



Jリート（投資法人）と投資信託が交互に審議されていて、第三回目（前半戦からの通算では第十一回目）が終わったところですが、12月にはWGとして報告書を取りまとめることになっており、次回（11月9日）と次々回（11月30日）は重要な回となると思われます。これまでの審議については、金融庁のこちらのページをご覧ください。

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/base\\_gijiroku.html#toushi](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gijiroku.html#toushi)

投資信託について、分散投資の義務づけやデリバティブ取引の利用の制限といった商品規制を導入すべきかどうか、が重要な論点となっています。

例えば分散投資規制については、欧米では明文で、一銘柄への投資比率はファンドの純資産の10%以内とか20%以内といった制限が定められていますが、規制緩和後の日本の投信法にはそういう規制がなく、“何でもできる”ことになってしまっています。

こうした規制緩和によって可能になった商品の代表例が、ノックイン投信に代表される仕組投信です。仕組投信とは、店頭デリバティブ取引を組み込んだ仕組債券を一銘柄もしくは二銘柄発行してもらって、それ（ら）を組み込んで組成されます。

投資期間は3～5年と短く、預金の利息と比べて高額な分配金が定期的に支払われ、“一定の条件”が成就しなければ、最終的に元本が戻ってくるという一見“夢のような商品”ですが、実際には、“一定の条件”が成就してしまい、投資したお金が半分になってしまい、トラブルになっているケースが多発しているのです。退職者が退職金でこの種の商品を1千万円、2千万円という単位で買っていることが多く、深刻です。

「投資信託は、零細な投資家に分散投資の機会を提供することを通じて、実体経済にお金を回す役割を果たす金融商品である」という基本原則に立ち返る必要があるのではないのでしょうか。

今回の商品規制には入っていませんが、私たちは、ファンド・オブ・ファンズの利用についても、一定の歯止めをかける必要があるのではないかと考えています。

10月26日の第回WGでは、大変興味深い資料が参考資料として配付されました。こちらをご覧ください。

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/toushi/siryoku/20121026/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryoku/20121026/03.pdf)

販売チャネル別の売れ筋投信リストですが、銀行や証券会社で売れている商品の多くがファンド・オブ・ファンズになってしまっています。

ファンド・オブ・ファンズとは、他社の運用する投信に投資をしている投信です。99年に解禁されたファンド・オブ・ファンズは、あっという間に業界に広がり、最近では、投信の半分がファンド・オブ・ファンズになっています。

ファンド・オブ・ファンズには二つの問題があると言われます。一つはコストの問題（信託報酬が二重にかかる）、もう一つは透明性の問題（何に投資しているのかの把握が難しい）です。

私たちは、ファンド・オブ・ファンズの利用を全面的に否定するつもりはありませんが、合理性のある場合に限って利用を認めるべきと考えています。

例えば、ファンド・オブ・ファンズを利用しなくてはならない理由（必要性）や、上述の二つの問題をクリアできるという根拠を、投資信託の設定前に明らかにすることを、投信会社に義務づけること等が考えられるのではないのでしょうか。

私たちは、今回の投信法WGでは論点として取り上げられなかった問題点を、今後も引き続き問題提起していきたいと考えています。

## 2. 米大手投信会社バンガード社の成功の秘密

前号で、バンガード社を訪問したことを報告したところ、複数の方から、もっと聞きたいというリクエストをいただきました。そこで、今回は、同社の経営財務戦略を担当する Satterthwaite 氏から伺った「バンガード社の成功の二つの鍵」を、私の解釈も交えてお伝えしたいと思います。

「バンガード社の成功には、他社が容易に真似できることと、他社には真似できないことがある。」

他社が真似できることとは「透明性 (Transparency) と誠実さ (Candour)」を具体的に実行すること。バンガード社は、設立以来、不都合なことも隠さず開示してきた。時間はかかったが、その姿勢をまずジャーナリストが評価し、一部のスマートな投資家が評価し、そして口コミで投資家が投資家を紹介するという循環が出来上がっていった。特に、報告書等のレポーティングには気を使っている。」

「一方、他社が真似できないのが、バンガード社の株式所有構造だ。」

バンガード社という投信会社の株式は100%をバンガード社のファンドが所有している。つまり、バンガードのファンドの顧客（投資家）がファンドを通じてバンガード社を所有、支配するという構造となっているのだ。

少し説明を加えよう。

投信会社を立ち上げるには資金が必要だ。ファンドを立ち上げるのにも相当規模の資金を集める必要がある。こうした資金は、投信会社の創始者または、ファンドを販売する金融機関が投信会社の株主となって提供するのが一般的だ。いわゆるスポンサーと呼ばれる人たちだ。しかし、ここに、投信会社がファンドの投資家の利益を第一に考えて行動することを難しくする原因があり、投信会社に対する根深い不信感こそが、投資家を投資信託へと向かわせない原因ともなっている。

投信会社は、例えて言えば、ファンドの投資家とスポンサーという二人のご主人様に同時に仕えているようなものだが、ボーグルは、二人のご主人様を一致させて一人に任せさせる構造、つまり client-owned mutual fund company を創ることによって、この難問を解決したのだ。

「ボーグルは、1975年に最初のバンガード・ファンドを立ち上げるにあたり、SECに何度も足を運び、ファンドが投信会社を所有する構造を認めさせることに成功した。」

そして、この構造はバンガード社に次のようなアドバンテージを与えた。一つは、業界他社に比べて安い運用報酬で同等の運用サービスを提供できるという強みだ。他社のように株主のための利潤を運用報酬に上乗せする必要がない分、運用報酬を安くすることができたのだ。

また、この構造は、バンガード社の経営目標を“利益”ではなく“ファンドの運営経費の削減”に定め、それを具体的に実行することを可能にした。なぜなら、バンガード社の株主はバンガードのファンドであり、彼らはバンガード社の純資産の増加よりも良質なサービスがより安くファンドに提供されることを望んでいるからだ。

このことは、バンガード社のアニュアルレポートを開くと明らかだ。運用報酬にその他費用を加えた総費用比率（トータル・エクスペンス・レシオ）を、前年に比べてどれだけ下げることができたかが最初に示されている。多くの会社が「顧客のために」という言葉を口にすが、それは抽象的な理念に過ぎないことが大半だ。しかし、バンガード社では、これがトータル・エクスペンス・レシオという数字で「見える化」されているのだ。

さらに、この構造は、個人投資家に根深くある投資信託に対する不信感や不安感を払拭し、信頼や安心感を育むのにも大きな役割を果たしている。「投資家のためのガバナンス」の確立――バンガード社の投資家には熱烈なバンガード・ファンが多いと聞くが、その理由はここにあるようにも思われた。

このように書くと、日本の投資信託の関係者から「日本の投信は会社型ではないから・・・」という声が聞こえてきそうだが、そう諦める前に「投資家のためのガバナンス」のあり方についてもっと真剣に考えてもいいのではないかと 思うのは私だけでしょうか。

### 3. 編集後記

バンガード・ツアーには、私以外に8名の方が参加されていて、訪問記を書かれています。現時点で公開されているものを以下に紹介させていただきます。どれも面白いですよ。是非ご覧になってみてください。

●岡本和久氏（私の尊敬する師匠。ファイナンシャル・ヒーラー（R））

『インストラライフ10月号』 「特集 バンガード・キャンパス・ツアーに参加して」購読お申し込みはホームページ (<http://www.investlife.jp/>) から。

●竹川美奈子氏（ファイナンシャル・ジャーナリスト）

『日経マネー12月号』 「世界の投信会社バンガード潜入レポート」

●カン・チュンド氏（ファイナンシャル・プランナー）

「バンガード社探訪記」ホームページ (<http://tohshi.blog61.fc2.com/blog-category-31.html>)

（報告者：永沢裕美子）

★=★=====★=★

このメールマガジン及び当会の活動についてのご意見・ご質問等は、下記アドレスにお願いいたします。なお、このメールマガジンは当会メンバーがお名刺交換をさせていただいた方々にお送りさせていただいております。大変恐れ入りますが、配信がご迷惑な場合も下記アドレスまでご連絡をお願いいたします。このメールマガジンを引用または転載される場合も、下記アドレスにご一報ください。

メールアドレス：[yumiko.nagasawa59@gmail.com](mailto:yumiko.nagasawa59@gmail.com)

★=★=====★=★

発行元／フォスター・フォーラム（良質な金融商品を育てる会）

<http://www.fosterforum.jp/>