

野畑証券研修教材

# アセットマネジメント-2 (投資信託・投資顧問業の位置付け)

2024.9.19実施

野畑経済研修所 畠山久志

# 本日のポイント：前回の続き

## 第Ⅰ部 AMとは

1. AM業

2. AMの歴史

## 第Ⅱ部 AMのツール

1. 信託の種類

2. 投資信託と

投資顧問の関係

3. 信託の歴史

## 第Ⅲ部 投資対象/市場

・その1

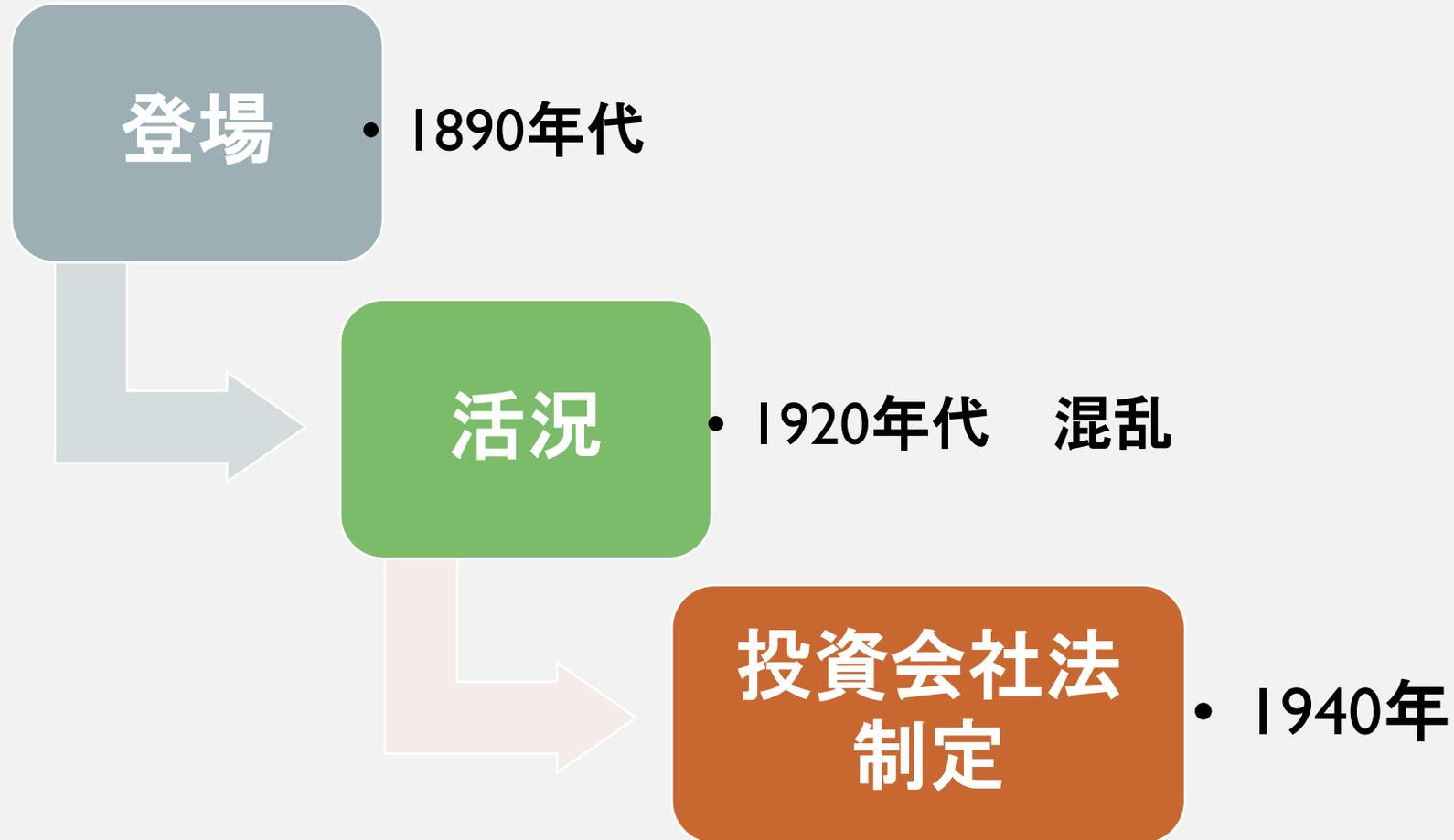
1. 投資対象としての金融

商品

2. 預金、債券、株式

3. 効率的市場仮説

# アメリカの投資信託の歴史



# 1940年投資会社法

(INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940)

- |     |             |     |                         |
|-----|-------------|-----|-------------------------|
| 4条  | 投資会社の定義     | 18条 | 資本構成                    |
| 8条  | 登録投資会社の登録   | 20条 | 発行株式の相互保有・<br>循環保有の禁止   |
| 10条 | 取締役と利害関係者   | 22条 | 買取請求権付証券の分<br>売, 償還・買戻し |
| 12条 | 投資会社の機能・活動  | 30条 | 投資会社・関係人の報<br>告書        |
| 13条 | 投資政策の変更     | 31条 | 会計・記帳                   |
| 14条 | 投資会社の規模     |     |                         |
| 15条 | 投資顧問契約      |     |                         |
| 17条 | 特定関係人等の取引禁止 |     |                         |

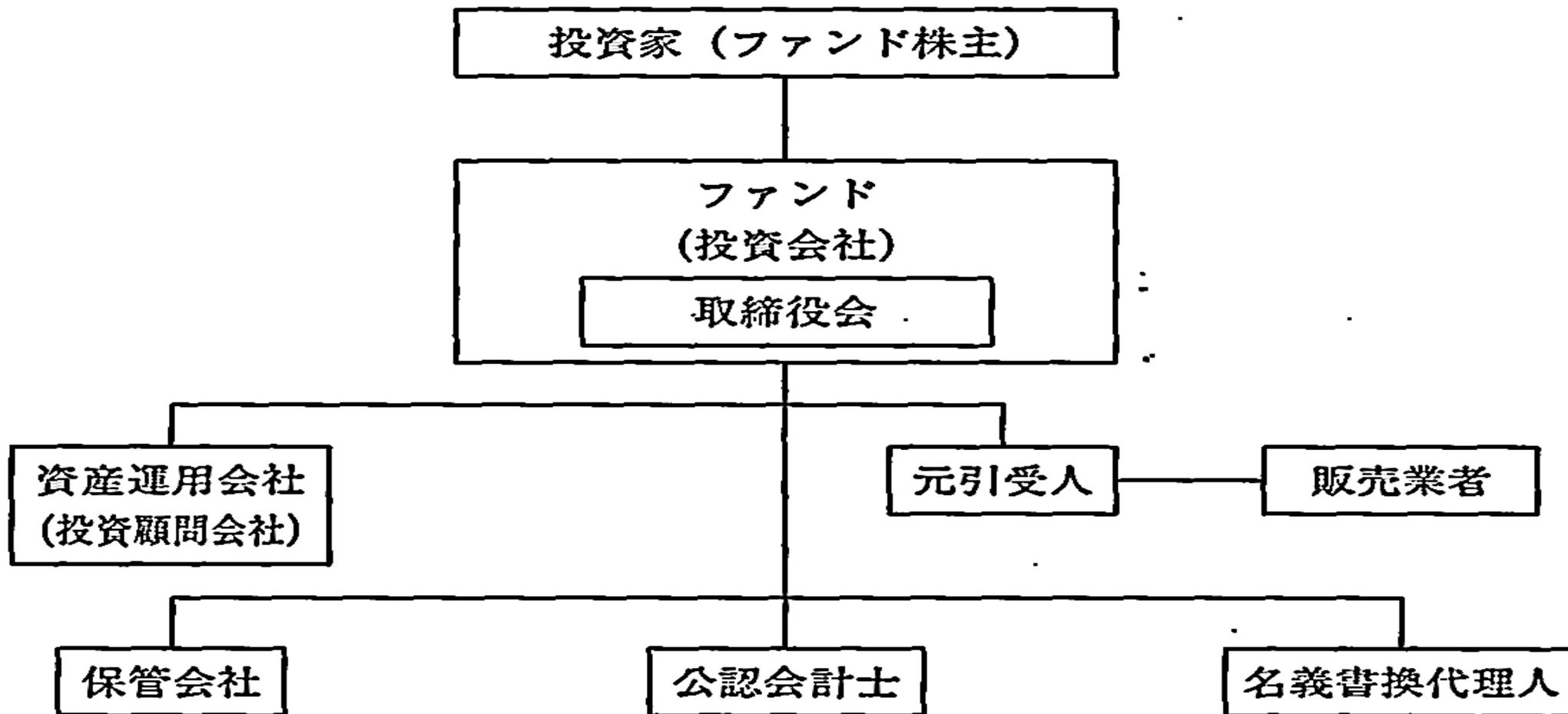
# 第4条 投資会社の定義

投資会社(Investment Company)

- (1) 額面証券会社(Face-amount Certificate Company)
- (2) ユニット投資信託(Unit Investment Trust)
- (3) 管理型投資会社(Management Company)
  - A オープン・エンド会社(Open-end Company)
  - B クローズド・エンド会社(Closed-end Company)

# MFの構造 「図説アメリカの証券市場」より

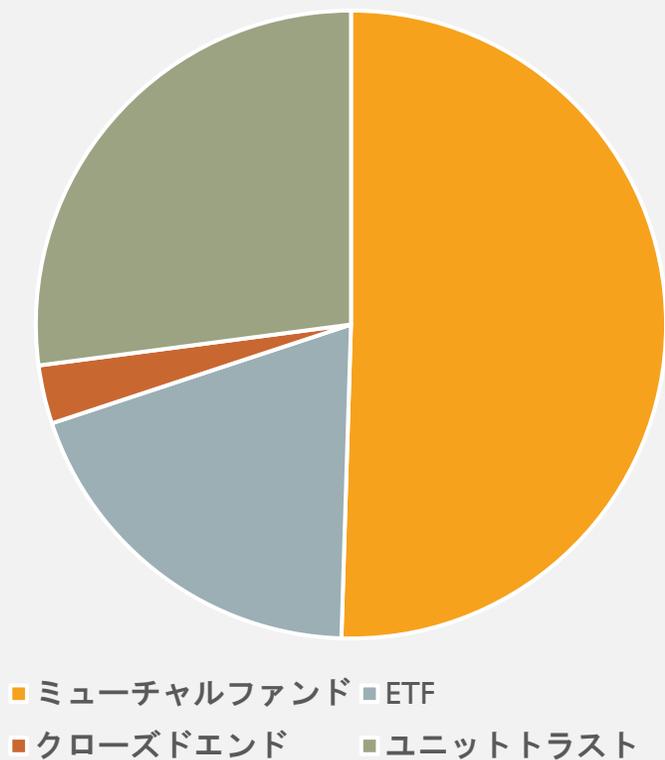
## ミューチュアル・ファンドの運営体制



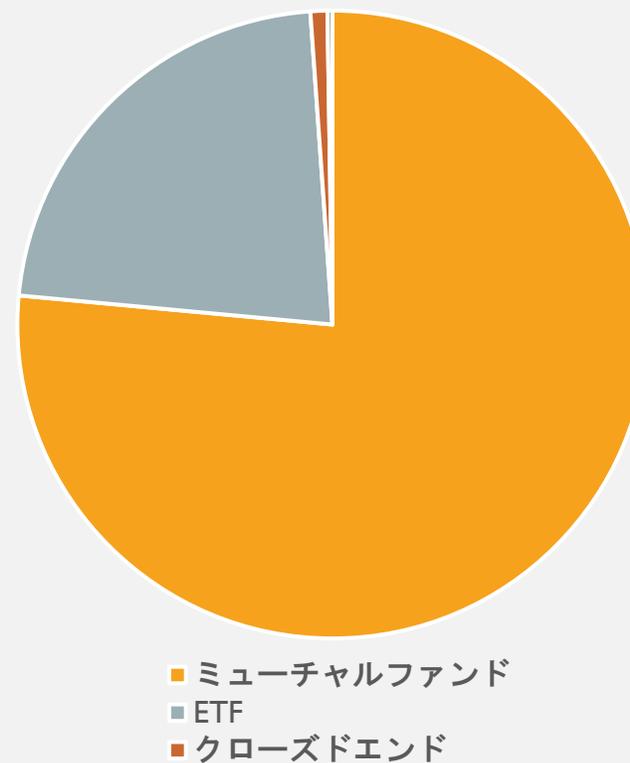
# 登録投資会社の状況 (割合)

	会社数	資産額
MF	50.5	76.5
ETF	9.4	22.1
CLOSE	3	0.8
UNITE	26.7	0.2

会社数 (14,644社)



資産額 (29兆ドル)



# アメリカにおける投資顧問機関の登場と規制

登場

- 1910年代弁護士、  
会計士等

濫用

- 1920年代 市井  
の関係者

投資顧問  
業法制定

- 1940年

# 1940年投資顧問業法

(INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940)

202条	定義	209条	本法の執行
203条	投資顧問業者の登録	210条	情報開示
203条 A	州および連邦の義務	210条 A	照会
204条	投資顧問業者による報告	211条	規則, レギュレーションおよび命令
204条 A	非公開情報の悪用防止	212条	聴聞
205条	投資顧問契約	213条	命令に対する裁判所審査
206条	登録投資顧問業者の禁止取引	214条	法令違反および訴訟の管轄
206条 A	適用除外	215条	契約の効力
207条	重要事項の虚偽記載	216条	SEC年次報告書
208条	一般的禁止事項	217条	罰則

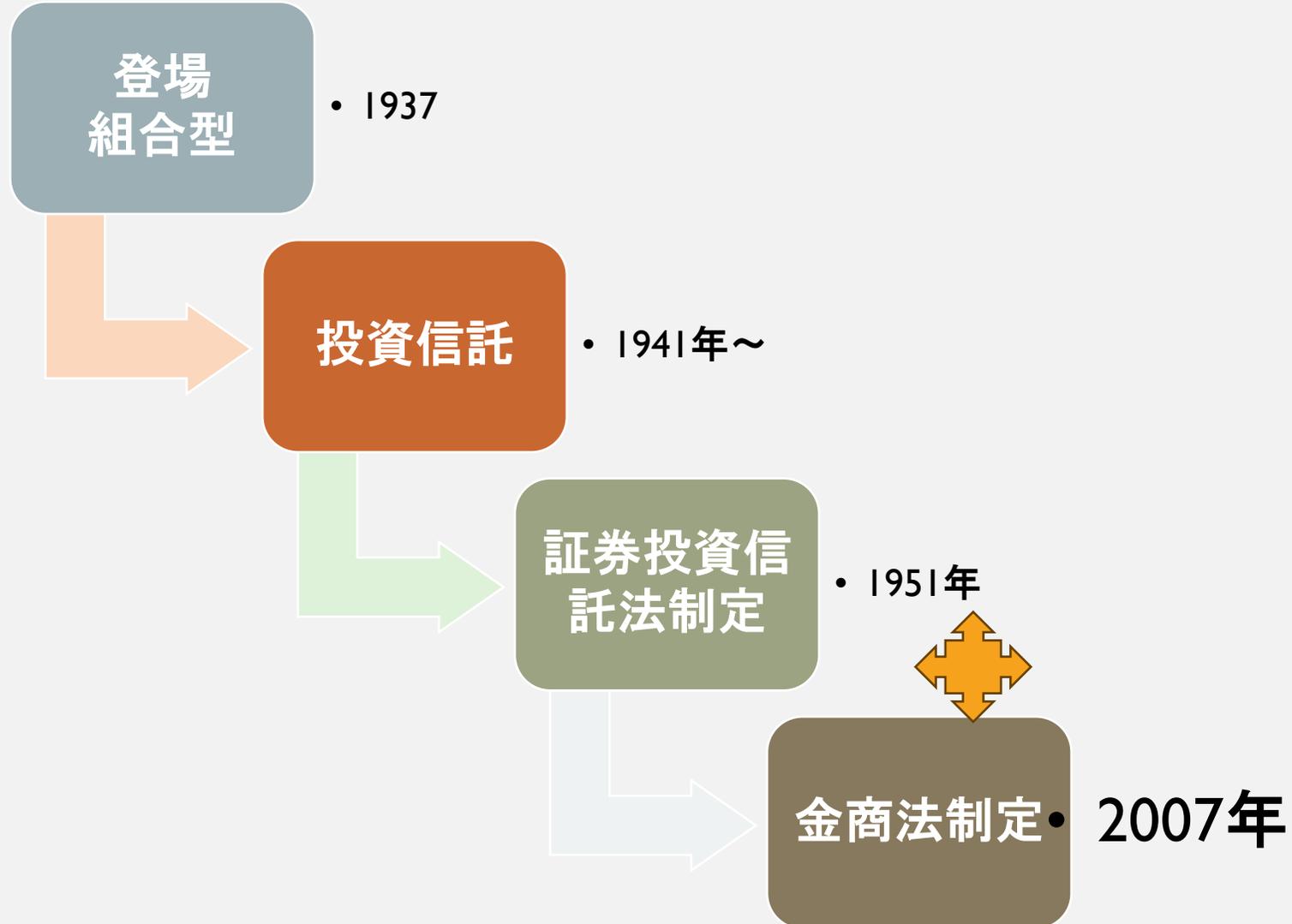
# 2023年アメリカ投資顧問業の概況

(INVESTMENT ADVISER INDUSTRY SNAPSHOT 2023)

## Investment Adviser Industry Trends

	2018	2019	2020	2021	2022
SEC-registered advisers	12,993	13,494	13,880	14,806	15,114
Provide asset management for individuals	63.6%	63.7%	62.4%	63.1%	62.8%
Clients	43.6 million	51.9 million	60.8 million	64.7 million	61.9 million
Assets under management	\$83.7 trillion	\$97.2 trillion	\$110.0 trillion	\$128.4 trillion	\$114.1 trillion
Employees	835,124	871,971	879,755	928,505	971,487
100 or fewer employees	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%	91.7%

# 日本の投資信託の歴史



# 投資信託の純資産総額の推移

## TOTAL NET ASSETS OF INVESTMENT TRUSTS (投信協会)

兆円 Trillion Yen

■ 証券投信（公募）

Publicly Offered Securities Investment Trusts

■ 証券投信（私募）

Privately Placed Securities Investment Trusts

■ その他（※）

Other

400.0

※ 証券投信以外の契約型投信、証券投資法人、不動産投資法人、インフラ投資法人  
Investment Trusts Other Than Securities Investment Trusts, Securities Investment Companies, Real Estate  
Investment Companies, Infrastructure Funds

350.0

※ 不動産投資法人及びインフラ投資法人は前月（ひと月遅れ）のデータ  
Data on Reit is based on previous month Data on infrastructure funds is based on previous month

300.0

250.0

200.0

150.0

100.0

50.0

0.0

2014

2015

2016

2017

2018

2019

2020

2021

2022

2023

2024.2

147.4

7.0

46.9

93.5

167.9

8.2

62.0

97.8

180.2

9.5

74.1

96.6

207.1

10.4

85.6

111.2

206.1

11.4

89.6

105.2

234.3

12.2

98.9

123.2

257.8

13.2

105.2

139.4

289.1

13.9

110.7

164.5

279.1

14.5

107.3

157.2

325.8

15.5

113.4

196.9

350.6

15.7

116.4

218.5

# 【日本】資産運用会社ランキング

引用「QUICK資産運用研究所」の調査（2022年10月末時点）

順位	運用会社名	純資産額 (億円)
1	三菱UFJアセットマネジメント	107,017
2	野村アセットマネジメント	105,965
3	アセットマネジメマネジメントOne	84,072
4	大和アセットマネジメント	80,873
5	三井住友DSアセットマネジメント	61,000
6	三井住友トラスト・アセットマネジメント	58,119
7	日興アセットマネジメント	53,041
8	フィデリティ投信	35,800
9	アライアンス・バーンスタイン	33,261
10	ニッセイアセットマネジメント	26,816

# 日本の投資顧問業

登場

• 1970年代

投資顧問  
業法制定

• 1986年

金商法制定

• 2007年

# 投資顧問業協会の概況 (同協会報告書)

## 協会会員数について

○2008年度金商施行による業務分野の拡大・多様化、2010年度には金融ADR制度創設を受けた非会員業者の大量加入により投資助言・代理会員が大幅に増加(2011年度ピーク)

○その後、減少傾向2015年度以降は投資運用会員を中心に再び増加傾向

○2023年3月末現在

会 員 数	832 社
内 投資運用業	345 社
投資助言・代理業	487 社

## 会員の資産状況について

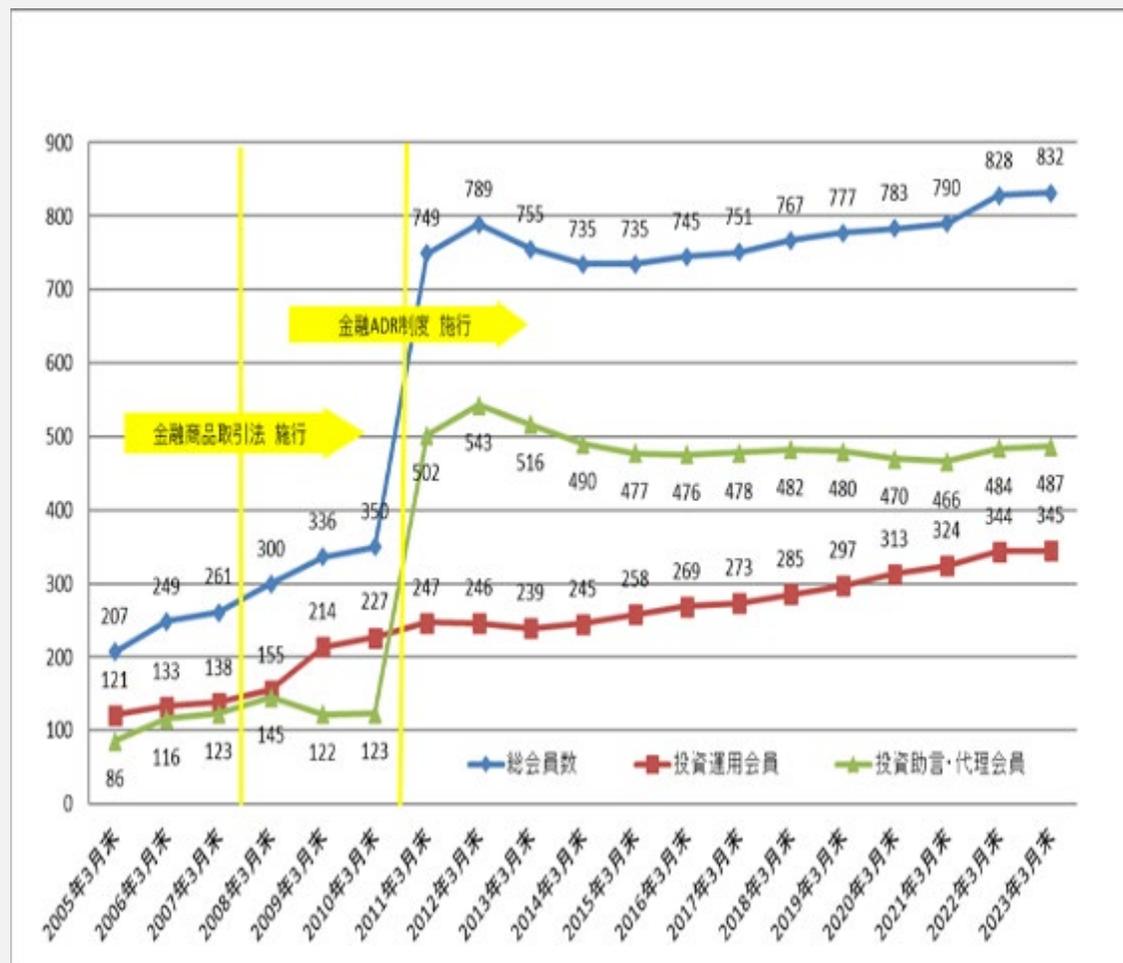
○投資運用業会員 2022年12月末の契約資産

**519兆7,422億円**

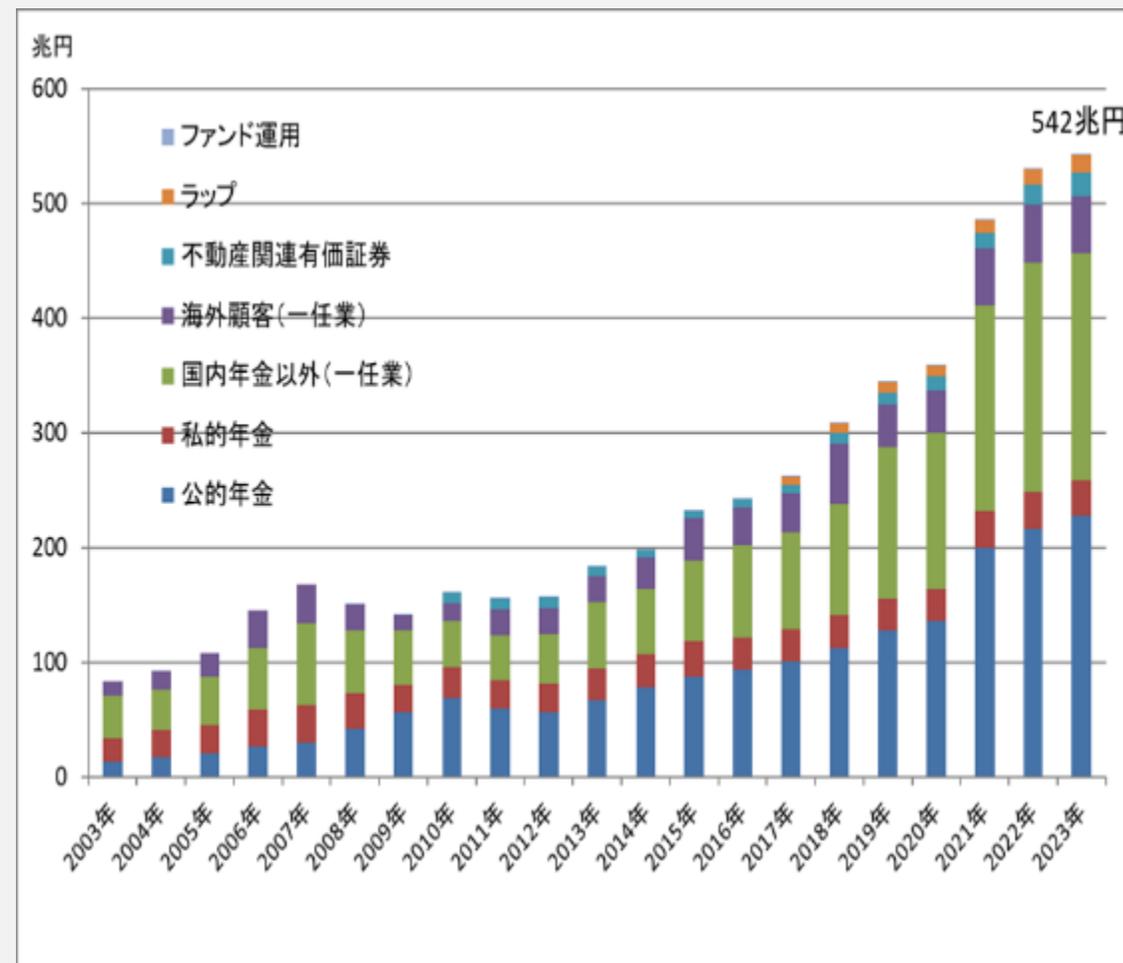
○うち

投資一任業	485兆6,274億円
不動産関連特定投資運用業	19兆3,065億円
ラップ業務	14兆3,678億円
ファンド運用業	4,405億円

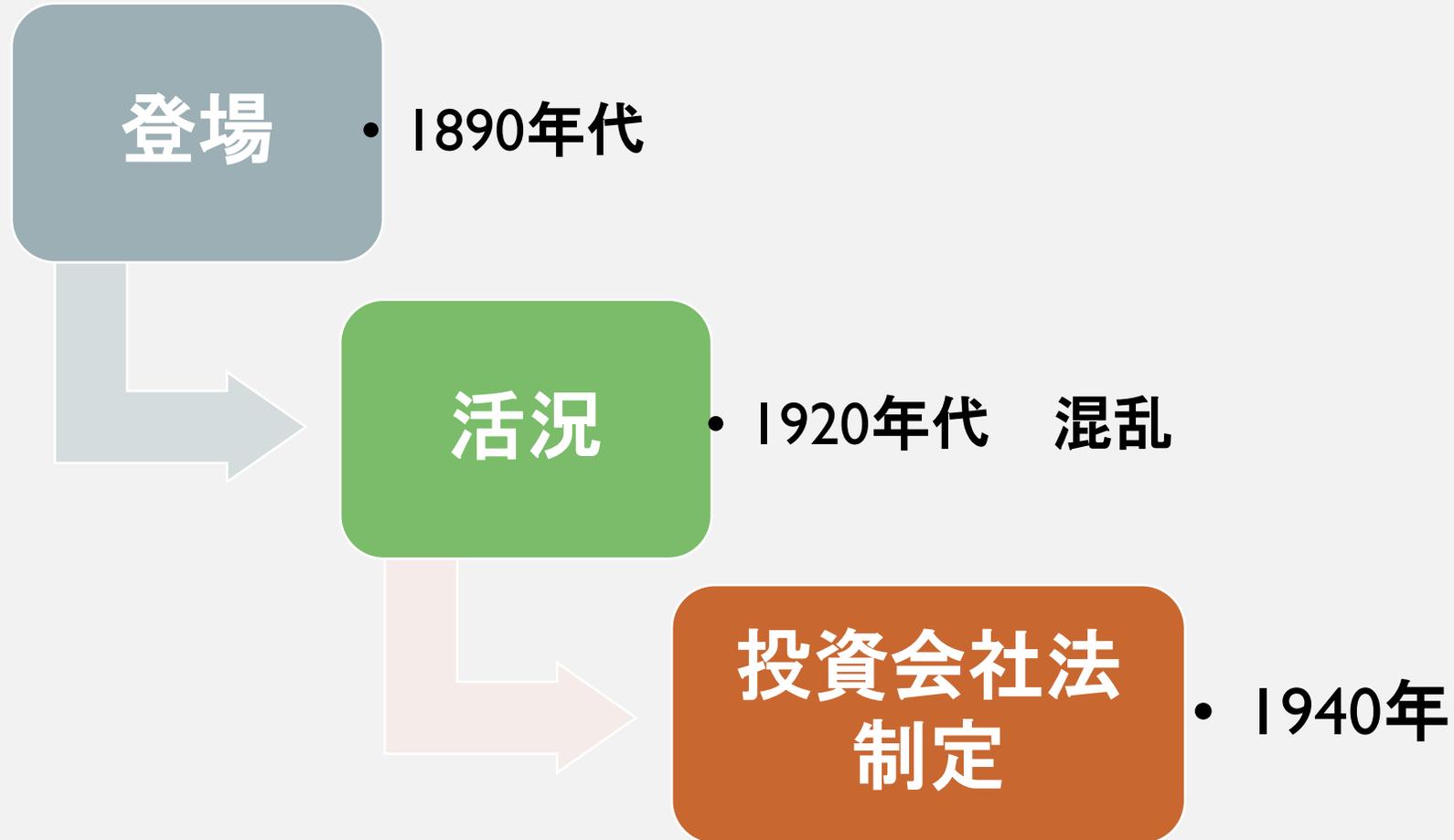
# 会員数の推移



# 資産の推移



# アメリカの投資信託の歴史



# 1940年投資会社法

(INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940)

- |     |             |     |                         |
|-----|-------------|-----|-------------------------|
| 4条  | 投資会社の定義     | 18条 | 資本構成                    |
| 8条  | 登録投資会社の登録   | 20条 | 発行株式の相互保有・<br>循環保有の禁止   |
| 10条 | 取締役と利害関係者   | 22条 | 買取請求権付証券の分<br>売, 償還・買戻し |
| 12条 | 投資会社の機能・活動  | 30条 | 投資会社・関係人の報<br>告書        |
| 13条 | 投資政策の変更     | 31条 | 会計・記帳                   |
| 14条 | 投資会社の規模     |     |                         |
| 15条 | 投資顧問契約      |     |                         |
| 17条 | 特定関係人等の取引禁止 |     |                         |

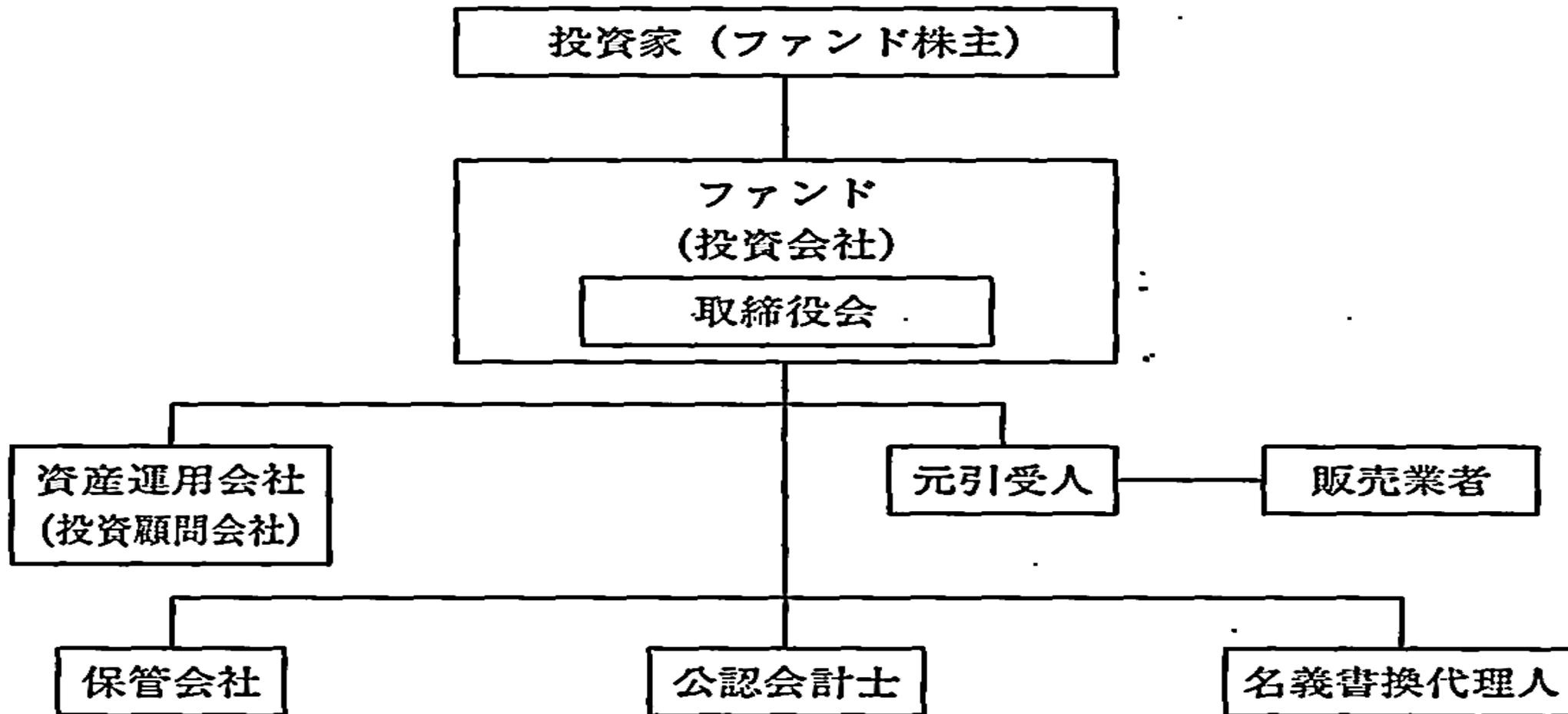
# 第4条 投資会社の定義

投資会社(Investment Company)

- (1) 額面証券会社(Face-amount Certificate Company)
- (2) ユニット投資信託(Unit Investment Trust)
- (3) 管理型投資会社(Management Company)
  - A オープン・エンド会社(Open-end Company)
  - B クローズド・エンド会社(Closed-end Company)

# MFの構造 「図説アメリカの証券市場」より

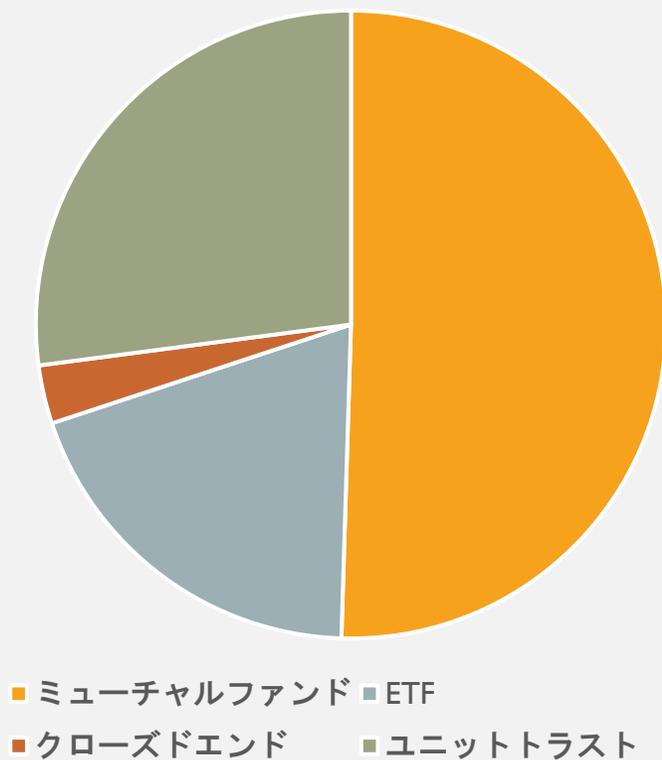
## ミューチュアル・ファンドの運営体制



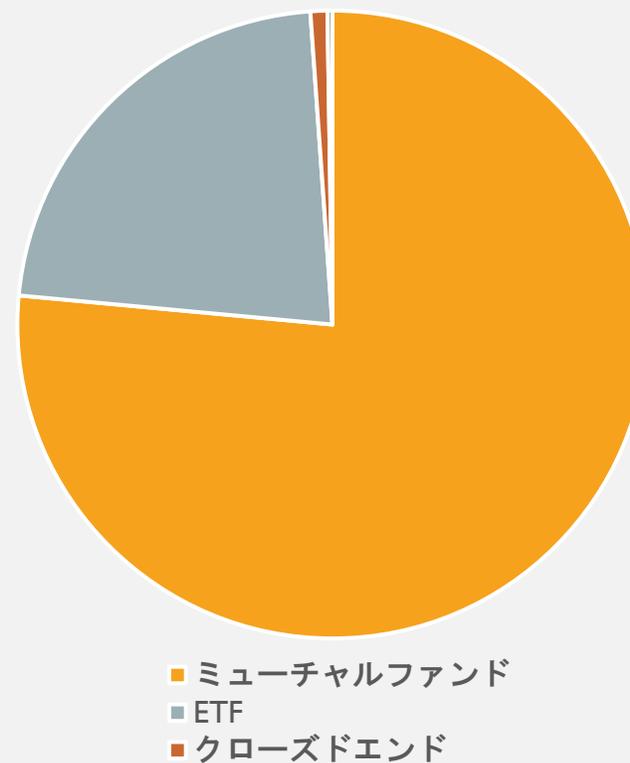
# 登録投資会社の状況 (割合)

	会社数	資産額
MF	50.5	76.5
ETF	9.4	22.1
CLOSE	3	0.8
UNITE	26.7	0.2

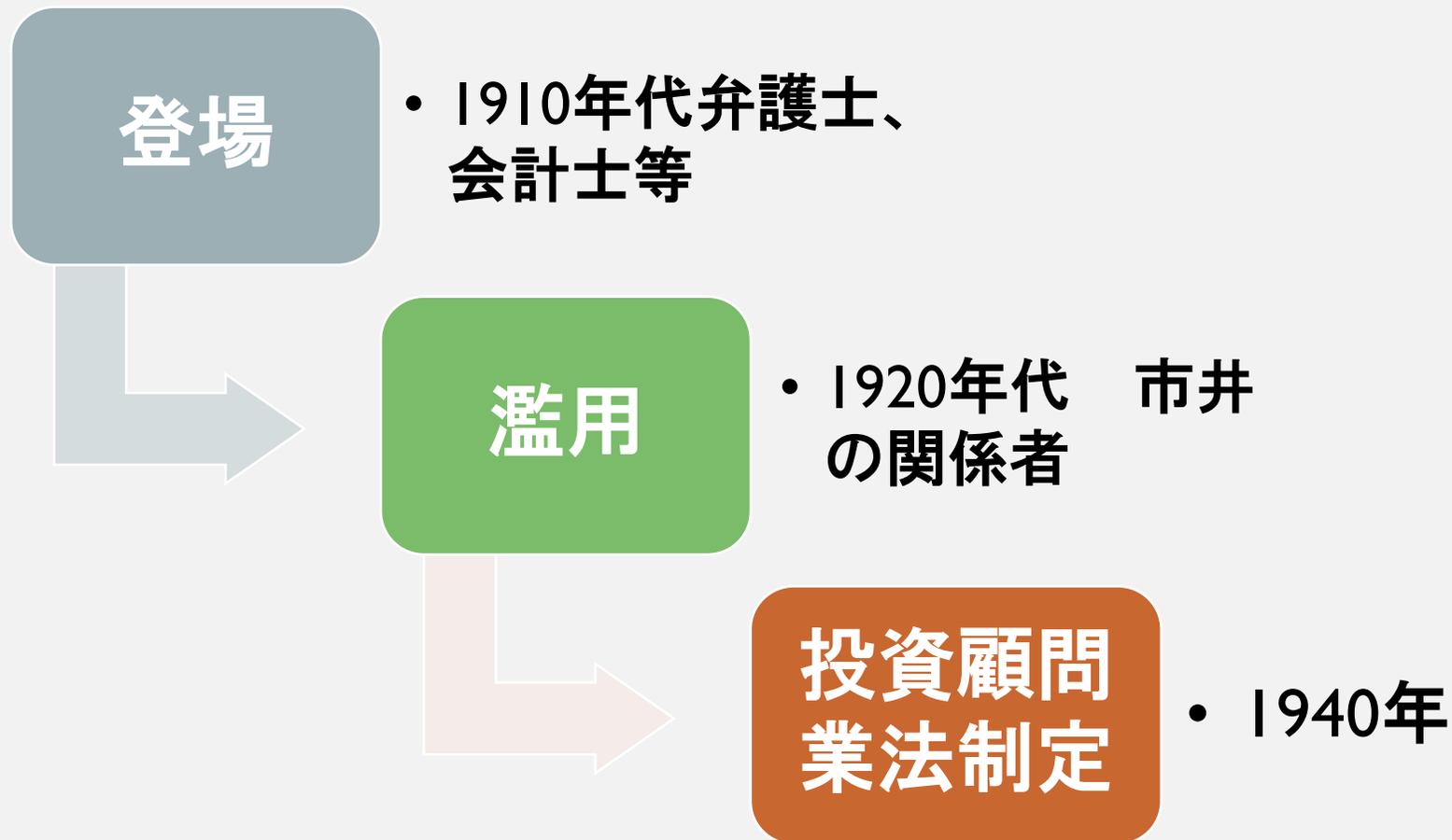
会社数 (14,644社)



資産額 (29兆ドル)



# アメリカにおける投資顧問機関の登場と規制



# 1940年投資顧問業法

(INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940)

202条	定義	209条	本法の執行
203条	投資顧問業者の登録	210条	情報開示
203条 A	州および連邦の義務	210条 A	照会
204条	投資顧問業者による報告	211条	規則, レギュレーションおよび命令
204条 A	非公開情報の悪用防止	212条	聴聞
205条	投資顧問契約	213条	命令に対する裁判所審査
206条	登録投資顧問業者の禁止取引	214条	法令違反および訴訟の管轄
206条 A	適用除外	215条	契約の効力
207条	重要事項の虚偽記載	216条	SEC年次報告書
208条	一般的禁止事項	217条	罰則

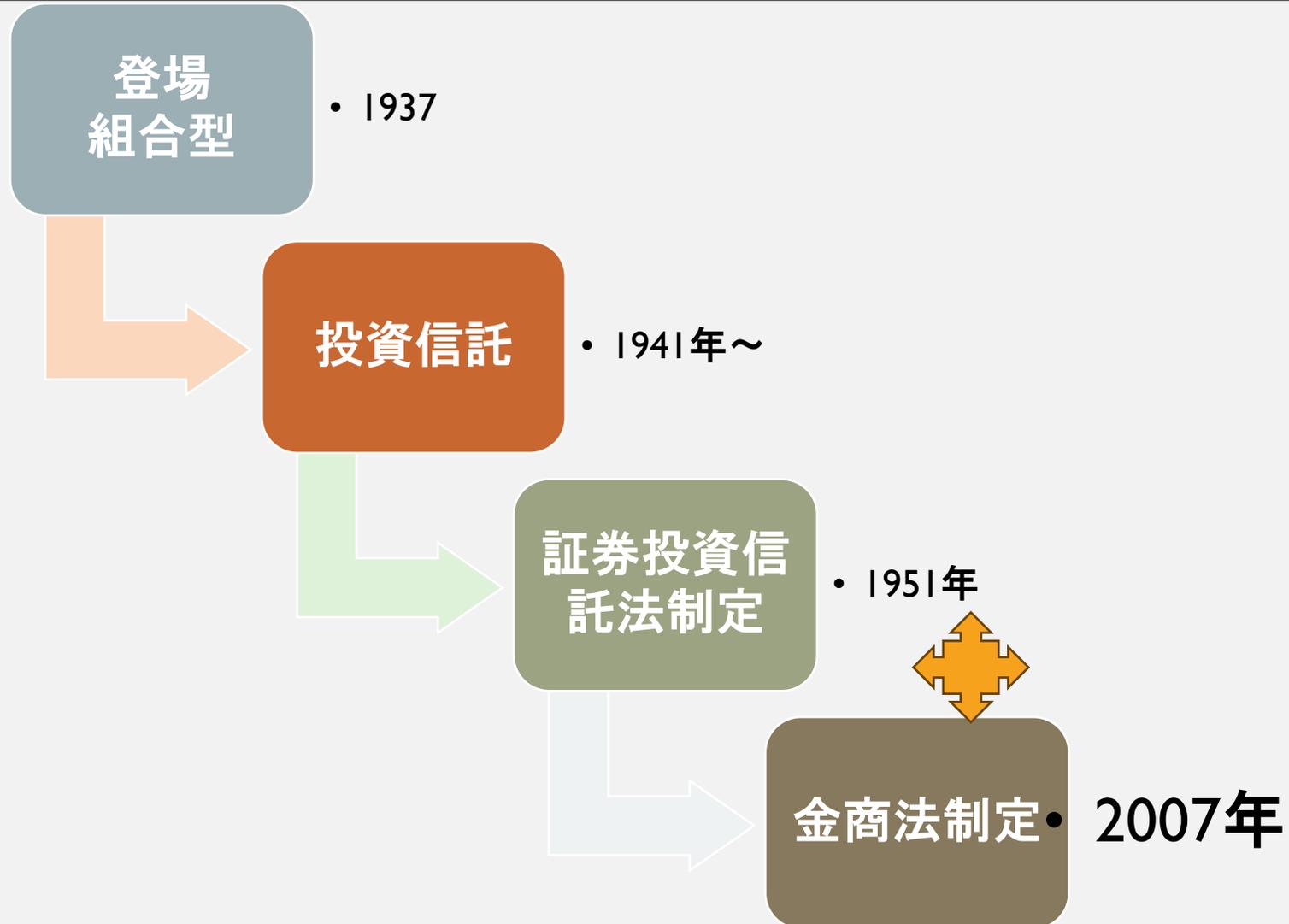
# 2023年アメリカ投資顧問業の概況

(INVESTMENT ADVISER INDUSTRY SNAPSHOT 2023)

## Investment Adviser Industry Trends

	2018	2019	2020	2021	2022
SEC-registered advisers	12,993	13,494	13,880	14,806	15,114
Provide asset management for individuals	63.6%	63.7%	62.4%	63.1%	62.8%
Clients	43.6 million	51.9 million	60.8 million	64.7 million	61.9 million
Assets under management	\$83.7 trillion	\$97.2 trillion	\$110.0 trillion	\$128.4 trillion	\$114.1 trillion
Employees	835,124	871,971	879,755	928,505	971,487
100 or fewer employees	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%	91.7%

# 日本の投資信託の歴史



# 投資信託の純資産総額の推移

## TOTAL NET ASSETS OF INVESTMENT TRUSTS (投信協会)

兆円 Trillion Yen

■ 証券投信（公募）

Publicly Offered Securities Investment Trusts

■ 証券投信（私募）

Privately Placed Securities Investment Trusts

■ その他（※）

Other

400.0

※ 証券投信以外の契約型投信、証券投資法人、不動産投資法人、インフラ投資法人  
Investment Trusts Other Than Securities Investment Trusts, Securities Investment Companies, Real Estate  
Investment Companies, Infrastructure Funds

350.0

※ 不動産投資法人及びインフラ投資法人は前月（ひと月遅れ）のデータ  
Data on Reit is based on previous month Data on infrastructure funds is based on previous month

300.0

250.0

200.0

150.0

100.0

50.0

0.0

2014

2015

2016

2017

2018

2019

2020

2021

2022

2023

2024.2

147.4

7.0

46.9

93.5

167.9

8.2

62.0

97.8

180.2

9.5

74.1

96.6

207.1

10.4

85.6

111.2

206.1

11.4

89.6

105.2

234.3

12.2

98.9

123.2

257.8

13.2

105.2

139.4

289.1

13.9

110.7

164.5

279.1

14.5

107.3

157.2

325.8

15.5

113.4

196.9

350.6

15.7

116.4

218.5

# 【日本】資産運用会社ランキング

引用「QUICK資産運用研究所」の調査（2022年10月末時点）

順位	運用会社名	純資産額 (億円)
1	三菱UFJアセットマネジメント	107,017
2	野村アセットマネジメント	105,965
3	アセットマネジメマネジメントOne	84,072
4	大和アセットマネジメント	80,873
5	三井住友DSアセットマネジメント	61,000
6	三井住友トラスト・アセットマネジメント	58,119
7	日興アセットマネジメント	53,041
8	フィデリティ投信	35,800
9	アライアンス・バーンスタイン	33,261
10	ニッセイアセットマネジメント	26,816

# 日本の投資顧問業

登場

• 1970年代

投資顧問  
業法制定

• 1986年

金商法制定

• 2007年

# 投資顧問業協会の概況 (同協会報告書)

## 協会会員数について

○2008年度金商施行による業務分野の拡大・多様化、2010年度には金融ADR制度創設を受けた非会員業者の大量加入により投資助言・代理会員が大幅に増加(2011年度ピーク)

○その後、減少傾向2015年度以降は投資運用会員を中心に再び増加傾向

○2023年3月末現在

会 員 数	832 社
内 投資運用業	345 社
投資助言・代理業	487 社

## 会員の資産状況について

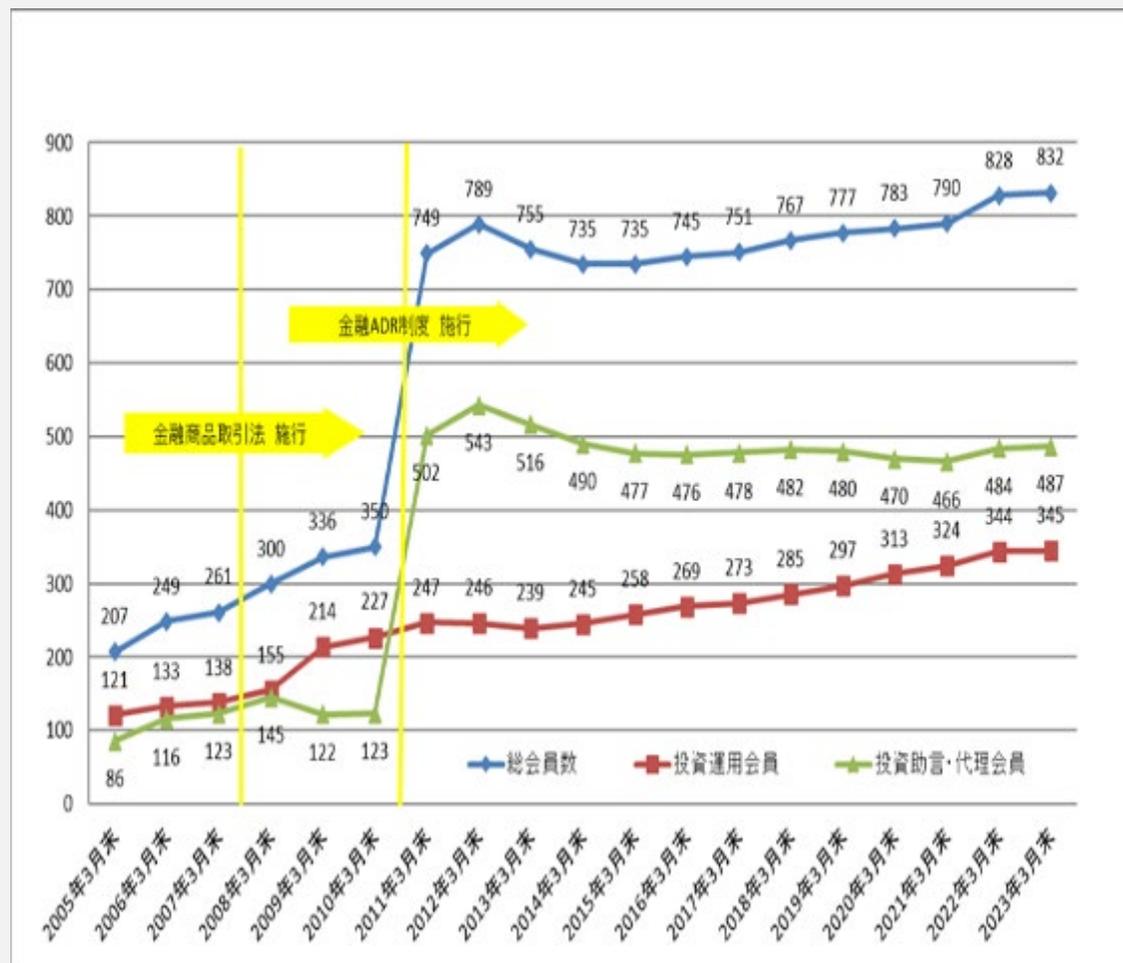
○投資運用業会員 2022年12月末の契約資産

**519兆7,422億円**

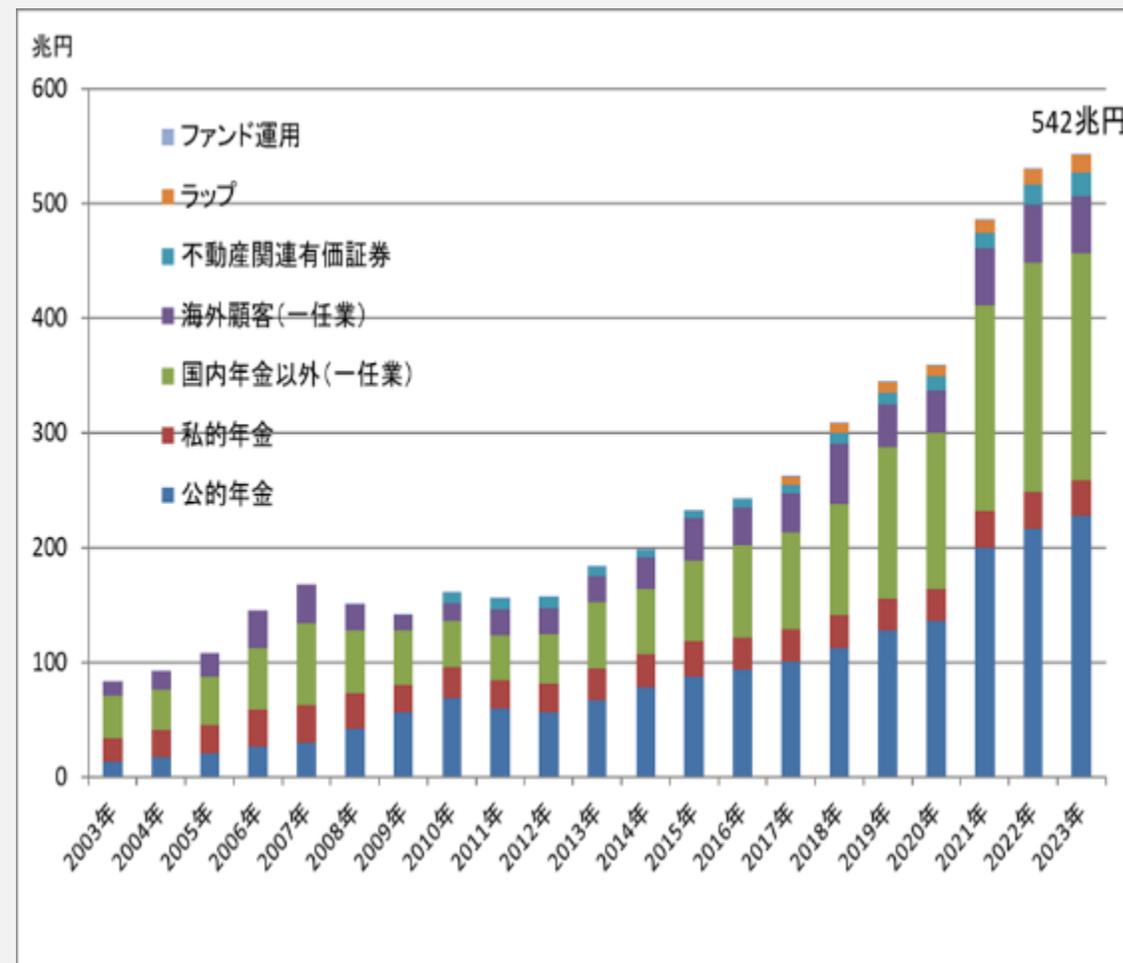
○うち

投資一任業	485兆6,274億円
不動産関連特定投資運用業	19兆3,065億円
ラップ業務	14兆3,678億円
ファンド運用業	4,405億円

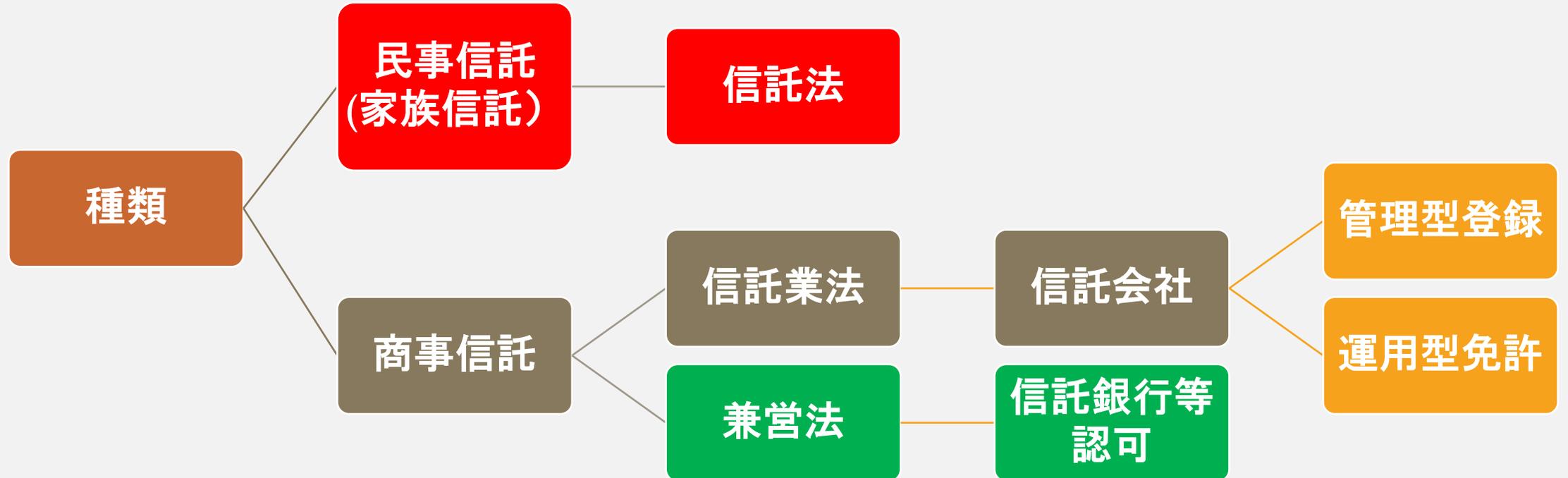
# 会員数の推移



# 資産の推移



# Ⅱ-1. 信託の種類



# 米国における信託の展開

◎当初家族信託が主体

老後の資産管理等

◎多様な利用形態に進展

会社、金融や不動産の  
流動化、証券化スキーム

信託の種類

個人・家族

法人・事業

公益・福祉

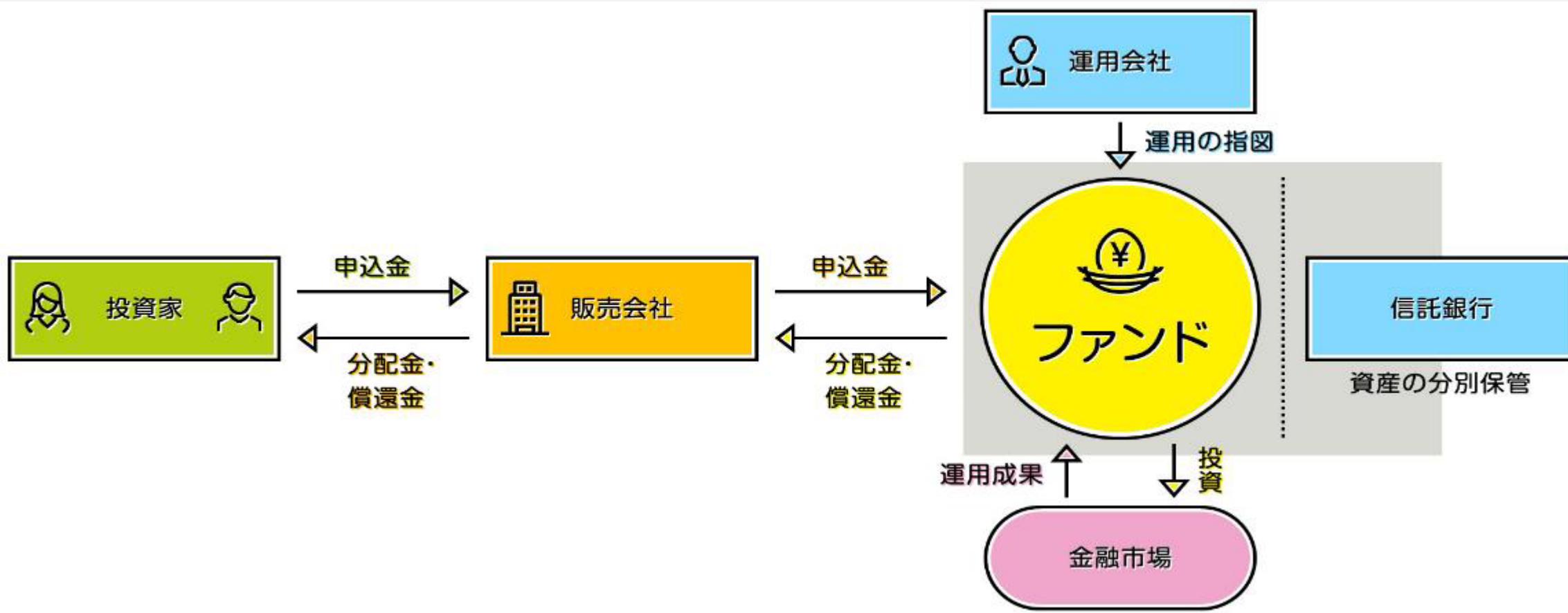
# 公益信託（公益信託法）

○公益信託とは、委託者が、学術、技芸、慈善、祭祀、宗教その他一定の公益目的のため、受託者に対してその財産を移転し、受託者をしてその公益目的に従ってその財産を管理又は処分させ、もってその公益目的を実現しようとする制度

○公益信託ニ関スル法律〔大正 11 年法律第 62 号〕では、公益信託は、受益者の定めのない信託のうち、学術、技芸、慈善、祭祀、宗教その他公益を目的とするもので主務官庁（文科省等）による引受けの許可を受けたものをいうこととされている（同法第 1 条）。

# Ⅱ-2. 投資信託と投資顧問の関係

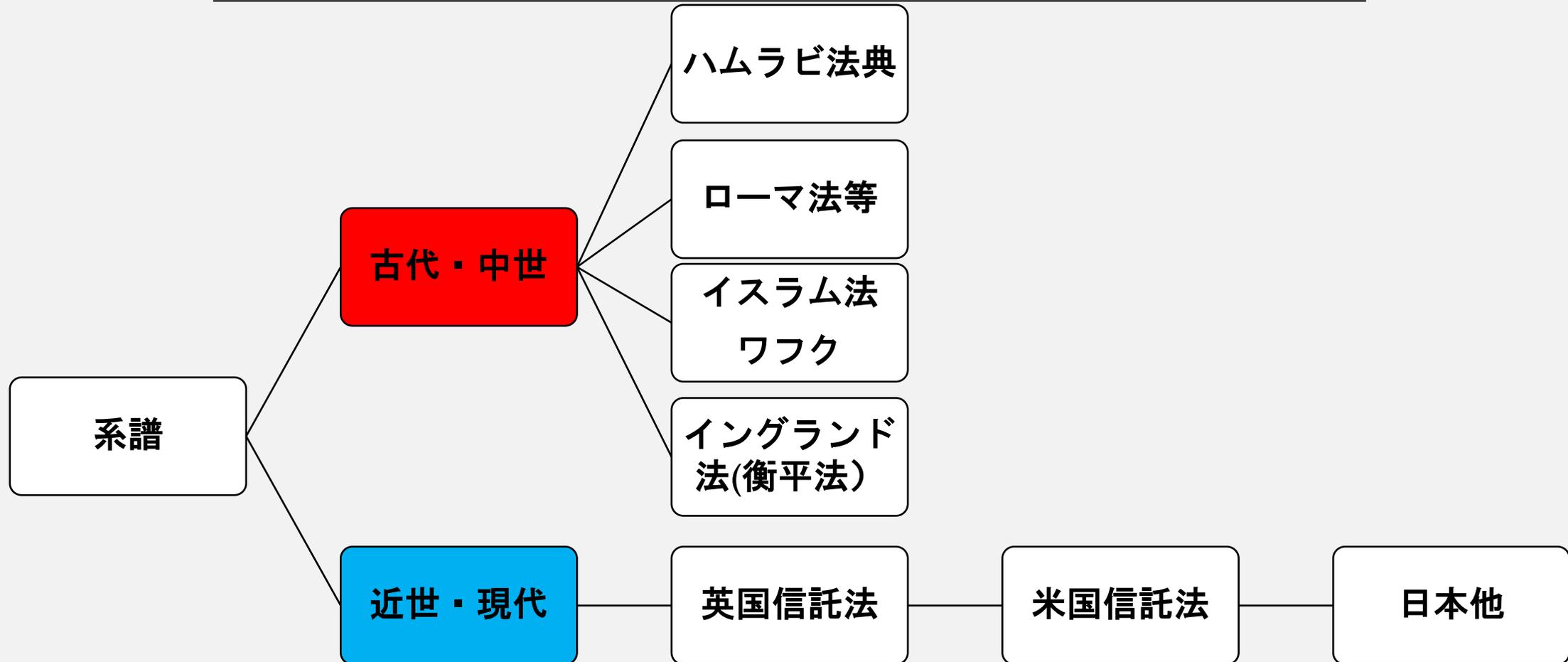
## 投資信託の構造（投資信託協会）



# 投資信託法と金商法



# Ⅱ-3. 信託の歴史 (系譜)



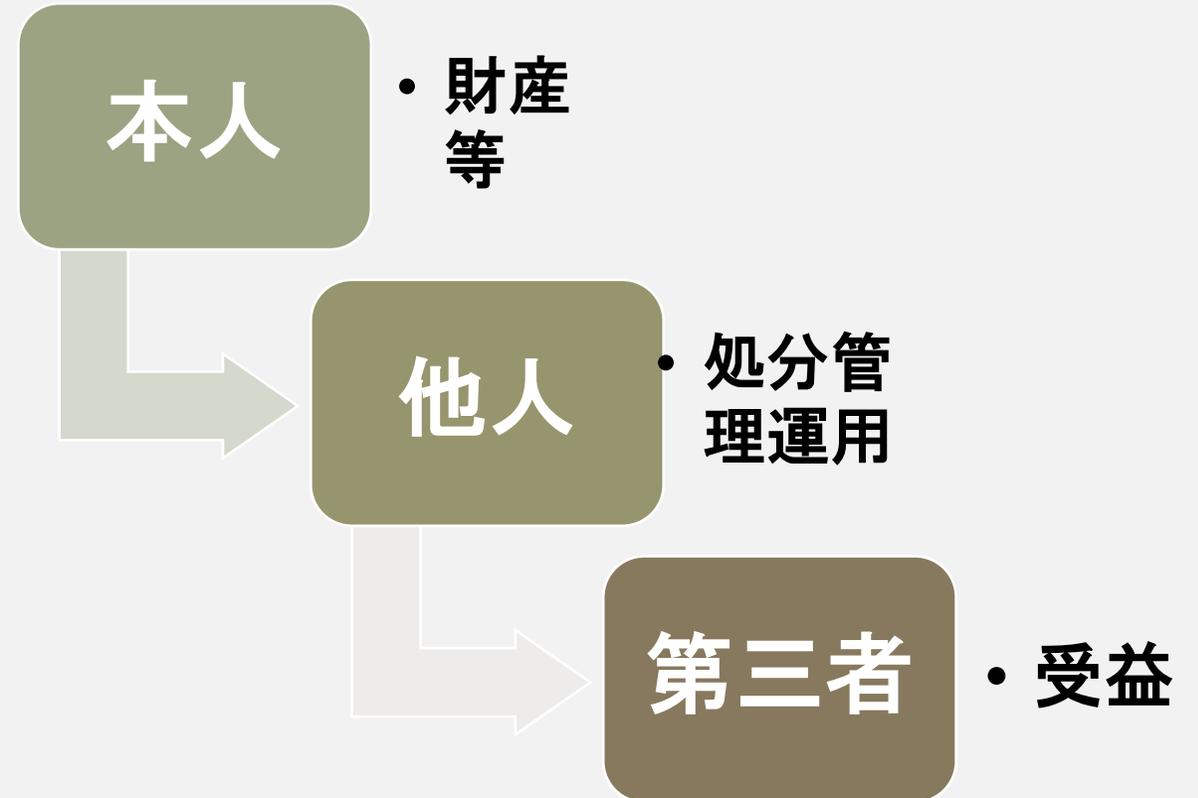
# 信託制度の本質

①代理や委託、会社など他者を利用する場合に用いられる3者間の法律制度の一つ

◎信託の目的に則り、本人（委託者）と他者（受託者）、第3者（受益者）の利益バランスを信託義務で衡るもの

◎ノーベル経済学賞イエール大学シラー教授

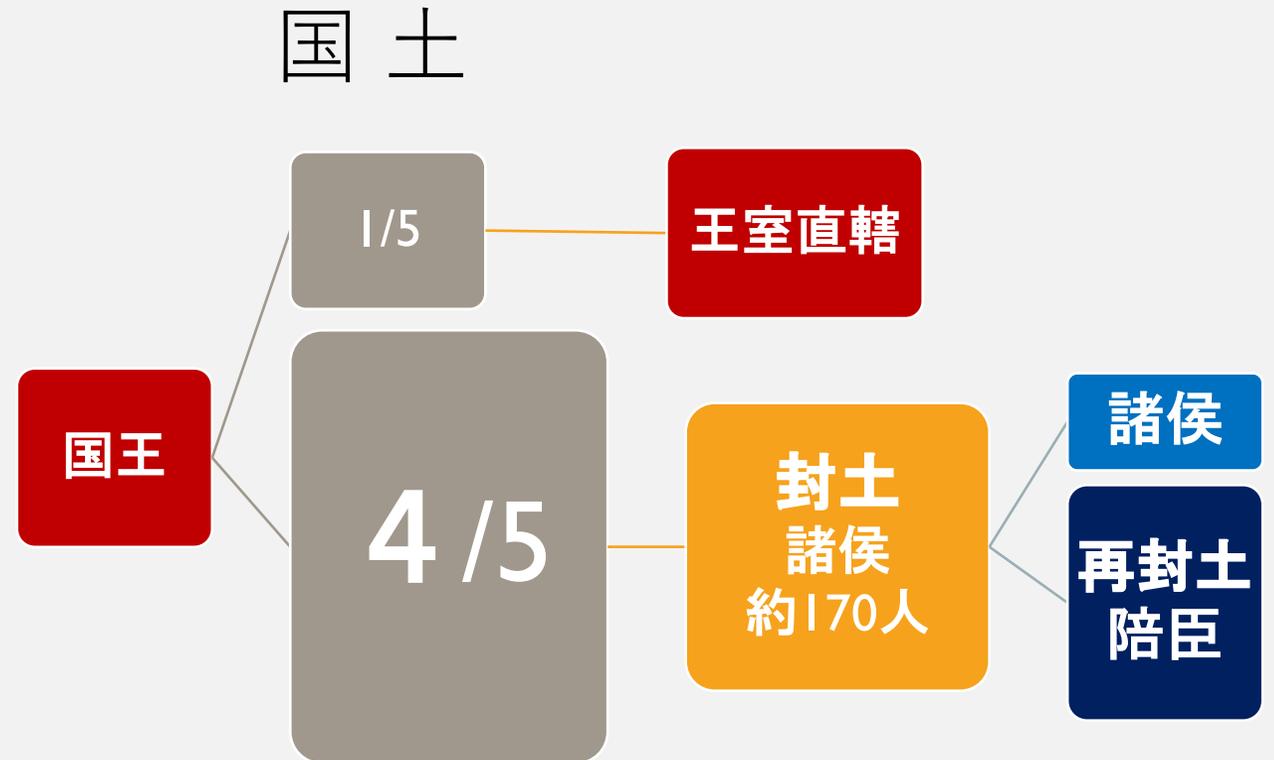
「人類が創り挙げた最も優れた金融制度」



# イギリス ノルマン・コンクエスト

○フランス系の征服王朝  
の土地制度

- すべての土地は、  
国王の所有
- 王の直轄領を残し  
諸侯に封土下賜  
(諸侯は陪臣に再封土)



# 封建的土地負担

## ○諸侯等が負担する封土の保持条件

不動産復帰：一定の場合封土は返戻

移転許可税

相続税

後見と婚姻権税

(生涯権・限嗣不動産権)

税・手数料の支払

# イングランド法（衡平法）

◎ユース

：信託制度の嚆矢

二つの要因

○教会への寄付

○十字軍の財産維持



（バッキンガム宮殿衛兵 筆者撮影）

# 教会



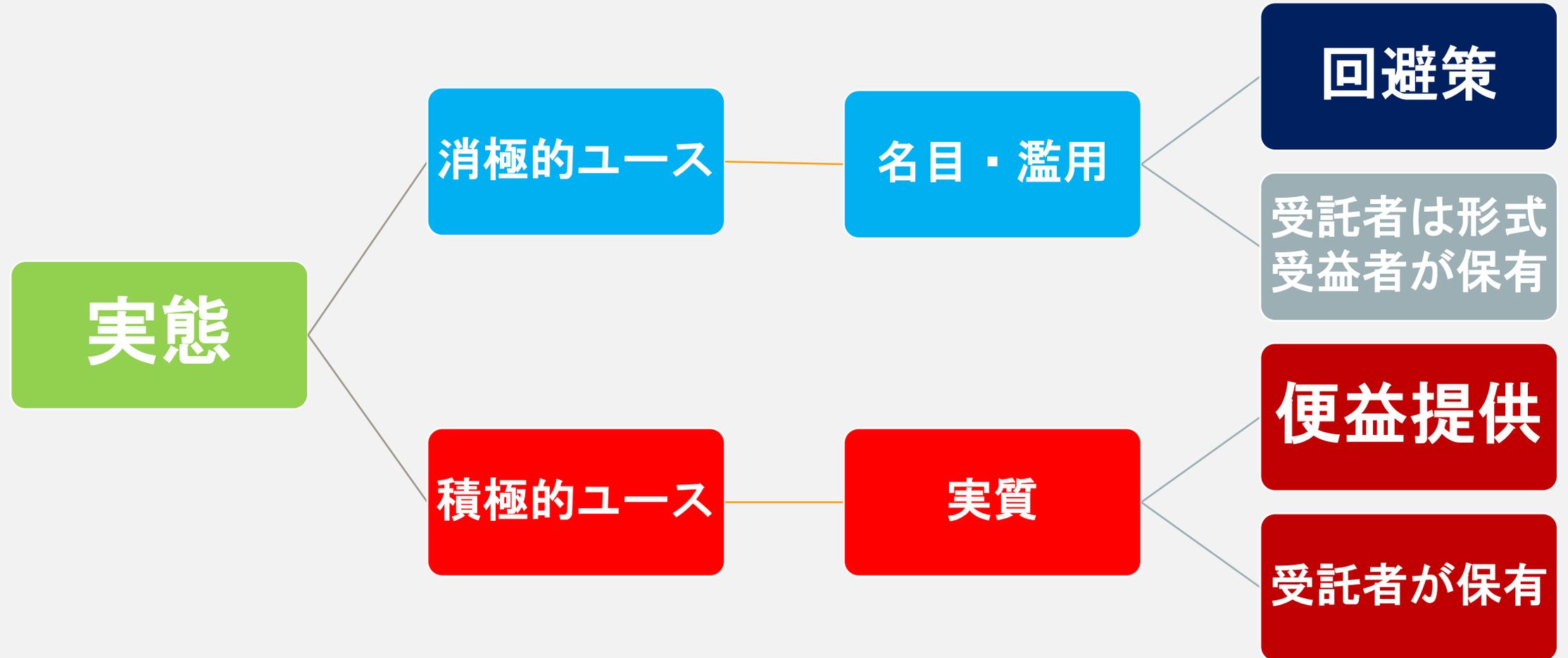
(NOTE.COM)

# 十字軍



(ameba)

# 制定前のユース利用実態



# ヘンリー八世ユース禁止法・英国信託法へ

◎1535年ユース禁止法公布

背景 ⇒ユースの濫用など

◎その結果、ユースは禁止

しかし、

**社会的に有用なユースは許容**

**⇒英国信託法（トラスト）**

**→ 広く、各国が承継**



# ユース法の内容

## ユースのうち

○消極的ユースは濫用され、受託者は名目的存在

### [禁止・否定]

- 受託者のコモン・ローの所有権は否定
- 受益者にコモン・ローの所有権を認定

⇒封建的土地負担の回復・王室収入増加

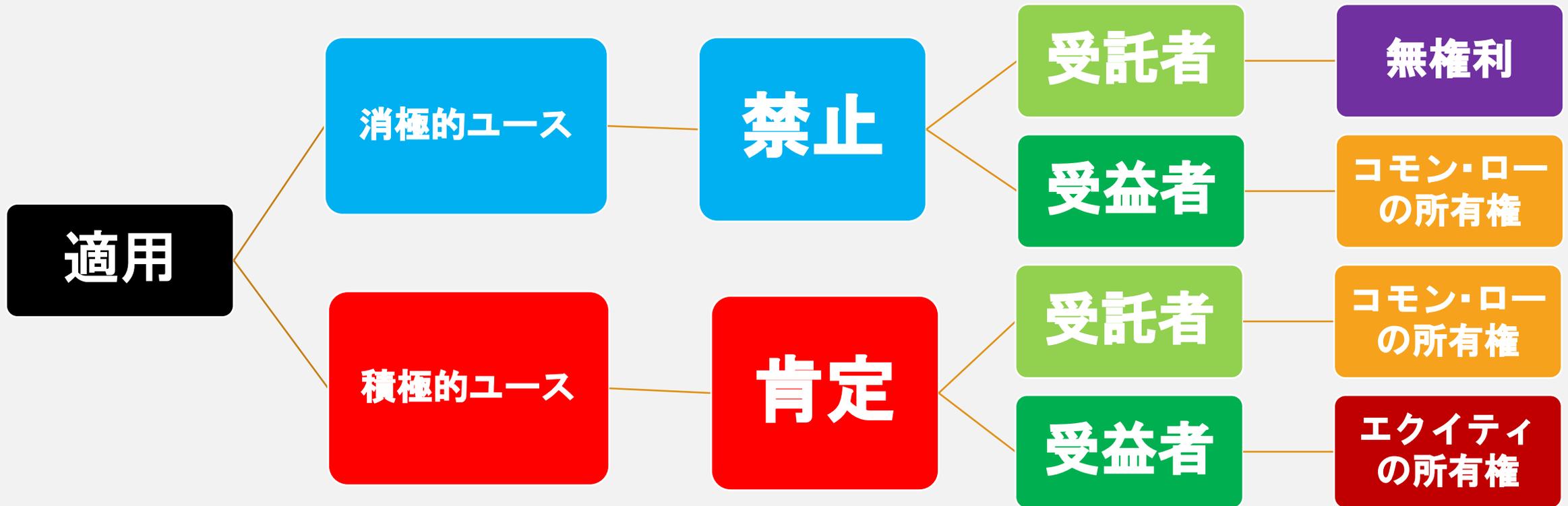
○積極的ユースは、利便供与する受託者は実質的存在

### [放置・肯定]

- 受託者には、依然コモン・ローの所有権を肯定
- 受益者には、エクイティの所有権を認定

⇒信託制度 (TRUST) に昇華

# ユース法の適用



# 17世紀信託の発展期～

- （信託範囲の拡大）
  - 二重の信託（USE UPON USE）**  
エクイティ裁判所で肯定  
（無効⇒譲渡信託⇒**受動信託**）
  - 不動産から動産にも拡充**

# 19世紀成文法化～

## ○成文法の制定

これまで信託法は、例外を除いて判例法で展開

19世紀後半になり、受益者の立場と権利の  
明確化のために成文法化が進展

- 1893年統一受託者法
- 1896年官選（裁判所選任）受託者法
- 1906年官選（公営）受託者法
- 1925年受託者法（1893年法の改正追補）
- 2000年受託者法（1925年法の改正追補）

# Ⅲ-1. 投資対象としての金融商品と その取引の意義

○金融商品を通じ「時間軸」と「状態軸」における交換の利益を実現

①「時間軸」（横軸）＝資金の移転

「黒字主体」と「赤字主体」の異時点間の取引

⇒所得・支出の時間的制約を解消、経済主体・厚生水準を改善

②「状態軸」（縦軸）＝リスクの移転

経済主体の異状態間のリスクエクスポージャー変更

負債契約（借入）、持分契約（株式）、保険、デリバティブ

# 情報の非対称性等

## ○金融取引を阻害する要因

：情報の非対称性、契約の不完備性

①逆選択：貸し手<情報劣位>、借り手<情報優位>

②モラルハザード：契約後に変化するリスク

③不完備契約：経済取引がすべて効率的に行われる訳ではないという想定

\* 「人々は将来の結果がわからない」という契約履行上の不確実性

# 金融商品のリターン

リターン：投資の収益率

投資額に対する利益（損失の比率・通常は年率表示）

リターン(%) = 利益（損失）の額 / 投資額

証券投資のリターンは、一般的に分子の利益を分ける。

- ① 「キャピタルゲイン（値上がり益）」
- ② 「インカムゲイン（配当や利息収入）」

# 金融商品のリスク

金融におけるリスクを考える。

証券投資のリスクを規定する要素

- ボラティリティ (Volatility) 【変動、結果のばらつき】  
＝分散（標準偏差）
- 投資リターンのボラティリティが大きい ⇒リスクが高い

## Ⅲ-2. 預金、債券、株式

### ○預金

預金は、多くの人々が日常生活で利用している金融商品。給振、公共料金、クレジットカードなどの自動引き落とし「決済」に利用

●預金の特徴は、投資の3要素中

「安全性」・「流動性」も高い。一方で「収益性（金利収入）」は低い。

# ○債券

債券とは、貸借のために発行する証券（紙に権利が化体）

国が発行：「国債」、地方自治体が発行：「地方債」、企業が発行：「社債」⇒公社債

企業や国は、利子を支払い、満期に元金を返済

●債券の利率（年利率、クーポンレート）は、額面金額に対し毎年受け取る利子の割合を表す。この利率は発行するときの金利水準や発行体の信用度などに応じて決まる。

●利回り（年利回り）は、利子収入とイ面格変動による収益（売却益等）の投資金額に対する割合（リターン）を指す。

●安全性、流動性は債券の種類による。一般に収益性は高い

# 債券の基礎：債券と金利 債券価格と金利の関係

## ●債券の価格変動

債券の価格は、原則的に市場金利の動向により日々変動し、価格の変動に伴い投資収益（利回り）も変動する。

**債券には、「市場金利が上昇すると価格は下がり、市場金利が低下すると価格が上がる特性」がある。**

債券にとって重要なこの特性を理解するための鍵は、定期的にクーポン（債券の利息）として支払われる金利収入が債券価格に影響する点にある。

・一般的な固定金利型の債券は、発行時に定められた利率（クーポンレート）が両期償還時まで適用され続ける。

# 市場機能の理解

## 市場の役割：株式市場の機能

発行市場：一次市場(primary market)

資金調達機能や資金返還機能  
(資本の集約・分散化)

流通市場：二次市場(secondary market)

価格発見機能（合理的値付け）、  
流動性供給機能（換金性の保証）

# 市場インデックス 投資対象資産のベンチマーク（指標）

○市場の「平均値」を代表する指数

（指数構成銘柄の価格を集計・調整した数値）

【株式市場インデックスの構造】

時価総額加重型インデックス＋浮動株指数:TOPIX（東証株価指数）など、最も普遍的

- ・ 株価平均型インデックス：NYダウ、日経平均株価が代表例、高株価銘柄の影響度が大きい

海外の代表的な時価総額加重型株式市場インデックス

- ・ 米国:S&P500種、NASDAQ総合指数
- ・ 欧州：英FTSE100指数、ドイツDAX指数、フランスCAC40指数

# 価格発見機能へのアプローチ

○市場は合理的か。

株価と情報の関係は均衡（効率的）しているのか。

⇒株価は予測できるのか。

# Ⅲ-3. 効率的市場仮説

(EFFICIENT-MARKET HYPOTHESIS)

○ユージン・ファーマ (Eugene F. Fama 1939年～)  
ノーベル経済学賞

効率的市場とは「価格が利用可能な情報を常に完全に反映している市場である」と定義される。

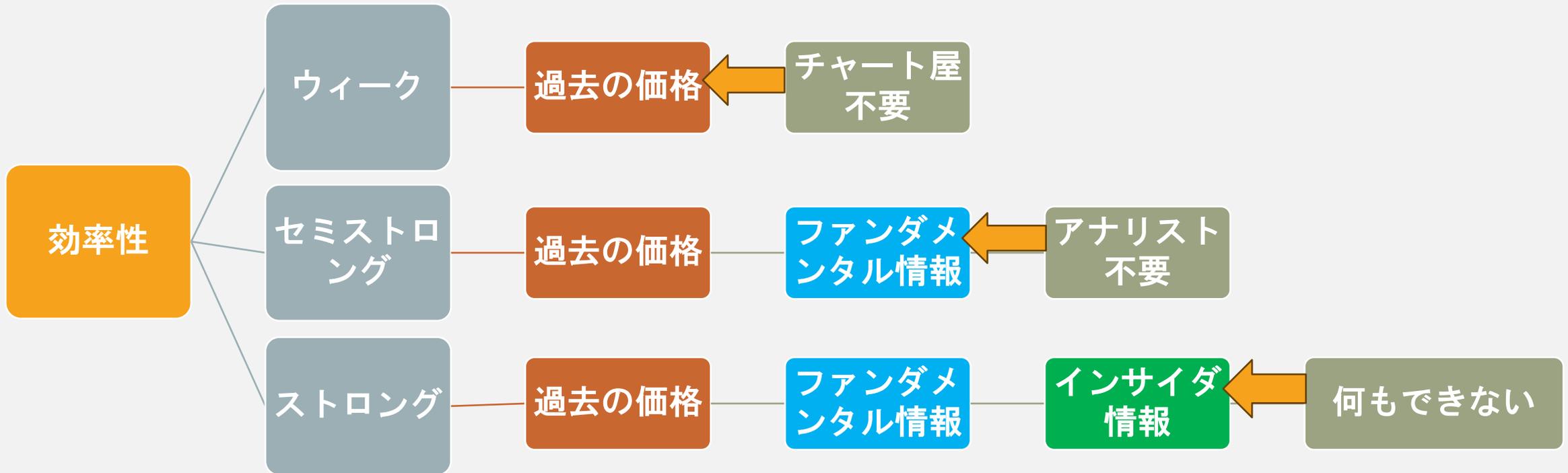
論文 “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, 1970

効率性の段階（情報が株価に反映している状況）を三つに分ける。

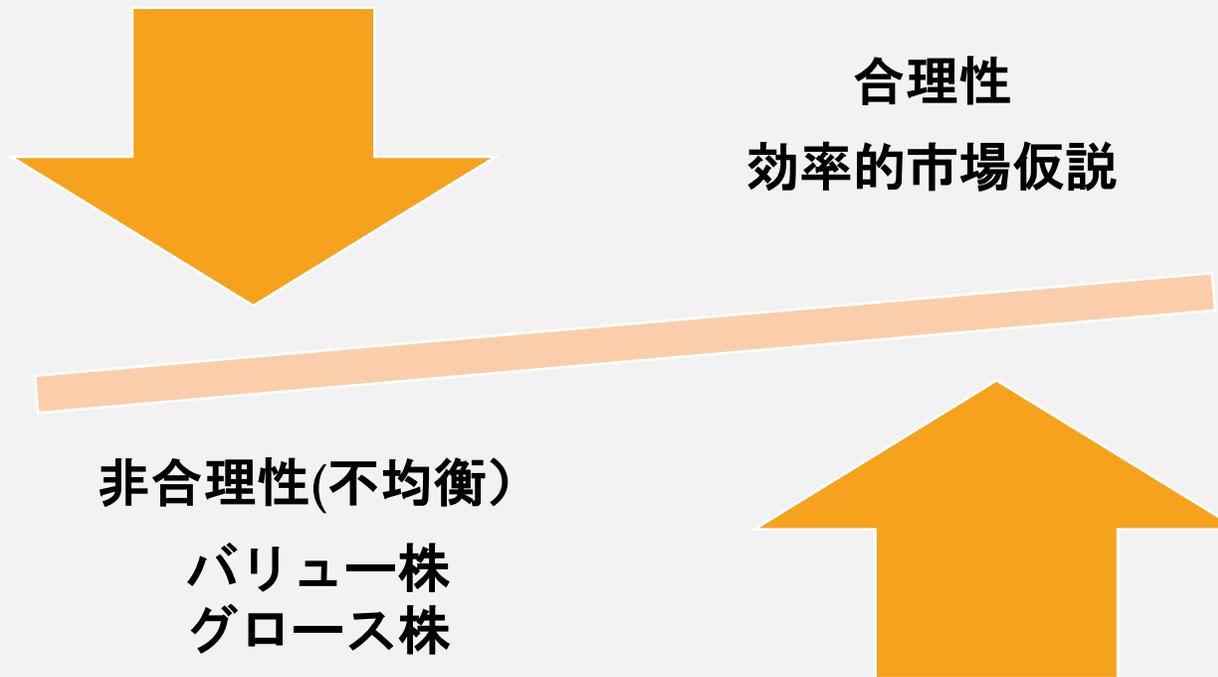
仮説 1. ウィーク型 2. セミストロング型 3. ストロング型

⇒研究結果からは、アメリカの市場は、2と3の間とする。

# 効率性（市場）の三つの段階



# 証券市場の合理性？



# 効率的市場仮説に対する批判



# 効率的市場アプローチ

市場インデックス連動 ( $\beta$ ) 重視：パッシブ運用

○ウォーレン・バフェット (Warren Buffett バークシャー・ハサウェイのCEO・筆頭株主) の考え方  
夫人に遺す予定の信託財産に関し、次のような運用を指示している、とされる

○10%を短期国債 (現金代替)

●90%をS&P500インデックス・ファンド

「普通の投資家は低コストのインデックス投信を使い資産を増やすことができる」

# 非効率的市場アプローチ

市場平均を上回る超過リターン ( $\alpha$ ) の追求

：アクティブ運用

○アクティブ運用の存在価値

証券市場の変則性（アノマリー）や証券価格のミスプライスの存在を前提として、  
リサーチ活動の効果により市場平均を上回る  
超過リターン ( $\alpha$ ) を獲得すること