</li> <li>3. 責任の所在が明確である</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ファンド毎のパフォーマンスのばらつきが少ない</li> <li>2. 極端に過激な運用が避けられる</li> <li>3. 意思決定の内容・プロセスをフォローしやすい</li> </ol>
短所	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ファンドマネージャーの離職・病気・事故などの場合のリスクが大きい</li> <li>2. ファンド毎にパフォーマンスのばらつきが出る</li> <li>3. 一個人に任すので意思決定の内容・プロセスが分かりにくい</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 中庸・最大公約数的結論となり、責任もあいまいになる</li> <li>2. 個人の能力を最大限に発揮させることが困難</li> <li>3. 運用方針の修正等について機動性に欠ける</li> </ol>

〔出所〕 諸資料等から筆者作成

採用している会社が（特に国内系会社について）多いように思われる。

一方、米国では一般的にファンドマネージャー個人の裁量権が強い。そのため、評価機関がファンドの定性評価をおこなう際には、ファンドマネージャーの担当年数の長さ、交代頻度、ファンドマネージャーが自己の運用するファンドを保有しているか、などが重要な評価基準になっている。

以上の運用方式の違いを反映して、目論見書などにおけるなど投資家への情報開示要件が日・米で異なる。組織運用をおこなう日本は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令が、交付目論見書の記載要件として「ファンドの運用体制（組織、当該運用体制に関する社内規則、内部管理およびファンドに関する意思決定を監督する組織、人員および手続ならびにこれらの者の相互連

絡等…」を掲げているのに対し、米国ではファンドマネージャー個人に関する情報が重視されている（詳細については、第三部「情報開示」において触れる）。

### ファンドの運用方式に関する私見

組織運用制とファンドマネージャー制のどちらが良いかについては、図表1に示すように一長一短がある。筆者は、「個人の能力を存分に発揮させることができる」などファンドマネージャー制の良さを生かしながら、その欠点（ファンドマネージャーが離脱した際のリスクが大きいこと）をカバーする方法としてマルチマネージャー制は優れているのではないかと考えている。

なお、日本のメディア等の中に「日本は米国のようにファンドマネージャー情報が開示

されていないことが問題だ」との批判があることについては、日米の運用方式の相違を考慮していない議論ではないか（仮にファンドマネージャー情報が最重要であるなら、先ず内閣府令を変更すべきではないか）と考える。

### (5) パッシブ運用とアクティブ運用

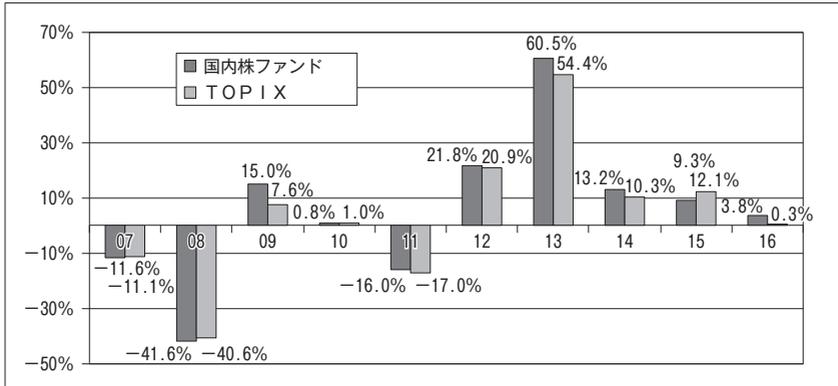
#### ① 歴史的推移

(略)

#### ② 投資パフォーマンス

近年、世界的に「アクティブ運用のパフォーマンスはインデックスに劣っている」という論調が多いこと、また米国を中心に投資家のコスト意識が高まっていることを反映して、投資資金がアクティブ運用ファンドからパッシブ運用に向かっていることは周知の通りである。

図表2 日本の国内株ファンド収益率とTOPIX収益率の比較



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

こうした中で、モルガンスタンレー・インベスト・マネジメント社は一七年六月に「パッシブ運用について語られないこと」と題するレポートを出した。その中で、筆者の Ruchir Sharma 氏は、

① 過去一五年間、（米国を除く）グローバル市場対象ファンドについてはアクティブ運用ファンドが指数に勝っている、② 特に新興国株ファンドや投資対象を限定しているファンド（たとえばインド株ファンド）はアクティブが強い、③ 米国株ファンドについても、上昇相場ではアクティブは負けているが、下落相場ではアクティブが勝っていることなどを強調している。

ちなみに、日本の国内株ファンドの最近一〇年間の実績（日本のモーニングスター社のインデックスから筆者計算）を TOPIX と比較すると図表2の通りである。

一〇年間の平均は TOPIX が三・八%、国内

株ファンドが五・五%となっている。

(6) パフォーマンスファイ

(略)

(7) (パフォーマンスだけでなく) 資産運用業の

幅広い役割を見直そう

英国投資協会 (Investment Association) の委託により、英国のコンサルティング会社 Oxera Consulting 社は「資産運用サービスの英国経済への貢献」と題する興味深いレポートを作成した<sup>33)</sup> (二〇一六年七月公表)。

同レポートは、「資産運用サービスの機能について、一般に投資パフォーマンスにばかり目が向けられているが、資産運用会社は、集団投資スキーム自体のメリットに加え多くの付加価値を社会に提供している」として、次の諸点を挙げてい

る。

① 資産運用会社が提供するもの

(イ) 集団投資スキームの基本的機能

集団投資スキームは投資家が資本市場へアクセスすることを可能にし、資産運用会社は、証券の売買取引執行、組入れ証券の配当・利子の受領と投資家への分配、ファンドの設定・解約処理、投資家への種々の情報提供、税務処理、資産の保管・監視など一連の資産運用業務を遂行している。

(注) Oxera 社のレポートは指摘していないが、

筆者は、分配金自動再投資や毎月積立のシstemも投信の重要な付随サービスと考えている。

(ロ) 多様な投資戦略

資産運用会社は、パッシブ投資 (スマートベータを含む) のほか、株式投資について様々なアク

タイプ投資戦略（バリュエー、グロース、モーメンタム、バリュエーション付加グロース、クオンツなど）を投資家に提供している。また最近ではESG投資にも焦点を当てている。

(ハ) 多様な資産クラスへのアクセス

資産運用会社は、多様な資産（国内株以外に、先進国株式、新興国株式、政府債、社債、不動産、インフラ、商品、インフラ、未公開株・ベンチャーキャピタルなど）へのアクセス手段を投資家に提供している。これら資産の中には、個人では投資が困難でコスト高になるものも多い。

こうした多様な資産を活用して、資産運用会社は種々の投資目的に沿った個別資産特化型ファンドや多資産配分型ファンドを提供している。また、特定資産のベンチマークを上回る相対リターンを目的とするファンドのほか、インフレ率や預金レートなどに連動するリターンを目指すファン

ドもある。

(ニ) リスク分散

リスク分散は資産運用の要である。資産運用会社が運用する商品は、集中度の高い株式ファンドの場合ですら二〇―四〇銘柄程度に分散している。

個人で直接投資する場合には、米国での調査によれば三銘柄以下しか保有していない投資家が多い。英国FTSE一〇〇銘柄を対象にしたボラティリティ分析によると、二銘柄の組み合わせのボラティリティはFTSE一〇〇に比べ三四%も高く、一方、一五銘柄分散ポートフォリオのボラティリティはFTSE一〇〇をわずかに5%上回るだけであった。また、異なる資産クラスに分散した場合の実績分析によれば、単一資産クラスに比べボラティリティが一―二三%減少しており、さらに株式・債券以外のオルタナティブ資産を用

いれば一層大きな分散効果を得られる。

以上のように資産運用サービスは、個人では難しい投資対象の拡大と分散投資により、リスク・リターンへのトレードオフの改善に寄与している。

(ホ) リスク管理戦略

資産運用会社は、空売りやデリバティブの活用、年金基金等への負債マッチング投資戦略の提供など様々なリスク管理方策も提供している。

(ヘ) 非流動性資産への流動性の付与

資産運用会社は、オープンエンドファンド（ETFを含む）やクローズドエンドファンドの運営を通じ、不動産・社債・小型企業株式など流動性の小さい資産に流動性を付与している。

②規模のメリットの重要性

資産運用サービスを通じ、投資家は次のような規模のメリットを享受できる。

(イ) 分散ポートフォリオの構築

(ロ) 証券の売買コストの低減

(ハ) ポートフォリオ管理コストの低減

個人投資家は、資産運用サービスを通じないで、英国の大型株ポートフォリオを持つには一度に五万ポンド（七〇〇万円）以上の資金を必要とする。しかも、その資金では他資産への投資が出来ないうえ、別途、時間とスキルの問題もある。

③行動バイアスへの対応

個人投資家は、分散が不十分なポートフォリオを持ちがちであり、また、「自信過剰」、「損失回避志向（利食いは早く損切りは遅くなる傾向）」により、税引き前リターンの低下や、値下がり証券の売却↓ロスの申告による節税機会の喪失を招く、「（自国市場への投資に偏る）ホームバイアス」といった行動ファイナンスが指摘する問題点をかかえている。また、分散ポートフォリオの維持に必要なリバランスを怠りがちである。

資産運用サービスの利用により、個人投資家はこのような個人が陥りがちな行動バイアスの悪影響を回避することができる。

〔V、二、資産運用の現状と関連事項まとめ〕

日・米・欧とも資産運用のグローバル化が進んでいる。ファンドの運用方式については、日本と米国とで異なると考えられ、マルチマネージャリー制をふくめ最善の運用方式を追求する努力が必要であるとともに、特に日本については運用人材の育成が喫緊の課題であろう。

アクティブ・パッシブの議論は続こうが、いずれにしても投資家目線に立ってリスク資産にふさわしいリターンを追求することを基本におくべきではないだろうか。一方で、経済成長の鈍化にもなつて証券リターンは以前より低下しており、アクティブ運用をふくめITの活用によるコスト

削減、AIを活用した資産運用の一層の高度化が求められている。

そして英国 Oxera 社が主張するように、業界は投資パフォーマンスだけでなく、資産運用業の幅広い機能を見直して、そのメリットを投資家に訴えていく努力も必要であろう。

〔注〕

- (1) UCITS 指令八五条
- (2) 投信法四条二項九号
- (3) UCITS 指令八四条
- (4) 投資会社法二二条(e)項
- (5) 投信法二条一項一号、二号、一二号
- (6) 投信法施行令第三条
- (7) 投資会社法三条(a)項(A)
- (8) 投資会社法二条(a)項三六号。なお、この部分については日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集 アメリカ(II)(二〇〇八年発行)』における邦訳を使用させて頂いた。
- (9) UCITS 指令二条一項(n)号
- (10) UCITS 指令二条一項(o)号

- (11) 投信法二条四項、投信法施行令六条
- (12) 内国歳入法八五一條
- (13) 投信協運用規則一七条の二第二項
- (14) 投信協運用規則一七条の二第二項
- (15) 投信協運用規則一七条の三
- (16) 投資会社法五条b項一號
- (17) UCITS指令五二条一項
- (18) UCITS指令五二条二項
- (19) 投資会社法一八条
- (20) 一八条(g)項の上位証券の定義の中にある“evidence of indebtedness”の範疇に入るものとする。
- (21) SEC “Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies” December 11, 2015
- (22) UCITS指令五一條三項
- (23) SEC “Investment Company Liquidity Risk Management Programs” October 13, 2016
- (24) REGULATION (EU) 2017/1131 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2017 on money market funds. なお、本規制はUCITSの指令と異なり、加盟国に直接適用される。
- (25) EY (Ernst & Young) “European mutual funds, An Introduction to UCITS for US asset managers”
- (26) 投信法九条、投信法施行規則二〇条
- (27) 投資会社法五条b項一號
- (28) UCITS指令五六条一項
- (29) 投資顧問法二〇五条(a)項(1)号
- (30) 投資顧問法二〇五条(b)項(2)号、(c)項、投資顧問法規則205-1、205-2
- (31) UCITS指令九〇条
- (32) 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第四号様式(記載上の注意)(17)運用体制。
- (33) Oxera Consulting LLP “The contribution of asset management to the UK economy”. July 2016
- (すきた こうじ・当研究所特任リサーチ・フェロー)