

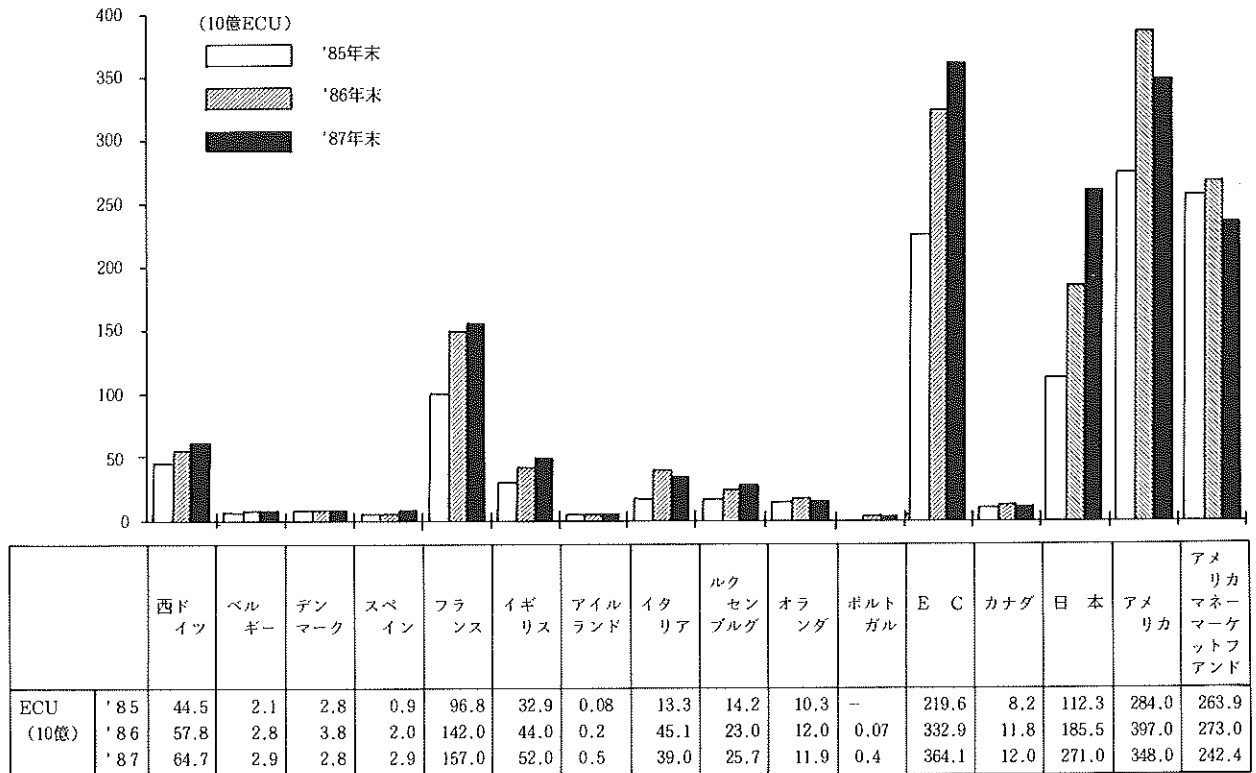
フランスの投資信託市場について

— 日本生命 パリ事務所 —

はじめに

欧州共同体（EC）では、来年7月に予定されている域内市場における資本移動の自由化に先駆け、今年10月より投資信託の販売が自由化される。そのEC域内国の中で、フランスの投資信託市場は1988年末時点で約1兆4千億フラン（約29兆円）の総運用資産残高に達し、最大の規模を誇っている。これは西独の約2.5倍、英国の約3倍、EC全体の半分弱に相当し、米国、日本について世界第3位の市場規模である（図-1）。

図-1 各国の投資信託残高比較



(出所) フランス投資信託協会 (ASFFI) 1988年年報

欧州最大のマーケットであるフランスは各国の熱い視線を浴びており、また、フランスの市場関係者も各種の改革を行い、自由化への対応を急いでいる。

さらにフランス国内の金融・資本市場において、投資信託は最大の機関投資家の一つであり、その動きは常に市場で注目されている。

小稿ではフランスの投資信託についてとりあげ、その概要、発達の背景、及び今後の動向について紹介したい。尚、フランスでは投資信託のことを総称してOPCVM (ORGANISME DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIERES) と呼んでおり、以下小稿でもその呼称を使用する。

## 1. OPCVMの概要

### (1) OPCVMの種類

OPCVMはその形態により、表-1の如く3種類に分類され、それぞれの特徴を有している。

表-1 投資信託の種類 ('87年末)

	S I C A V	F C P	S I C A F
形態	会社型	パートナーシップ型	会社型
最小購入単位	1株	5,000フラン	1株
設立時最低資産額	50百万フラン	2.5百万フラン	20百万フラン
運用資産上限額	無(大蔵省の認可要)	500百万フラン	無
運用規則	運用資産の30%を債券、政府短期証券、預金で運用		
売買手数料	購入額の4.75%が上限	購入額の4%が上限	
運用手数料	運用資産の1%が上限	250百万フラン以下-2% その他-1%が上限	資本金と積立金の1%が上限
清算価格の公表義務	毎日	250百万フラン以下- 月2度 その他-毎週	
決算	四半期毎	1年毎	1年毎
決算報告義務	四半期毎+1年毎	1年毎	1年毎
訪問販売	可能	不可	可能
その他の特徴		個人投資家の場合、持ち分は全体の10%以下	上場義務

(出所) LE MARCHE FINANCIER (第3版) より作成

#### ① SICAV (SOCIETE D'INVESTISSEMENT A CAPITAL VARIABLE)

オープン・エンドの会社型投資信託で、'87年末の運用資産は約8,200億フラン(約17兆2,000億円)と、OPCVMの約72%の残高を占めている。

オープン・エンドであること、後述のFCPと違い運用資産に上限がないこと等によりSICAVは大量の資金を吸収できる仕組みとなっている。特に最小購入単位が100フラン程度(約2,100円)のものからあるため、小口の投資家でも購入可能な点特徴であり、一般の投資家の運用対象として、圧倒的な支持を受けている。

SICAVはその主たる運用対象の違いにより、一般的に、

- 債券型 (SICAV D'OBLIGATION)
- 株式型 (SICAV D'ACTION)
- 短資運用型 (SICAV COURT TERME)

の3つのタイプに分類される。ただし、株式型と言えども資産の最低30%を債券・預金(フランス国債および公共債等)で運用しなければならない、株式への投資は資産の50%までとする等、その流動性および安全性を保証するための厳しい運用規制がある。

また他にも、

- 非上場有価証券への投資規制(15%)
- 他のSICAVの保有制限(10%)

等の運用規制があり、自由な商品設計が難しい面もある。

## ②FCP (FONDS COMMUNS DE PLACEMENT)

オープン・エンドのパートナーシップ型投資信託である。一ファンド当たりの運用資産に5億フランの上限があるものの、債券・預金の30%運用義務がない等SICAVと比べて運用規制は緩やかなものとなっている。従って、SICAVが広く一般投資家の資金受入れを前提としているのに対して、FCPは個々のファンドの特徴を生かし、特定の投資家を対象として販売されることが多い。'87年末の運用残高は約3,000億フラン(約6兆3,000億円)で、投資信託全体の3割弱に相当する。

FCPはファンド設立の目的により、SICAVに類似する一般投資基金(FCP A VOCATION GENERALE)、企業年金に相当する従業員利益参加基金(PARTICIPATION DES SALARIES)、ベンチャー・ファンドに相当するリスク共同ファンド(FCP A RISQUE)の3種類に分類される。

## ③ SICAF (SOCIETE D'INVESTISSEMENT A CAPITALE FIXE)

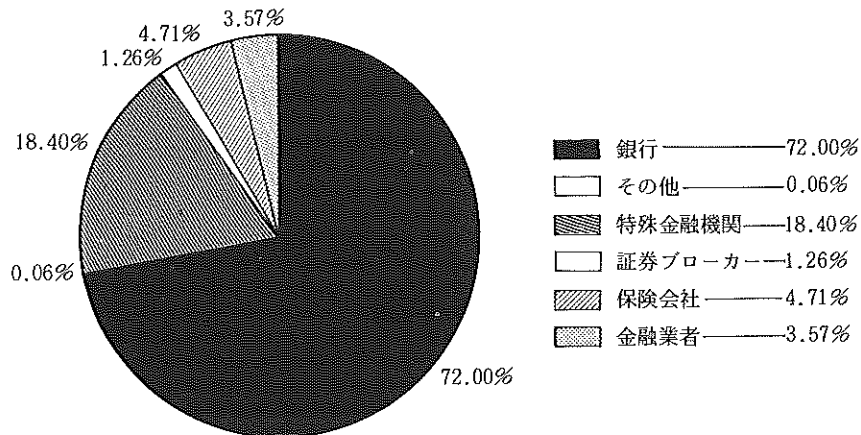
クローズド・エンドの会社型投資信託である。SICAVやFCPが銀行等の窓口でいつでも売買できるのに対し、SICAFの売買は普通の株式と同様に取引所における取次が必要である。この様に、簡便性に欠けることから、SICAFは流動性に乏しくあまり人気がない。'87年末で75億フラン(約1,600億円)の残高で、全体の0.7%を占めるにすぎない。

## (2) OPCVMの販売と運用

OPCVMの取扱いは一般の銀行、証券会社、証券ブローカー、保険会社等に広く

認められている。そのうち銀行の取扱い高が最も大きく、SICAVの運用額で見た場合'88年末で全体の7割以上を占めている（図-2）。

図-2 業種別SICAV運用額の占率（'88年）



（出所）TGF1989年2月月報

'88年末においてSICAVの運用残高が最も大きいのは農業信用金庫（クレディ・アグリコル）であり、全SICAVの約16%（1,763億フラン＝3兆7,000億円）を運用している。その他、パリ国立銀行、預金供託金庫、クレディリヨネ、ソシエテジェネラルと続いており、上位5行で全体の5割超を運用していることになる（表-2）。

この順位は各行の総資産、支店数にはほぼ準じており、この寡占状態は非常に発達した支店網による強力な販売力の結果と考えられる（因みに、農業信用金庫は'87年末で全国に約1万の拠点を持つ）。

しかしながら、一方ではOPCVMの急激な市場拡大に伴って、新規参入も進んでいる。フランス金融界では新興勢力である日系の金融機関でも、一部でOPCVMの運用を開始した模様である。

表-2 5銀行のSICAV運用額比較（'87年末）

（億フラン、%）

	SICAV運用額 （占率）	総資産額	拠点数
農業信用金庫	1,364 (16.6)	11,448	9,993
パリ国立銀行	916 (11.1)	9,755	2,001
預金供託金庫	884 (10.8)	3,423	(注) 17,564
クレディリヨネ	661 (8.0)	8,990	2,428
ソシエテジェネラル	626 (7.6)	8,171	1,763
5行合計	4,451 (54.2)	41,787	33,749
SICAV残高合計	8,216 (100)		

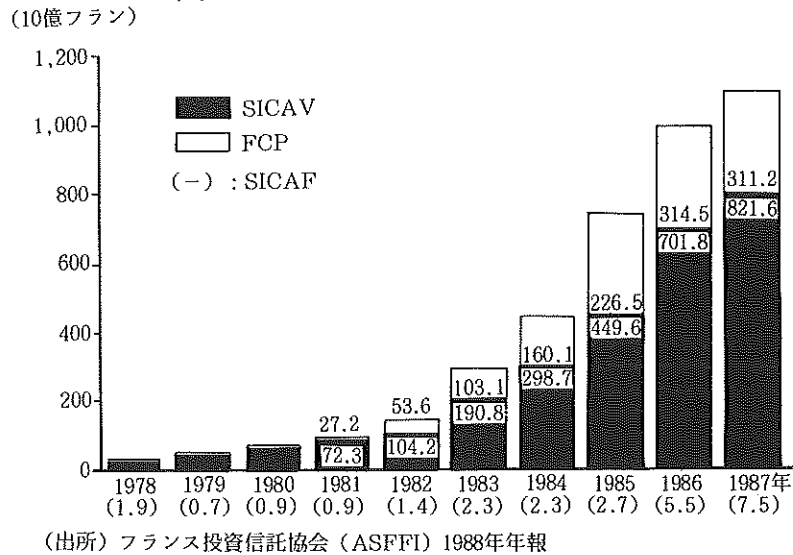
（注）郵便局17,200を含む。

（出所）TGF1989年2月月報

## 2. OPCVM発達の背景

OPCVMは過去10年間で20倍強の残高の伸びを示している（図－3）。これにはいくつかの理由が考えられるが、その中でも特に政府主導による金融・資本市場の改革による影響は大きい。

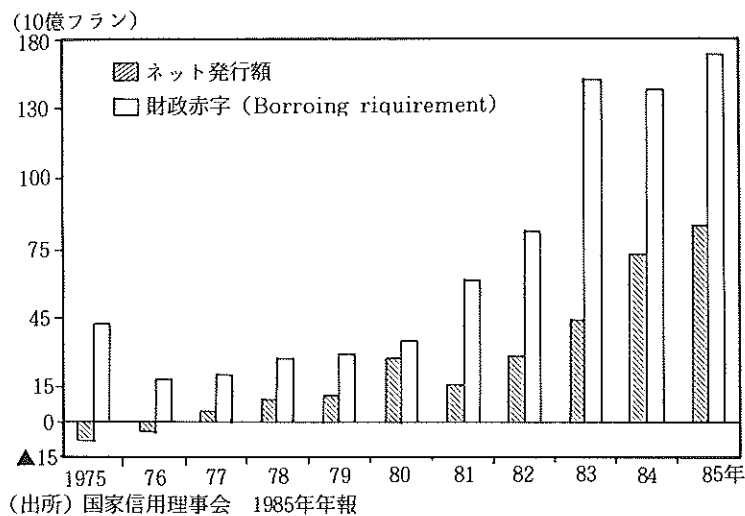
図－3 投資信託の残高の伸び



### (1) 国債消化のための制度改革

フランスでは従来から政府が財政均衡政策を採っていたこと、また企業の資金調達においては制度金融機関を通じた間接金融方式が主体であったこと等の理由により、資本市場は全く未発達の状態であった。しかし、'81年のミッテラン社会党政権の誕生以降、財政拡大主義に政策が転換された結果、大量の国債発行に対応できる様、資本市場の育成が急務となった（図－4）。

図－4 財政赤字と国債ネット発行高

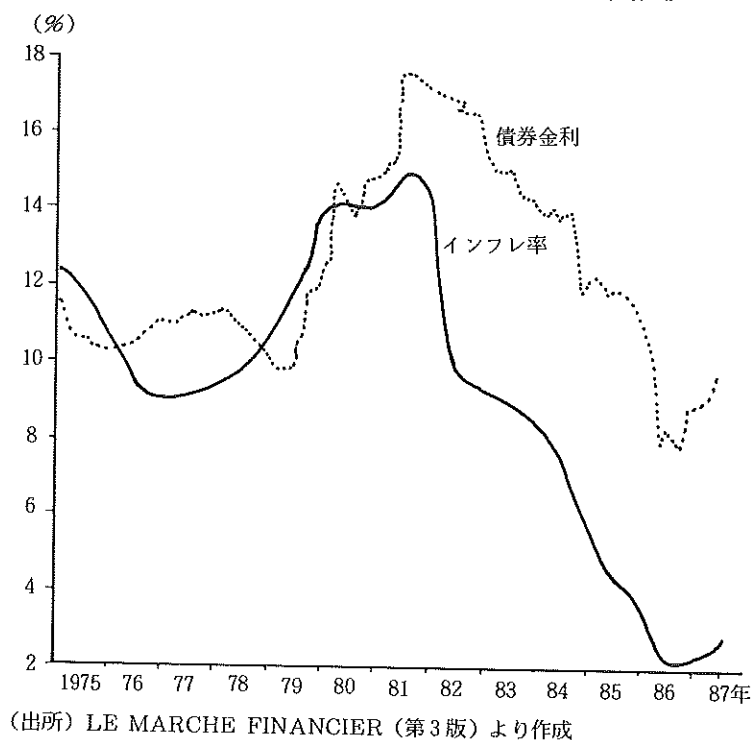


まず、政府は預金金利規制を強化した。すなわち従来10万フラン超の預金に認められていた市中連動型金利が廃止され、金額50万フラン以下あるいは期間が6ヶ月以内の預金金利に対し新たに規制金利が適用されることとなった。

この規制強化と同時に、預金に代替するものとして、解約可能期間を非常に短くした短資運用型OPCVM (SICAV, FCP COURT TERME) が認可された。この短資運用型OPCVMには資本市場への資金還流を促すために、運用資産の75%までを上場有価証券へ投資することが義務づけられた。

当時はインフレ率が2桁(約14%)を記録していた時代であり、OPCVMの主な運用対象とされる長期国債(残存7年超)が16%程度の利回りであった(図-5)。一方、預金金利(6ヶ月)は7%程度に抑えられたため、預金からOPCVMへの資金シフトは政府の目論見通り、スムーズに進んだ。

図-5 フランス債券金利・インフレ率推移



国債の大量発行を支えながらOPCVMの市場は急拡大してきた。現在では債券市場において最大の機関投資家であり、'86年末において全体の約27%を保有している(表-3)。

表-3 債券保有状況：セクター別比率推移（含む外国債券）

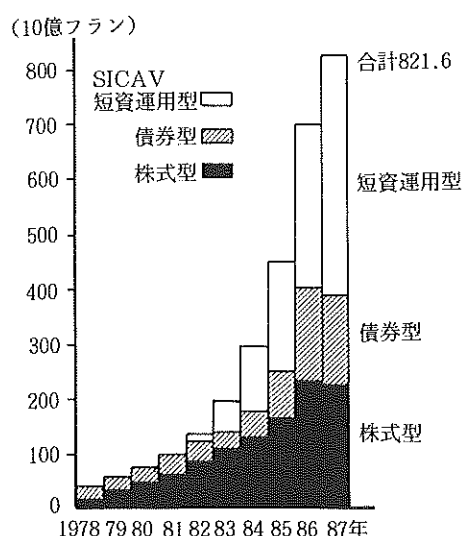
	1976年	1978年	1980年	1982年	1984年	1986年
一般事業法人（非金融機関）	4.3	4.4	4.6	4.7	3.7	4.0
フランス中央銀行	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0
銀行	1.7	2.1	3.2	3.4	7.5	12.1
預金供託金庫、貯蓄金庫	18.9	19.5	17.5	15.1	13.2	9.0
その他金融機関	1.2	1.0	2.8	3.0	4.6	5.3
投資信託（OPCVM）	6.1	5.5	6.5	9.7	18.5	26.8
保険会社	19.7	19.3	17.2	15.8	14.1	12.5
中央行政諸機関	0	0	0.1	0.1	0.1	0.2
地方公共機関	0.9	0.9	0.7	0.7	1.1	0.9
社会保証機関	8.5	7.8	7.4	6.2	5.3	4.5
家計（個人）	38.4	39.3	40.3	41.2	31.8	24.7
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）東京銀行1988年12月月報

(2) オープン市場

フランスは近年、金融制度改革を強力に推進しているが、その一環として、'85年に従来存在していなかったTB、CD、CP等のオープン市場を次々と創設した。同時に、資金をオープン市場へ向かわせるために、保険会社等ノンバンク金融機関をインターバンク市場からしめだした。しかしながら、オープン市場における最低運用額が高額であったため、資金の多くが短資型OPCVMへ流れ、これを機に、その残高は急増した。さらに、'87年10月の株価大暴落の影響もあって、短資型OPCVMは現在、全体の約半分の残高を占めるに至っている（図-6）。

図-6 SICAV残高推移（商品別）



（出所）フランス投資信託協会（ASFFI）1988年年報

### (3) その他の要因

その他、OPCVMは投資家に対し、

- 税制優遇措置適格OPCVM (MONORY-CEA) 制度を導入し、運用資産の60%以上をフランス株式で運用するSICAV (FCPは75%) に対して、最低5年間の保有を義務づける代わりに、税制上の優遇措置を与えた (ただし優遇税制は'88年で終了)。
- 小額の投資金額で、分散投資、高い流動性、MATIF等金融商品の利用等、機関投資家と同等の運用手法が採用可能である。
- 安定的で高利回りが期待できる (表-4)。

等いくつかの利点を提供し、残高を増加させてきた。

## 3. 投資信託販売自由化への展望

10月に行われるEC域内投資信託販売の自由化に際し、OPCVMの市場にはいくつかの問題があると考えられている。'88年6月に出された政府諮問機関の答申 (LEBEGUEレポート) によれば、運用規制上と税制上の2つの問題に集約されるが、欧州他市場との競合に備え、現在改革が進められている。

### (1) 運用規制上の問題

1の概要で触れた通り、OPCVM (特にSICAV) においては硬直的な運用規制がある。例えば株式型のSICAVであっても、株式を組み込める比率は最高5割 (MONORY-CEA SICAVにおいてのみ6割) にすぎない。その分債券・預金での運用比率が高く、安定的な運用が可能であるが、'88年の様に株式相場が上昇した場合、パフォーマンスでインデックスを下回る結果となる。例えば、'88年のフランスの株式指数 (CAC総合指数) が35.5%上昇したのに対し、株式型SICAVの平均運用利回りは28.1%にとどまった (表-4)。

表-4 SICAVパフォーマンス比較

	'85年	'86年	(注1) '87年	'88年
債券型SICAV	+13.9	+16.2	+ 4.0	+11.3
株式型SICAV	+32.7	+36.1	▲15.0	+28.1
短資運用型SICAV	+11.4	+10.3	+ 6.6	+ 8.2
貯蓄金利 (注2)	6.0~6.5	4.5~6.0	4.5	4.5

(注1) '87年の利回りが低いのは、ブラックマンデーの影響による。

(注2) CAISSE D'EPARGNE (=小額税制優遇貯蓄) の金利を使用。

(出所) TGF1989年2月月報



LEBEGUEレポートでは、

- SICAVにおける債券・預金運用義務（運用資産の最低30%）
- FCPにおける運用資産の上限（5億フラン）
- 短資型OPCVMにおけるマネーマーケットでの運用規制（運用資産の最高60%）

の3点を改善すべき規制と強調している。

特に債券・預金の運用義務に対しては、運用上の大きな制約となっていたために、業界にも強い不満があったことから、この規制については、この10月に撤廃されることが議会で決定された。また他の2点についても緩和の方向で検討されている。

これらの運用規制の緩和が実現すれば、OPCVMにおいてはほぼ自由な運用が可能になり、他国商品との競合において不利になることはないと考えられる。

## (2) 税制上の問題

投資信託に関するフランスの税制は他のEC諸国と比べ、税率および捕捉両面で大変厳しいといわれている。従って、投資信託の販売の自由化、さらには'90年の資本移動の自由化に伴い、税制の有利な他国市場へ課税忌避の資金が流出する可能性がある。

まず他のEC主要国の税制を見てみると、既にかかなりの国においては、利子源泉税が存在しない、またはそれを回避できる配当積立て型投信（注）が認可されている。すなわち、西独、ルクセンブルグ、オランダ、イタリア、ベルギーがこれに当たる。

また英国においては配当積立て型投信に対しても、みなしによる利子課税が存在する。ただし、こうした課税の主な対象となるべき債券運用ファンドはタックス・ヘイブンに設定されていることが多く、英国においても投資信託の税制はかなり有利なものとなっている。

注）投資信託の税制には、

- 各投資信託に毎年配当を支払う義務を負わせ、配当支払い時に源泉徴収を行う方法。
  - 各投資信託に、毎年の配当を積み立てることを認め（CAPITALISATION）、投信売却時に一括して売却益に対して課税する方法（配当積立型投資信託）。
- の2通りがある。

一般的には配当に対する源泉税率よりも、売却益に対する税率の方が低く、投資家にとって配当積立型投信は、節税となるケースが多い。

一方フランスに関しては、配当積立て型投信が認可されていない上に、配当に対する利子税率が高く（債券利子27%、預金利子47%）、しかも源泉徴収であるため、そ

の捕捉率も高い。このため、他EC諸国と比較した場合、税制上、投資家が不利になると考えられている。

こうした他国との税制上の格差を取り除くため、この4月によく配当積立て型投信の導入案（株式型のOPCVMを除く）が議会に提出された。売却益に対する課税（17%）は残るため、課税を完全に回避することにはならないが、少なくとも利子源泉税率との差額分の節税が可能となる。さらにこの税制には非課税枠があり、年間で投資信託の売却額が288,400フラン（約600万円）以下であれば、売却益に対する課税は全額免除されるため、他EC諸国との格差解消が図られることになる。

この結果、'90年7月の資本移動の完全自由化に関する不透明性は残るものの、今年の投信販売自由化については、ほぼ問題がなくなったと言える。

## おわりに

'90年の資本移動自由化に向けて、EC諸国間の税制格差調整は非常に難行している。そうした中で、フランスはこの自由化に対する積極的なコミットの姿勢を見せるため、他国に先駆けて貯蓄税制改革案（利子税率の引下げ等）を発表している（'90年1月より実施予定）。

運用規制が緩和され、税制の調整がなされる方向にある現在、投信販売自由化後のEC市場において、フランス系金融機関は、

- 欧州最大の市場において、投資信託の販売および運用利回り競争を行ってきたこと、
- 前述の通り、フランス大手銀行の支店数は膨大で、この販売網が自由化後の強力な武器となること、

等の現由から、強い競争力を発揮すると言われている。また国内の拠点の他に、フランス系金融機関のEC域内ネットワーク化の動きも活発化しており、他国市場への進出も既に始まっている。

今年7月でフランスは革命200年を迎えたが、フランス系金融機関にとっては、この'89年が新たな飛躍のための革命の年と言えるかもしれない。

（日本生命パリ事務所：中田 尚哉）