

## わが国資産運用ビジネスの新潮流

## ——「貯蓄から投資へ」の推進に向けて——

金融機構局 國島佳恵\*、篠潤之介\*、今久保圭

Bank of Japan Review

2016年9月

わが国の資産運用ビジネスは変革期を迎えている。投資信託市場では、従来、定期的な収入が見込める毎月分配型が投資信託残高全体の過半を占めていたが、最近では、家計の資産形成ニーズが多様化するなか、トータルリターンを重視した様々な商品が開発され、それぞれ残高を伸ばしている。なかでも、アクティブ運用ファンドの一種である対話型（株主エンゲージメント）ファンドは、中長期的な視点から投資先企業との対話を重ね、企業価値の向上を図るものであり、家計の中長期的な資産形成ニーズに応える金融商品のひとつと目されている。アクティブ運用ファンドの台頭は、これまで相対的に手薄だったエクイティ・ガバナンスの強化にも資すると考えられる。

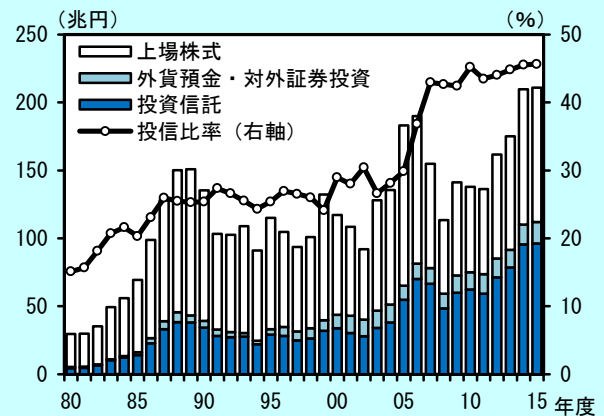
## はじめに

わが国の家計は、リーマンショック以降の相場の持ち直しと「貯蓄から投資へ」の流れのなかで、リスク性資産の保有を拡大してきた。家計の金融資産に占めるリスク性資産の保有比率は、2000年代の7%前後から、直近では12%台まで上昇している。こうした動きを主導してきたのは投資信託である。投資信託残高の水準は100兆円に迫っており、家計のリスク性資産に占める構成比も、2000年代前半までの30%弱から、直近では50%近くに達している（図表1）。従来、投資信託といえば退職金の運用手段として選好される商品であり、投資家は高齢層が中心であった。このため、銀行預金よりも高利の分配金を毎月受け取ることができ、かつ安全性の高い、毎月分配型の公社債投資信託が一般的であった。これが最近では、家計の資産形成ニーズが多様化するなか、高齢層にとどまらず、30歳代や40歳代の資産形成層でも投資信託運用のニーズが高まっている。

実際、投資側の家計では、低金利環境が長期化するなか、低コストで運用できるインデックス型投資信託（株価指数に連動する投資信託）に持続的な資金流入がみられるようになってきている。また、割安株で運用するバリュー型や成長株で運用するグロース型の投資信託など、アクティブ運用に

対する注目も高まっている。こうした投資側の変化を受けて、販売側の証券会社では、毎月分配型の販売や投資信託間の乗り換えを勧める営業から、投資信託残高の積み増しや投資一任サービス（資産運用会社から顧客に代わって投資資産を運用するサービス）を勧める営業へと転換を図っている。資産運用ビジネスにおける投資・販売両面の変化は、昨今の「貯蓄から投資へ」の流れを象徴する動きといえる。本稿では、こうしたわが国資産運用ビジネスの変革を概観し、それがもたらす企業金融の変化などについて考察する。

【図表1】家計のリスク性資産の保有状況



（注）投資比率は、リスク性資産に占める投資信託の割合。年度末ベース。ただし、直近は2015年末。

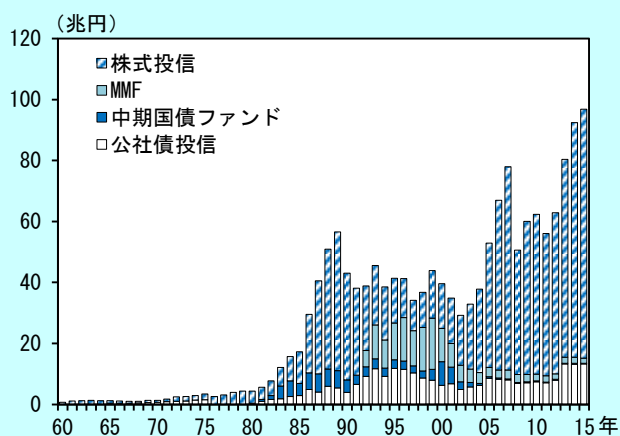
（出所）日本銀行

## わが国資産運用ビジネスの変遷

### (投資信託の小史)

わが国における投資信託の始まりは、1951年の証券投資信託法の制定に遡る。当時、戦後の財閥解体で放出された株式の受け皿を確保するため、家計の資金の活用が急務とされていた。こうした情勢のなかで登場した初期の投資信託は、株式投資に不慣れな家計の心理的ハードルを下げするため、銀行預金に類似した、信託期間の短い単位型株式投資信託（追加設定のない投資信託）が中心だった。この銀行預金類似の商品設計の考え方は、分配金を重視するわが国家計の選好を反映した独特のものであり、その後も、1980年代の中期国債ファンド、1990年代のMMF（マネー・マネジメント・ファンド）、2000年代の毎月分配型投資信託へと受け継がれていくことになった。

【図表 2】商品別の投資信託残高



(注) 年末ベース。  
(出所) 投資信託協会

1980年代に入ると、中期国債ファンドとスポット型投資信託（随時募集が行われる単位型投資信託）に牽引されるかたちで、投資信託残高が10兆円を突破した（図表2）。中期国債ファンドは、1年定期預金並みの収益性と、いつでも設定・解約できる普通預金並みの利便性を兼ね備えていた点が評価され、家計の証券投資の誘い水となった。また、1986年に設定枠規制が撤廃されると、株価が上昇基調を辿るもとでスポット型株式投資信託の設定が急増し、1980年代後半の投資信託市場の拡大を牽引した。

その後、資産バブルの崩壊とともに、株式投資信託は運用パフォーマンスが悪化し、投資家離れと残高の大幅な縮小を余儀なくされた。その際、

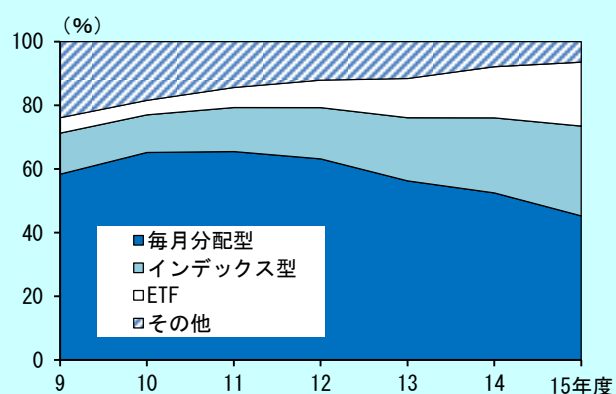
流出した投資資金の受け皿となったのが、1992年に登場したMMFである。MMFは、登場後1年で残高が10兆円を突破するなど、1990年代の投資信託市場を下支えする一大商品となった。もっとも、2001年に米国エンロンの社債がデフォルトし、同社債を組み入れていたMMFが元本割れを起こすと、安全性を重視していた家計の資金がMMFから一斉に流出した。また、低金利環境が長期化し、運用利回りが低迷していたことも、MMFの残高減少の一因となった。

この間、株式投資信託が、MMFに代わって投資信託市場を再び牽引するようになっていく。ETF（上場投資信託）やREIT（不動産投資信託）が解禁されて以降、2008年の投資信託法改正を経て、有価証券、不動産、コモディティなど、家計の多様な運用ニーズに応える品揃えが用意されている。また、外債を組み入れた株式投資信託にも、国内の公社債投資信託を上回る利回りを期待した家計の資金が流入しており、残高が着実に積み上がっている。

### (「トータルリターン重視」の流れ)

わが国の投資信託は、前述のとおり、もともと銀行預金の代替商品として登場した経緯もあり、定期的な収入を見込む家計のニーズに合致した商品が数多く投入されてきた。なかでも毎月分配型投資信託は、その名のとおり、分配金を毎月受け取れることから、分配金志向の高い家計に広く受け入れられ、一時は投資信託残高の過半を占めていた（図表3）。こうした家計の分配金志向もあり、投資信託の販売を担う証券会社は、分配金利

【図表 3】運用タイプ別の株式投資信託



(注) 公募株式投資信託の純資産総額に占める構成比。年度末ベース。  
(出所) 投資信託協会

回りを高く設定した投資信託へと、短期間で乗換を促す傾向がみられた。さらに、投資信託の運用を担う資産運用会社では、乗換営業に適した、通貨選択型などテーマ性の高い商品を開発していた。

こうした資産運用ビジネスの構図には、昨今、変化が生じている。まず、家計の側では、低金利環境の長期化を背景に銀行預金運用の利回り面での魅力が失われるなか、短期的な分配金ではなく、長期的な評価益も勘案したトータルリターンを志向する声が高まっている。また、証券会社の側では、従来の乗換営業を抑制するとともに、顧客預り資産の積み上げを図る、信託報酬などのストック収入を重視した営業方針に舵を切っている。制度面では、2014年のNISA（少額投資非課税制度）導入も、こうした「トータルリターン重視」の流れを後押ししている。

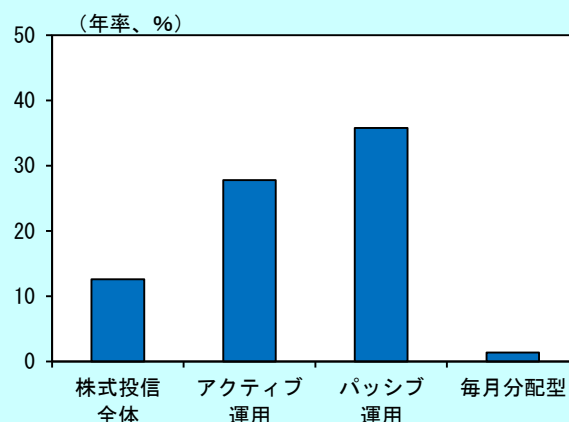
## 資産運用の新潮流

一連の流れに呼応して、資産運用会社の側にも変化がみられている。資産運用会社では、従来の毎月分配型投資信託に代わって、より長期的な資産形成ニーズを見込んだ商品の開発・育成に軸足を移している。これらの投資信託のなかには、インデックス型投資信託のように、ベンチマークとなる株価指数と同等の運用成績を目指すパッシブ運用のほか、より高いリスクを負って株式の値上がり益を追求する、バリュー型やグロース型の投資信託のようなアクティブ運用もみられる（図表4）。

なかでも、昨今、注目が高まっているのが、対話型（株主エンゲージメント）ファンドと呼ばれるアクティブ運用ファンドの一種である<sup>1</sup>。「株主として企業経営者と対話を重ね、投資先企業の中長期的な経営改善を求めていく」という株主エンゲージメントの考え方は、中長期的な視点から割安な株価の修正を図るものであり、家計の「トータルリターン重視」の流れに即した商品のひとつと目されている。株主エンゲージメントに特化したファンドは、わが国では個人向けが数百億円規模、機関投資家向けが数千億円規模と、先行する英国などと比べるとまだ小規模ながら、折しも2014年に日本版スチュワードシップ・コードである『責任ある機関投資家』の諸原則が策定さ

れたこともあり、資産運用会社をはじめとした機関投資家に、株主エンゲージメントの取り組みが広がりつつある。

【図表4】運用タイプ別の残高成長率



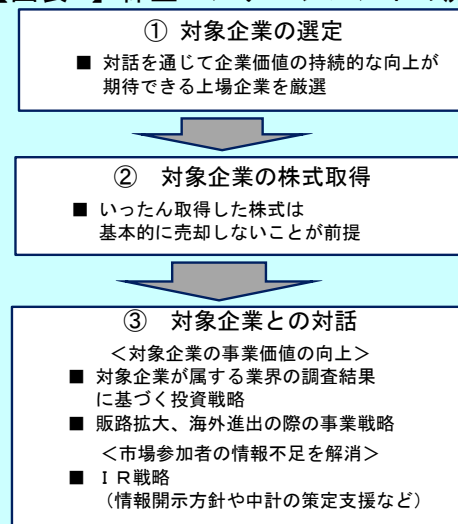
(注) 2012年から直近(2016年4月)までの純資産総額の伸び率(年率)。「アクティブ運用」は、投資信託協会のファンド検索機能で、「絶対リターン」、「長期」、「企業価値向上」のいずれかにヒットしたファンド、「パッシブ運用」は、「インデックス」にヒットしたファンド(いずれも毎月分配型を除く)。

(出所) 投資信託協会

## (株主エンゲージメントの仕組み)

通常、対話型ファンドの株主エンゲージメントは、①対象企業の選定、②対象企業の株式取得、③対象企業との対話、の三段階からなる(図表5)。

【図表5】株主エンゲージメントの流れ



まず、「①対象企業の選定」の段階では、「対話を通じて企業価値の持続的な向上が期待できるか」という点を見極めることが重要となる。財務・決算データなどを用いて、割安となっている株式を選別し、値上がり益を追求する点は、一般

的なアクティブ運用ファンドと同様である。ただし、わが国のアクティブ運用ファンドでは、これまでは同業他社や株式市場全体との対比で割安・割高を評価する相対価値型が主流だったのに対し、対話型ファンドは、対象企業のフェアバリューとの対比で割安・割高を評価する絶対価値型という違いがある。また、選定にあたって、「企業経営者に投資家との対話を受け入れる準備があるか」という点を重視し、独自の指標や定性情報を用いて選別を行うところも、対話型ファンドに固有の特徴である。

資産運用会社は、独自の選定基準に基づいて候補先を絞り込んでいくが、実際に選別される企業はごく少数である。これは、有効な対話を行うには、対象企業の株式保有比率を一定水準まで高めるだけの資産規模と、対話を続けるためのファンド・マネジャーの人員確保が必要となるからである。この点は、多数の対象企業と同時並行的に対話するだけの経営資源をもつ、大手の機関投資家（生命保険会社など）とは事情が異なる。なお、このような選定過程を経て最終的に残った企業は、大手証券会社の企業アナリストの主な調査対象である大企業よりも、中堅・中小企業であることが多い。

次に、「②対象企業の株式取得」が実行に移される。対象企業との対話を前提とする投資信託のなかでも、目標株価が実現したら当該株式を即売却するアクティビスト（物言う株主）とは異なり、対話型ファンドの株式投資では、基本的に、いったん取得した株式を基本的に売却することはない。対象企業の経営方針が抜本的に転換される場合や、継続的な対話が困難になる場合など、株主エンゲージメントの有効性が見込めなくなったときに、例外的に売却する程度である<sup>2</sup>。

「③対象企業との対話」の内容は多岐にわたる。わが国の事例では、これまでのところ、対象企業の事業価値の向上や、市場参加者の情報不足に起因した株価のミスプライシングの解消など、事業全般に関わる話題が取り上げられることが多い。具体的には、対象企業が属する業界の調査結果に基づく投資戦略や、販路拡大・海外進出の際の事業戦略のほか、情報開示方針や中期経営計画といった IR 戦略の策定支援まで幅広い<sup>3</sup>。さらに、今後は、海外の対話型ファンドのように、環境

(Environmental)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の観点を考慮した「ESG 投資」に注力するファンドが増えることも予想される。

いずれの株主エンゲージメントにおいても、それが有効に機能するには、対象企業との長期的な関係構築が出発点となる。その点で、ファンドによる長期株式投資と中長期的な視点からの提案・対話は、企業に対する重要なシグナルとなっている。特にわが国の場合、過去の経験から、アクティビストに対する企業の心象が芳しくないとみられることもあり、配当政策の変更や経営陣の交代を迫る、短期的に成果が求められる提案よりも、数年単位で取り組むことで初めて結実するような経営計画の見直しを提案することが多くなっている。また、海外の対話型ファンドでは、時として、議決権の行使や他のファンドとの共同エンゲージメントなど、提案の受け入れを強く迫ることもある。これに対し、わが国の株主エンゲージメントでは、これまでのところ、企業経営者との膝詰めの対話を優先する傾向がみられる。敵対的な関係に陥ることを避け、友好的な関係を構築する日本的なスタイルも、長期株式投資を可能とする要因のひとつになっている。

## 長期株式投資の経済効果

インデックス型のパッシブ運用ファンドや、バリュー型・グロース型のアクティブ運用ファンドの開発・育成など、長期株式投資の受け皿を拡充する昨今の取り組みは、家計の中長期的な資産形成を支援するだけでなく、企業ガバナンスのあり方や当該企業の株価形成にも影響を及ぼし得るものとして、関係者の注目を集めている。

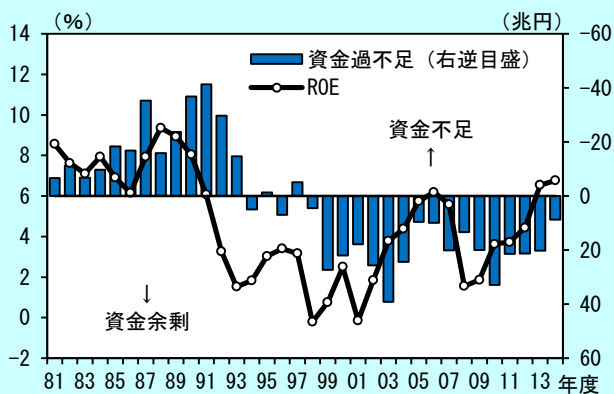
### (エクイティ・ガバナンスの強化)

わが国企業部門の資本効率性は、米欧と比べて見劣りする状況が続いている。わが国の ROE（自己資本利益率）の推移をみると、1980 年代に平均 8% 台だった ROE は、売上高利益率に表される収益力の低下に伴い、2000 年代入り後は 5% 前後の水準にとどまっている（図表 6(1)）。ここ数年は上昇傾向にあるものの、それでも 15% 前後の米欧の ROE には及ばない。このように ROE が低水準にある背景のひとつとして、銀行貸出を通じたデット・ガバナンスが弱体化している可能性がしばし

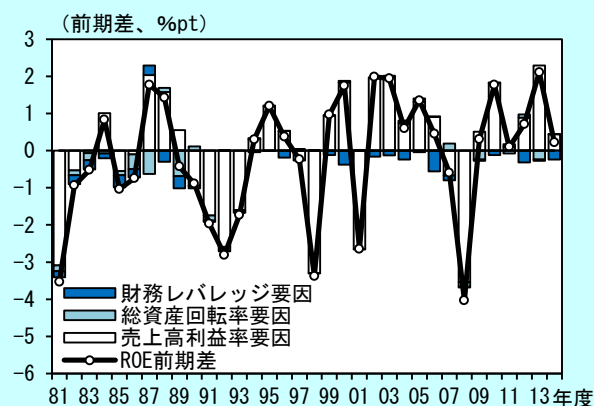
ば指摘されている。企業の内部留保が全体として潤沢になり、リーマンショック直後を除けばデフォルト確率が総じて抑制されているなかで、銀行が企業経営に関与するインセンティブが高まりにくいというのが、その論拠である<sup>45</sup>。

【図表 6】 企業部門の ROE

(1) ROE と資金過不足



(2) ROE の変動要因



(注) ROE (税引き後当期純利益/総資本) は法人企業統計年報 (除く金融・保険業)、資金過不足は資金循環統計 (民間非金融法人) による。  
(出所) 財務省、日本銀行

こうしたなか、デット・ガバナンスに代わるものとして期待されているのが、株式市場を通じたエクイティ・ガバナンスである。デット・ガバナンスでは、企業のデフォルトが危ぶまれると、銀行のモニタリングのインセンティブが高まるのに対し、エクイティ・ガバナンスでは、企業の資本効率の改善が株主の利益に直結するため、株主は企業経営に常に積極的に関与していくインセンティブをもつ。また、友好的な安定株主の存在は、買収防衛を考える企業にプラスに働くため、企業側も株主と積極的に対話するインセンティブをもつ。

従来、わが国の株主は、短期売買を前提とする

ことが多く、企業経営への関与はどちらかと言えば消極的だった。また、長期株式投資を前提とする機関投資家も、パッシブ運用が中心だったこともあり、企業経営への関与が必ずしも十分ではなかった。アクティブ運用を行う安定株主の存在は、これまで相対的に手薄だったエクイティ・ガバナンスの強化に繋がるのが期待される。

なお、一般に、デット・ガバナンスとエクイティ・ガバナンスは、企業の財務レバレッジに関しては正反対の見解をもつ。デット・ガバナンスでは、銀行はデフォルトを回避するため、企業に財務レバレッジを引き下げることを求める一方、エクイティ・ガバナンスでは、株主は資本効率を高めるため、反対に財務レバレッジを引き上げることを求める。もっとも、わが国企業部門の場合、低水準の ROE は、財務レバレッジよりも収益力に起因する面が大きかった (図表 6(2))。双方のガバナンス手段が対立することなく、収益力の改善を通じて資本効率を改善する余地は大きいと考えられる。

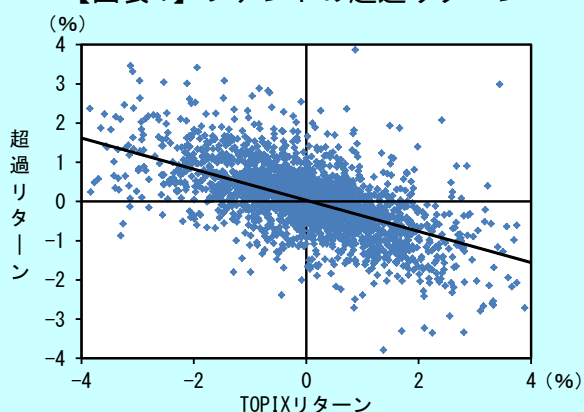
(株式相場変動への影響)

投資信託の運用行動は、その運用方式に応じて、株価の形成に様々な影響を及ぼすことが知られている<sup>6</sup>。例えば、パッシブ運用を行うインデックス型投資信託は、個別銘柄に関する情報収集・分析に要するコストを節約し、ベンチマークとなる株価指数に連動するように売買を行う。このため、パッシブ運用ファンドの組入れ銘柄の値動きは、銘柄ごとに固有の要因よりも、相場全体の動きを反映しやすくなる。投資家も、低コスト・低リスクで市場平均的なリターンを得ることができる。反対に、アクティブ運用を行うバリュー型やグロース型の投資信託は、個別銘柄に関する情報収集・分析 (情報生産) を行ったうえで、割安な銘柄のフェアバリューからの乖離を補正するように投資を行う。このため、アクティブ運用ファンドの組入れ銘柄の値動きは、相場全体の動きよりも銘柄ごとに固有の要因を反映しやすくなる。

図表 7 は、アクティブ運用ファンドの一種である対話型ファンドの組入れ銘柄について、TOPIX 対比でみた超過リターン (組入れ銘柄の収益率と TOPIX の収益率との差) と TOPIX のリターンとの関係を示した散布図であり、超過リターンがプ

ラス（図の上象限）であればファンドが TOPIX を上回り、マイナス（図の下象限）であれば下回っていることを意味する。図からは、ファンドの超過リターンと TOPIX のリターンには負の関係がみてとれる。ファンドの組入れ銘柄は、相場の上昇時（図の右象限）に出遅れる傾向があり、むしろ、パッシブ運用の方が強みを発揮する。一方、相場下落時（図の左象限）には、リーマンショック直後を含め、相対的に高いリターンを実現する傾向がある。前述のとおり、アクティブ運用ファンドは銘柄固有の要因を重視するため、相場全体の良し悪しにかかわらず、その組入れ銘柄の株価と相場全体の動きとの連関性が低下するためである。このように様々な運用方式が採用されることで、株式相場には多様な見方がより反映されやすくなると考えられる。

【図表 7】 ファンドの超過リターン



(注) 縦軸は、対話型ファンドの組入れ銘柄の TOPIX 対比でみた超過リターン、横軸は、TOPIX のリターンを表す（いずれも日次ベース）。サンプル期間は 2007 年初～2015 年末。

(出所) Bloomberg

## おわりに

本稿では、わが国資産運用ビジネスの変遷を振り返りつつ、昨今の「貯蓄から投資へ」の流れのもとで進展している「トータルリターン重視」の動きについて概観した。今後も「貯蓄から投資へ」の流れが続いていくには、家計の多様な資産形成ニーズに応えられる金融商品の普及が不可欠である。特に、「トータルリターン重視」のもとでは、中長期的な企業価値の向上と両立する商品は、有効な選択肢のひとつと考えられる。また、最近では、日本版スチュワードシップ・コードの導入を表明する機関投資家が 200 社を超え、株主エン

ゲージメントの取り組みが本格化しつつある。こうした一連の変化は、家計の多様な資産運用を可能にすると同時に、企業の多様かつ安定的な資金調達を可能にすることから、金融仲介の機能強化に繋がっていくことも期待される。

\* 現・金融市場局。

<sup>1</sup> 次の論文を参照。

杉浦康之、「ESG 投資におけるエンゲージメントに関する考察——内外の事例を基に——」、2014 年。

Çelik, S., and M. Isaksson, "Institutional investors and ownership engagement," OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2013/2, 2014.

<sup>2</sup> 株価が理論価格から大きく乖離している状況では、最終投資家への受託者責任を果たすために、株式の保有比率を一時的に引き下げることがある。例えば、投資先企業の株価が目標水準から大きく上方に乖離し、先行きの反落が見込まれる場合には、相場調整後に買い戻すことを前提に、保有株式の一部を売却する。

<sup>3</sup> 次の論文を参照。

川北英隆編著、『「市場」ではなく「企業」を買う株式投資』、金融財政事情研究会、2013 年。

<sup>4</sup> 次の論文を参照。

小林慶一郎、「山を動かす ～資本市場改革のフレームワーク」、2014 年。

<sup>5</sup> 最近では、コーポレート・ガバナンス・コードの適用開始を受け、銀行が政策保有株の削減方針を打ち出していることも、銀行部門を通じたガバナンスを弱める方向に作用しているとみられる。

<sup>6</sup> 次の論文を参照。

Committee on Global Financial System, "Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets," 2013.

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第 3 課証券グループ（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。