

野畑証券研修教材

アセットマネジメント-1 (投資信託・投資顧問業の位置付け)

2024.6.27 実施

野畑経済研修所 畠山 久志

本日のポイント：第1部のみ

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

I-1. アセットマネジメント業 (ASSET MANAGEMENT : AM)

- アセットマネジメント業の一般的定義
 - ①資産の価値を増加させる目的のもと、
 - ②個人や法人が所有している株式・債券・不動産などの資産を
 - ③運用管理を行う代行業務のこと。

⇒投資運用業

類似の概念

- ISO55000 アセットマネジメント
⇒社会インフラの適切管理
- PM (Property Management)
主に不動産に関する資産管理業務

AMの典型

投資運用業

典型

投資顧問

投資信託

信託

ファンド

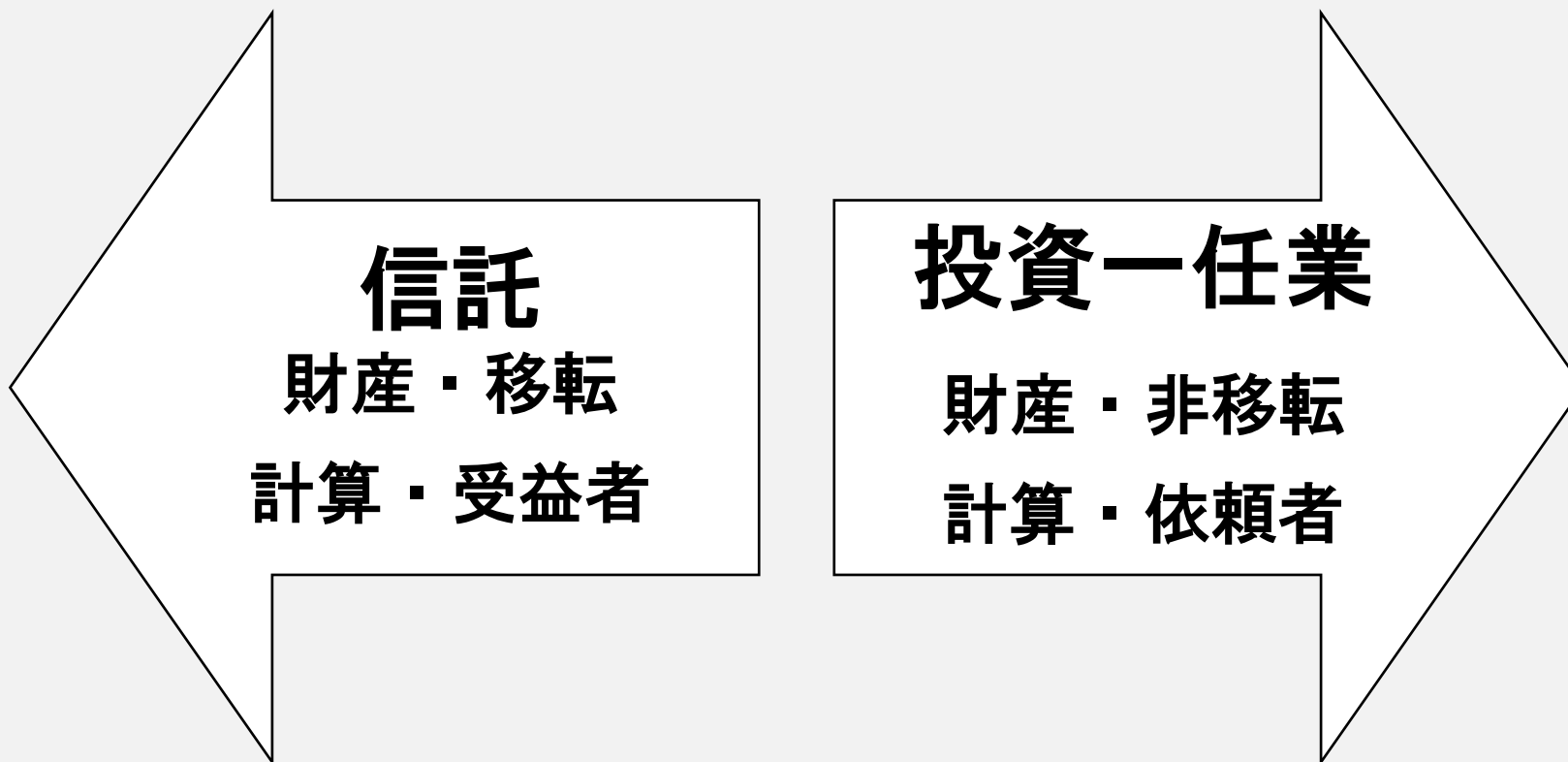
代行業務の意味

法的効果の
違い

財産の移転

計算の帰属

例 信託と投資一任業



AMと信託銀行

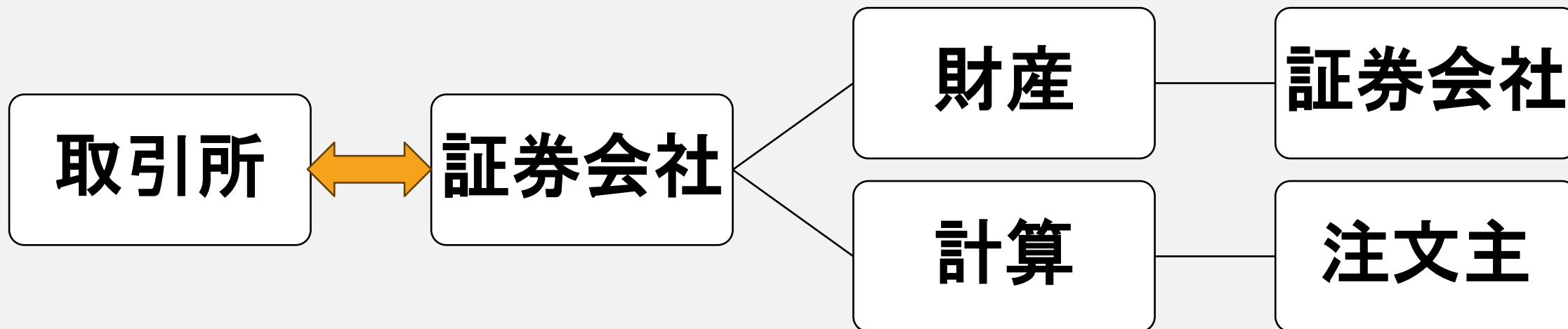
○AMの受託機関

⇒投資信託で投資会社から資産の受託

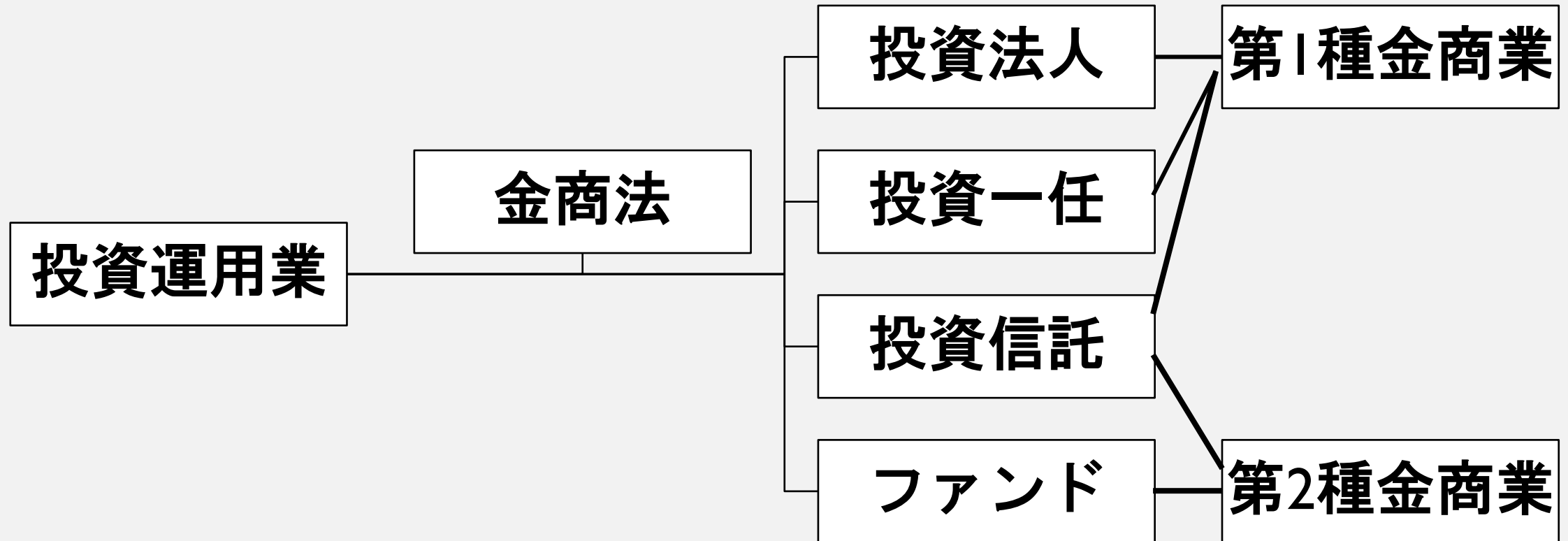
○AM

投資運用業務
投資一任

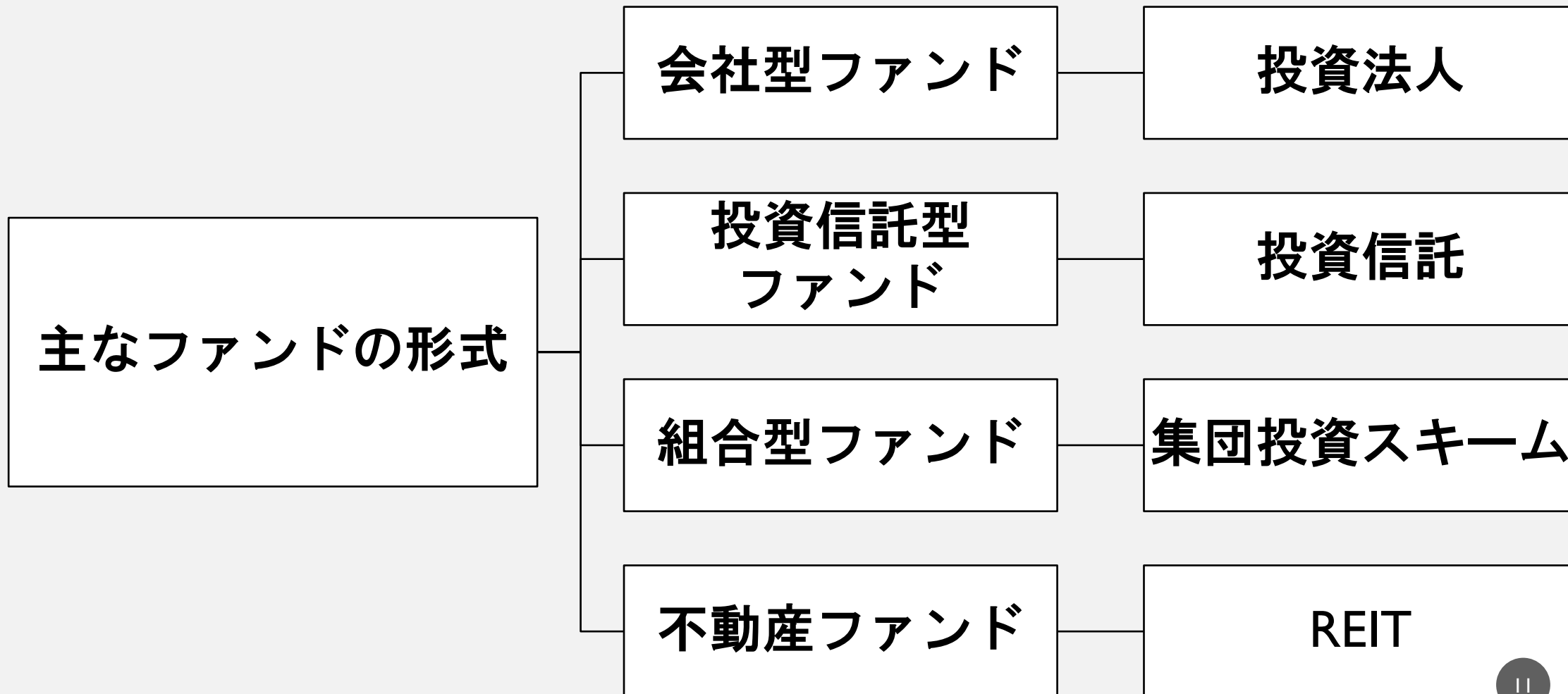
例 証券会社（取次）



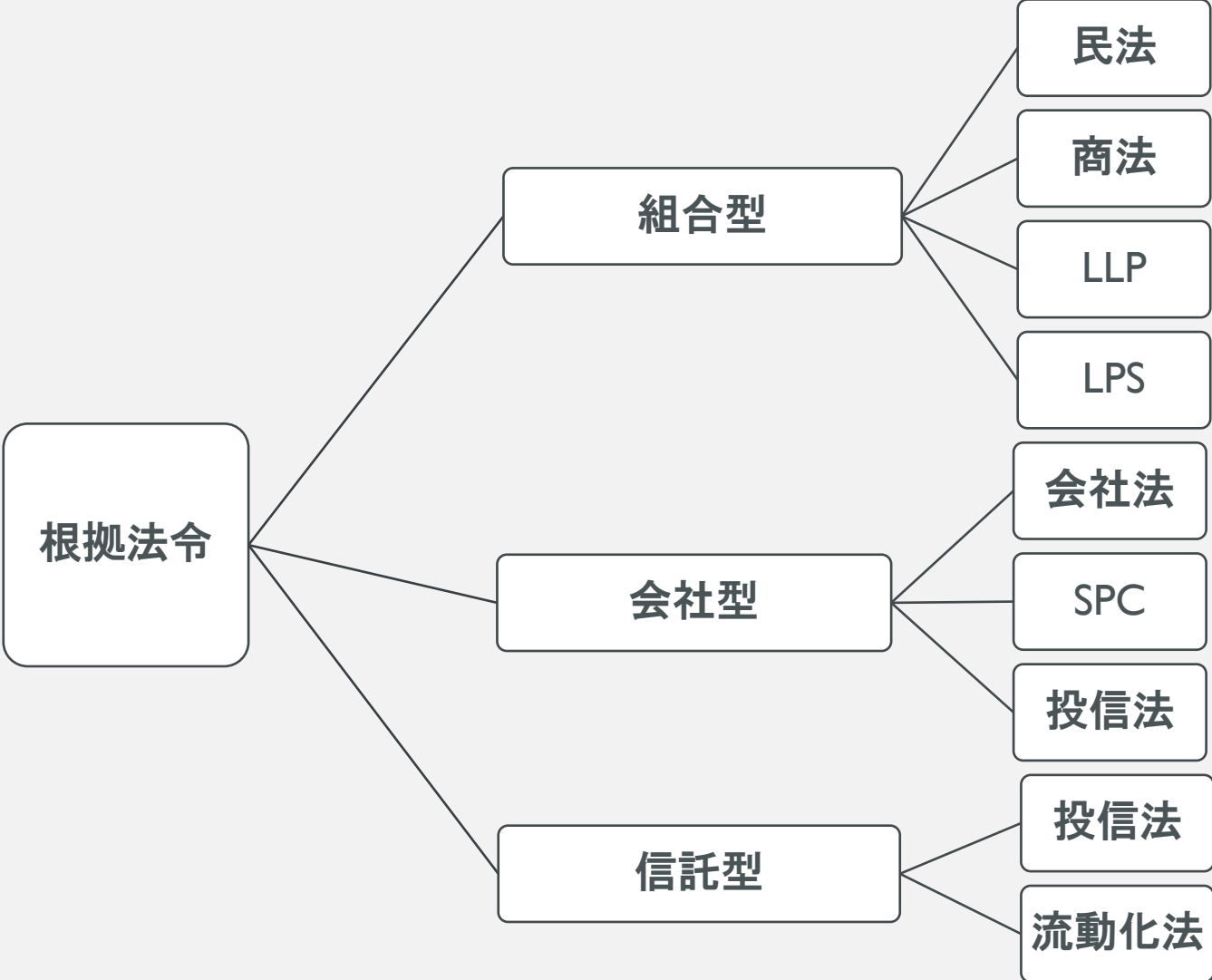
投資運用業（金商法第28条）



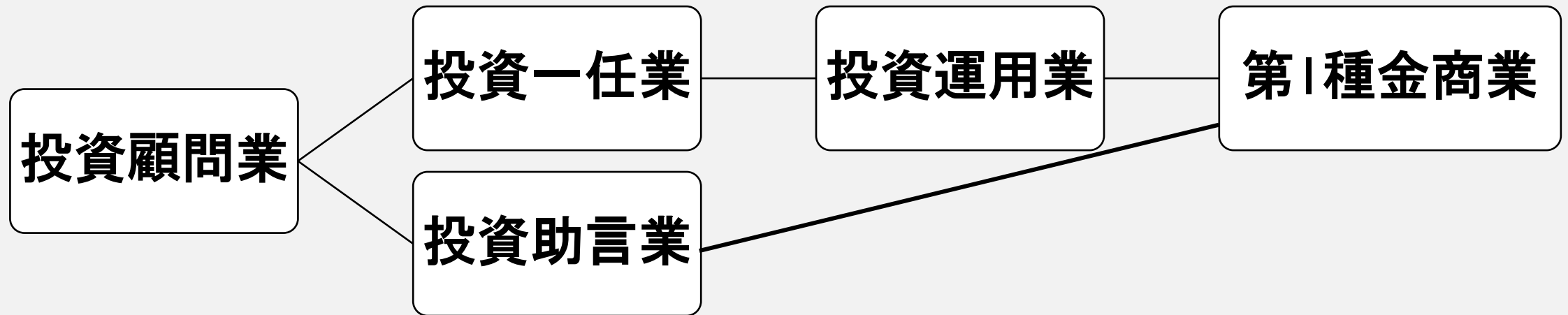
ファンド (FUND) (法令上の定義なし)



ファンドの設立根拠



投資顧問業 (日本投資顧問業協会)



投資信託委託業等 (投資信託協会)

投資信託委託業等

投資信託
運用会社

不動産投信
運用会社

インフラファンド
運用会社

金融商品取引業者数

令和6年2月29日現在

第一種	299
第二種	1,208
投資助言・代理業	997
投資運用業	430
合計	1,953

1-2. AMの歴史

前提：金融と宗教

○現代的意義

1. カルビン主義

近代資本主義の精神的基礎

ウェーバー「プロテスタントイイズムの倫理と資本主義の精神」

2. 金融商品の源泉 (Origin of Finance Instrument)

Trusts 信託

Fiduciary Duty 受託者責任

3. 中東マネーに対する取組 (付利・先物の禁止)

カルビン主義者？

アイヴァン・ボウスキー (IVAN BOESKY、1937年～)

○1980年代中盤に「ウォール街の鞆取」として活躍した。

最も大掛かりな詐欺取引を行った人物（ギネス登録）

○1986年にカリフォルニア大学バークレー校講演の発言

“I think greed is healthy. You can be greedy and still feel good about yourself.”

○1987年公開映画『ウォール街』主人公ゴードン・ゲッコーは、ボウスキーを下敷きとして作り上げられたキャラクター

マックス・ヴェーバー (MAX WEBER 1864 – 1920)

○1904.5年公表

「プロテスタントの倫理と資本主義の精神」

○内容

北ヨーロッパの資本主義はプロテスタントの精神が世俗的な世界で働く多くの人々に影響を与え、その結果発展

○ほかの意見

プロテスタントの興隆と経済の発展は無関係

カルビン主義は、厳格過ぎたためむしろ障害となった。

世界の主な宗教の信者数

キリスト教：約22億人

(世界宗教)

イスラム教：約16億人

(同上)

ヒンドゥー教：約10億人

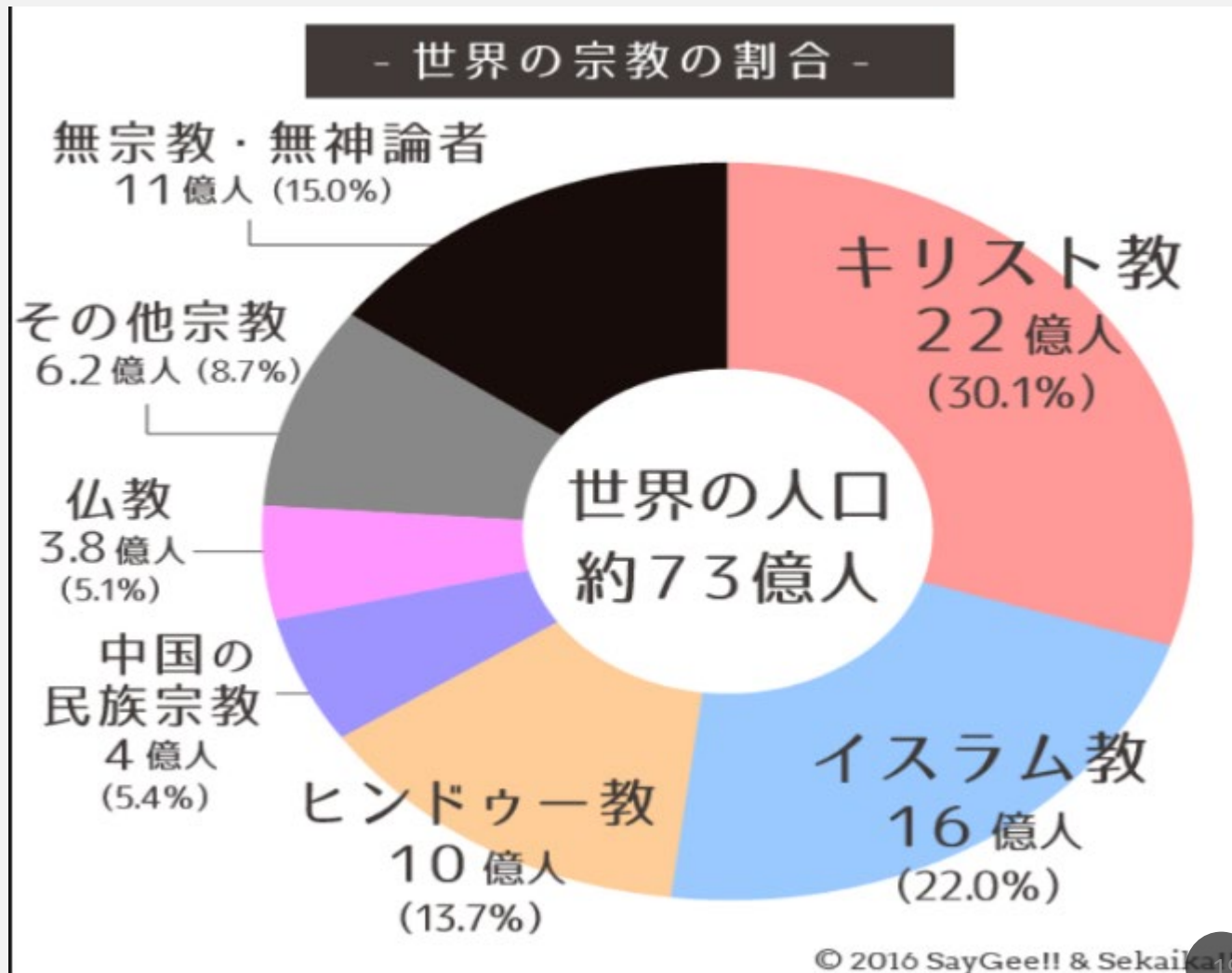
(同上) 多神教

仏教：約4億人

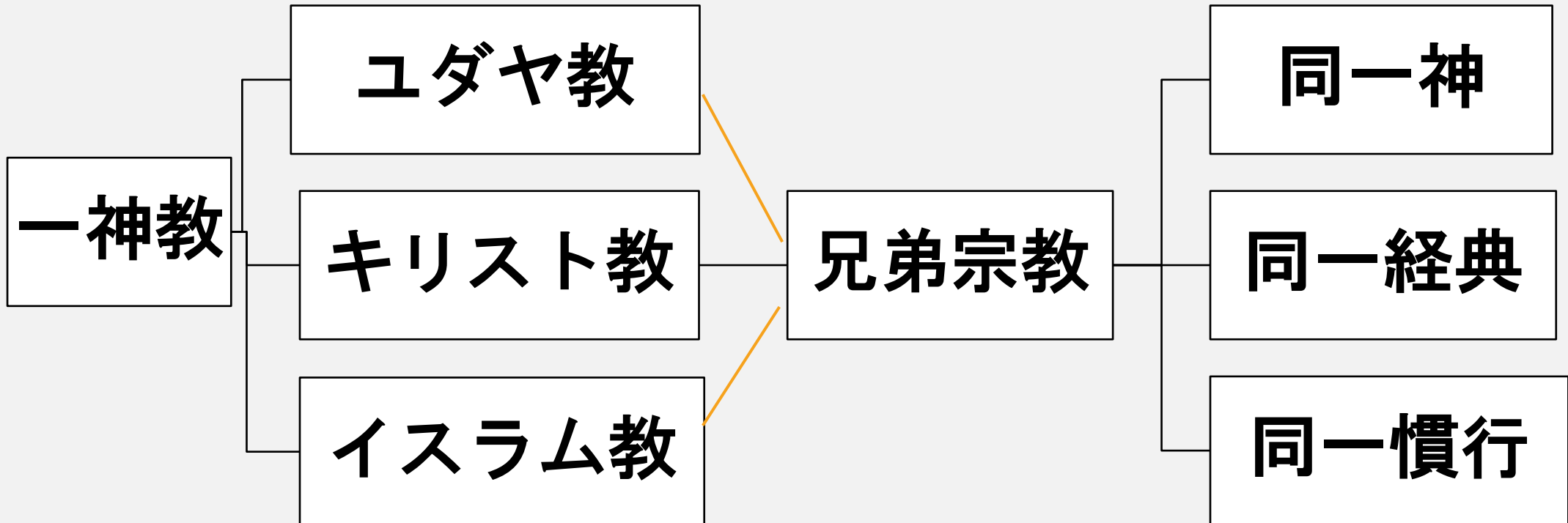
(同上) 多神教

ユダヤ教：約13百万人

(民族宗教)



代表的一神教（中東民族の信仰）

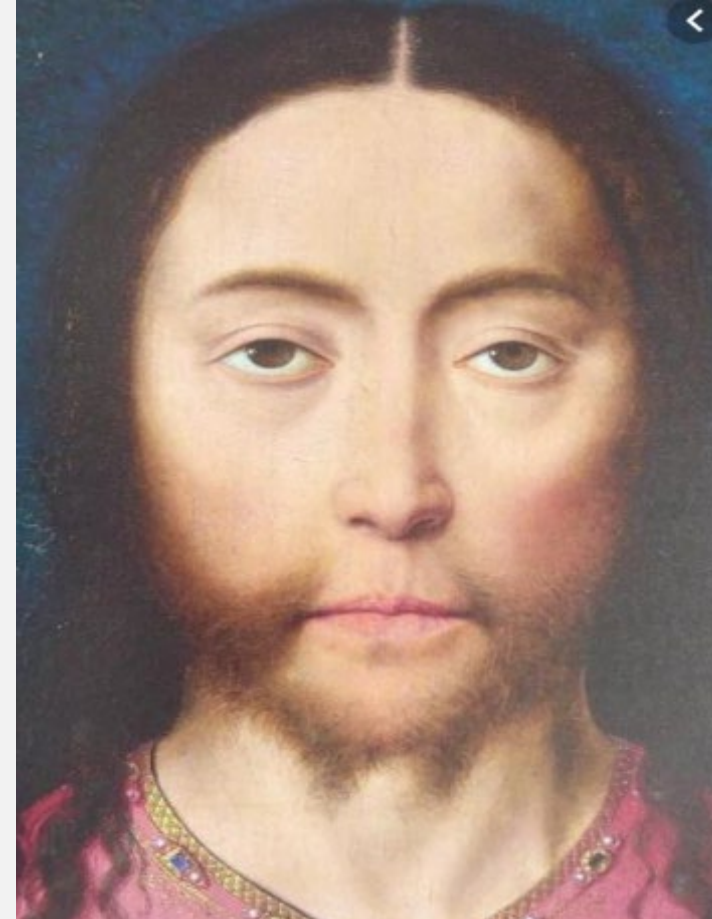
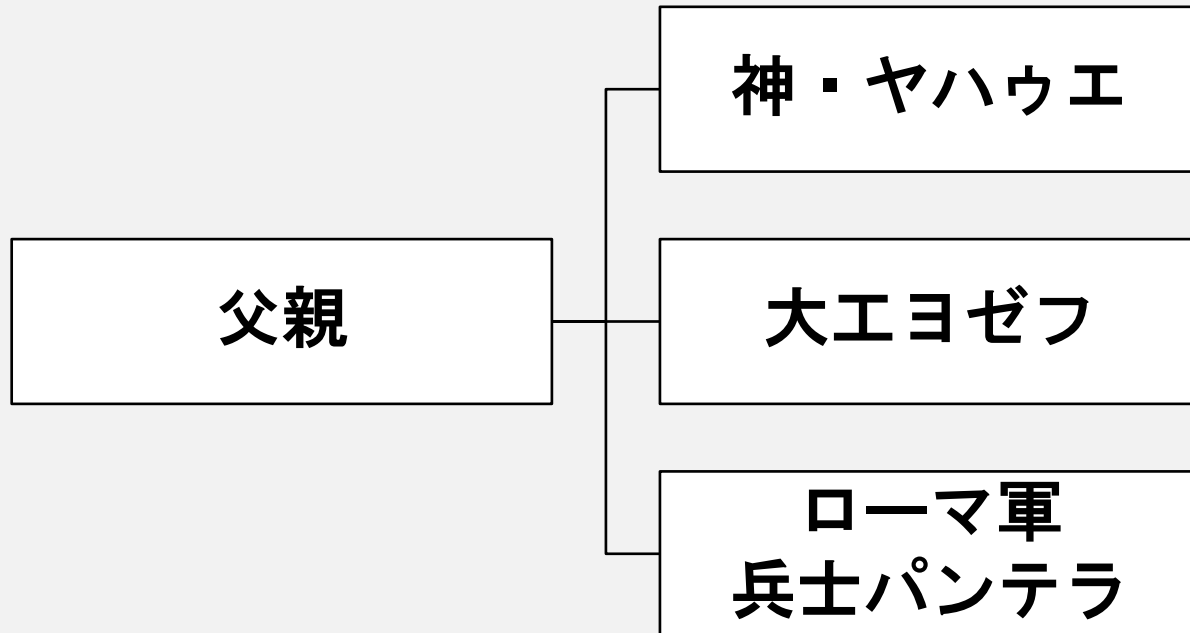


イエス・キリスト (JESUS CHRISTUS)

(BC6年～BC4年頃 - AD30年頃)

イエスの父

イエスの肖像画



新約聖書・マタイによる福音書25章

イエスの「タラントンのたとえ話」

○旅行に出かける主人が何人かの使用人に多額の金銭を分けて預けた。その後、それを殖した者を誉め、地中に埋めていただけの者を咎め、追い出した。

⇒2000年前に他人のおカネを預かり、運用管理する慣行・制度があった。

【アセットマネジメントの存在】

⇒銀行があり、預けたら利子収入があった。

新約聖書・マルコによる福音書11章 銀行業の否定

○イエスは神殿の境内に入り、そこで売り買いしていた人々を追い出し始め、両替人の台や鳩を売る者の腰掛けをひっくり返された。また、境内を通過して物を運ぶこともお許しにならなかった。

そして、人々に教えて言われた。

「こう書いてあるではないか。『わたしの家は、すべての国の人の祈りの家と呼ばれるべきである。』ところが、あなたたちはそれを強盗の巣にしてしまった。」

イエスは両替商を神殿から追い出す



イスラム教・コーラン（7世紀）

○コーラン第2章アル・バガラ章「雌牛」275節

「神はAl-bay(商売)は認めしたが、Riba
(利子)は禁じたもうた」)

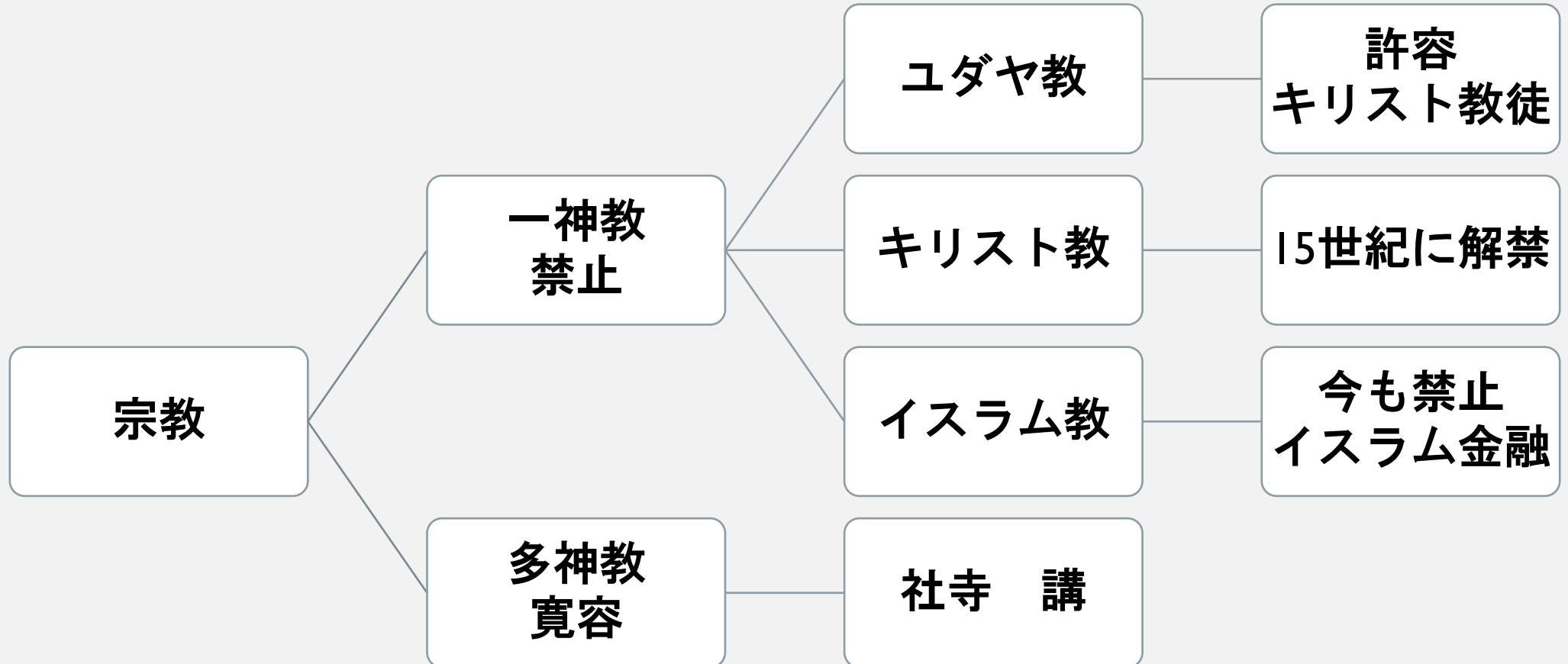
⇒その立場は現在まで継続（金利を取らない）

「**イスラム金融**」と呼ばれている。

○預言者ムハンマドは、貿易商人であった。

商流は認める。

金融（金利）と宗教

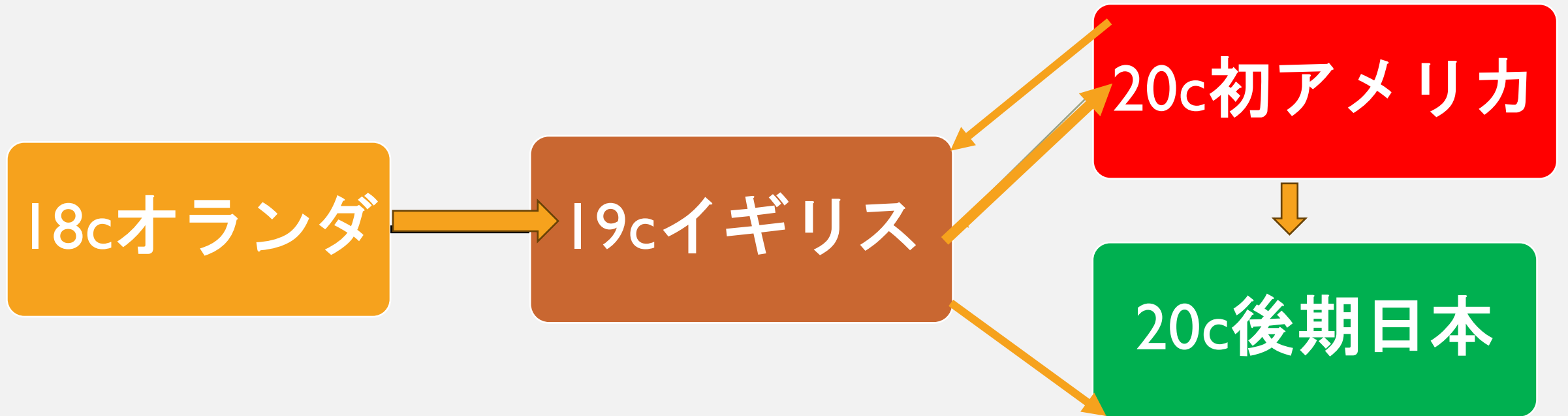


I-2' . AMの歴史 : 投資信託の起源

(海外)
オランダ説

(日本)
イギリス説

投資信託制度の承継



近世・17世紀のオランダ

近代的金融インフラの整備

1602年 世界初の株式会社設立

オランダ東インド会社

1608年 世界初の中央銀行設立

アムステルダム為替銀行

1611年 世界初の証券取引所の設立

アムステルダム証券取引所

オランダの投資信託の歴史

揺籃時代 ・ 17世紀

投資信託
の登場 ・ 18世紀

投資信託
の終焉 ・ 19世紀

オランダの投資信託1774年設定

海外では、投資信託の嚆矢をオランダとする。

○Eendragt Maakt Magt : EMM

Unity Makes Magic 「団結は魔法を生む」

オランダの商人でブローカーが、

小口投資家に分散投資の機会を提供する

ことを目的とした投資信託契約スキームを設定

[現代のクローズドエンド投資信託]

EMMの概要ー 1

- 投資事業（negotiatie）の募集（信託制度）
- 外国の政府や銀行が発行した債券や、西インド諸島の農園への融資などに投資
- 投資家には4%の配当を約束
- 25年後の解散（当初計画）時には、清算金を当時残っていた投資家に分配
- 申込みは2,000持分がすべて揃うと追加はしない。
- 投資家（shareholders）は、持分を自由に譲渡可能

投資先10先（目論見書第2条）

- 1.デンマークとウィーンの銀行
- 2.デンマークの通行料とホルステイン
- 3.ロシアとスウェーデン
- 4.ブランズウィックとメクレンブルク
- 5.ザクセンの郵便事業とブラバントの泥炭地
- 6.スペイン運河
- 7.イギリス植民地
- 8.エスケイボ
- 9.ベルビス
- 10.デンマーク領アメリカ諸島
(外国債かプランター・ローン等)

— 2 運用資産の保管

- 投資した有価証券の現物は、事務所の金庫に厳重保管（3重のカギ）
- 目論見書では、投資対象（公債等）を特定するとともに、ポートフォリオの常時分散が定められていた。
- 2000持分は、20組（classes）に分割され、各組同額の資本は、債券50銘柄（bonds）でポートフォリオが組まれた。

— 3 抽選制の導入

○奇妙で複雑なクジ（lottery）の存在

⇒抽選の仕組み

ポートフォリオからの投資収益のすべてを分配するのではなく、その一部を抽選により償却する持分のプレミアムとして消却したり、特定の持の増配に充てたりする。

イギリスの投資信託の歴史

○日本では、投資信託の嚆矢として
1868年ロンドンで設立された

**Foreign and Colonial Government
Trust** を挙げる。

理由として、①オランダのEMMは19世に終了しており、現在に引き継がれていない。②イギリスのファンドは、現代に引き継がれていること等を指摘

1860年代後半に投資信託が登場した理由

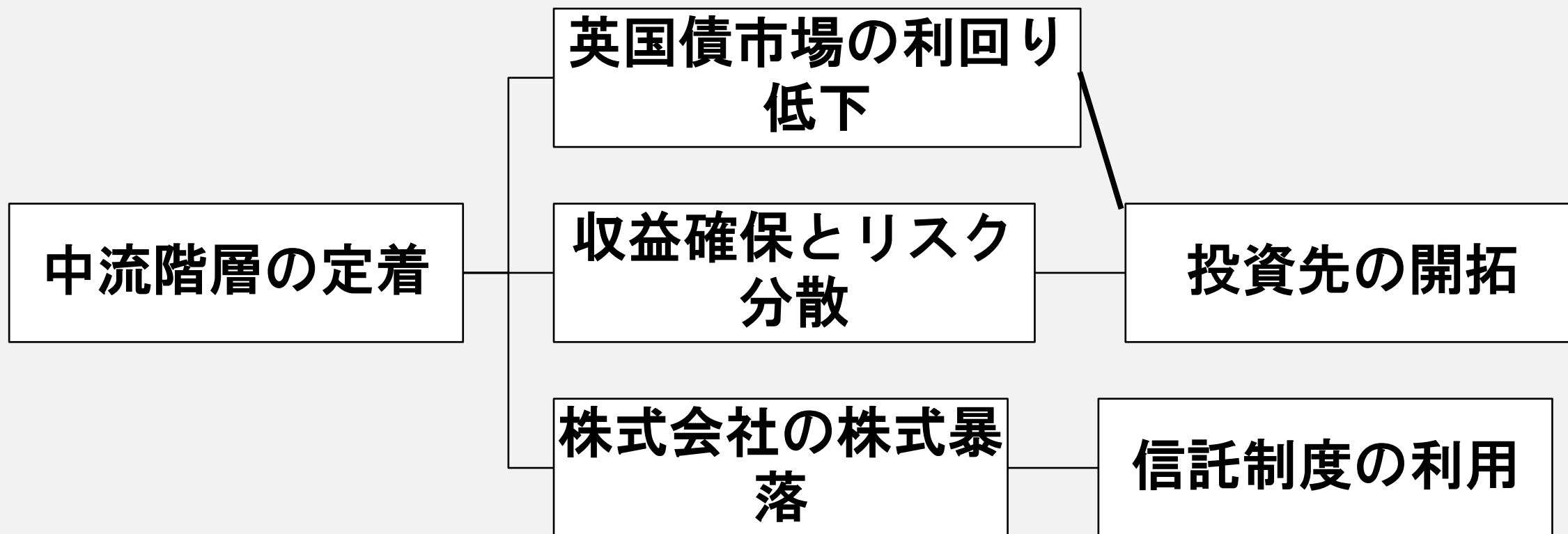
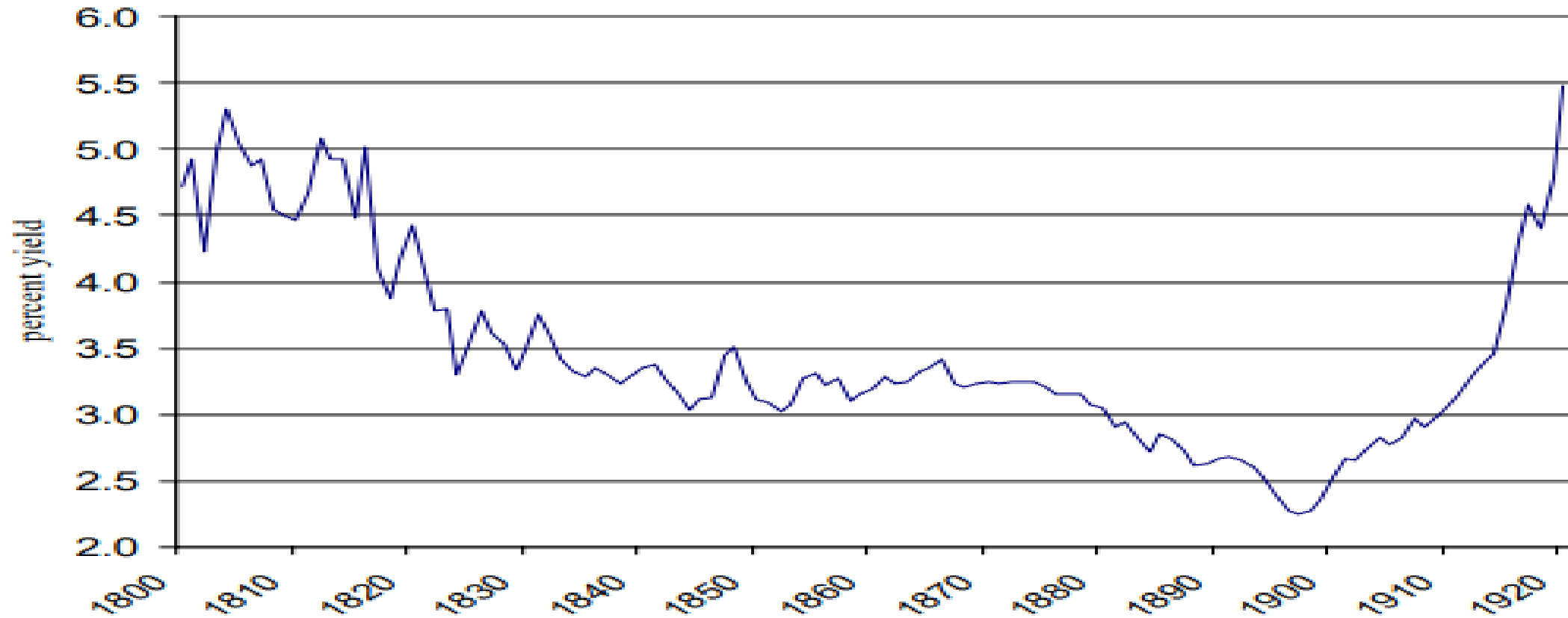


Figure 1 Annual British government bond rate 1800 – 1920



Notes. This **figure** plots the annual long-term British government bond yield for the period 1800-1920. Source: <http://www.ch.net/hmit/interest rate>.

FCGTの構造ー 1

○オランダ信託をモデル

(EMMと類似：LOTTERYも含む)

○目的・目論見書

適度な収入のある投資家に外国および植民地の国債に投資する際のリスクを軽減し、大資本家と同等のメリットを中流階層の投資家に提供すること

○クローズドエンド型

— 2 設立者

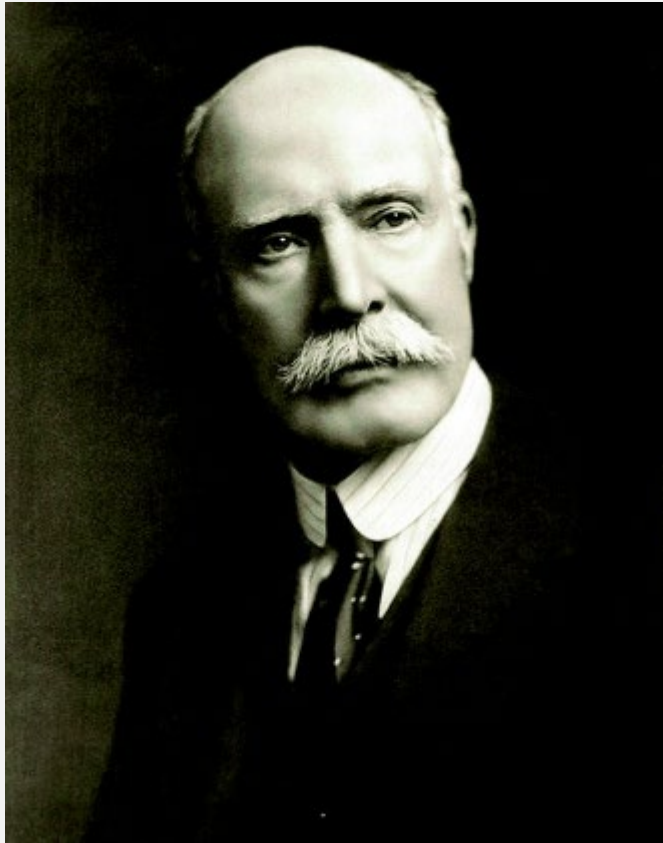
- 設立者 大法官（司法長官）
- 投資先 外国政府の債券（18の外国国債）
オーストリア、エジプト、イタリア、
ラテンアメリカ、ニューサウスウェールズ、
ノバスコシア、ポルトガル、ロシア、
スペイン、トルコ、米国
- 分散投資
特定の債券には信託財産の10%以上を投資しない

— 3 利点

- 分散されたポートフォリオ
- 無記名債券の安全な保管場所
- 外貨のクーポンや配当金の収集
- 外国の投資機会に関する優れた情報など
- 信託利回りは、当時の英国国債の利回り
3.3%を大幅に上回るように設計

ロバートフレミング「投資信託の父」

(ROBERT FLEMING 1845 – 1933)



○スコットランドの金融家・慈善家

○マーチャントバンク Robert Fleming & Coの創設者

○イアンフレミング（孫）

007作家

スコテツシユ・トラスト

○1873年 スコットランドで最初の投資信託設立

First Scottish American Investment Trust

○投資先 アメリカの証券に投資

特に鉄道債に特化した信託

○管理型 受託者に投資内容の変更権限を認める

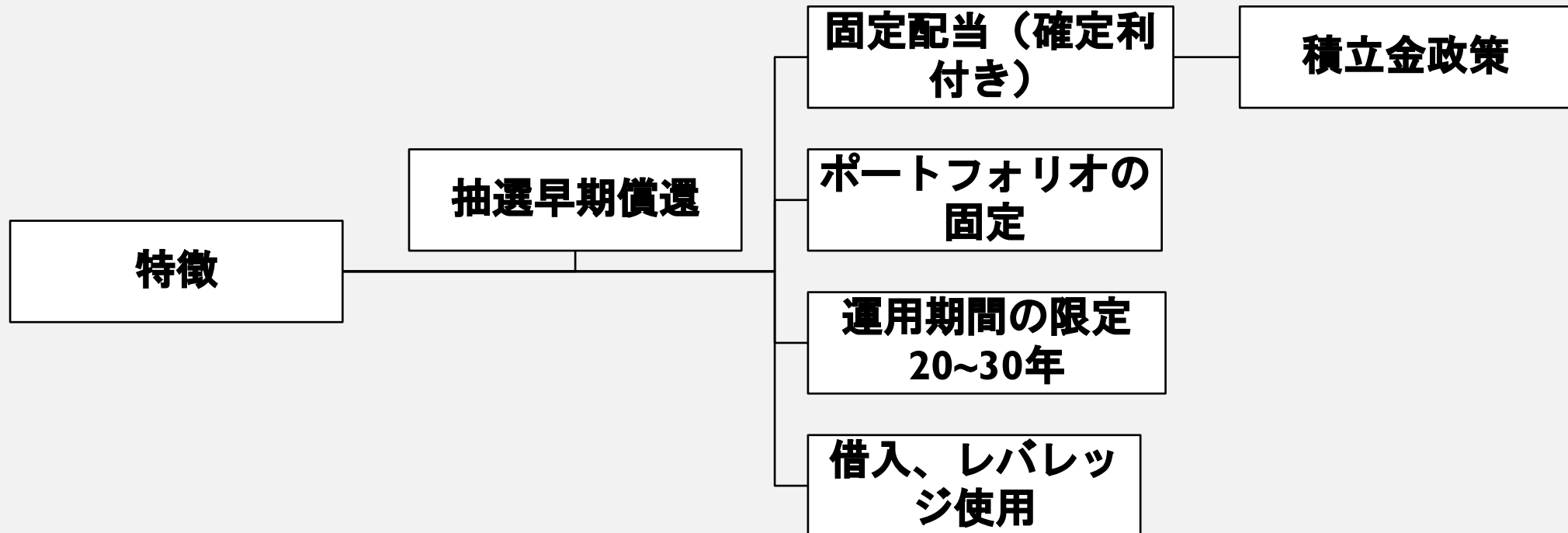
30銘柄でスタートし、それぞれの銘柄がポートフォリオの7%以下で構成

○フレミングは、運用責任者・投資アドバイザー

ロンドンとスコットランド

- 1875年までにロンドン証券取引所に上場された投信は20本
- FCGTと同様に外国政府証券を中心とした
 - ①ロンドンの投信と、
 - ②米国証券を中心としたスコットランドの投信に分かれていた。

イギリス初期の投資信託の特徴



法律問題：投資信託は、合法なのか

○不況の深刻化で1876年に一部信託が債務不履行、一部債務不履行に陥る。

○そこで投資家が、信託の清算を求めて訴訟提起
サイクス対ビードン判決(SYKES V BEADON (1879) 11Ch D 170)

「このようなトラストは利潤を目的とする20人以上の協同組織(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。また中途償還の仕方は富くじ(Lottery)だ」

それぞれの主張

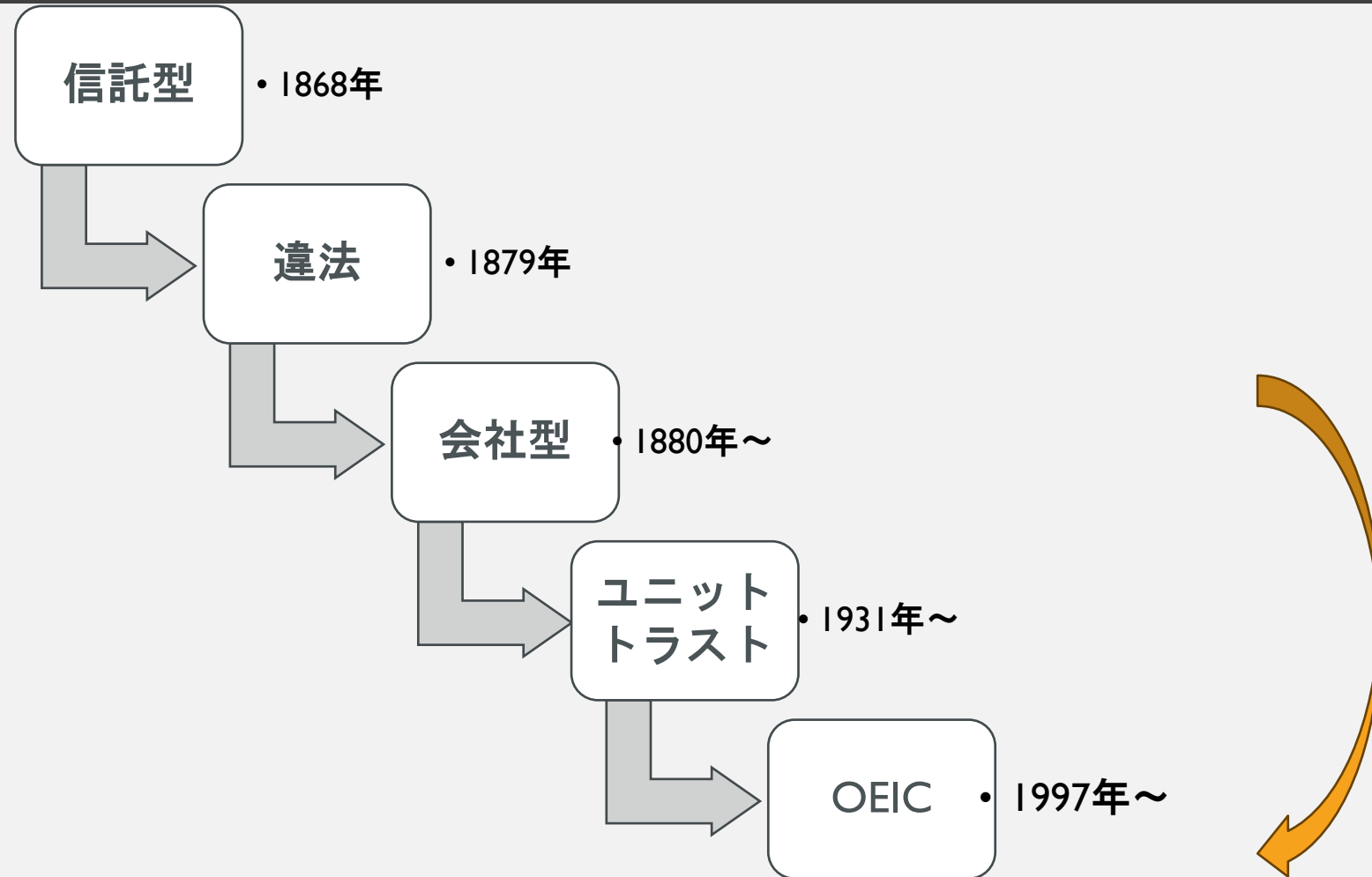
○会社説

- ① 受益証券は実質において会社の株式や社債と同じものだ。
- ② 投資信託は売買という商行為によって利潤を得て、経営を維持していること

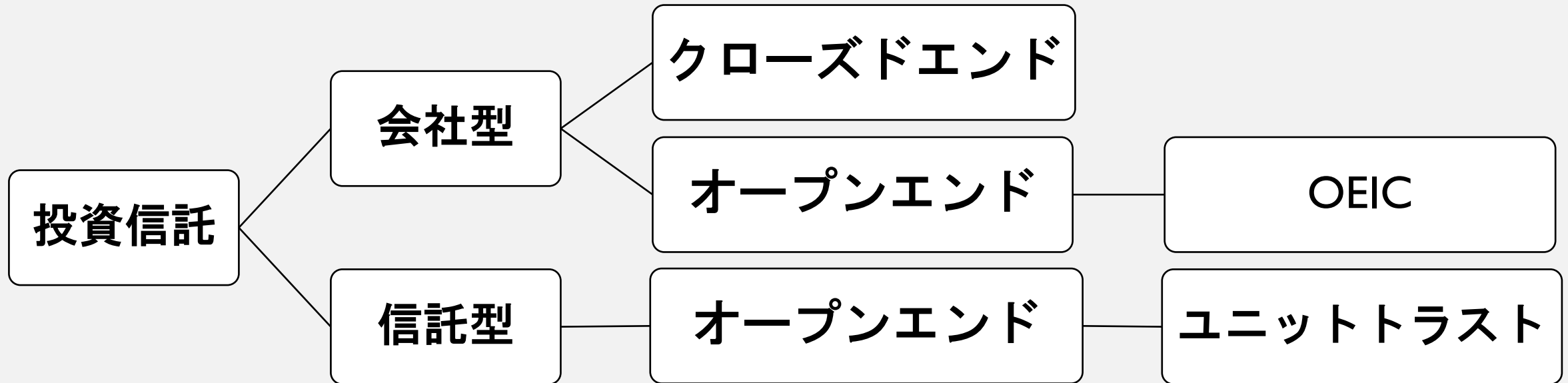
○信託説

- ① 投資信託は受託者と投資家との信託契約によって成立していること
- ② その際問題となるのは利潤の取得ではなくして、財産の共同管理であり、利潤はむしろ付随的結果である。

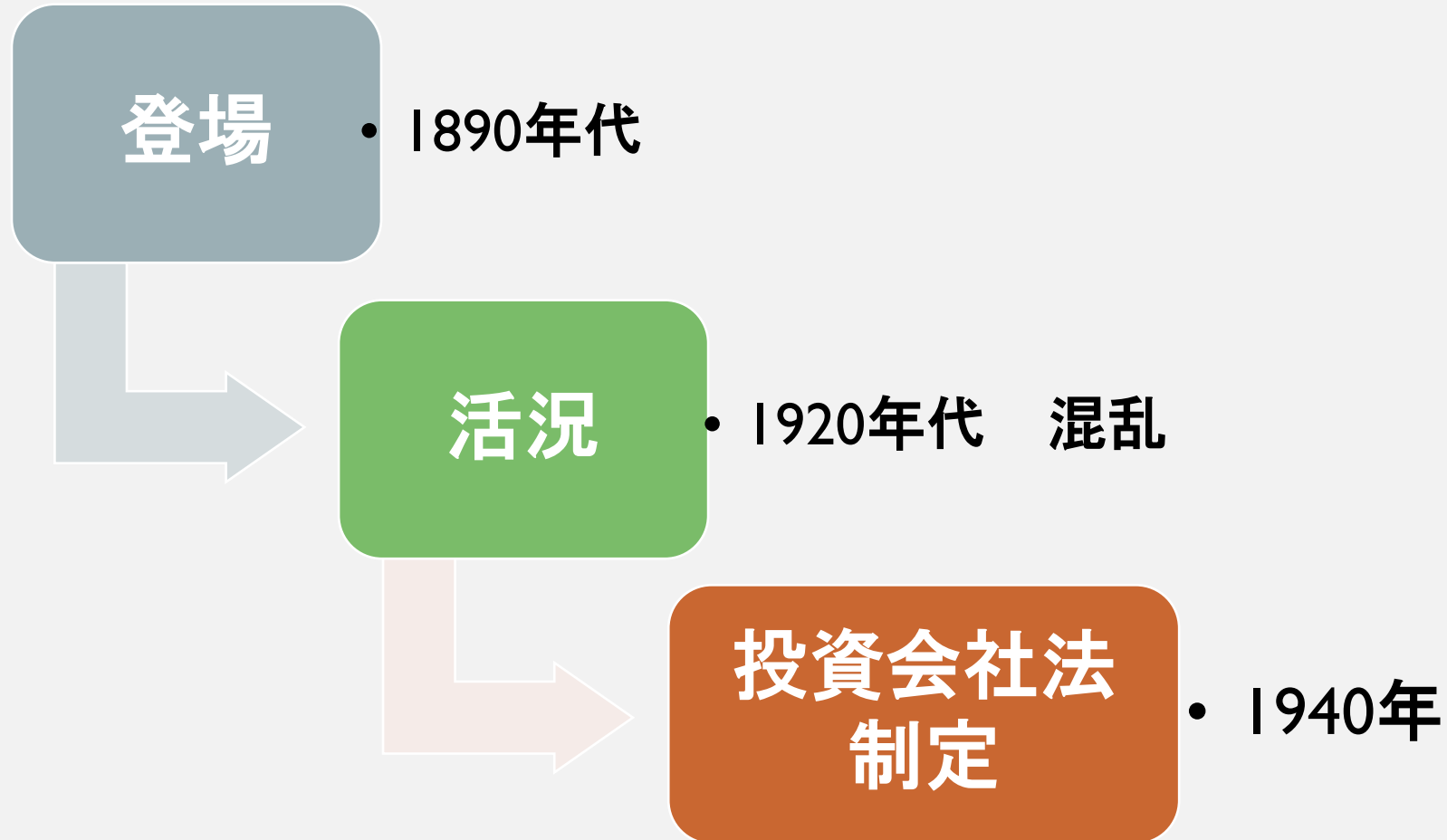
イギリス投資信託の展開



(現在) イギリスの投資信託



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・
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
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
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 | | |

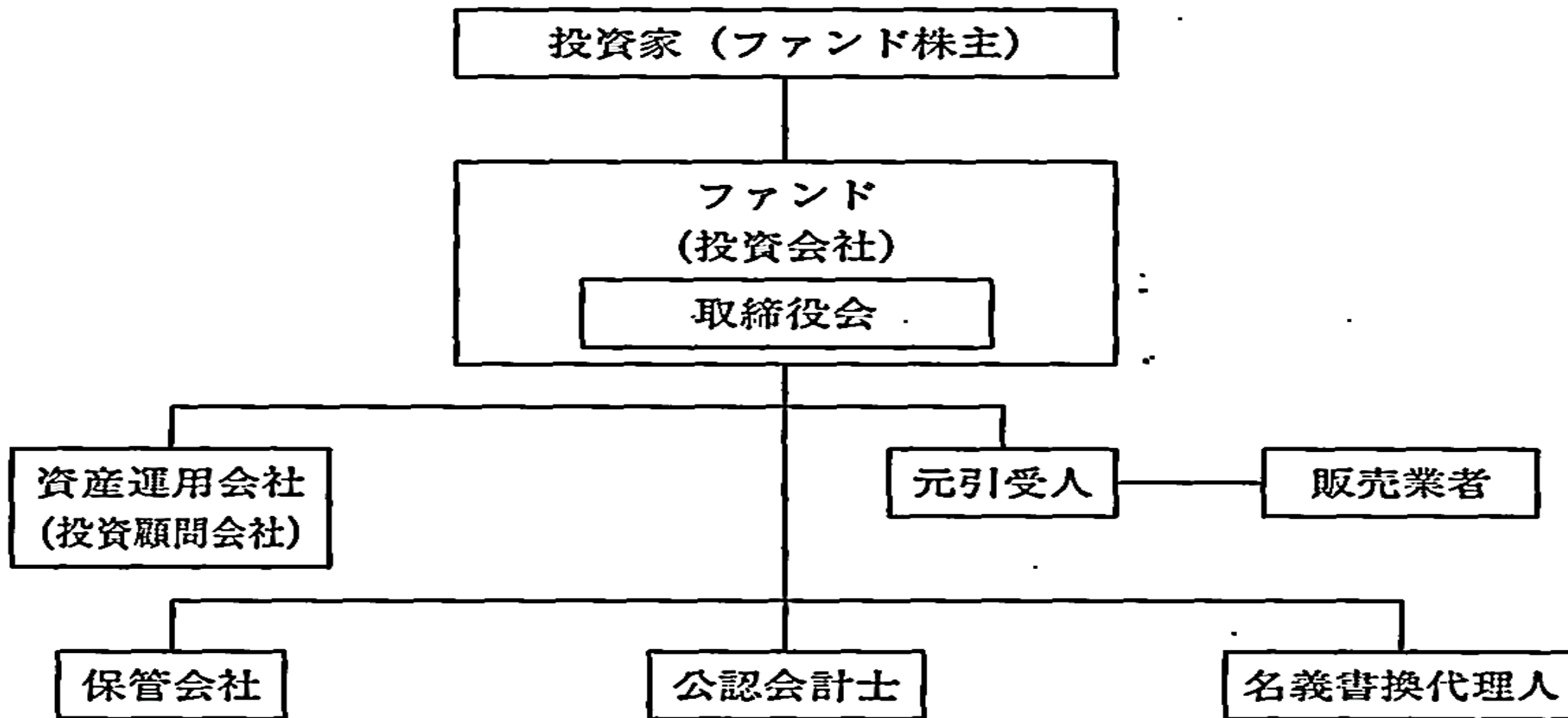
第4条 投資会社の定義

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

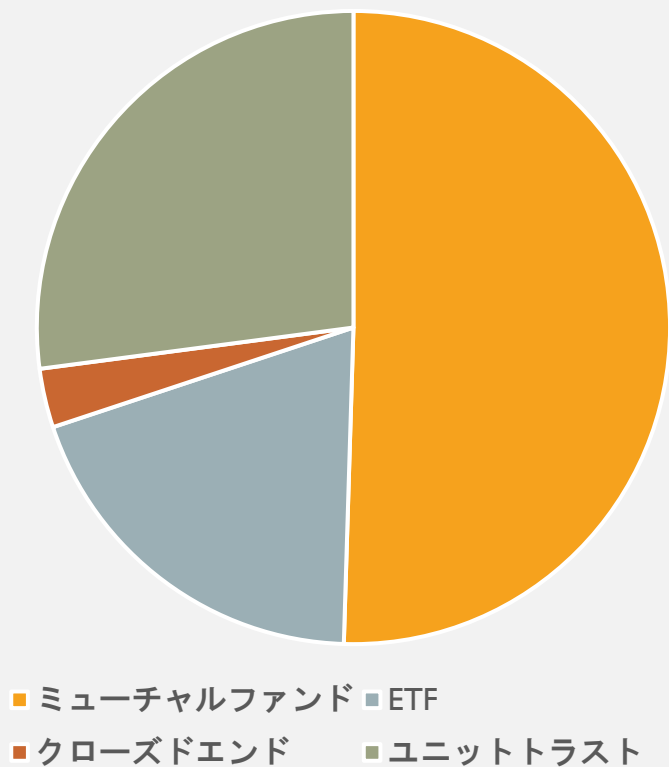
ミューチュアル・ファンドの運営体制



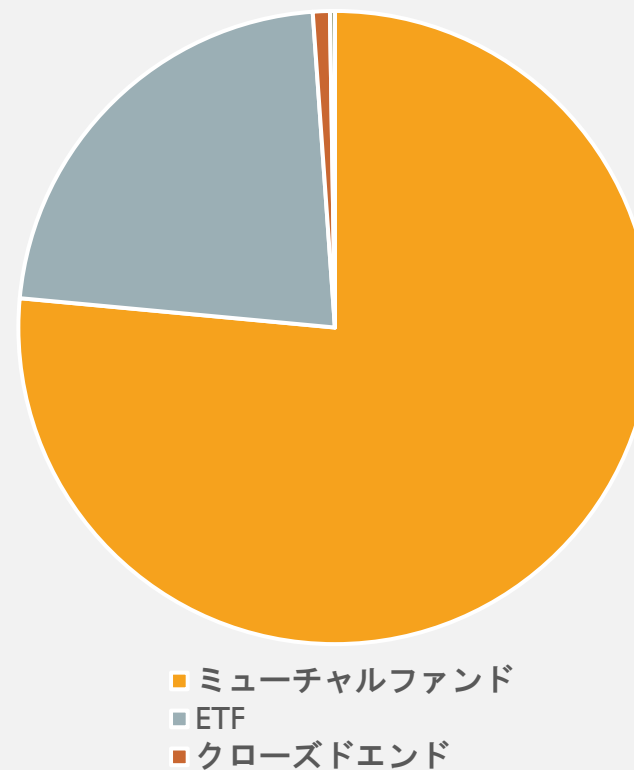
登録投資会社の状況 (割合)

	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

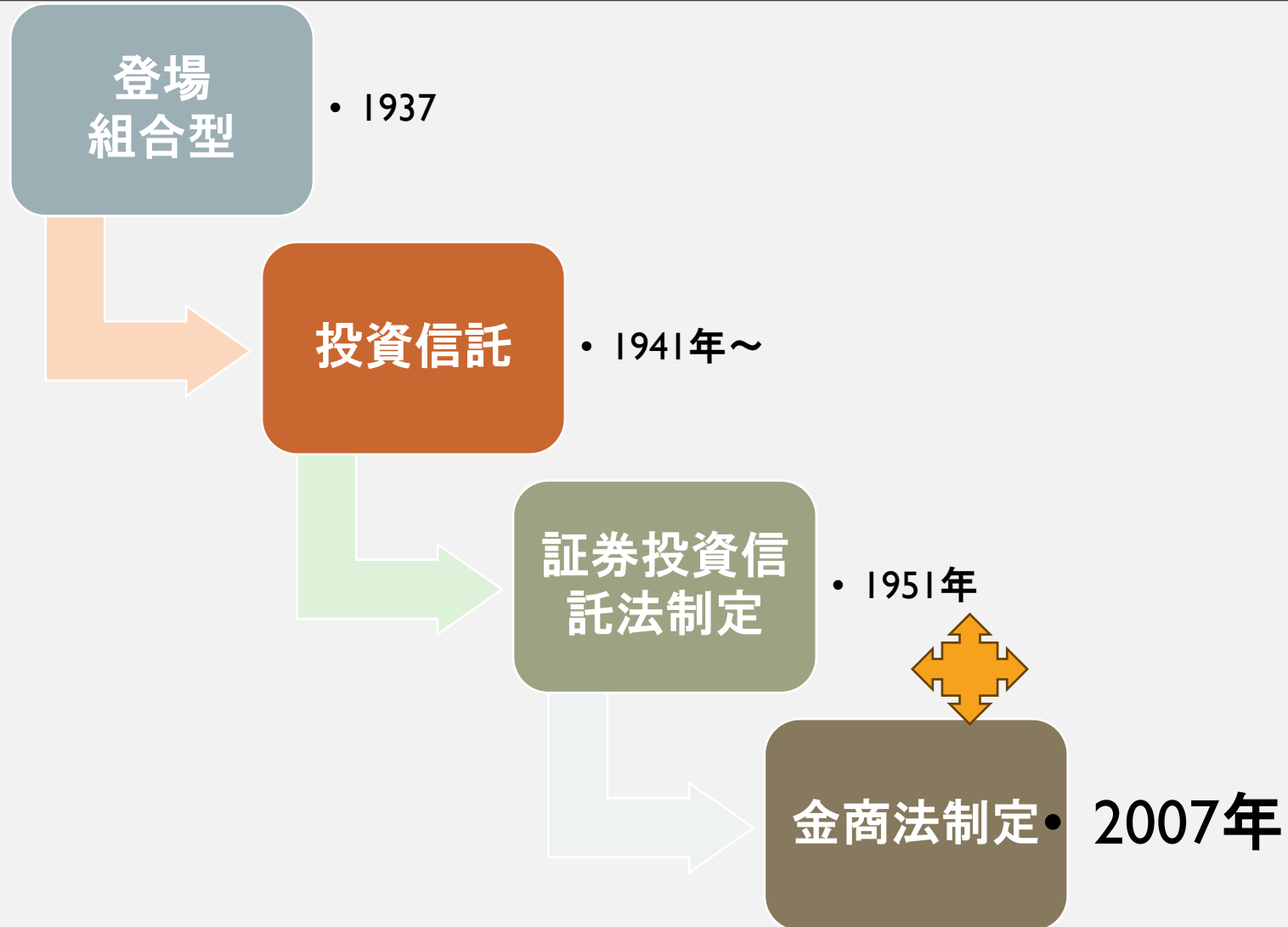
2023年アメリカ投資顧問業の概況

(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

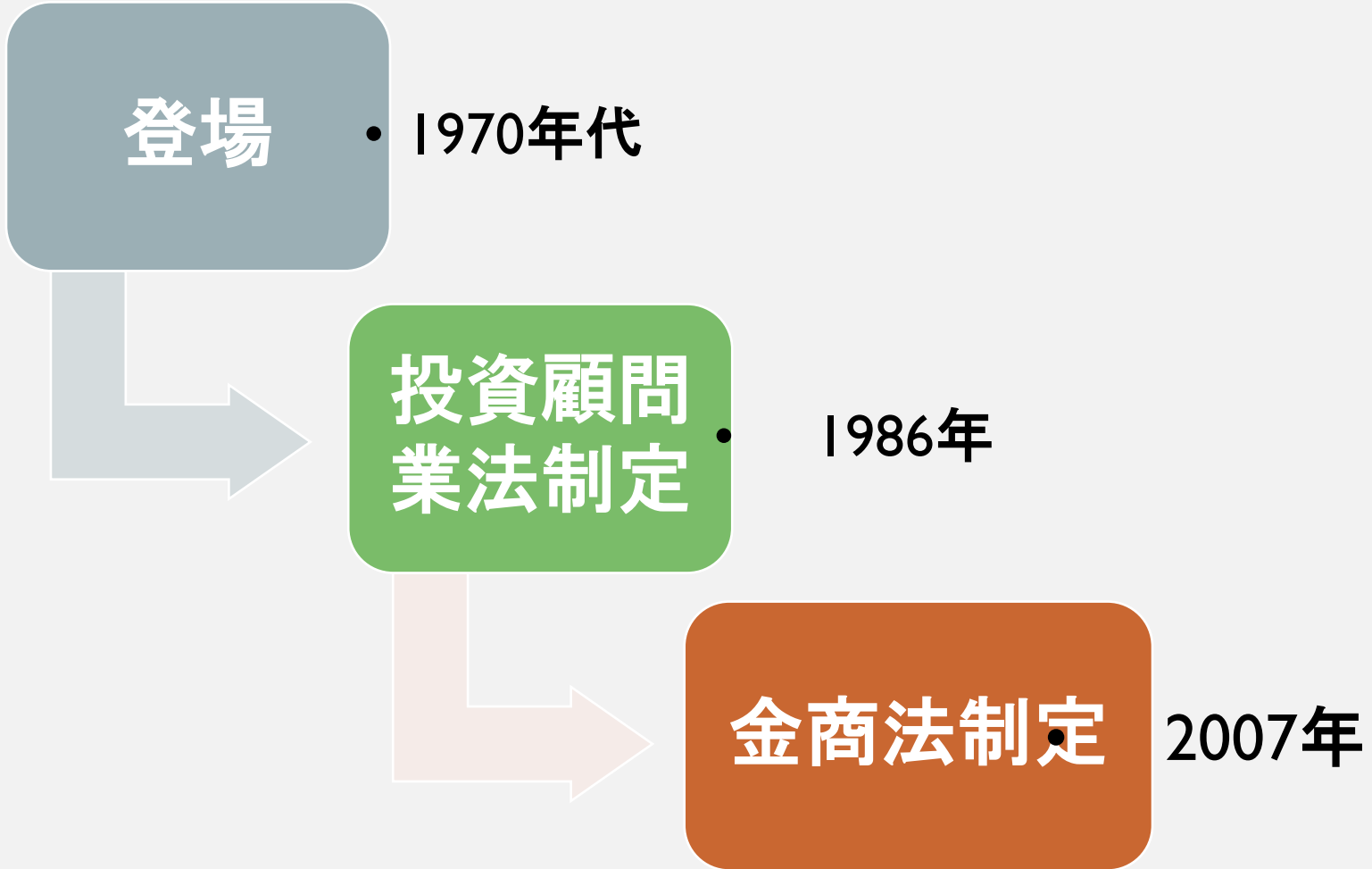
• 1970年代

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

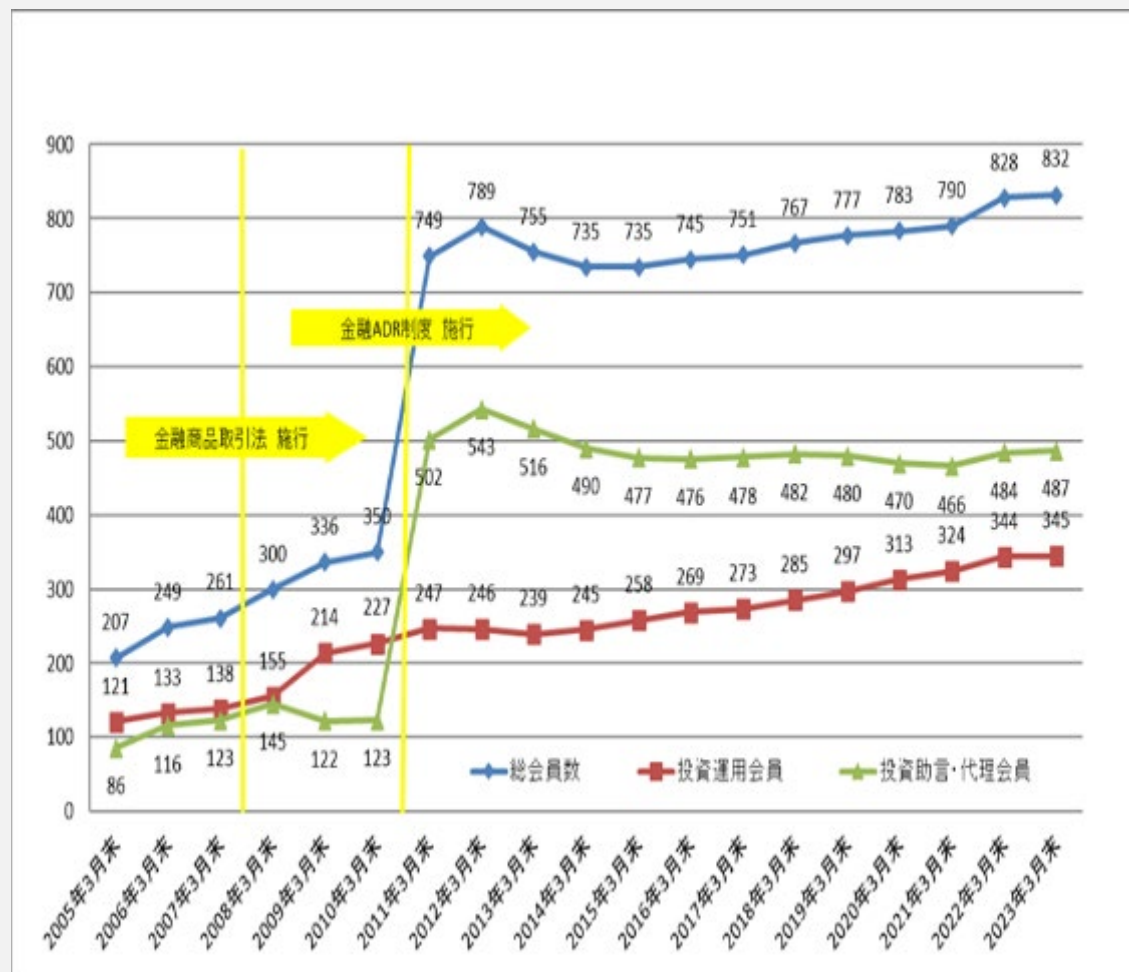
○投資運用業会員 2022年12月末の契約資産

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

