

**今月の
ひとこと**

「アベノミクス」にやや踊らされている感じがしないではないですが、マーケットも明るさを取り戻してきています。このような時にこそ目先の動きに浮かれてやけどをしないようにすることが大切です。今月号では、日本の置かれている投資環境を現役ファンド・マネジャーの窪田真之さんから伺いました。作用があれば反作用もあります。プラスの面が表面に現れている時こそ、マイナス面に目を向ける心構えが必要だと思えます。

FACEBOOK上でクラブ・インベストライフの仲間が活発な議論をしています。FACEBOOKに登録している方、ぜひ、ご参加ください。(2013年2月14日現在で参加者数は1098名です。まずは2000人を目指しましょう)

対談「七つのポイントで投資環境を総ざらいする」

窪田 真之 vs. 岡本 和久



投信投資顧問会社の現役ファンド・マネジャー、窪田真之さんに今年の投資環境のポイントを七つのテーマから総ざらいしていただきました。全体を通して非常に一貫した考え方が素晴らしいと思いますし、また、日本にとって何が良いことなのかという視点で投資をされていることに感動しました。もちろん、人によって異論を持つ方もいると思いますが、窪田さんのファンドのように、それぞれの思いを込めた投資信託が増えてゆくことを願っています。(文中の意見はすべて窪田氏個人のもので)

[読んでみる](#)

英国と米国の投資信託の歴史から学ぶ

Foster Forum良質な金融商品を育てる会 事務局長 永沢 裕美子

永沢裕美子さんの寄稿です。英国と米国で投資信託という制度がどのような歴史を辿ってきたのかを、その形態の変遷に焦点を当てつつ紹介していただきました。

[読んでみる](#)

個人投資家の手作りイベント「インデックス投資ナイト」とは？

インデックス投信ブロガー 水瀬 ケンイチ



2013年1月12日、東京お台場で「第5回インデックス投資ナイト」が開催されました。「インデックス投資ナイト」とはなにか？ 聞いたことがない？ 無理ありません。なにせ個人投資家有志による手作りイベントなので、第1回は2009年1月10日、第2回は2010年1月9日、第3回は2011年1月10日、第4回は2012年1月7日に開催されています。インデックス投信ブロガーとして名高い水瀬ケンイチさんの寄稿です。

[読んでみる](#)

【中国がわかるシリーズ7】 諸子百家(前)

ライフネット生命株式会社 社長 出口 治明

クラブ・インベストライフとは？

人生を通じての長期投資は孤独な長旅です。この長旅に耐え、大きな喜びを得るには、資産運用を行うための基礎となる知識と孤独な旅を支えあう仲間が必要です。「将来の自分はいまの自分が支える」ほかない時代、クラブ・インベストライフの活動は、豊かで幸せな人生のための投資を目指しています。

毎月、ネット上で会報誌を公開するほか、FACEBOOKやTwitter上で議論の場を提供し、各地でのセミナーを開催しています。

まったく投資の経験のない方も多数、参加しておられます。大手金融機関から完全に独立しているので、特定の商品をお勧めすることも販売することも一切ありません。

<FACEBOOK、TWITTERへの投稿の際のお願い>

1. 個別商品の販売・推奨、あるいはそれに類する投稿はご遠慮ください
2. 発言はあくまで個人としてのものとしてください
3. 企業広告はご遠慮ください

I-Oウェルス・アドバイザーズのメール・マガジン

メルマガへのご登録は下記のメールアドレス宛に、空メールを送信下さい。購読は無料です。

mag@i-owa.com

毎月15日配信 無料

Facebook

Facebook上のグループ、クラブインベストライフ
<http://www.facebook.com/groups/investlife/>

Facebookへの登録が必要で、リクエストボタンを押して入会申し込みをしてください。

[Facebookへはこちらをクリック](#)

Twitter上のグループ
 クラブインベストライフ
http://twitter.com/c_investlife

Twitterへの登録が必要です

 [@c_investlifeさんをフォロー](#)

戦国時代が始まって100年近くが過ぎた頃、中国では、秦が勃興し始めました。秦の孝公は法家の商鞅（衛の公子）を抜擢して、変法と呼ばれる二次の国政改革を行いました（BC359、350）。中国の歴史、いよいよ我々にもなじみの深い諸子百家の時代に入ります。

[読んでみる](#)

インストラティブ応援団のブログ

あいうえお順、敬称略

紹介一覧はこちら

伊藤宏一の「近現代日本と貯蓄」ー貯蓄は美德なのかー

伊藤 宏一

実践コーポレートガバナンス研究会・ブログ

門多 丈

会長 澤上篤人のレポート

澤上 篤人

真マネー原理

滝沢 伯文

一日一言ブログ

竹田 和平

セゾン投信・社長日記

中野 晴啓

SRIのすすめ 未来の測り方

速水 禎

馬淵治好の凸凹珍道中

馬淵 治好

右脳インタビュー

片岡 秀太郎

鎌田泰幸のブログ

鎌田 泰幸

世代を超える想いの滴

渋谷 健

About Money, Today

竹川 美奈子

出口治明の提言：日本の優先順位

出口 治明

CFA流「さんない」投資塾

日本CFA協会

毎週3分で、資産運用の成功へ導くメルマガ！

尾藤 峰男

森本紀行はこう見る

森本 紀行

バックナンバー

一覧

- [2013年02月15日発行 Vol.122](#)
- [2013年01月15日発行 Vol.121](#)

バックナンバー

2012年12月までに発行されたインストラティブをご購入いただけます。



購入・詳細

参考データ・コーナー

基本ポートフォリオのパフォーマンス

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

[読んでみる](#)

投信データ・ウォッチ

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

海外ETFの選択についてはインデックス投信ブロガーの水瀬ケンイチ氏のご協力をいただきました。

[読んでみる](#)

I-OWAたより

マンスリー・セミナー・レポート「東インド会社に学ぶ株式会社の原点」

講演：岡本 和久 レポーター：川元 由喜子、加筆：岡本 和久

[読んでみる](#)

「ETFという新しい潮流」+「ミニ対談」

講演：カン・チュンド、ミニ対談 カン・チュンド VS 岡本 和久 レポーター：川元 由喜子、赤堀 薫里、加筆：岡本 和久

[読んでみる](#)

岡本和久のI-OWA日記

★ハッピー・マネー・ピッグのピギーちゃん紹介 ★マネー・サビー・ジェネレーション社のご紹介 ★今週の「小食知足」星火@自由が丘 ★今週の「小食知足」KAMUKURA DINING@恵比寿アトレ ★中学生向けハッピー・マネー教室の録画です ★「しあわせの六角形」と仕事 ★個人投資家のためのコア・サテライト戦略 ★今年初めてのI-OWAマンスリー・セミナーを開催しました ★今週の「小食知足」仙太郎の花びら餅 ★インストラティブが無料化され本日公開！ ★新成人へのメッセージ

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

セミナー案内

[詳細はこちらをご覧ください。](#)



長期投資仲間通信「インベストライフ」

投信投資顧問会社の現役ファンド・マネジャー、窪田真之さんに今年の投資環境のポイント
を七つのテーマから総ざらいしていただきました。全体を通して非常に一貫した考え方がす
ばらしいと思いますし、また、日本にとって何が良いことなのかという視点で投資をされて
いることに感動しました。もちろん、人によって異論を持つ方もいると思いますが、窪田さ
んのファンドのように、それぞれの思いを込めた投資信託が増えてゆくことを願っていま
す。(文中の意見はすべて窪田氏個人のもので)

「七つのポイントで投資環境を総ざらいする」

対談 窪田 真之氏 vs. 岡本 和久

岡本 | 今日は現役ファンド・マネジャーとして活躍されている窪田さんに最近の投資環境、
経済環境などの見方についてお話を伺いたいと思ってきました。株式市場もアベノ
ミクスなどといって少し明るさも見えてきているようですがその辺の窪田さんのお
考えはいかがでしょうか。

窪田 | 私は目先、半年は政治・経済両面から好材料ばかり集中すると思っています。ただそ
の先は、いつまでも好材料ばかりとは言えません。だから、私は目先の半年に限っ
て、株式相場にきわめて強気です。

岡本 | その背景というのはどんなところにあるのですか。

窪田 | それは短期的に景気を良くす
る政策と長期的に経済を強く
する政策は必ずしも同じでは
ないと考えるからです。今、
自民党から話がでている経済
政策はどちらかというと短期
的な景気対策に偏っているの
かなという気がします。その
意味では、マーケットも短期
的には上がっても長期的な持
続性についてはまだわからな
いというのが実際です。



岡本 | 当然、参議院選挙という政治的な配慮もあると思います。まあ、現状の経済状況を考



長期投資仲間通信「インベストライフ」

えれば、このままでは「いかん」というのもあるでしょう。でも、泥沼に落ち込むのはなんとしても止めなければいけないというのと、持続的に経済を拡大させていこうというのは少し次元の違う話ですね。現在、安倍首相がやろうとしているのは、どちらかというところにかく目先何とかしなければいけないという配慮が強いように思いますね。

窪田 | もちろん自民党が考えている経済政策には長期的にも効果のあるものもあります。政権交代に伴う経済政策の変化について総括すると、社会福祉を重視する民主党から経済成長を重視する自民党への変化と言えらると思います。政策全般を見ると経済の効率を改善することになるとは思います。その目玉になっているのは金融政策と財政政策ですね。金融政策については日銀の独立性が失われるという批判もあるのですが、少なくとも為替を円安にしている点でプラスですね。他にも重要課題は山積しています。①金融政策、②財政政策に加え、③TPPの問題、④規制緩和、⑤法人税・消費税の見直し、⑥外交政策、⑦原発再稼働の問題を含めたエネルギー政策全般の見直しなどが重要な課題だと思ひます。

岡本 | なるほど。七つのチェックポイントというわけですね。どれも国民的議論が必要な大きなテーマばかりですね。

窪田 | 私がこれからお話しする私の考えは、私なりにどうしたら日本が良くなるか真剣に考えた結果です。もちろん、私の意見と異なる方もたくさんいるし、私はそういう方とも「どうしたら住みよい社会を創れるか」という視点から議論をしたいと思ひています。

岡本 | それは非常に重要ですね。日本ではしばしば、意見の相違が感情論になってしまい、建設的な議論にならない。その辺について、私はいつも日本人はもう少し成長しないといけなると感じています。ですから、窪田さんのおっしゃることは良くわかりますね。その前提でお話を伺ひます。

窪田 | まず金融政策について言うと、短期的には金融を緩和した方が円安にもなるし、株も上がるし、インフレ期待も出てくるということで、短期的にはいいことばかりだと思ひうんです。ただ長期的に懸念しなければならな問題もあります。中央銀行の独立性という抽象的な言葉で語られていますが、それ以上に問題なのは、お金をどんどん刷れば、経済はインフレ的になると思ひますが、重要なのは何がインフレになるかということなんです。2%のインフレを目指すと言ひていますが、お金を無限に出し続けたら形の上で2%のインフレを達成することは可能なんです。でも、世の中のすべての物価が2%ずつ上がるという訳ではありません。50%上がるものもあれば、全く上がらななものもある、また、下がるものもある。全体を平均するとマイナスの物価上昇率がプ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

ラスになるということですね。そこでどういう歪みが生じるかということを考えなければいけない。

岡本 | そこは重要なポイントで、「2%」議論で欠けているところのような気がしますね。

窪田 | 今、民生用エレクトロニクス業界が非常に苦境にあります。テレビなど大きな赤字を出していて、半導体や液晶など色々なもので競争力を失い苦しんでいます。それらの価格が、安倍さんの政策で上がるかという上がらないと思うんですね。では何が上がるかという多分一番上がるのは不動産とか、場合によっては株式で、いわゆるアセット・インフレになると思います。もしかすると、市況製品も上がるかもしれないですね。要は、日本の製造業が望んでいるようなハイテク製品とかエレクトロニクス製品の価格が上がるということにはならないと思うんです。そうではなくてアセット・インフレになる。株は上がる、土地は上がる、それで本当に「いいことばかりでしょう」と言えるのか。だから、半年間はいいいけれども長期的にはどうかということを書いたのです。

岡本 | グローバル化による産業構造の変化を日本一国の金融政策で変えるというのは難しい。その点は心しておく必要があるでしょうね。単に、過剰流動性が増加して、それが実態価値から離れたアセット・インフレを起こすとすればバブル的状况が発生する恐れもある。

窪田 | はい。中国はリーマンショックの後、景気を回復させるために4兆元の公共投資を行いました。その結果、短期的に中国の景気は良くなったのですが、いろいろな副作用もありました。本来ならば公害をなくすための投資とか、生産性を上げるためのファクトリー・オートメーションなどへ向かうべき投資が、土地や不動産や鉄鋼などの市況製品への投資に行ってしまったんですね。その後遺症と景気対策の反動で、2012年には中国経済が苦しんでいる。資金を注入している間はいいんですが、現実には期待された中国経済の体質強化に結びつかなかったという面があるのではないのでしょうか。このように、政府が行う景気対策は株式市場には短期的には好材





長期投資仲間通信「インベストライフ」

料でも、実体経済が強くなるかどうかはわからない面があるように思います。世界中の中央銀行が競ってバランスシートを膨らませて金融緩和をしていることにも、危うさを感じます。私は日銀は大丈夫だと思いますが、近いうちに世界の中央銀行の信用不安が表面化する可能性があると考えています。日銀はいろいろ問題が言われても相対的には健全な財務の状態にあります。日銀の場合、問題は保有する日本の国債だけです。日銀に信用問題が起こるとしたら、それは国債の問題ということだと思います。

岡本 | 中央銀行の信用不安というのは具体的にはどういうことなんでしょうか。通貨に対する信認がなくなるという意味ですか？

窪田 | 直接的にはそうでしょうね。中央銀行を救うとなれば当然、公的資金ということになりますから、結局、国の信用次第ということになると思います。日本の場合にはまだ対外純資産が世界最大である強みがあるので、まだ何とかかなと思います。日本の対外純資産は2位の中国を引き離してダントツのトップです。3位のドイツよりも多い。ちなみに、対外純負債最大の国はアメリカです。日本の強みは、まずこの点があります。また、日銀がバランスシートで保有しているのは、なんといっても日本国債が多い。財政赤字が大きいといってもこれで支えられている。相対的には日本の状況はマシだと思うのですが、一番心配なのはECB（欧州中央銀行）です。ギリシャ国債とか、スペイン国債とか買い支えています。今後は心配ですね。ちょっと弱気すぎますかね（笑）。まあ、私は半年は世界も日本も強いと思っています。ただ、その先について注意も必要だと述べたいのです。

岡本 | 短期的に良いことをすれば、ある意味、その副作用が長期的な面で出てくる可能性がある。それは真理だと思います。

窪田 | 中央銀行ではECBがいちばん危うい。アメリカのFRB（連邦準備制度理事会）も長い目で見れば危うい。でも、運がいいだけなのか、あるいは、能力があるのかよくわからないのですが、FRBって結果的にファンド・マネジャーだとしたら奇跡的な腕前なんです。リーマンショックの大底で金融資産が投げ売られていた時に国債ではなくて優先株だとかMBS（主に住宅ローンなどの不動産担保融資を裏付け債権として発行された証券）などを買っていったんです。これが世にいうQE 1（量的緩和第一弾）ですね。

岡本 | それは買いのチャンスだということを買ったのでしょうか、それとも救済という意味で買ったのですか？



長期投資仲間通信「インベストライフ」

窪田 | その両方だと思います。アメリカの金融政策の担当者はゴールドマン・サックスなど投資銀行の出身者も多く、相場の反転タイミングも考えていると思います。

岡本 | その意味では相場観もあったのかもしれない。

窪田 | そうですね。大底で買って戻ったところで利食っているんですよね。それで、代わりにMBSを買っていった。MBSはその時まだリーマンショックで大幅に下がっていました。そこをリバウンドするまで買っていった。リスク資産を買い切ったところで今度はQE2（量的緩和第二弾）を「やるぞ」という発言をしてトレジャリー債を買ったんですよね。しかも満期の長いものを買った、長いものを買って、その後、何が起こったかということドル長期金利の歴史的な低下です。それで買ったトレジャリー債がまた値上がりしたわけです。うまいですね、これは。

岡本 | ちょっとインサイダートレードみたいですね。（笑）

窪田 | まあ、現実にはFRBといってもなかなか自分の力だけではマーケットは動かさないでしょう。彼らの相場の読みが当たったと考えた方がいいと思います。その後も、ツイストオペと言って、総資産は変えないで中期国債を売って長期国債を買った。デュレーションを長くしていったのです。

岡本 | そして大幅に低下金利が低下して、そこでまた大きく儲かったということですよ。

窪田 | そして、QE3（量的緩和第三弾）でMBSを買うというのだけれど、いま住宅の回復でMBS市場は上昇基調です。上がりすぎたトレジャリーはもう買わない。景気がそれなりに回復しているのでこれ以上の金融政策はできない。それで今、ドル高になっているのですが、これを相場観としてすべてやってきたと考えれば大変なものだと思います。私は、これは事実、経済政策と相場観とだいたい半々なんじゃないかと考えています。その結果、FRBに対する信認が高まり、FRBが動くマーケットが動くということになっています。リスクなポジションを取ったり減らしたり、まるでヘッジファンドのようなことをやりながら景気を回復してきている。だからFRBに対する不安はそれほど出てきていない。もし、FRBがこれに成功しなかったら大変なことになっていると思うし、成功したから、なぜ日銀もそれをしないのかという話になってきている。もし、FRBがまずいタイミングで売買し大きな含み損を抱えていたとしたら、ここまで日銀に対して「FRBのようにやれ」という圧力は強くなかったでしょう。ある意味、FRBがうますぎた。ECBも今のところスペイン国債などを買って金利が低下をしている。今のところ結果オーライです。でもそれがいつまで続くかは不透



長期投資仲間通信「インベストライフ」

明です。それとFRBがどこかでこけた時が心配です。いまのFRBは儲け続けているヘッジファンドのようなものですよ(笑)。そんなにいつまでも幸運が付いて回り続けることが可能かどうか、それがちょっと心配なところです。

岡本 | なるほどね。

窪田 | まあ半年間は日本でも世界でも金融政策を中心としてポジティブな働きをして日本株にも好材料が続くと思いますが、いつまでもポジティブな材料ばかりだとは限らないということです。



岡本 | 次に公共投資と財政の問題についてお話を聞かせて下さい。

窪田 | 当たり前ですが公共投資をたくさんやれば、短期的には景気に非常にいいんですね。公共投資は今まで減らしてきたのを増やすのだから、景気押し上げ効果がある。公共投資を増やすことに対して今までなかなか国民の合意が取れなかった。大して必要性もない道路を掘ったり埋めたりして「何やってるんだ」という批判があったと思います。ただ今は逆に、東北の復興がいつまでも遅れていることに批判があります。「やる、やる」と言いながらなかなか進まない。また、つい先日、中央高速道路で天井の崩落事故が起こったことから分かるように社会インフラが全国的に劣化してきている。だから、今、自民党が言っている復興および国土強靱化に大きな投資をする計画というのは非常に説得力を持っているんですね。だから、財政の赤字問題はあるけれども、やらざるを得ないんじゃないかというのがコンセンサスになってきていると思います。世界最大の対外純資産があるから公共投資を増やしたからといって、すぐに国債の金利が上昇するという不安もないだろうと思います。国民的合意も得ながら公共投資も出していくわけですからこの半年というのはすごく財政政策も日本株にとってポジティブな働きをする。

岡本 | 何となく世論の支持は得やすくなっていますね。

窪田 | でも、じゃあその先はどうかというと、公共投資というのは一旦出してしまうとその次に財政の崖という問題が出てきてしまう。大きな金額をいったん公共投資で出して



長期投資仲間通信「インベストライフ」

しまうと、翌年は、同じ金額を出しても成長率への貢献はゼロということになります。ある年に大きな公共投資を行うとします。翌年も金額的には巨額の投資をしたとしても前年より少しだけ少額であれば成長率への貢献ではマイナスになってしまう。中国でリーマンショックの直後に4兆元の公共投資を行った。中国では財政の崖という言葉使わないですけども、2012年の経済を見ると明らかに崖に苦しんでいる面もあるはずです。つまり、日本についても、今年は良いけれども公共投資については将来的には問題もあると言っておきたいと思います。

岡本 | 次のポイントは TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）ですね。これは非常に微妙な問題ですが、自民党政権としては一応、進めていくという方針のように見受けられます。

窪田 | TPP について語るときに必要な事は、どうしたらこれからの日本がいちばん幸せになるかという点です。意見の対立があるのは当然です。TPP の議論をするとすぐに敵か味方かという議論になりやすい。その点は注意が必要です。TPP の影響は、農業と農業以外の産業でかなり異なります。農業以外の産業、特に製造業にとっては、メリットが多いと思います。今、アメリカと FTA（自由貿易協定）を結んでいる韓国はアメリカでシェアを伸ばしている。日本が TPP をやらないと、日本の輸出企業はアメリカ向けの輸出で韓国企業対比で不利な状況に置かれ続けることになる。日本のように輸出競争力が強くて貿易収支を稼ぎ続けてきた国にとっては、TPP をやること自体は国全体としては明らかにプラスだと思います。問題は農業をどうするかという点です。

岡本 | 私個人としては、TPP はノーチョイスだと思っています。ただ議論として、貿易自由化という問題について賛成か反対かという問題があって、次に TPP が自由化の手段として最適なものなのかどうかという議論はあつてしかるべきだと思っています。突如として TPP が及ぼす個別の産業への影響が出てきて、だから TPP はいけない、だから貿易自由化も反対だという逆の議論になっていることを感じます。政治的発言があまりに多すぎるということもあるでしょう。もう少し冷静な議論が必要だろうと思っています。

窪田 | 農業については TPP 反対という声も大きく、それは理解できる部分も多くあります。ただ、ひとつ言えることは、日本の農業生産物は極めて品質が高いということです。私は、株式会社の農業参入によって日本の農業がコスト競争力を強めれば、品質の高さを生かして輸出産業として成長することができるという強い期待を持っています。

岡本 | そのような話はよく聞きますね。

窪田 | 株式会社の農業参入が禁止されているのは、戦前の小作農と地主の関係を再現しては



長期投資仲間通信「インベストライフ」

いけないという法律上の考えに基づくものです。株式会社が土地を買って農業労働者を雇うと、それは地主が小作農を使っているような関係になるからよくない、というわけです。そのような懸念があって株式会社の農業参入が許されていないのです。でも、今の資本家と労働者の関係では、労働者の権利を守る労働三法などが法的に整備されています。今の株式会社が農業に参入したからといって昔のような問題が起こるということは考えにくいのではないのでしょうか。

岡本 | 現状では株式会社は一切、参入できないということですか？

窪田 | 抜け道があるんですよ。土地を買わなければいいんですよ。ホクト産業や雪国まいたけという企業の例がある。専用工場でブナシメジや舞茸の生産をしています。工場生産していて、農業用地を買って労働者を使っているわけではないので違反にならない。これは事実上の株式会社の農業参入です。昔は、舞茸は高価で簡単には手に入らなかったのですが、今は工場ですごくたくさん作られ、スーパーで普通に売られ誰の口にも入るようになった。これは農業の株式会社化のメリットだと思います。

岡本 | ごく普通にどこでも売ってますからね。

窪田 | あと、もう一つの抜け道として、日本の企業が中国など海外に出て行って、そこで農業経営をやってそれを日本に逆輸入するということがあります。本来なら日本の国内でやればいいのですけれども規制があってできない。中国というのは実は農業の競争力が極めて弱い。中国はあれだけ貿易黒字を稼いでいながら TPP には賛成してないのですが、なぜ、TPP に反対なのかというと自由化されたらアメリカなど海外の農産品が大量に入ってきて中国国内の農業がやられてしまうからです。機械化も進んでないし肥料など適切な農薬の使用などもない。そんな競争力のない中国の農業ですが、日本の商社が入って、日本の機械を導入し、日本の技術を導入し、そして低コストで生産するとものすごく競争力のある農産物ができる。それを日本に大量に輸出することができるようになる。長ネギとか椎茸とか、一時、中国から日本への輸入が大変増えた。そのために日本でセーフガードが発令された。これはおかしいですよ。最初から日本国内で日本の農業が持つ潜在力を発揮できるような環境が作られていたら問題はなかった。それができないから、日本の株式会社が日本の技術を生かして中国で作ったものを、日本に持ってきただけなのです。あと大きな誤解だなと思っているのは海外から安い農産物が入ると食の安全が脅かされるという考え方があることです。日本人は食の安全にもものすごくセンシティブです。だから多少、お金を余分に払っても安全が確保されるものを買いたい。例えば遺伝子組み換え作物が輸入されてきても、国産の遺伝子組み換えでは無い商品を値段が少し高くても買う人がいるわけですよ。だから安くて安全性の低いものが入ってきたとしても、それは選択肢が増えるだ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

けのことです。もしそれを国内で喜んで買う人がいなければ国内シェアは増えないわけですね。

岡本 | しかし、日本の農産物は国際的にみてもコストが高いと言われてますよね。

窪田 | 日本で安全を重視する自然食品の値段が高い理由は何かという、小規模の生産をしていることに尽きると思います。安全を守るものは小規模でないといけないという誤解があるのです。株式会社が農業参入をして、大規模農業で消費者が求める安全を重視する食品を大量に作れば、今よりも自然食品や安全食品の価格はずっと下がる。そうすると今よりも所得が少ない層もそのような商品を求めるようになる。

岡本 | なるほど。

窪田 | 海外から安いものが入るといふのと国内の株式会社の参入、農業の大規模化というのは同時にやらなければいけない。これらを同時にしないで TPP だけをやると農業は苦しいが、これを同時に行って TPP をすれば日本農業は強くなれると思います。順番としてはまず農業の大規模化を進めて競争力をつけ、その後に本格的 TPP に入っていくという交渉をすればいいと思います。もう一つ、考えなければならないことは、食糧の安全保障という問題です。戦争など有事の際、海外から日本が必要とする食糧が入ってこない事態も想定しなければなりません。日本の安全保障という観点から「米だけは関税撤廃の例外にしろ」という議論も出来ると思います。株式会社の農業参入と、米を例外とする安全保障、TPP などは、現実的に、注意深く検討していくべきだと思います。自民党が TPP をやっていこうと言うのは、今、私が言ったことと全部同じでは無いけれども、TPP に参加しないで日米関係強化というのはいりえない。一切の聖域なき関税撤廃を前提としない TPP への参加を表明していくべきでしょう。農業強化と TPP をセットでやっていくということは短期的にも長期的にも日本の経済にとって重要なことだと思います。それに必要なのは農業の株式会社の参入ですね。もちろん私がお話ししたことに反対の見解を持つ方も多いと思いますが、重要なことは日本の将来にとって何が大切かという視点からの議論をすることではないかと思います。

岡本 | 消費者はかなり賢いですからね。ある株式会社が儲け主義で危険なものをどんどん作るようになればそういう企業が結局、市場から退出せざるを得なくなる、牛肉やオレンジを自由化した時に日本の産業は壊滅すると言われてたが実際には壊滅しなかった。また、円が変動相場に移行した時も日本の産業は壊滅すると言ったがそんな事は全くなかった。これは農業だけの問題ではありませんね。日本中のあらゆる産業について制度というものが大きな社会的なコストになっているという事を認識すべきだと思います。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

窪田 | エネルギー政策にも関係しますが、エネルギーの効率活用を図るためにスマートシティの実現が必要といわれていますよね。これを実現するためには今ある規制を取っ払わないとできないことがたくさんあるのですね。その意味では、例えば不幸にして津波の被害にあった東北などはスマートシティ化するのに適していると思います、今あるインフラをすべて再構築するわけですからね。あと私が必要だと考えているのは、これも反対派から色々と言われやすいことですが、病院の株式会社化ですね。株式会社が病院に参入すると医療がおかしくなると言う意見がありますがそれは間違いです。昔、株式会社の病院参入が認められていたことがあります。その時に参入した病院は今でも株式会社です。キッコーマン総合病院などが株式会社病院として存在しています。株式会社北原病院など非常に先進的な医療をしているところもあります。医療の質が悪いなどということは全くないわけで、医療の質の問題と病院が株式会社形態かどうかというのは別問題です。

岡本 | 昨年の AIJ 事件のときに、「だから独立系投資顧問は危ない」というので大手信託銀行に年金資金が流れた。本当に大切なのは企業の形式ではなく運用の質なのに。それも似た話ですね。

窪田 | 海外では今、メディカルツーリズムというのが流行っています。例えばシンガポールにアジアの富裕層がたくさん治療に来る。続いてタイに治療に行く人も増えています。韓国も非常にメディカルツーリズムの推進に積極的です。日本の医療水準は非常に高度ですから、日本でもメディカルツーリズムを担う株式会社病院を解禁すれば随分、日本に治療目的で来る人が増えるでしょう。これは、日本の地方の活性化につながります。道州制が実現すれば、地方ごとに規制緩和で特色を出すことが可能になります。医療の株式会社参入なども全国でやるのが難しければ特定の地域で経済特区を作ってやってみる。規制緩和特区としてやってみて、そこでの成功を確認した上で全国規模でやってみる。地方から始まって、全国の規制につながった例はいろいろあります。トラックの排ガス規制、歩き煙草の禁止などは、国がいつまでたってもやらないので東京都が先鞭を切ってやって、それがうまくいったために全国的な規制になった。国はなかなか利害関係が多くて決断ができない。地方自治体の方が話が進みやすい場合があります。

岡本 | 株式会社の医療参入というのは法律で禁止されているのですか。

窪田 | はい、禁止されています。でも先ほどお話したように株式会社の病院は存在しています。禁止される前にできた株式会社の医療施設は存在しています。要するに営利企業としてやってはいけない。「医は仁術」であるという考え方です。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

岡本 | 確かに「医は仁術」という面はありますが、だから「株式会社はいかん」と言うのはちょっと解せない気がします。逆に、もう少しビジネス的なセンスも取り入れてメディカルツーリズムなどを取り込む必要はあるのではないかと思いますね。これをやらないと東南アジアのお金持ちなどを韓国などが大量に取り込むことになる。場合によっては日本で高い技術を持った医師が韓国に行ってしまうということだってないとは言えない。次は税金問題ですね。

窪田 | 世界の潮流は消費税を上げて法人税を下げる方向に動いています。ヨーロッパなどではそれが非常に明確です。ヨーロッパのように国と国が接近していると、法人税が高いとすぐ企業が他の国に移ってしまうからです。

岡本 | 日本もそのようになってきているのではないのでしょうか。

窪田 | 日本は海に囲まれているといっても、今の時代、海はもはや国を隔離する存在ではないですね。法人税は下げないとどんどん企業が海外に逃げてしまう。日本の法人税はただでさえ高すぎる。しかし、法人税を下げてどんどん財政を悪化させるわけにはいかない。そこで消費税を上げるという話になるわけです。ヨーロッパでは消費税が20%の国があるのだから日本も20%でいいと言うのはあまりに雑な議論ではありません。しかし日本の消費税が5%というのは低すぎる。それを8%にしてさらに10%にするのは必要なことだと考えます。

岡本 | 個人の所得税についても同じことが言えますね。

窪田 | そうです、個人の所得税も同じことです。日本国内で雇用を維持しないといけない。「消費税反対、所得の低い人はどうなるのだ」と言う人も多いのですが、社会福祉問題と経済の効率を高めるという問題は分けて考える必要がある。食品にかける税率を例外にすると色々言われていますが、それも考えてもいいでしょう。基本的には経済の効率を高めることが必要です。その上で所得の低い人の生活を守るための社会保障をどうするかを考えるべきだと思います。経済の効率を悪くして社会福祉を充実するというのは本末転倒です。

岡本 | 雇用の話が出ましたが移民の問題と空洞化という悩ましい問題がありますね。アメリカはその成り立ちからして移民にはオープンです。新興国が興隆してきた近年も南米などから移民が移動してきて米国内に新興国を作ってしまった。その分、空洞化は防いでいる部分があります。しかし元々いたアメリカ人にとって雇用の機会が増えていくかと言うと必ずしもそうとも言えない。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

窪田 | 私は雇用については、日本人自身が考えなければならない2つの選択肢があると思っています。企業がどんどん外に出て行って海外で現地の人を雇って活力を維持していく、あるいは日本に移民を取り入れて企業が国内でそれらの人々を雇用して生産活動する。選択肢はその2つです。私は、それぞれ一長一短あって、どちらがいいとは単純に言えないと思います。

岡本 | 窪田さんのおっしゃることの結果として、日本の若い人にとっても二つの選択肢が生まれますね。ひとつは海外に出て働く。もうひとつは、日本で海外から来た人材と競って雇用を得る。従来のように安閑としてはいられなくなるというのが現実で、競争にさらされてきますよね。特に学生さんにはその点を気付いて、学生時代に社会で通用する技能を磨いておいて欲しいですね。

窪田 | 日本企業が高コストの日本人労働力を雇い続けていたら国際競争に勝てない。ただ日本の人口ピラミッドを見ると、団塊ジュニアと言われていた世代は今30代になっています。彼らは10年前には20代だったわけです。団塊ジュニアが20代から30代に変わったことによって日本の高齢化が急速に進んだという認識が強まりましたね。今から10年経つと今の20代が30代になり、さらに人口の少ない今の10代が20代になる。

岡本 | 同時に今の団塊の世代がこれからどんどん退職していきます。

窪田 | その意味では日本の企業が真面目に日本で採用しようとしても十分な労働力がないということもあります。採用しようとしても人がいない。今から少子化対策をしても効果が出るのは20年かかる。その間は労働力が減っていくことがもう確定しているわけです。

岡本 | ドラッカーだったと思いますが、人口構成を「すでに起こった未来」と言っていますが、まったく、その通りですね。さて、外交問題はどうでしょう。

窪田 | 外交が巧みな国というのはメンツを捨てて実利を取る。そのような国が外交上手といえるのです。日本の歴史を見ると日本はその意味で非常に外交がうまかったと思うんですね。メンツを捨てて実利をとり続けてきた。しかし、最近、メンツを取ることが外交がうまいことだと勘違いをするような解説が多い。それで、歴史的に日本の外交はうまくないという人も多い。しかし実際にはそうでもない。一番、日本にとって大きな問題である中国についても良いところも悪いところもあります。悪いところは共産党の独裁的支配に対して中国国内で批判が高まっている点。中国国内の批判勢力を



長期投資仲間通信「インベストライフ」

黙らせるため対外的には実利を捨ててもメンツを保つことにこだわるところがあります。日本は戦後、実利をとってきたから経済で一番おいしいところを享受できた。しかし、最近の外交を見ていると実利を捨ててメンツを保つ方向に変わりつつあると言う懸念を持ちます。自民党は今、とにかく参院選までは問題を起こすことはしたくない。参院選を乗り越えればその後三年間は大きな選挙がありません。とにかく参院選まで、衆院選が準決勝で参院選が決勝という感じです。外交についてもものすごく安全運転姿勢です。

岡本 | エネルギー問題についてはどう思いますか。原発問題だけにとられるのではなく将来にわたっての日本のエネルギー問題をどう考えるかという点でのご意見があればお聞きしたいです。

窪田 | 原発問題については宗教論争的な面があり冷静な会話ができなくなってしまっている点を懸念します。日本が原発を捨てても、中国も、韓国も、アメリカも、インドも世界中で原発は使われるわけです。UAEのような産油国ですら原油が出なくなった時のために原発を準備している。私は日本だけが原発を止めてしまうことは、世界の原子力政策に対して何の意見も言えなくなってしまうことになることを恐れます。日本は1970年代にオイルショックが起こった時に原油だけに頼る危険を身に沁みて味わった。そして代替エネルギーを開発し省エネを行った。原発については、同じ事故、同じ過ちを絶対に起こしてはいけないという決意はしなければいけない。でもだから原発をすべてやめるのではなく、安全を確保し、再稼働をし、世界の原発の安全度を高める技術開発を日本がするべきだと思います。今回の地震でも、揺れには耐えたわけです。阪神大震災の頃まではもろい建物もあった。しかし、ここ10年から20年で耐震強化がされていて、今回の震災でも揺れて倒れた東京の建物はなかった。これだけ高い技術を持った国はおそらく他にないでしょう。世界中で大きな地震というのは起こりうるわけです。これだけ高い免震技術を持った国は原発技術の一環として世界に輸出すべきだと思いますね。

岡本 | 新エネルギーについてはどう思いますか

窪田 | 新エネルギーについては環境に優しいということとコストが安いという2つを考えるべきです。どちらかだけというのではダメです。これらは国の置かれた環境によって異なります。例えば偏西風の強いヨーロッパは風力発電に向いています。ところが偏西風が吹かない日本で風力発電をするというのはあまりコスト面で有利ではありません。もちろん、日本でも風の強い特定の地域はあります。しかし、全国的に見ればオランダのようにもともと風車がたくさんあり、常に強い偏西風が吹いている国とでは状況が違います。その違いをわかる必要がある。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

岡本 | 太陽光発電はどうでしょう。

窪田 | 太陽光も同じで、良いところと悪いところがある。まず太陽光発電は大規模にやらなければコスト的に高つく。割高の電力を増やすと経済全体の効率が悪化します。効率が悪化するような電力は普通は増えないのですが補助金を出すとそれが増えてしまう。補助金が出ているうちはいいけれど、財政の問題などで補助金がカットされると大手企業がバタバタと倒産する。ドイツのQセルズはドイツの補助金政策で急成長して、一時世界トップの太陽電池メーカーとなりました。ところが、あっという間に成長して、あっという間に潰れた。今、ヨーロッパは太陽電池を高コストだからやらないという方向になっています。補助金がかたされると関連企業がバタバタと潰れることになるのです。同じことが日本でも起こる可能性がある。ただ太陽電池が全てダメだと言うわけではありません。メガソーラーというのは結構、効率が良いです。また、屋根の上に乗せる小規模の発電は自家発電して自分で使う分には効率が良い。実は、電気系の発電をしてから送電をする間に大量の電力が失われてしまう。ですから、どんなに小規模で高コストの電力であっても、自分で発電して自分で使う分にはトータルで見ればものすごく経済的です。太陽光発電は、自家使用のために使うか、あるいは大規模なメガソーラーでなければならぬということになるでしょう。太陽光発電に一番、適している土地はやはり砂漠ですよね。日本はよく雨が降りますから、必ずしも適してはいない。風力もソーラーも日本では全然ダメだと言っているのではないのですよ。それに向いた土地も日本にはある。でも、全体として見れば日本には向いていないと言えらると思います。風力はヨーロッパ、太陽電池は砂漠の地域に向いてる。

岡本 | それでは日本に向いているのは？

窪田 | そういう意味で日本に一番向いているのは地熱発電です。日本はアメリカ、インドネシアと並ぶ世界の三大地熱資源国の1つです。1万メートル地下を掘れば何千度という温度の熱がある。でも、地下1万メートル掘ってそこにタービン据え付け、水を投入し、それを地中の熱で水蒸気に変えて、タービンを回し、それを温めなおして循環させ発電させる。それを地下10キロ下でできれば、人類はエネルギーの問題はなくなるのですが、その技術をまだ人類は持っていない。それをやったら、現在の技術ではコストをとてまかなえない。しかし、1万メートル地下を掘ることができなくても500から1,000メートル掘れば、固い岩盤の下に地下水が蒸気になって熱水だまりとして溜まっているところがある。それを利用するのが地熱発電と呼んでいるのです。日本国内でも霧島山など、いくつかそのような試みがされています。アイスランドなんかは電気の100%を地熱発電でまかっています。そのような熱水だまりが国内に



長期投資仲間通信「インベストライフ」

たくさんある。ですから、日本の場合には、一番やるべき事は風力や太陽光発電などではなく地熱発電です。化石燃料だけに依存するのではなく、実は地球の中に膨大なエネルギー資源が眠っており日本は非常にその資源に恵まれていると言えます。

岡本 | 少し長期的なスタンスから見て、有望な投資分野というのはどのようにお考えですか？

窪田 | あまりリスクを負いたくないという人を前提にするなら、配当利回りの高い銘柄が面白いと思いますね。あまり面白くなく聞こえるかもしれませんが、財務内容も良く、技術も高く、しかも配当利回りが4%などという企業も結構あります。家電中心のハイテク企業が大変な思いをしているのと比べればかなり状況は良い。黙って買って、長期的に配当受け取っていくという意味では面白いだろうと思います。その辺が最大公約的なオススメではないかと思います。そこから先になってくると、その人がどのぐらいのリスクを取りたいかによって答えは変わってくると思います。成長性で言うなら、大手総合商社。総合商社は世界中の新興国でビジネスをやっていて、そういう国の社会インフラ整備とか、資源開発にコミットしています。リスクの取り方も非常に洗練されていて、ひとつのプロジェクトで大きなリスクを取るようなことはしない。しかし、これは私が私のファンドのリスクを考えてのコメントであり、誰にでも同じようにおすすめてできるというものではありません。

岡本 | 今日は長時間にわたって興味深いお話をありがとうございました。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

寄稿 英国と米国の投資信託の歴史から学ぶ

Foster Forum 良質な金融商品を育てる会
事務局 永沢 裕美子

<はじめに>

この度、岡本さんをお願いして、英国と米国で投資信託という制度がどのような歴史を辿ってきたのかを、その形態(法形式)の変遷に焦点を当てつつ紹介させていただく機会をいただきました。

その前に、なぜ今歴史なのかという点について、少し長くなりますが、お話させていただきたいと思います。出発点は、投資信託は社会的な制度であり、経済社会の発展とともに生まれ形成されてきたものであり、社会の要請に応じてまだまだ進化しうるものだということです。世界を調べてみると、分類の必要から会社型と契約型に大別されるのが一般的ですが、実に様々な法形式のものが存在していることが分かります。実際、投資信託の母国である英国や米国では、その歴史の中で様々な形態が試行されてきたし、今でも試行が継続しています。この原動力となっているのが、投資信託におけるガバナンスはどうあるべきかという視点です。

専門家に投資を委ねるという仕組みに加えて、投資信託においては零細な投資家から資金を集めて行われることが多いこともあって、専門家が投資家の信任を裏切るということが起りやすい構造にあると言われていています。英米とりわけ米国においては、そうした懸念や実際に起きた事件の原因究明を通じて、この仕組みのあり方に関する議論が続けられていると言っても過言ではないでしょう。

それでは、わが国ではどうでしょうか。2000年の投資信託法の改正により会社型に分類される投資法人と呼ばれる形態(法形式)が導入されましたが、不動産に専ら投資を行うための器であり、一般に投資信託と呼ばれるものについては、引き続き契約型と呼ばれる形態が使われています。

わが国の契約型は、投資信託会社を委託者とし信託銀行を受託者とする信託契約を基礎として組成されるものです。戦時中、大蔵省の強い要請を受けた野村證券が、当時の英国で盛んに行われるようになっていたユニット・トラストと呼ばれる形態を参考にして1941年に作ったものがその始まりと言われていています。(少し難しい話になりますが、わが国の民法典はドイツを手本として作られた大陸法を基本としており、英米法のような信託の考え方が存在していません。したがって、この最初の投資信託は、外見こそ英国のユニット・トラストですが、それぞれの当事者が果たす役割を比べてみると実際には似て非なるものであったとも言われています。)



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

戦後の1951年に証券投資信託法が作られた際に、わが国で行う投資信託は、1941年に作られた投資信託を原型とする形態で行うことが定められました。これ以降、私たちは、わが国で行う投資信託はこの契約型と呼ばれる形態で組成するものだと考えてきましたが、受益者である投資家の地位が不明確であることや、信託銀行が受託者として機能しているとはいえないといった構造上の問題点がずっと指摘されていることも事実です。金融ビッグバンによって投資信託においても運用規制の緩和が行われ、多種多様な商品開発が行われるようになっていますが、今一度、そのような投資対象や投資手法に現行の契約型という形態が適しているのかということ、商品の組成者は立ち止まって考えてみる必要があるのではないかと感じています。

ここでは、上記のような問題意識から、10年前にまとめた修士論文の一部を、意識の高い投資家の集まりであるインベストラ이프の皆様と共有させていただきたいと思い、恥をしのんで紹介させていただくことにしました。それでは、前置きが長くなりましたが、本論に入らせていただきます。

<英国のインベストメント・トラストから始まった>

世界最初の投資信託は、1860年代の英国で普通信託の形で生まれたといわれています。インベストメント・トラストという名称の通り、信託という英国固有の制度を利用し、投資の練達者で信頼に足る人が受託者となり、近隣や知人の信任を受けて共同出資金の運用にあたるという仕組みとして誕生しました。当時の英国は金利が低下していたことから、金利の高い大陸や米国の証券への投資は、投資顧問を雇うことができる富裕層の特権であったところ、そうした投資を中産階級の人々に可能にしたのが、このインベストメント・トラストであったと伝えられています。

草創期のインベストメント・トラストは投資対象をあらかじめ決め、その約束通りに投資を実行するものでしたが、実際の運用では硬直性が災いすることが起こり、1870年代に入ると投資管理者にある程度の裁量権を認めることを信託証書に書くものが登場することになりました。しかし、どの時代も同じで、投資管理者が財産を管理していたのでは詐欺的な行為が行われる虞れがあります。そうした疑念を解消し、投資家の安心を得るための仕組みとして、資産運用者が委託者となり、投資家を受益者、銀行を受託者とする形態が開発され、以後広く行われるようになっていきました。

19世紀後半の英国では会社法が成立していました。1879年に訴訟事件が起こり、「二十人以上の共同組織(Association)でありながら、会社法による登録がなされていないのは違法である」との判決が下ったことから、信託型として組成されていたインベストメント・トラストは全て会社法に準拠した投資会社に転換させられることとなりました。

インベストメント・トラストは、会社型となったことにより、資金の永久的な固定化や社債等の発行に



長期投資仲間通信「インベストライフ」

よりレバレッジを高めた運用が可能となり、結果的によりリスクを取った運用を行う投資信託へと変質していくこととなりました。上記判決は1930年に撤回されましたが、インベストメント・トラストはかつての信託型に戻ることはなく、主として中産階級のための、投資顧問の代替手段としての位置づけを獲得していくこととなりました。

どこの時代にも起っていることですが、インベストメント・トラストの投資管理者の中にも、投資家の利益よりも投資管理者自身の利益を優先したり投機的な投資を行う者が現れました。1890年のペアリング恐慌や1929年の世界大恐慌は、そうした暴走や不正を露見させることとなり、投資家の信頼は失墜したかに見えましたが、こうした中でも、信託形態の時代からの伝統である「受託者精神」を大事に守って堅実な運用を続けていたものは、株価下落の打撃を比較的小さなものにとどめていたことが後日明らかになり、投資家に再評価されることとなりました。こうして、英国のインベストメント・トラストにおいては、投資家から評価されるものが残るという整理統合が行われていったと伝えられています。

ところで、冒頭でも紹介させていただいたように、日本の投資信託の範となったのは英国のユニット・トラストといわれていますが、これは、英国でかつて行われていた信託型のインベストメント・トラストが1930年代の米国で固定的単位型投資信託(Fixed Unit Trust)として復活し、それが、信託型が合法となった英国に再輸入されたものでした。

<ユニット・トラストの登場>

米国で固定的単位型投資信託がこの時期に人気化した背景には、世界大恐慌を機に投資管理者の不正や過失が明らかになり、投資管理者に対する信頼が失墜したことが大きく影響していたと言われています。投資管理者の裁量を認めることを嫌う傾向が投資家の間に強まったことから、投資対象を予め決めておいて入替を許さない固定的単位型投資信託が米国で開発されました。投資される証券が予め投資家に提示される点や、債券のようにインカム収入が予測できる点が投資家から支持されたと伝えられています。この固定型単位型投資信託が英国でも行われるようになり、その後米国で開発されたオープンエンド(追加的に購入が可能)の仕組みが加味され、ユニット・トラスト(信託期間は10年程度、期間延長可能)として商品化され、小口の投資家の関心を集めることとなっていきました。当時の英国は富の大衆化が進んでおり、ユニット・トラストは小額からの購入が可能であったことから、婦人が購入したとの記録も残されています。

英国では、世界大恐慌後の投資信託の被害が米国ほどには深刻ではなかったこともあり、投資家も概ね寛大であったようです。ユニット・トラストは、当初は投資対象を厳格に規定していましたが、次第にリストにない銘柄も売買できる自由裁量型へと変容していきました。また、当初は追加設定のできない単位型でしたが、設定後の資金の受け入れを行う基金型(=追加型)へと変態するものも現れ、インベストメント・トラストのトラストと同様に、ユニット・トラストのユニットという言葉



長期投資仲間通信「インベストライフ」

は、過去の歴史の名残を表すものとなっていきました。

1930年代後半になると、ユニット・トラストが大衆投資家の間で人気を集める中で、会社法の規制を受けるインベストメント・トラストと違って、信託法に準拠して設定されるユニット・トラストは、スキームの運営に関わる事業主体を規制する法律がないが、投資家保護上問題があるのではないかという議論が起きました。1939年に詐欺的投資防止法が成立すると、ユニット・トラストはその規制を受けることとなり、貿易産業省の監督下に入ることとなりました。こうして、ユニット・トラストは、公衆に対して募集販売される場合には、事前に同省の認可を得なくてはならないこととなった。一方、取引所に上場しているインベストメント・トラストは、会社法だけでなく取引所規則の規制を受けているということで、政府の規制がかけられることは行われませんでした。なお、この時期の英国のユニット・トラストを野村證券が調査し、それに基づいて、1941年に日本最初の投資信託が組成されたことは、冒頭で紹介させていただいた通りです。

ユニット・トラストは大衆投資家への浸透によって、1980年代の半ばには資産額でインベストメント・トラストを逆転することとなりました。1986年、同じような投資商品には同じ規制を課すべきであるという考え方を基本理念とする金融サービス法が成立し、ユニット・トラストは「集団投資スキーム」に指定されることになりました。これにより、ユニット・トラストは「集団投資スキーム」としての規制を受けることとなり、公衆に広く販売しようとするユニット・トラストは、貿易産業省(1992年より大蔵省)から権限を委譲された証券投資委員会(SIB)が認可した事業者が設定したものに限定されることとなりました。また、個々の商品についても、その商品性を決定する信託証書をSIBに届出し、その認可を受けなくてはならないこととなった。こうして、同法の投資家保護規制を受けることとなったユニット・トラストは、大衆投資家の投資商品として、英国の投資信託の主流となっていきました。なお、会社型となったインベストメント・トラストは、ユニット・トラストとは異なる投資家層を対象とする投資信託としての地位を確立しており、また、会社法と取引所規則の規制を受けているため、同法の規制は直接受けないこととされ、投資家自治の枠組みが維持されることになりました。

1997年、英国では会社法と金融サービス法の改正が行われ、オープンエンド型投資会社(Oeic)の設立が可能となりました。背景には、EC統合により域内販売が可能となる中で、英国のユニット・トラストの販売が低迷したこと、そして、その原因として、信託型は大陸国には理解しにくく受け入れられないという認識に至ったためであると言われています。英国固有の投資信託と言われてきたユニット・トラストは、国際的に普及しつつあるミューチュアル・ファンド型に淘汰されつつあると伝えられています。(なお、上記は2004年時点のものです。)

<米国における展開>

一方、米国に投資信託とみなせるものが誕生したのは1920年代といわれています。第一次世界大戦により米国は債権国となり、資本の蓄積が進みました。加えて、戦時中に政府が小額の額面



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

金額の自由公債(Liberty Bond)を米国民に売り出したため、2000万人もの米国民が投資について何がしかを学んでいました。こうしたことが、1920年代の米国における投資信託ブームに繋がったと言われています。1924年にはクローズドエンド型会社型投資信託の株式が取引所に上場され、取引が盛んに行われるようになりました。この時期のクローズドエンド型会社型は投資銀行によって設立され、彼らが引受けた新規発行証券の流動化機構として積極的に利用されるようになっていました。

<1929年の大暴落が改革を推進>

世界大恐慌以前の米国では、投資活動を規制する法律はなく、各州の法律(会社法)に基づいて投資会社が設立されていました。米国では、英国のインベストメント・トラストのようなクローズドエンド型会社型にとどまらず、多種多様な形態の投資信託が創り出されていました。1923年には、後に英国に伝えられることとなる固定型単位型投資信託(Fixed Investment Trust)が創られています。しかし、当時の相場環境にそのスタイルは合わず、1926年には解散されたとの記録が残っています。また、1924年には、後にミューチュアル・ファンドという名称を与えられることとなるオープンエンド型のファンド(主として株式会社型)が開発されています。オープンエンド型は投資家の途中退出を随時認める形態で、今日の投資信託では広く行われているものですが、投資家からの解約請求に随時応じることができるようにするために、流動性の高い米国内の優良大企業の普通株に主として投資を行うなど、クローズドエンド型会社型に比べると保守的な運用スタイルであったため、当時の熱狂的な株式市場の中ではパフォーマンスが出遅れ、クローズドエンド型会社型の人気に隠れてしまっていました。

こうした状況に転機をもたらしたのが1929年秋のニューヨーク証券取引所の株価大暴落とその後の世界大恐慌です。米国の投資信託は大きな打撃を受けることになりました。特に、優先株や社債を発行してレバレッジを高め、新規公開株式等への投資を行っていたクローズドエンド型会社型の受けた打撃は大きかったと言われています。クローズドエンド型会社型に対する投資家の信頼失墜に反比例する形で、1920年代に開発されていた固定的単位型投資信託やミューチュアル・ファンドが投資家の人気を集めることとなりました。ただし、固定的単位型投資信託については、その運用の硬直性が嫌気され、その後人気は下火となっていくと伝えられています。

1932年に民主党のフランクリン・ルーズベルトが大統領に選出されると、投資活動に対するレッセ・フェールの思想の破棄と、投資活動を全国統一ルールで取り締まるための連邦法制定に向けて政治が動き始めました。まず1933年に連邦証券法が、1934年に連邦証券取引所法が制定されました。

1920年代のバブルの陰で、投資管理者の中には投資家の利益よりも自己の利益を優先する取引を行ったり詐欺的な行為をする者も少なくありませんでしたが、市場の下落によりこうした不正



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

は白日の下に晒されることとなりました。

連邦議会は、SEC に対して米国全土で行なわれていた投資信託事業の徹底した実態調査を命じました。この調査の結果、投資会社の取締役や投資会社に雇われている投資顧問の経営ミスや詐欺が数多く行われているという事実が明らかとなっていきました。これを受けて 1940 年に連邦法として投資会社法が制定されました。同法は、投資信託の投資家を「自己の財産を個人ではできない専門的管理の下におくことや、投資の分散化を図る目的で、他人に資産を委託する投資家」と捉え、こうした投資家の保護を目的として制定されたと伝えられています。

1940 年投資会社法は、米国で行われていた多種多様な投資信託を前提として法律が考えられており、その特徴は、その形態(法形式)を問わず、投資信託事業を主体となって営むものを投資会社(Investment Company)とみなし、その行為を規制することによって、米国経済と投資家の利益の保護を図ろうとした点にあります。同法は、国の公益や投資家の利益を損なうおそれのある 8 種類の問題のある慣行を想定し、それらを防止するために投資会社が遵守すべき行為あるいは禁止される行為を次のように具体的に規定しました。

<1940 年投資会社法が想定した 8 つの問題行為>

- ・ 株主に十分な情報開示を行わないこと。
- ・ 投資会社の経営が株主の利益を犠牲にして自らの利益を追求すること。
- ・ 既存の株主に不公平となる、または利益を守ることができない証券の発行。
- ・ 投資会社の誤った管理または支配の集中と濫用。
- ・ 第三者によるチェックを受けない不健全または誤解を生ぜしめる会計を実行すること。
- ・ 株主の承認を受けることなく投資会社の構成を変えること。
- ・ 過度な借入れ、上位株主の発行、下位証券の投機化。
- ・ 十分な資産または積立金がない状態で投資会社が運営されること。

さて、ミューチュアル・ファンドは 1936 年の内国歳入法(税法)によって、一定の条件を満たせば、会社形態であってもファンド段階での課税を行わないという優遇措置を受けることとなっていました。ファンドが得た利益は投資家レベルで総合課税されることになるわけですが、こうしたパス・スルーが可能となったことから、ミューチュアル・ファンドは投資代行の手段という位置付けが与えられることになりました。こうしたことが追い風となって、1943 年には資産額においてクローズドエンド型を追い抜いたのです。

<ミューチュアル・ファンドの成長と再検討>

第二次世界大戦後のミューチュアル・ファンドが成長を続けたことは皆さんがご存知の通りです。その原動力の一つとなったのが、米国経済の拡大を所得の拡大という形で享受していた被雇用



長期投資仲間通信「インベストライフ」

者層です。彼らが、資産形成にミューチュアル・ファンドを利用し始めたことが大きかったと言えます。

米国の株式市場が「永遠の繁栄」に沸いていた 1960 年代、SEC はミューチュアル・ファンド業界の調査を行っています。投資会社は投資顧問によって設立され実質的に支配されていることが多く、その特殊な関係が、ファンドに過剰な投資顧問報酬を支払わせているとの疑惑が背景にあったからです。この調査の結果、1970 年に投資会社法は改正され、投資会社の取締役の 40%以上を、投資顧問やマネジメン・カンパニーとは一切利害関係のない、公正で独立した取締役で構成しなくてはならないという規定が新たに追加されました。

1970 年代は米国の株式市場にとっては苦難の時期でしたが、ミューチュアル・ファンドにおいては、MMF を始め、投資対象、投資手法等の点で商品開発が進み、多様化が進んでいきました。また、被雇用者の退職制度に関する法整備もミューチュアル・ファンドの資産の拡大に大きく貢献することになりました。

1990 年、SEC は、投資会社法が制定されて半世紀が経過したことから、各界から意見を募り、「投資家保護：投資会社規制の半世紀」と題する報告書を発表しました。この過程で、取締役会や株主の議決権を廃止するユニタリー・インベストメント・トラストの導入の是非に関する議論が始まりました。ここでは、1940 年投資会社法は、ミューチュアル・ファンドのような管理型 (Management Type) の投資会社に取り締役会の設置と年に一回以上の株主総会の開催を義務付けているが、このコスト負担がそこから得られる利益を凌いでいるという指摘や、ミューチュアル・ファンドはオープンエンド型であり、投資家はいつでも手数料なしで退出できるのであるから、投資会社の運営に不満のある投資家はファンドを売却して退出すればよく、株主総会は不要である等の意見が出されたといいます。しかし、SEC は取締役会や株主総会の廃止には消極的でした。その理由としては、取締役会が責任を持つという米国特有のガバナンス構造が優れているという積極的な理由よりも、むしろ次のような消極的な理由でした。つまり、それらを廃止してしまうと誰が投資家に対して責任を負うのかということが問題となり、結局はそれを担うのは監督官庁ということになるが、米国民は、そのような社会的コストを税金で負担することを許さないであろうというのが議論の末の結論であったそうです。

米国で行われたこうした議論については、昨年金融庁の金融審議会の下に設置された「投資信託及び投資法人法の見直しに関するワーキング・グループ」の最終回において、座長の神田秀樹先生からも紹介があり、日本の投資信託においてどうガバナンスを考えていくかは今後の課題といった趣旨のご発言がありました。今回のワーキング・グループでは、投資信託における投資家(受益者)のためのガバナンスは積極的なテーマとして取り上げられませんでした。投資家の信頼を得られる器としていくためには、こうした視点からの議論も必要な時期にきているのではないかと思います。



金融機関も注目!? 個人投資家の手作りイベント「インデックス投資ナイト」とは？

インデックス投資ブロガー 水瀬 ケンイチ

2013年1月12日、東京お台場で「第5回インデックス投資ナイト」が開催されました。

「インデックス投資ナイト」とはなにか？えっ聞いたことがない？無理ありません。なにせ個人投資家有志による手作りイベントなので。第1回は2009年1月10日、第2回は2010年1月9日、第3回は2011年1月10日、第4回は2012年1月7日に開催されています。

「インデックス投資」というマイナーなテーマで、しかも素人が運営する有料イベントに観客が集まるのか？と思われるかもしれませんが、毎回満員御礼で、回を重ねるごとにチケットが完売するまでの期間も短くなり、ついに今回はチケット発売当日にわずか数時間で完売してしまいました。

実際、その「第5回インデックス投資ナイト」で何が行われたのかについてご紹介します。

まず、インデックス投資ナイトの開催に先立ち、「投信ブロガーが選ぶ！Fund of the year 2012 授賞式」が行われました。

これも、個人投資家により運営されている投資信託アワードです。証券会社の宣伝やうたい文句にまどわされず、自分たちにとって本当によいと思える投資信託・ETFを、投信ブロガーたちが投票で選び、それを広めることで「自分たちの手でよりよい投資環境を作っていこう！」という主旨のものです。



投資信託についてブログを書いている「投信ブロガー」数十名が、所定のルールに従い予め投資信託・ETFに投票を行っていました。「投信ブロガーが選ぶ！Fund of the Year 2012」の栄冠に輝いたのは、『バンガード・トータル・ワールド・ストックETF (VT)』(The Vanguard Group 運用)。これ



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

1本で新興国も含めた全世界の株式に分散投資できる上、低コストであることが評価されたようです。

会場では、第1位から10位までが発表され、いずれも既存の投信アワードとはひと味もふた味も違うファンドが選ばれていました。第1位を獲得したファンドの運用会社代表が受賞挨拶で、「これこそ皆さん投資家の直接のご意見でいただける賞ということで、他にこのような賞は無いと思います」と述べていたとおり、個人投資家が選ぶアワードならではのラインナップが選ばれていました。

続いて、インデックス投資ナイト第1部、「I-1 グランプリ 2013 お台場大会」が行なわれました。

これは、今回からの新企画で、個人投資家によるプレゼンバトル大会です。テーマは自由、5分間で思う存分プレゼンしてもらうというものです。カンファレンスやフォーラムなどで行われる短いプレゼンテーション「ライトニングトーク」のインデックス投資版とでも言うべきものでしょうか。

参加者はいずれも個人投資家の4名。それぞれ、

「インデックス投資ナイトを知って個人投資家になった僕」（河原あず氏）

「‘えーえすけー’の(積立て投資じゃない)ほったらかし投資術」（ASK氏）

「スウェーデン投資について」（タカちゃん氏）

「投資なんて退屈でいいんです。人生面白ければ」（吊られた男氏）

というテーマである人は真面目に、ある人は勢いよく、ある人は面白おかしくプレゼンを行ない、会場は大いに盛り上がりました。これにより、会場のボルテージが一気に高まりました。

そして、インデックス投資ナイト第2部メイン企画、「座談会 ファンドマネージャーがホンネで語る運用業界」が行われました。

これは、現役ファンドマネージャーおよびファンドマネージャー経験者たちが登壇し、個人投資家はなかなかうかがい知ることのできない運用業界の実情についてあけすけに語ってもらうというちょっと冒険的な企画でした。登壇者は以下の5名です。

- ・新井和宏氏（鎌倉投信 取締役資産運用部長）
 - ・内藤忍氏（資産デザイン研究所代表取締役）
 - ・丸山隆志氏（日興アセットマネジメント 株式運用部長兼オルタナティブ運用部長）
 - ・山崎元氏（経済評論家・楽天証券経済研究所客員研究員）
- 司会：カン・チュンド氏（晋陽FPオフィス代表）



長期投資仲間通信「インベストライフ」

このイベント会場は、登壇者も観客も、お酒を飲んだり食事をしたりしながら、のびのびとやるという面白い趣向であり、登壇者も最初にやることは壇上からのお酒の注文です。アルコールの力もあってか、登壇者たちからホンネがドンドン出てきます。

「ファンドマネージャーってどんな仕事ですか？」

「自分が稼いでくるっていうよりは、ポートフォリオが勝手に稼いでくれるわけですから、上手いかな、いかな〜と祈る」

「インデックスファンドのファンドマネージャーってやることあるんですか？」

「キャッシュインフロー、アウトフローが毎日あるので、速やかにフルインベストメントしなければならない。もしくは解約が来た時に速やかに現金化する」

「じゃあアクティブファンドは暇なの？」

といった具合に、冗談とホンネが入り混じり、大いに盛り上がりました。

他にも、「インデックスとアクティブではどちらの運用が大変か」「ベンチマークを超えるのは簡単か？難しいか？」「ファンドマネージャーは会社では何によって評価されるのか」「資金流入と運用成績の関係はあるのか」といった投資家からの素朴な疑問に、登壇者たちが次々に答えていました。個人投資家の知らない運用業界の世界が垣間見えたのではないのでしょうか。

また、会場の大型スクリーンには、ツイッター画面が映し出されていて、会場の内外から公式ハッシュタグ付きのツイートがリアルタイムで表示されます。これが、「山崎さんが攻めすぎる件」とか「登壇者のお酒が空いてるぞ！注文してやれ」などと、会場の盛り上がりにも花を添えていました。（なかには米国ボストンからのツイートも！）

後半では、運用業界が抱える問題点として、「投資信託市場がずっと伸び悩んでいる原因」について、運用業界内部からの熱い議論が交わされました。

日本経済のデフレ、販売会社の回転売買戦略、新規顧客の獲得不振、投資家の勉強不足、証券税制など、課題はたくさんあるようです。運用会社にできること、販売会社にできること、それから私たち個人投資家にできることがそれぞれあるように思われました。

最後に、各ファンドマネージャーから、ひとことずつ個人投資家へのアドバイスがあり、質疑応答の後、閉会しました。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

もし、イベントの様子の詳細を知りたいという方がいらっしゃったら、「第5回インデックス投資ナイト」という検索ワードでネット検索してみてください。イベントに全国から集まったブロガーたちが思い思いの体験レポートをアップしてくれています。なかには、かなり詳細な実況レポートや分析レポートもアップされています。



このイベントは、実行委員も有志の個人投資家たちによって運営されています。また、スポンサーなしで企画されています。だからこそ、金融業界のしがらみとは無縁の自由な企画ができることが売りでもあります。当日は金融機関の方々も多数来場されており、少しずつ注目を集めるようになってきています。イベントのことはロイター通信でも報道されました。

この個人投資家の手作りイベント、次回の企画はこれからですが、ご興味を持たれた方は、次回の「インデックス投資ナイト」にご注目あれ。

編集より:「投信ブロガーが選ぶ! Fund of the Year 2012」受賞ファンドは下記のサイトでご覧いただけます

<http://www.fundoftheyear.jp/2012/>



【中国がわかるシリーズ 7】 諸子百家(前)

ライフネット生命株式会社 社長 出口 治明

戦国時代が始まって 100 年近くが過ぎた頃、中国では、秦が勃興し始めました。秦の孝公は法家の商鞅(衛の公子)を抜擢して、変法と呼ばれる二次の国政改革を行いました(BC359、350)。隣組の連座制、分家の奨励、軍功による爵位、県制、度量衡の統一など、一言で言えば、厳格な法治主義に基づく富国強兵策を採用したのです。商鞅は、仁や礼よりも、実績や結果を重んじました。また、西の辺境に位置した秦は、豊かな四川省など南方に領土を拡大する余地にも恵まれていました。兵家の呉起も商鞅も、主君の死後は、嫉まれて悲惨な死を遂げましたが、呉起の改革が呉起の死とともに頓挫したのに対して、商鞅の法律はそのまま生き残ったのです。法家は、後に、天才、韓非子(秦王政の賞賛を浴びましたが、同僚の李斯に疎まれ非業の死を遂げました)によって集大成されることとなります。矛盾や守株という言葉は、徳治主義の儒家を批判した韓非子から生れたものです。韓非子は、文章の達人でもあり「逆鱗にふれる」など名言名句を数多く残しました。

秦が変法に取り組んでいる頃、東の大国、齊では、威王(BC358~320)宣王(BC319~301)が、数百人、数千人の諸氏(孟子もいました)を招聘し、首都、臨淄の稷門の下に屋敷を与えて優遇しました(臨淄は、威王の時代、人口30万人を超える、当時としては破格の巨大都市でした。学問のみならず、賭博も盛んであったことが知られています)。稷門の屋敷は、要するに、アテネのアカデメイアや、アレキサンドリアのムーセイオンのようなものであったのでしょうか。東西でほぼ同じ頃に、期せずして、学問の殿堂が現れたことには、まことに興味深いものがあります。稷下で諸子百家の思想は相互理解を含め、更に磨かれることになったのです。もっとも、齊だけではなく、戦国の七雄それぞれが諸氏を優遇しました。専門家の意見を徴することが国家の隆盛に繋がると考えたのです。なお、戦国時代を代表する兵家の名将、楽毅は、燕の昭王に仕えてBC284年、臨シに攻め入り、勇名を馳せました。

秦(と齊の 2 強)の脅威に対抗するため、蘇秦(?~BC317)は、合従策を説きました。すなわち六国同盟ですが、楚と齊は犬猿の仲であり、なかなかまとまりませんでした。それでも、BC318 年、蘇秦の活躍で連合軍(楚を除く)が秦を攻めました。また、蘇秦の弟、蘇代と孟嘗君は、BC289 年、齊を除く連合軍で秦を攻めました。合従策によって、しばらく、秦は中原に出られなくなり、軍を南に向けて四川(蜀)を確保することになりました。四川では、BC277 年以降、秦王の蜀守、李冰が治水施設、都江堰(世界遺産)を開きました。合従に対して、蘇秦の弟弟子、張儀(?~BC309)は、連衡策(秦と各国が個別に安全保障条約を締結)を進言しました。

儒家では、孟子(BC372~290 頃)が出ました。孟子の思想は、性善説・民本思想(人民主権)であ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

り、孔子よりさらに徳治モデルを徹底しましたので、為政者には容れられず、やはり子弟の教育に晩年を費やすこととなりました。孟子は、また、君子が有徳の士に位を譲る禪讓(伝説の聖王、堯→舜→禹)と徳のない君子を武力で追放する放伐(桀王→湯王、紂王→武王=商周革命)という二つの革命方式を認めました。中国の政治史上、大きな影響力を及ぼした易姓革命(天命が革=改まり、天子の姓が易=変わる)という政権交代を正当化する政治思想が、この頃にほぼ完成したのです(天罰という因果律もこの延長線上にあります)。革命政権は、天命を確認するため、前王朝の正史を編纂するようになりました(司馬遷の「史記」に始まり、「明史」に終わる二十四史が、歴代の正史と認められています)。正史は、概ね正確ですが、その目的からして、前王朝のとりわけ末代の天子の不徳は、より誇張されることになりがちです(隋の煬帝や、モンゴル政権への評価がその典型例とされています)。また、前述したように、幽王の故事が、そのまま紂王や桀王に投影されたことは、ほぼ確実です。わが国では、記紀の武列天皇→継体天皇がこの範疇に入ると考えられます)。なお、法家や荀子は、易姓革命(天命)を否定しました。政権交代の原動力は、力(法家)や仁義=正義(荀子)であるとして、天の介在を避けたのです。



岡本和久講演より

東インド会社に学ぶ株式会社の原点

レポーター 川元 由喜子、加筆：岡本 和久

東インド会社は株式会社の原点であるのみならず、我々の今日の生活にも大きな影響を与えています。お茶を飲むことや胡椒で味付けをすること、綿の下着を着ることなど、今では当たり前に行われていることも、東インド会社の影響で始まっているのです。

14世紀からフィレンツェを中心としてルネッサンスが起こり、それがローマ、ヴェネツィアへと拡大して行きました。16世紀には宗教革命が起こり、主権国家体制も整ってきました。コロンブスがアメリカ大陸に到達したのが1492年、そして世界は大航海時代へと突入しました。大航海時代の結果、ヨーロッパとアジアがつながり、それが、産業革命、アメリカの独立、そしてアジア植民地化、帝国主義などの歴史上の大きな出来事への導火線となっていきます。



西暦1600年ごろの世界はまだ主権国家が確立しておらず、「国」に覆われていないフロンティアがたくさんありました。時代、最初に東インドに入って行ったのはバスコ・ダ・ガマの率いるポルトガル船でした。その後、アジアへの航路が確立され、破壊と略奪によって東南アジアやインドの主要な港を押さえ、ポルトガルによる海の帝国が出来ていきます。

しかし小国ポルトガルは広大な帝国を支えきれず、代わりにオランダが勢力を伸ばします。1602年設立のオランダ東インド会社は、国王から独占貿易権と準国家的な地位を与えられ、東南アジアを支配します。イギリスもそれに先立つ1600年に東インド会社を設立しましたが、資金力ではオランダが圧倒的に勝っていました。イギリスは次第に東南アジアからインドに比重を移し、地元の領主にうまく取り入って拠点を作っていました。

オランダ東インド会社では設立時から、集めた資金は10年間据え置かれました。基本的に永続的資本制度がとられたのです。一方イギリスは当初、事業は継続するものの、資金は一回の航海ごとに集め、航海が終わると、出資率に従って元本と利益を全員に分配していたの



長期投資仲間通信「インベストライフ」

です。オランダのように資本の永続性を備えるようになったのは 1657 年、クロムウェルが組織の改編を行ってからでした。

また、オランダ東インド会社は港沿いに出来た貿易会社の集合体という性格のもので、株主は経営への影響力がほとんどありませんでした。イギリスの方は本国に安定した本社機能を持ち、株主には 500 毎に一票の投票権がありました。こうして両者が競っていく中で双方の良いところが生き残り、強固な株式会社というものが出来上がっていったのです。このようにして今日の株式会社という制度が出来上がっていったのです。株式会社制度を利用して国家財政を救済しようという知恵も現れ、南北アメリカの開発の夢を材料にミシシッピ会社バブルがフランスで起こり、次いで、イギリスでも南海泡沫会社バブルなどが発生しました。

東インド会社がヨーロッパに持ちこんだ輸入商品も時代と共に変遷しました。初期は東南アジアの胡椒や香辛料が圧倒的なシェアを占めたのですが、17 世紀末になるとインドを中心とする木綿やキャラコなどの織物が増加し、さらに 18 世紀になるとお茶が主要な商品になります。

そのうちオランダ本国は戦争で国力を消耗し、覇権はイギリス東インド会社に移ります。インドの綿織物が爆発的に売れ、東インド会社は 1691 年までの 10 年間で 450% の配当利回りを上げたといえます。英国内の織物業者は苦境に立たされますが、それがジェニー紡績機というイノベーションを生み、産業革命の原動力の一つともなったのです。また、ヨーロッパに幅広く広まった喫茶の風習も東インド会社がもたらしたものです。さらにお茶に対する課税が原因でボストン茶会事件が起こり、それがアメリカの独立につながったのも有名なことです。

その後イギリス東インド会社は、1757 年のプラッシーの戦いを機に、民間企業の枠を越えてインド亜大陸の支配者となり、組織も変質していきます。政府の役割も果たすようになって次第に経営が苦しくなり、1874 年に閉鎖となりました。講演ではこの他、英・蘭とはまた違う道をたどったフランス・インド会社の歴史、東インド会社の時代に中国や日本の受けた影響などについてもお話を伺いました。



カン・チュンド氏講演

ETF という新しい潮流

レポーター 川元 由喜子

ETF とは、株式の機動性と投信の分散効果を同時に備えた、いわば「良いとこ取り」の金融商品です。米国で、1987年のブラックマンデーをきっかけに、いつでも柔軟に取引できる投信として考案され、1993年に最初のETFとして、スパイダーS&P500が上場しました。



ETFの長所は第一に、透明性が高いこと。毎日、ポートフォリオが開示され、不透明な運用を行う余地がありません。次に、機動性が高く、使い勝手が良いこと。取引所が開いていれば買いたい時に買え、売りたい時に売れます。

そして重要なのは、コストの安さです。まず、上場しているので、販売会社に報酬を払う必要がありません。それに、ETFの売り買いは受益証券の売り買いに過ぎず、ファンドが保有する証券は動かないので、現物の株式や債券の売買コストが掛かりません。保有証券の売り買いが無いので、証券会社に支払う売買手数料も少なく、運用会社に支払う報酬も低く抑えられます。そのほか、少額から購入できることも長所の一つです。もちろん、ETFを買うために証券会社に注文を出すと委託手数料が取られます。でも、ネット証券を使えばかなり安く買付が可能です。

株式のETFを使えば、グローバルな株式運用が簡単にできます。例えばバンガードの「トータル・ストック・ETF」は、先進国と新興国の株式を網羅したファンドで、これ一銘柄で広く浅く、非常に低いコストで国際分散投資ができます。地域別・国別のETFもあり、さまざまに組み合わせることができます。海外の株式はよく分からない、情報も少ないということはあるでしょう。ただ、分からないなら分からないなりに、広く浅く、低コストで投資する



長期投資仲間通信「インベストライフ」

方法がある、というのがETFの考え方なのです。そのほか業種別、時価総額別、グロース・バリューなどの性質別ETFもあります。

2002年には債券のETFが登場し、さらに幅広い投資家層にETFが広がりました。ETFを使って株式同様、世界中の債券にも幅広く投資することができます。また、REIT指数に連動するETFで、不動産に投資することもできますし、商品指数や金価格に連動するETFもあります。

2008年には、アクティブETFという画期的な商品が現れました。これは上場しているアクティブ・ファンドに連動するETFです。ある特定の指数や資産価格に連動するものであったはずのETFが、そうではなくなってきたのです。既存のファンドがアクティブETFとしても上場するという流れが、今後出来てくるといわれています。

ETFという金融ツールの展開によって、「株式」市場という言葉は死語となるかもしれません。そこはもはや株式だけではなく、債券も商品も不動産もある金融総合マーケットに変貌しているでしょうから。

講演では、上記の各種ETFについて具体名を挙げて詳しく説明していただきました。その他、インバース型、レバレッジ型などのETFについても伺いました。

ミニ対談：カン・チュンド氏 vs 岡本 和久

レポーター 赤堀 薫里、加筆：岡本 和久

岡本 | ETFは、もともとインデックス運用の代替物だと思われていましたが、今後どんなふうに変わっていくのかが、興味深いところです。カンさんの指摘のように今、注目はアクティブETFがどうなるかでしょうね。もともとETFは透明性を重視しているので、買っている途中の過程を開示していかなければならない。しかし、アクティブ運用の場合には人が気付いていない割安銘柄を買うことになる。そうすると、途中で「今、〇〇株を買っている」という情報をインデックス型のETFのように開示することは運用上難しいのです。そこで、例えば、買い付けが完了するまでは、その部分をディスクロージャーから外すというようなことを認めてもらうようSECと交渉が進んでいると聞いています。まあ、近々、何か出てくるでしょう。

カン | 株式市場の中で買える商品がどんどん増えていく流れを、たまたまETFが作っている



長期投資仲間通信「インベストライフ」

状況ですね。

岡本 | ETF は最初はインデックス投信の変形程度に見られていましたが、いつしか集団的投資の器（うつわ）そのものに変質を遂げてきました。その器の中に債券を入れてもいいし、商品や不動産を入れてもいい。非常に便利になってきています。そういう流れの中、海外ではいろいろな商品が出てきています。その点、残念なことに日本は遅れていますよね。どの辺りが一番遅れていますか？

カン | まず、どこが遅れているという前に個人投資家で ETF を知らない人が多いですね。その理由は明快で、証券会社の営業の人が勧めないからです。なぜかというところ、ETF を勧めても自分の実入りが少ないからです。証券会社の営業の人たちの報酬体系を変えていかなければならないでしょう。商品を販売して、そのコミッションの積み重ねで評価されるという、成果システムもそのものが、そろそろ限界にきているのではないのでしょうか。



岡本 | カンさんとは一緒に昨年9月、バンガードを訪問しましたが、その時、聞いた話でも、米国はその辺りが進んでいますね。IFA（Independent Financial Adviser）の報酬源は、従来の保険や投信を販売した手数料からもらうというコミッション・ベースから、お客様に助言したその資産に対して何%というフィー・ベースに変わってきています。つまりお客様の為に、コストの安い、品質の良い商品を買ってもらい、お客様の資産が増えれば、その分が自分の収入につながってくる。従前のかたちは、販売さえすればコミッションがもらえ、その後、そのファンドのパフォーマンスがどうなろうと関係ないというのが大きな問題でしたからね。アメリカでは利益相反を解消したわけです。その変化は、販売会社に属さないで高品質かつ低価格の商品を出しているバンガードの成功に大きく寄与しています。ちょっと、マニアックな話かもしれませんが、ETF には指定参加者が存在しています。その点についてお話しいただけますか？

カン | ETF の商品として画期的なところは、マーケットに上場している中で、需給に応じて口数を増やしたり減らしたりすることを、指定参加者と言われる人たちが瞬時にやってくれるところです。これは商品の機能として優れていますよね。例えば、一気に



長期投資仲間通信「インベストライフ」

10 億円買いたいという人が出てきた場合、その注文を市場に出すと価格が大幅に上昇してしまいます。そこで指定参加者が日経 225 の ETF だったら、現物株式のバスケットを先物などを使いながらつくり、それを運用会社に持ち込み、運用会社からそれに相当する ETF をもらう。その仕組みがあったからこそ、多分世界中でこれだけ広まったのでしょう。

岡本 | 要は、大口の投資家が ETF を買いたいというのであれば、その証券会社が指定参加者として、注文に相当する分の現物株を市場から買って、それを ETF の運用会社に持っていく。そして、代わりに ETF を受け取る。このメリットの大きなところは、大口の注文でも市場をかく乱することがなく、しかも、ETF の運用会社として売買コストがかからない。既にご覧になってから持ってくる、つまり現物で入ってくるわけですね。これは大きなポイントです。イノベーション的な部分といえるでしょう。

カン | インデックス運用の場合、バスケットを作るのも先物市場などが充実しているので比較的容易にできます。

岡本 | ところで、日本株が長いこと低迷してきたので、インデックス運用はだめだということとを主張する人が多いですね。その点、カンさんはどんなご意見ですか？

カン | 確かに低迷してきた日本株の中でも上昇する銘柄もあったわけで、それらを持っていれば市場全体を買うよりも良いパフォーマンスだったということは当然です。問題はそのような銘柄を本当に前もって発見できるかということと、市場全体だっという上昇に転ずるか予測がつかないということです。個人投資家が投資をするのであれば、まずはインデックスからというのが一番分かり易く、しかも安心感があるのではないのでしょうか。

岡本 | 最近、思うのは、パッシブ運用とインデックス運用をきちんと分けて考えるべきではないかということです。モダンポートフォリオ理論がいう「マーケット・ポートフォリオ」とは、ありとあらゆる投資対象の価格を時価総額加重で算出したものです。それは、すべての投資家がすべての投資資産を対象として自分の判断で投資をした、その結果の姿です。そして、それはすべての市場参加者の最善の予測であるわけです。つまりマーケット・ポートフォリオというのは、商品も株も不動産も債券もすべて含んだ一つのマーケットだということです。でも、それは概念的な存在で、現実的には全体を把握するのは難しいし、まして指数化するのは困難です。ただ考え方として、それを「受動的に」受け入れて運用しようというのがパッシブ運用です。アクティブに積極的なことは考えず、市場参加者全体の最善の予測を受け入れる。現実にはそういう指数は存在しなかったもので、70 年代始めからその代替として使われ始めたのが、



長期投資仲間通信「インベストライフ」

株式市場の指数です。株式市場は一番流動性が高く、時価総額も大きく、かつ透明性も高い。当時は今ほどグローバル化も進んでいなかったもので S&P500 指数を代替として使ったのです。その結果、アメリカでパッシブ運用というと S&P500 指数に、日本で言えば TOPIX に連動するインデックス運用を指すようになりました。

カン | そこでパッシブ運用とインデックス運用が混同されてきたというわけですね。

岡本 | その通りです。そして、ご存じのように色々な種類のインデックスが発表されるようになった。資産クラス、国や地域、スタイル別、業種別、テーマ別などに指数が出来てきました。そして、それらに連動するインデックス運用もたくさん生れました。

カン | ETF でもそれぞれの指数に連動する銘柄があります。

岡本 | しかし、それらはマーケット・ポートフォリオが前提としたあらゆる投資対象全体の中のごく一部でしかない。ということはインデックス運用ではあっても、それは特定のリスクだけを取っているアクティブ運用だと考えるべきだと思うのです。一例をあげれば、日本株は世界の中の時価総額の中でたった 7 パーセントしかない、それに連動するというインデックス運用は、実はすごいアクティブなのかもしれない。全投資対象とは言えないまでも、グローバルな株式と債券の市場インデックスに連動するのが、完璧ではないにしろ今、一番、マーケット・ポートフォリオに近いもので、その指数に連動するのがパッシブな運用です。その意味で日本株だけのインデックス運用を行い、パフォーマンスが悪いというのは、選んだインデックスが悪かったということです。それとパッシブが良いか、アクティブが良いかという議論は別次元のものです。

カン | そのような基本的な認識はもっと投資家もしっかり持つべきだと思います。その点では業界として商品の見せ方が下手だなと思いますね。例えば「あなたの朝食はパン派ですかご飯派ですか？」とか、住宅業界であれば「マンション派ですか戸建派ですか？」というように、投資信託、ファンドの世界で、「インデックス」と「アクティブ」をもっと正確な意味で対立軸として提示して、お客様に選択肢があることを見せていくということが、我々は欠けていると思います。まずは興味を持ってもらう。「アクティブとインデックスは好対照なライバルですよ。あなたはどっち？」というような質問を投げかけて、ファンドとか、投資信託に興味を持ってもらうという仕掛けが、ちょっと欠けていると思います。

岡本 | パッシブかアクティブかという話だと、パッシブは基本的に最大に分散を計ってリスクを削減していくという守りのポートフォリオだし、アクティブはリターンを狙って



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

いくという攻めのポートフォリオです。守りと攻め、ゴールキーパーとフォワードというその比率をどう考えていくかということになります。あまり投資のことを知らない人が、個別銘柄を買って分散効果を計れといっても難しい話ですよ。それなら何銘柄か好きな会社の株主になって、残りはグローバルな株式と債券のインデックス運用にしておき、こちらで分散効果を計る。このように組み合わせて使うものであり、二者択一ではないですね。その点ではアクティブ運用にもインデックスは分散の手段として有効だと思います。今日は大変興味深いお話をありがとうございました。

<モデルポートフォリオ:2013年1月末の運用状況>

単位: %

		トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の投資額に対する騰落率			
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年 1月~ 157万円
4資産型	積極型	8.80	29.98	-1.47	4.67	16.03	22.00	22.10	15.79	18.42
	成長型	6.65	23.92	-0.05	4.09	11.30	17.26	18.48	16.67	21.73
	安定型	4.50	17.86	1.05	3.28	7.18	12.58	14.45	16.48	23.67
2資産型	積極型	9.19	34.20	-0.29	6.03	18.55	24.10	29.24	27.29	32.58
	成長型	7.32	28.22	0.54	5.07	13.58	19.86	23.53	24.44	32.37
	安定型	5.46	22.29	1.00	3.85	9.32	15.68	17.51	20.25	30.16

* 投資にかかるコストは控除していない。積み立ては、税引き前分配金再投資。ポートフォリオは毎月リバランスをしたものとする。積み立ては計算月数分を運用したものとする。例えば1年の場合は2012年1月末に1万円投資資金を積み立て始め、2012年12月末の投資資金までとする(2013年1月末積み立て分は運用期間がないため含めていない)。

出所: イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがMorningstar Directにより作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンまで。

ポートフォリオの資産配分比率(外貨建て資産は円換算ベース)

4資産型	国内株式: TOPIX	外国株式: MSCI KOKUSAI	国内債券: NOMURA- BPI (総合)	外国債券: Citi WGBI (除く日本)	
	積極型	40%	40%	10%	10%
	成長型	25%	25%	25%	25%
安定型	10%	10%	40%	40%	
2資産型	世界株式: MSCI ACWI (含む日本)		世界債券: Citi WGBI (含む日本)		
	積極型	80%	20%		
	成長型	50%	50%		
安定型	20%	80%			

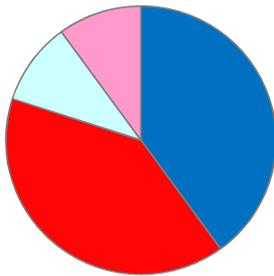
ポートフォリオは「インベストラ이프」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータの算出しています。
特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「長期投資仲間」通信『インベストラ이프』のその他の記事はこちらからご覧ください。
<http://www.investlife.jp/>

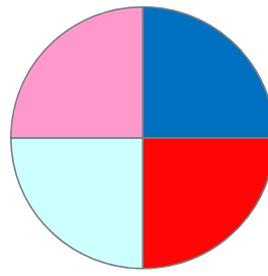
4資産型

- 国内株式:
TOPIX
- 外国株式:
MSCI KOKUSAI
- 国内債券:
NOMURA-BPI
(総合)
- 外国債券:
Citi WGBI
(除く日本)

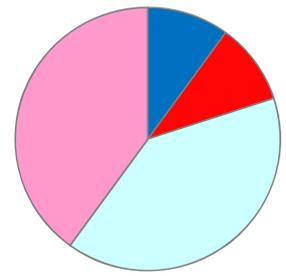
積極型



成長型



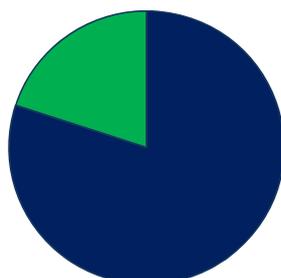
安定型



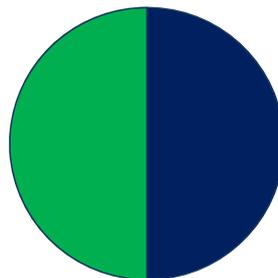
2資産型

- 世界株式:
MSCI ACWI
(含む日本)
- 世界債券:
Citi WGBI
(含む日本)

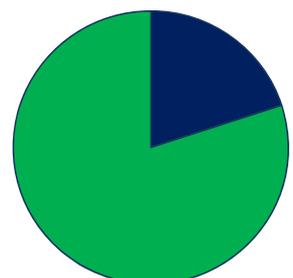
積極型



成長型



安定型



<国内で購入可能な代表的ETF:2013年1月末の運用状況>

* 投信ブログ「梅屋敷商店街のランダムウォーカー(インデックス投資実践記)」の管理人、水瀬ケンイチさんのご協力でご銘柄を選定しました。
 なお、国内株式、債券、コモディティについてはインベストライフが選定しました。

Ticker	ファンド名	トータルリターン (米ドル換算)					トータルリターン (円換算)					リスク (円換算)		1万円ずつ積み立てた場合の 投資額に対する騰落率				1万円ずつ積み立てた場合の 月末資産額				純資産 2013年1月末		総経費率 (%, 5年平均)	イボットソン 分	運動を目指す投資対象指数
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	7年 (年率)	10年 (年率)	1ヵ月	1年	5年 (年率)	7年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	7年 84万円	10年 120万円	1年 12万円	5年 60万円	7年 84万円	10年 120万円	百万ドル	億円			
1308	上場インデックスファンドTOPIX (日興AM)	3.60	6.38	-2.10	-3.16	5.85	9.34	27.32	-5.05	-6.55	2.99	19.37	16.34	22.57	12.25	-1.61	-0.98	14.71	67.35	82.65	118.83	4,959	4,526	0.08	国内株式・ 大型ブレンド型	TOPIX(配当込み)
1348	MAXIS トピックス上場投信 (三菱UFJ投信)	3.59	6.36	-	-	-	9.34	27.30	-	-	-	-	-	22.57	-	-	-	14.71	-	-	-	639	583	0.05	国内株式・ 大型ブレンド型	TOPIX(配当込み)
1554	上場インデックスファンド世界株式 (MSCI ACWI)除く日本(日興AM)	4.73	14.56	-	-	-	10.53	37.12	-	-	-	-	-	26.75	-	-	-	15.21	-	-	-	12	11	0.20	外国株式・ 世界型(除く日本)	MSCI ACWI ex Japan指数(円換算)
VT	Vanguard・トータル・ワールド・ストックETF	4.31	15.07	-	-	-	10.09	37.72	-	-	-	-	-	27.09	-	-	-	15.25	-	-	-	2,025	1,848	0.22	外国株式・世界型	FTSE グローバル・オールキャップ指数
IOO	iShares® S&P グローバル 100 インデックス・ファンド	5.65	14.41	1.00	3.10	7.09	11.51	36.94	-2.04	-0.50	4.21	20.68	15.88	27.27	28.04	15.74	18.01	15.27	76.82	97.22	141.61	1,174	1,071	0.40	外国株式・世界型	S&P グローバル 100 指数
TOK	iShares® MSCI KOKUSAI(コクサイ)・ インデックス・ファンド	5.21	17.09	2.15	-	-	11.05	40.14	-0.93	-	-	-	-	27.50	34.73	-	-	15.30	80.84	-	-	660	603	0.25	外国株式・世界型	MSCI KOKUSAI(コクサイ) 指数
EFA	iShares® MSCI EAFE インデックス・ファンド	5.23	17.12	-0.87	1.98	9.09	11.07	40.18	-3.85	-1.58	6.15	23.20	18.32	30.60	24.89	11.13	18.59	15.67	74.93	93.35	142.31	41,802	38,148	0.34	外国株式・ 大型ブレンド型	MSCI EAFE 指数
VSS	Vanguard・FTSE・オールワールド (除く米国)スモールキャップETF	3.81	13.30	-	-	-	9.57	35.60	-	-	-	-	-	28.04	-	-	-	15.37	-	-	-	1,262	1,152	0.28	外国株式・ 中・小型ブレンド型	FTSEグローバル・スモールキャップ (除く米国)指数
VTI	Vanguard・トータル・ストック・マーケットETF	5.49	16.85	4.69	4.85	8.79	11.34	39.85	1.54	1.19	5.86	20.99	15.41	25.71	42.95	30.40	33.92	15.09	85.77	109.54	160.70	26,762	24,423	0.06	米国株式・ 大型ブレンド型	MSCI USブロードマーケット指数
VB	Vanguard・スモールキャップETF	6.35	17.52	7.81	5.81	-	12.25	40.66	4.56	2.11	-	-	-	29.02	51.84	39.54	-	15.48	91.10	117.22	-	5,265	4,805	0.10	米国株式・ 小型ブレンド型	MSCI US スモールキャップ 1750指数
EEM	iShares® MSCI エマージング・ マーケット・インデックス・ファンド	1.26	6.86	1.55	5.91	-	6.88	27.89	-1.50	2.21	-	-	-	23.78	25.18	18.49	-	14.85	75.11	99.54	-	52,186	47,625	0.69	外国株式・ 新興国型(複数国)	MSCI エマージング・マーケット指数
VWO	Vanguard・FTSE・ エマージング・マーケットETF	0.61	7.61	1.61	6.52	-	6.19	28.79	-1.45	2.80	-	-	-	24.25	28.05	21.24	-	14.91	76.83	101.84	-	61,434	56,065	0.20	外国株式・ 新興国型(複数国)	FTSEエマージング・トランジション指数
FM	iShares® MSCI フロンティア 100 インデックス・ファンド	7.23	-	-	-	-	13.17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	36	33	0.79	外国株式・ 新興国型(複数国)	MSCI フロンティア・マーケット 100 指数
IGOV	iShares® S&P シティグループ 世界国債(除く米国)・ファンド	0.03	5.68	-	-	-	5.58	26.48	-	-	-	-	-	18.29	-	-	-	14.19	-	-	-	463	422	0.35	外国債券・世界型	S&Pシティグループ グローバル(除く米国)・セレクト・ リアル・エステート・セキュリティーズ指数
AGG	iShares® コア 米国総合債券市場 ETF	-0.64	2.45	5.27	5.56	-	4.87	22.62	2.10	1.87	-	-	-	14.99	18.02	15.69	-	13.80	70.81	97.18	-	14,973	13,664	0.08	米国債券・ 中長期型	バークレイズ米国総合指数
TIP	iShares® バークレイズ 米国TIPS ファンド	-0.68	3.72	5.91	6.45	-	4.83	24.13	2.73	2.73	-	-	-	15.79	24.95	23.05	-	13.89	74.97	103.36	-	21,878	19,966	0.20	米国債券・ インフレーション型	バークレイズ米国TIPS指数 (シリーズL)
RWX	SPDR ダウ ジョーンズ インターナショナルリアル エステートETF	1.86	28.43	0.68	-	-	7.51	53.72	-2.35	-	-	-	-	32.01	43.85	-	-	15.84	86.31	-	-	3,550	3,240	0.59	海外不動産 (除く米国)セクター型	ダウ・ジョーンズ・ グローバル(除く米国)・セレクト・ リアル・エステート・セキュリティーズ指数
IYR	iShares® ダウ・ジョーンズ米国不動産 インデックス・ファンド	3.92	15.36	5.18	4.11	10.96	9.69	38.07	2.02	0.48	7.97	30.01	25.02	24.12	54.68	36.30	42.49	14.89	92.81	114.49	170.99	4,538	4,142	0.47	米国不動産 セクター型	ダウ・ジョーンズ米国不動産指数
GSG	iShares® S&P GSCI コモディティ・ インデックス・トラスト	4.29	1.48	-8.18	-	-	10.08	21.46	-10.94	-	-	-	-	17.61	6.29	-	-	14.11	63.77	-	-	1,188	1,084	0.75	コモディティ・総合	S&P GSCI商品指数
GLD	SPDR®ゴールド・シェア	0.01	-4.93	12.04	16.12	-	5.56	13.79	8.67	12.06	-	-	-	13.13	41.20	56.42	-	13.58	84.72	131.39	-	71,054	64,844	0.40	コモディティ・貴金属	金地金価格 (ロンドン午後決め値)

*積み立ては税引き前配金再投資、計算月数分を運用したものとします。例えば1年の場合は2012年1月末に1万円で積み立てを開始し、2012年12月末投資分までの2013年1月末における運用成果とする(2013年1月の積み立て額は入れない)。

出所: MorningstarDirect のデータを用いてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてお気軽にご返信ください。

Copyright ©2013 Ibbotson Associates Japan, Inc.