

杉田浩治著『投資信託の世界』

段 磊

1. はじめに

日本では投資信託は人気のない商品である。これに対して、アメリカでは投資信託は人気のある商品である。この日米の違いは何から来るのか。著者はこのような問題意識を持ち、「そもそも投資信託とは何か」から始めて、制度・商品・販売・運用・税制などさまざまな角度から世界と日本の投資信託の現況を分析し、今後の方向を展望しようと試みた。また、本書は、投資信託の販売担当者、投資家、メディア関係者、学生、研究者など幅広い方々を対象に、グローバルな観点から投資信託を再認識していただくために編んだものであり、特に投資信託になじみのない者が投資信託制度を理解することに適しているものと考えられる。また、投資信託の実務に携わる者にとっても、投資信託業界の最新の動向を確認し、最近の投資信託の実態を知るうえで有用と考えられる。

全体は、第1章から第10章によって構成されている。以下、本書の構成と各章の概要を示し、最後に本書の特長と若干の感想を付すこととする。

2. 本書の構成

以上のような問題意識に立ち、著者は、投資信託の仕組み、投資信託の発展の流れ、投資信託の投資家保護、投資信託の商品・販売・資産運用等に関する諸文献、及び外国投資信託の諸文献を幅広く渉猟しつつ考察を行う。スケールの大きな本書の全体像を示すために、最初に目次の

概要を示すことにしたい。

まえがき

第1章 「投資信託とは何か」

- 1 投資信託の仕組み
- 2 投資信託の社会的役割
- 3 運営方法
- 4 メリットとデメリット
- 5 銀行預金との違い
- 6 直接証券投資との違い
- 7 ヘッジファンドとの違い

第2章 リスクとリターン

- 1 リスクとは何か
- 2 金融商品のリスクとリターン
- 3 金融商品のリスクの種類
- 4 金融商品のリターンを分解する
- 5 金融商品のリターンの実績——預金と株式の比較
- 6 投資対象により異なる投資信託のリスクとリターン
- 7 リターンを高める複利の力

第3章 投資信託の歴史

- 1 19世紀にイギリスで誕生
- 2 投資信託はなぜ生まれたか
- 3 世界の投資信託はどのように発展してきたか
- 4 日本の投資信託の歴史

第4章 投資家保護はどのように行われるか

- 1 投資信託の投資家保護の枠組み
- 2 制度の運営に関する法制
- 3 販売に関する法制と関連事項
- 4 投資信託の買付・換金ルール
- 5 資産運用に関する法制

第5章 商品

- 1 日本の投資信託の種類
- 2 投資対象別にみた商品分類
- 3 世界の投資信託の分類
- 4 ファンド数などの国際比較
- 5 外国と日本の商品バラエティの比較
- 6 世界の注目商品

第6章 販売

- 1 販売対象マーケット
- 2 平均保有期間
- 3 ファンドリターンと投資家リターンの関係
- 4 販売経路

第7章 資産運用

- 1 運用のプロセスと運用会社の組織
- 2 ファンドの運用方式
- 3 アクティブ運用の手法
- 4 アクティブ運用とパッシブ運用の歴史的変遷
- 5 アクティブとパッシブの是非をめぐる議論
- 6 投資のグローバル化の状況
- 7 スチュワードシップ・コード
- 8 パフォーマンス評価機関
- 9 世界の投資信託運用業界の現況

第8章 分配と税制

- 1 日本の分配の制度
- 2 分配制度の国際比較
- 3 分配の実態の国際比較
- 4 投資信託税制の国際比較
- 5 貯蓄・投資優遇税制の国際比較

第9章 デイスクロージャー(情報開示)

- 1 投資信託の情報開示の流れ

- 2 目論見書の種類と記載内容
 - 3 運用報告書の種類・作成時期と記載内容
 - 4 投資信託会社による適時開示
 - 5 組入株式の議決権行使
 - 6 販売会社のトータルリターン通知制度
 - 7 情報開示制度の海外との比較
- 第10章 これからの投資信託
- 1 世界と日本の投信の現況
 - 2 世界と日本に共通の課題
 - 3 日本独自の課題
 - 4 退職に備える「資産形成」と投資信託
 - 5 退職後の「資産を取り崩しながらの運用」と投資信託
- あとがき

3. 各章の概要

本書の概要はその構成に従い紹介することにした。

第1章「投資信託とは何か」では、投資信託の仕組み、社会的役割、日本の投資信託の運営方法、投資家からみたメリットとデメリット、銀行預金や直接証券投資及びヘッジファンドとの違いが述べられる。

第2章「リスクとリターン」では、投資信託のリスク（収益の不安定性）とリターン（収益の大きさ）の説明に入る前に、まずリスクとは何か、金融商品のリスクとリターンの関係、リスクの種類と程度、リターンの過去実績などをおさらいし、それに基づいて投資信託のリスクとリターンが論じられる。

第3章「投資信託の歴史」では、投資信託は、いつ・どこで・なぜ生まれたか、世界の投資信託はどのように発展してきたか、アメリカにおける商品開発・投資家保護制度の整備、ヨーロッパ域内の制度共通化による相互参入促進の成功、そして日本の投資信託の歴史について詳細に紹介する。

文 献 紹 介

第4章「投資家保護はどのように行われるか」では、投資信託の投資家保護の仕組み、制度の運営に関する法制、販売についての法制と関連事項、資産運用についての法制が取り上げられる。また、日本の現状についての解説のほか、欧米との比較を加えてグローバルな視点からの考察もある。

第5章「商品」では、「日本の投資信託の種類」と「投資対象別にみた商品分類」を解説したうえで、「世界の投資信託の分類」と「世界の商品の現状」を俯瞰し、また注目商品としてETF、ターゲット・デート・ファンド、ESG投資ファンドも言及される。

第6章「販売」では、投資信託は誰がどのような目的で買っているか（販売対象マーケット）、投資家は買った投資信託を何年間保有しているか、ファンドリターンと投資家リターンの関係（投資家リターンが低い）、そして、誰がどのような方法で投資信託を販売しているか（販売チャンネル）について説明される。

第7章「資産運用」では、投資信託資産の運用はどのように行われるか、ファンドマネージャー制と委員会制の違い、アクティブ運用（市場平均リターンを上回る成果を目指す運用）の手法、パッシブ運用（市場平均指数に連動する成果を目指す運用）とアクティブ運用の歴史の変遷、パッシブ運用とアクティブ運用の是非をめぐる議論、投資のグローバル化の状況、スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則）、パフォーマンス（運用実績）評価機関、及び投資信託運用業界の現況が取り上げられる。

第8章「分配と税制」では、まず、投資信託の分配について、日本の分配制度を解説したうえで、分配制度と実態の国際比較を行う。次に、投資信託の税制について、税制の国際比較、貯蓄・投資優遇政策の国際比較を行う。

第9章「ディスクロージャー」では、投資信託の投資家保護にあたり、重要な役割を果たす情報開示が議論される。まずは、情報開示の流れ（全体像）を概観した後、投資家が買付け時に受け取る投資信託説明書（目論見書）、投資家が保有期間中に受け取る運用報告書について解説する。

次に、運用会社がウェブサイトに掲載する適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）、組入株式についての議決権行使の方針、行使結果の報告及び販売会社によるトータルリターン通知制度について紹介する。最後に投資信託の情報開示制度の国際比較を行う。

第10章「これからの投資信託」では、第4～9章で行われた世界と日本の投資信託の制度・実態の比較をふまえて、今後の投資信託の方向を論じる。まずは、世界と日本の投資信託の現況を俯瞰した後、世界と日本の投資信託の課題を掲げる。そして本書の締めくくりとして、投資信託が最も適性を発揮する「退職に備える資産形成」と投資信託、及び重要性を増している「退職後の資産を取り崩しながらの運用」と投資信託について検討する。

4. 本書の特長と若干の感想

著者は半世紀以上にわたり投資信託分野に関わっている専門家であり、実際の経験に基づいた記述が多く、説得力を持ったものとなっている。特に、本書は、日本の投資信託の歴史・現況を解説することにとどまらず、投資信託の国際比較を通じて、①世界と日本に共通の課題と、②日本独自の課題を発見したうえで、具体的な改善策を提案した点で評価される。

ただし、1点気にかかった点は、投資信託の日米の違いは何から来るのかという問題の答えである。著者は、日本の投資信託には販売面を中心に確かに問題があったが、その根因は日本の異常な投資環境及び証券市況にあると言及した。具体的には、日米間でこのような差がついたのは1990年代からである。1980年代半ばの投資信託の世帯保有率は日本・アメリカとも十数パーセントでほぼ同じであった。しかし1990年初の株価を100とすると2017年末にアメリカ株は758に値上がりし、日本株は63に値下がりした。この状況のなかでアメリカの投資家は成功体験を積み重ね、日本の投資家は失敗体験を繰り返した。この点について、著者は、制度・商品・販売・運用・税制などさまざまな角度から日本の投資信託

文献紹介

の歴史及び現況を分析し、そして世界と日本の投資信託の制度・実態を比較したうえで、次のような見解を示した。すなわち、日本の株価は失われた20年を経て、ようやく企業業績、企業の株式価値を反映して動くようになった。そして何よりも、上場会社の企業価値を高めるための施策（企業のコーポレートガバナンス・コード、機関投資家のスチュワードシップ・コード）も充実・奏功しつつある。この動きは過去にはなかったものであり、「今度は違う」と期待している。

しかし、投資信託の仕組みや運営は良くても、上場会社の企業価値が上がらないと、そのパフォーマンスには超えられない限界が存在する。この点から考えると、上場会社の企業価値を高めるための上記の施策はかなり重要な意義を持つといえる。ただし、特に、企業がグローバルな事業を展開している現在、上場会社の企業価値を向上させる政策を考案するにあたっては、日本国内だけでなく、国際比較の視点からの示唆も重要であろう。例えば、現在の上場会社の時価総額と10年前、30年前の時価総額を比較してみると、1989年の上場会社の時価総額ランキング・トップ20には、日本の企業が20社中14社（1位はNTT）、残り6社はアメリカの企業であった（出所：「週刊ダイヤモンド」2018年8月25日号）。やはりバブル期は日本の経済が相当強かったことがわかる。ところが、それから20年経った2010年には、アメリカの企業が12社（1位はエクソンモービル）、中国が4社、スイス1社、イギリス2社、ブラジル1社になり（出所：日経新聞〔2010年7月14日3面〕）、さらに10年経った現在（2019年9月）は、アメリカの企業が15社（1位はマイクロソフト）、中国が3社、スイス1社、韓国1社（出所：世界時価総額ランキング2019）とランキングは大きく変化している。現在のアメリカ市場はバブル期並みの日本と同程度の割合で上位を占めている。日本国内では圧倒的な時価総額を誇るトヨタでも世界ランキングの42位である。

また、業界別でいうと、1989年のランキングでは銀行や証券などの金融がメインであったが、2010年になると、石油などの資源系がメインで、金融や通信系の企業が続いている。現在は、トップ10の中にIT企業が米中の7社も入っている。特にアメリカにおいては新興のIT企業が次々

と上場して、上位にはこの30年間に誕生した企業が多い。新たな銘柄としてソフトバンクが日本企業の中では上位に食い込んでいるものの、銀行やNTTなど30年前と同じ顔触れが多くみられるということも世界の潮流から取り残されている感じがする。

もちろん時価総額の大きさでは比較にならない。現在トップのマイクロソフトは1兆ドルを超えているが、30年前のNTTは1,638億ドルと1/6程度である。トヨタは541.7億ドルから1,904.67億ドルと4倍近くになったが、順位は11位から42位と後退している。日本企業の時価総額も大きくなっているものの世界から見るとまだ出遅れている。その主な原因の1つは日本で新興の企業が伸びていないことにあると考えられる。この点も、日米間で投資信託の大きな差がついた要因ではないかと思われる。

この問題を克服する最も喫緊の課題としては、如何に日本国内で新興の企業を育成していくかということであろう。また、投資信託ならではの強みとしては、国境を超えたファンドの組成・販売・資産運用等を推進することにより、投資信託のパフォーマンスをさらに改善していくことが可能である。日本の資産運用会社の場合、グローバル投資の体制整備が遅れていると指摘されており、外国証券の運用については外部委託しているケースが多い。アジアについては、欧米勢に比べ地の利があることや、今後のアジアの成長性を考慮すると、何らかの対応があってもよいのではないか。なお、投資家のために望ましい究極の理想像は、「世界中の人々が、世界中のファンドを、世界中の業者から自由に購入できるようになること」であろう。その方向に進むためには、ヨーロッパ域内だけ、アジア域内だけといったブロックを越えて、まさに地球ベースでファンド輸出入や業者参入の自由化が進むことが望ましい。

以上のような紹介者の感想があるからといって、それは些細なものであり、本書の価値を損なうものではない。本書全体は今後の投資信託の方向性を考える上で大いに示唆に富むものとなっている。本書を通じて読者は、投資信託の普及により、個人の資産形成手段としての役割を果たすほか、高齢化で世界の先頭を走る日本においてこそ、投資信託が多

文 献 紹 介

くの人に活用されるという期待を膨らませると同時に、それに伴う種々の課題についても考えさせられることになる。なお、何といたってもこれから投資信託を始めようとする方に対して、投資信託の歴史・現況・方向を理解するための必読の書としてお薦めをしたい。

(中国華東師範大学准教授)

[杉田浩治著『投資信託の世界』金融財政事情研究会, 2019年, 四六判, 368頁, 定価 2,200円 (税込)]

