

韓国の投資信託

金 珍 奎

目 次

- I はじめに
- II 韓国の投資信託制度の変遷過程
 - 1 專業体制から分業体制へ
 - 2 証券投資信託から集合投資機構へ
- III 韓国の投資信託の現状
 - 1 投資信託の規模と特徴
 - 2 投資信託の地位
- IV 韓国の投資信託の光と影
 - 1 投資信託の拡大背景
 - 2 投資信託の問題点
- V むすびにかえて

I はじめに

本稿は、韓国の投資信託を取り上げ、その現状と問題点を明らかにすることを課題としている。韓国の投資信託に焦点を当てた理由は次の二点にある。

第一は、1990年代中盤以降、韓国の投資信託制度が大きく変化したことである。1995年以前には、投資信託会社が投資信託の販売と運用を同時に行う專業体制をとっていた。だが、1995年この專業体制に終止符が打たれた。そして、これをきっかけに、次々と制度改革がなされた。その結果、韓国の投資信託制度は複雑化・多様化している。このため、本稿で韓国の投資信託制度を整理しておく必要があると考えた。

(2) 韓国の投資信託

第二は、アジア通貨危機以降、紆余曲折はあったものの、近年韓国の投資信託の規模が拡大傾向にあることである。投資信託の設定元本を基準にみると、1997年末の90兆ウォンから2009年11月末には340兆ウォンに大きく拡大している。また、投資信託の純資産総額を基準にみても、2009年11月末現在、322兆ウォンとなっている。そこで、本稿では韓国の投資信託の拡大背景を明らかにするとともに、その問題点も分析しようと考えたのである。

以下、まずⅡ章では、韓国の投資信託制度について検討し、1960年代末の投資信託制度の導入以来どのような変遷過程を辿ってきたのかを明らかにする。また、Ⅲ章では、韓国の投資信託の現状を明らかにする。投資信託の規模や特徴を明らかにするとともに、国民経済における投資信託の地位も明らかにする。そしてⅣ章では、韓国の投資信託の拡大背景や問題点を明らかにする。最後に、Ⅴ章では、本稿の内容をまとめるとともに、韓国の投資信託の今後について触れることでむすびにかえる。

Ⅱ 韓国の投資信託制度の変遷過程

本章では、韓国の投資信託制度について検討する。前半は投資信託の中心的役割を果たしてきた投資信託会社に焦点を当て、後半では主に投資信託の運用対象の変化に焦点を当てて、投資信託制度の変遷過程を明らかにする。

1 専門体制から分業体制へ

資金のプーリング (Pooling) によって形成される投資信託は、1860年代にイギリスで自然発生的に生まれたものである。かの有名な1847年鉄道恐慌によって多大な損失を被った中小の資本家が自己防衛の手段として共同出資の組合的投資機関をつくったのが始まりであった¹⁾。その後、1920年代にアメリカに導入され、投資信託は大きく発展することになったのは周知のとおりである。

さらに、日本では1951年の証券投資信託法によって現在の投資信託がスター

トした。だが、日本は欧米の投資信託とは違い、政策的要請から発足したものであった。つまり、戦後証券市場の未発達の状態の中で、企業の資金調達を助けるパイプ役として、投資信託を制度として利用したのである²⁾。

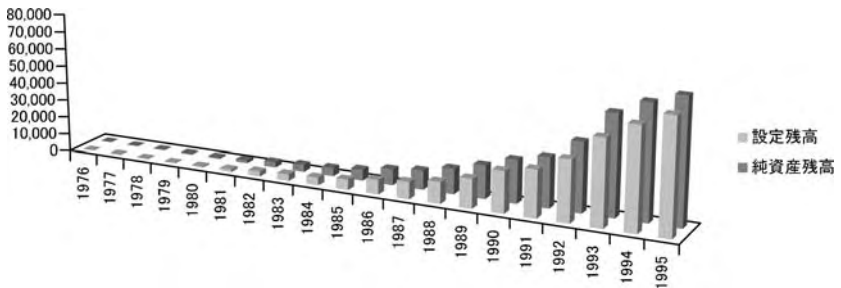
一方、韓国は1968年の「資本市場育成に関する法律」によって投資信託制度が導入されたが、その導入背景は日本とほぼ同じものであった。1945年の終戦と3年間の朝鮮戦争（1950～53年）によって、1956年まで証券市場が閉鎖されたこともあり、1960年代に入っても企業が証券市場をつうじて資金を調達することは困難な状況であった。このため、投資信託を制度として導入し、政策的に証券市場を育成しようとしたのである³⁾。

その結果、1970年に韓国投資開発公社によって最初の投資信託が発売された。韓国投資開発公社とは、「資本市場育成に関する法律」によって1968年に設立されたもので、主業務である有価証券の引受業務に加えて投資信託業務も可能な国策機関であった⁴⁾。さらに、1974年には投資信託の専業会社として韓国投資信託が設立された。専業とは全国に支店を持ち、投資信託の販売と運用を一体で行うことを意味する。その後、1977年に韓国投資開発公社が大韓投資信託に再編され、また1982年には国民投資信託が、そして1989年には各地方で5つの投資信託専業会社が設立されることになった⁵⁾。

さて、図表1は、1976年から1995年までの投資信託の設定残高と純資産総額（株式型＋公社債型）を示している。これをみると、当初から投資信託の規模が順調に拡大したことがわかる。しかも、この図表から特筆すべきことは、純資産総額が設定残高を下回ったことがなかったことである。これは証券市場で資産運用を行う投資信託のパフォーマンスとしては信じ難い結果である。しかし、これには二つの理由があった。まず、第一は、韓国の債券市場の特殊な事情である。つまり、かつての韓国では、金融機関の保証の下で、社債が発行されるのが一般的であった。図表2は、1981年から1995年までの保証社債と無保証社債の公募状況を示しているが、これをみると、ソウル五輪直後の1989年以

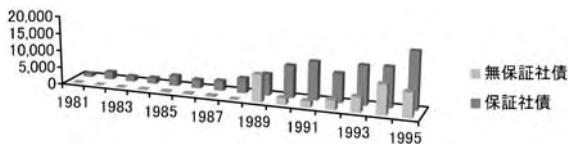
(4) 韓国の投資信託

図表1：投資信託の設定残高と純資産総額（単位：10億ウォン，各年末）



出所：大韓投資信託 [19] 914～917ページより作成。

図表2：社債の公募状況（単位：10億ウォン）



出所：証券監督院 [20] 22ページより作成。

外はすべて保証社債の割合が高かったことがわかる。したがって、投資信託はデフォルト・リスクがほとんどない保証社債に投資することによって長期にわたり安定した収益を上げることができたのである。というのも、1995年までの韓国の投資信託は、公社債型投資信託が主流であったことと、株式型投資信託といっても債券に多くの資産を運用していたからである。この時期にはわずかな株式を組み入れたものでも株式型投資信託に分類されていた。

第二は、1982年に導入された信託安定調整金制度である。これは一種の準備金制度である。投資信託会社が予定していた基準収益率を上回る場合、一定額を準備金として留保し、また基準収益率を下回った場合は留保していた準備金で足りない収益を補填する制度である。この制度は受益者の財産権を侵害する恐れもあったが、投資信託のパフォーマンスを安定させるという面では一定の

評価ができるといえる⁶⁾。

さらに、韓国の投資信託は制度的工夫もなされた。1974年から受益証券に対しては、通帳をもって取引を行うことにし⁷⁾、また、当日払い戻し制度も実施された⁸⁾。

しかし、1990年代に入り、投資信託会社を取り巻く環境は急激に変化し、専業体制を維持することはできなくなった。金融兼業化が進み、また金融機関の間に競争も激しくなった。このため、各金融機関の競争力を高めるという名目で、投資信託も専業体制から分業体制に移行することになった⁹⁾。その結果、1995年に投資信託の運用のみを行う投資信託運用会社が設立されることになった。そして、既存の専業投資信託会社は証券会社へ業種を転換することとし、投資信託運用会社を子会社として設立できるようにした。実際、1998年以降、専業投資信託会社は次々と証券会社へ転換した。

また、このような専業体制の終わりは投資信託の販売チャンネルにも変化をもたらした。1995年までは証券会社の投資信託販売は投資信託会社の委託による方法しか認められなかったが、これが全面解禁となった¹⁰⁾。その後、1998年には銀行による窓口販売も認められた。そのほか、1998年には証券投資会社法が制定され、韓国で初めて会社型投資信託 (Mutual Fund) が登場することになった。1998年以前の韓国では、契約型投資信託しか存在しなかった。

2 証券投資信託から集合投資機構へ

2000年に入ってから、金融監督院によって投資信託の分類を明確にする作業が進められた。すでに述べたように、かつてはわずかでも株式を組み入れると株式型投資信託に分類されていた。つまり、投資信託の大部分を債券に運用していても、1株でも株式を組み入れたものは株式型投資信託になる。しかし、税法上において、株式型投資信託の分配金は配当所得として見なされる一方、公社債型投資信託の場合は利子所得として扱われていた。したがって、株式型

(6) 韓国の投資信託

投資信託の中にはほとんど公社債型投資信託と同じものでも税法上は別扱いになる不条理が存在していた。このため、これを是正すべく、投資信託の分類を見直したのである。株式型投資信託は60%以上を株式に運用するものとし、債券型投資信託は60%以上を債券に運用するものにしたのである¹¹⁾。

また、株式型投資信託と債券型投資信託以外のものとして混合型投資信託を新設した。その結果、1996年から導入されたMMF (Money Market Fund) とともに、韓国の投資信託は4つのカテゴリーになった。

さらに、2004年以降、投資信託の運用対象は大幅に拡大することになる。その理由は2003年に間接投資資産運用業法（以下、資産運用法）が制定されたためであるが、この法律の登場には次のような背景があった。

第一は、法律の規制を受けない新しいファンドが次々と登場したため、新しい法律で投資家を保護する必要があった。ここでいう新しいファンドの代表的なものとしては「Netizen Fund」がある。「Netizen Fund」とは、急速に普及したインターネットをつうじてファンドの公募を行い、主に映画産業に投資するいわばエンタテインメント・ファンドである。韓国では、2001年公開された映画「チング」（友という意味）の宣伝広告によって「Netizen Fund」の存在が知られ、一気に注目を浴びることになった。というのも、2001年は日本でもよく知られている映画「シュリ」や「JSA」が大ヒットした直後であったため、「Netizen Fund」の高いリターンに投資家の期待が集まったのである。もちろん、映画以外に音楽などに投資するファンドも次々と登場した¹²⁾。

しかし、これらのファンドをめぐるのは、利害関係者の間に様々な問題が起こった。たとえば、映画の場合、観客動員数や宣伝費などによって予想分配率が計算されるが、思わぬ大ヒットによって生まれる収益の分配問題や、映画製作に関連する情報公開の問題などがそれである。実際、いくつか事件も起きている¹³⁾。このため、これらの新しいファンドを規制する法律の整備が必要になった。

第二に、「Netizen Fund」以外にも、類似投資信託が存在していたため、これらを一律に規制する法律の整備が必要であった。類似投資信託とは、実質的には投資信託と同じ機能を果たしているにもかかわらず、異なる法律で規制されるものをさす。2001年の不動産投資会社法による不動産投資ファンド(REIT)や2002年の船舶投資会社法による船舶投資ファンド、そして銀行の不特定金銭信託や保険会社の変額保険などがこれに当たる。このため、既存の投資信託とこれらの類似投資信託、そして「Netizen Fund」のような新しいファンドを同じ法律で規制するために、登場したのが資産運用法であったのである¹⁴⁾。

既存の不動産投資会社法と船舶投資会社法はそのまま存続させたものの、既存の証券投資信託業法と証券投資会社法は廃止された。そして、銀行の不特定金銭信託の新規受け入れは禁止となり、保険会社は投資信託業務が認められた。その結果、投資信託の種類は従来の4つから、7つのファンドに拡大した。証券投資ファンド、MMF、派生商品ファンド、不動産ファンド(契約型のみ)、実物(=コモディティ)ファンド、再間接ファンド(Fund of Funds)、特別資産ファンドがそれである。従来の株式型や債券型、混合型の投資信託は証券投資ファンドに分類され、～のファンドは新設された。

の特別資産ファンドの一例としては美術品などに投資するアートファンドがある¹⁵⁾。

その後、2007年8月に「資本市場と金融投資業に関する法律」(以下、資本市場統合法)が制定され¹⁶⁾、投資信託の投資対象はさらに拡大することになる。ここでいう資本市場統合法とは、2000年のイギリスの金融サービス市場法(FSMA)や2001年のオーストラリアの金融サービス改革法(FSRA)を参考にし、既存の6つの法律、つまり、証券取引法、先物取引法、信託業法、総合金融会社に関する法律、韓国証券先物取引所法、そして2003年の資産運用法を統合した法律である。日本と同じく、資金が銀行預金に集中してい

(8) 韓国の投資信託

たため、貯蓄から投資へ資金を誘導するために制定された法律であった¹⁷⁾。

そして、韓国版の資本市場ビック・バンともいえるこの法律には4つの柱がある。それは、包括主義による金融投資商品の概念の導入や、金融投資業に対する機能別規制、そして、金融業務の範囲の拡大と、投資家保護の強化であるが¹⁸⁾、この中で、投資信託の運用対象に関わる部分はである。

2003年資産運用法では、投資家から資金を集めて運用し、その収益を投資家に分配することを間接投資と定義していた。しかし、資本市場統合法では、間接投資を「集合投資 (Collective Investment Scheme)」という概念に変え、財産的価値のあるすべての資産を集合投資の対象とすると定義したのである¹⁹⁾。これにより、投資信託は「集合投資機構」という概念に拡大した。

また、投資信託の種類はその投資対象によって5つのカテゴリー、すなわち、証券ファンド、MMF、不動産ファンド、特別資産ファンド、混合資産ファンドに再編された。これは各ファンドが主たる投資対象を50%以上とするというルールに基づいた分類である。たとえば、50%以上を株式に投資するファンドは証券ファンドで株式型、債券に50%以上投資すれば、証券ファンドで債券型になる。また、各ファンドは、関連派生商品に投資することが認められ、それ以前の派生商品ファンドは投資信託の分類から外した。そして、混合資産ファンドが新設されたが、これは～までの分類に属しないファンドで、急激に変化する金融・資本市場の状況によってあらゆるものを投資対象にし、自由にファンドを設定できるようにしたものである。

Ⅲ 韓国の投資信託の現状

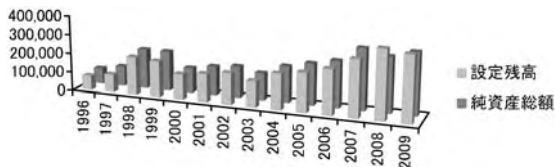
前章では、韓国の投資信託の制度的観点からその変遷過程を明らかにした。韓国の投資信託は自然発生的に発生したものではなく、企業の直接金融による資金調達を助ける目的で導入され、1995年まで専業体制が維持された。その後、分業体制に移行してから、投資信託を取り巻く環境は大きく変化した。新しい

法律が次々と制定され、投資信託の運用対象は大幅に拡大された。本章では、このような韓国の投資信託の現状を明らかにする。

1 投資信託の規模と特徴

右肩上がり続けてきた投資信託は、1998年までその規模の拡大が続いた。図表3は、1996年以降の投資信託の規模を示している。とくに、1998年は経済危機直後にもかかわらず、100兆ウォン程度の増加を見せている。これは、当時の公社債型投資信託に資金が集中したためである²⁰⁾。

図表3：近年の投資信託（10億ウォン、各年末）



注：2003年までは契約型のみの合計。2009年は11月末現在。

出所：資産運用協会 [17] 177～178ページ、及び金融投資協会 [16] 183ページより作成。

経済危機以降、IMFの支援に伴う金融改革と緊縮財政政策によって、債券の利回り（金利）が大きく上昇したため、高い収益を期待した当時の公社債型投資信託に莫大な資金が集まった結果である。というのも、リスクフリーの国債はいうまでもなく、社債も金融機関の保証付きのものが多かったため、公社債型投資信託が人気を博した。

しかし、1999年のいわゆる「大宇債の払い戻し騒動」によって、投資信託の規模は大きく縮小することになる（図表3参照）。大宇債とは、1998年末現在の資産規模で韓国第2の財閥であった大宇財閥の企業が発行した債券を指すが、1999年7月にこの大宇財閥の資金繰りが悪化する事態が発生したのである²¹⁾。このため、大宇債を組み入れた投資信託に対し、払い戻し騒動が起きた。投資

(10) 韓国の投資信託

信託が購入した大宇債の場合は無保証社債の割合が高く、一気に不安が広がった²²⁾。しかも、払い戻しの規模があまりにも大きかったため、投資信託会社は払い戻しに応じることができない事態に陥った。結局、公的資金が投入され、投資家の損失を最大で95%まで補填する措置が取られ、この騒動自体は収束に向かった。しかし、投資信託に対するそれまでの信頼は大きく崩れ、2000年にはその規模が激減した。

その後、2001年と2002年に規模自体は回復に転じたが、再びクレジットカード会社の経営危機（2003年）によって大規模の払い戻しが発生する。問題の発端は、経済危機以降、消費を喚起するために実施されたクレジットカードに対する規制緩和であった。つまり、クレジットカードの利用額の所得控除やキャッシュサービスの限度額廃止などが実施された。これにより、2002年のクレジットカードの利用額は1998年の10倍になった。当時、カード会社は主に社債（CPを含む）によって資金を調達していたが、信用不良者の急増により経営危機に陥ったのである。そして、投資信託がこのカード会社の社債の約53%を引き受けていたため、投資信託の払い戻し騒動が勃発し、投資信託の規模は再び縮小する²³⁾。

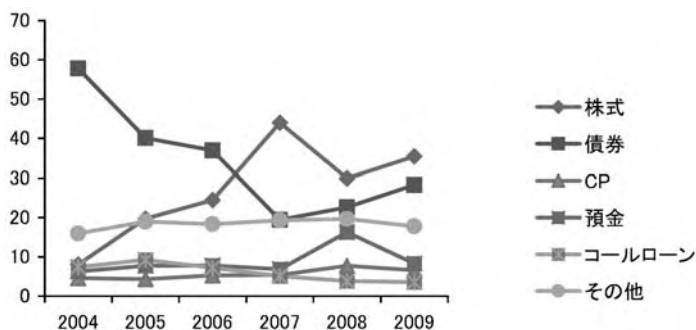
このように、韓国の投資信託は紆余曲折を経て、2004年以降に再びその規模が急拡大する（図表3参照）。この規模拡大の背景と問題点はⅣ章で明らかにするが、その前に、ここでは近年の韓国の投資信託の特徴を日本と中国の投資信託との比較の観点から、二つばかり指摘しておきたい。

まず、第一の特徴は、投資信託の純資産総額に占める株式の比率の上昇である。図表4は投資信託の純資産総額の構成を示している。これをみると、2007年以降は株式の割合が債券のそれを上回るようになっている。一方、日本の投資信託（公募の契約型の場合、2008年末）の総資産総額に占める株式の割合は22%、公社債は47%となっており、韓国とは対照的である²⁴⁾。さらに、中国の投資信託も近年急拡大を見せているが、株式型投資信託の資産規模が圧倒的に

高く、債券型投資信託の割合は9.8%にすぎない（2008年末現在）²⁵⁾。

第二の特徴は、海外へ運用する割合が大きく上昇したことである。図表5には、投資信託の総資産に占める海外投資ファンドの割合を示しているが、近年その割合が急増していることがわかる。ここでいう海外投資ファンドとは30%以上を海外資産へ投資する国内設定の投資信託を指す。

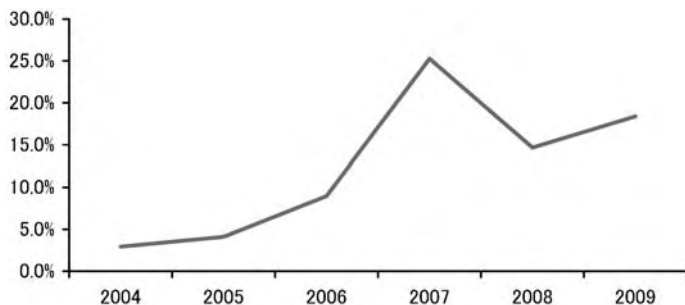
図表4：投資信託の純資産総額の構成（単位：％，各年末）



注：2009年は11月末現在。

出所：金融投資協会 [16] 190～191ページより作成。

図表5：海外投資ファンドの割合（対投資信託の純資産総額）



注：各年末基準、ただし2009年は11月末現在。

出所：金融投資協会 [16] 186～191ページより作成。

(12) 韓国の投資信託

また、図表5の折れ線と図表4の株式の割合の動きがほぼ一致していることから、海外投資も債券よりは株式への運用が大幅に増えたと考えられる。さらに、海外投資の地域別規模をみると、中国（香港を含む）が最も高い²⁶⁾。一方、日本の場合、投資信託の海外への運用状況をみると、7割（2008年末現在）が海外の公社債となっている²⁷⁾。また、中国では、2006年よりQDII（Qualified Domestic Institutional Investors：適格国内機関投資家）制度が導入され、国内投資家も海外に投資できるようになっているが、その運用は香港を中心とするアジア地域（日本を除く）の株式に集中している²⁸⁾。

2 投資信託の地位

投資信託と個人金融資産については図表6に示している。韓国の場合、2009年末現在、個人金融資産の残高は2004兆ウォンであり、預金はその43%を占めている。だが、個人金融資産に占める預金の比率は減少傾向にある。これに対して、投資信託の割合は、2009年末、6.6%になっている。2007年末に9.8%まで上昇したが、リーマンショックの影響でその割合は減少している。

図表6：個人部門の金融資産残高の割合（単位：%、各年末）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
預金	48.8	46.8	46.0	41.7	45.9	43.4
保険・年金	22.6	21.9	22.7	22.8	25.2	23.8
投資信託	5.1	5.8	7.2	9.8	7.3	6.6
株式	16.6	19.2	17.7	20.2	14.9	19.4
その他	6.9	6.3	6.4	5.4	6.8	6.8

注：個人部門には、家計、民間非営利団体、個人企業を含む。

出所：韓国銀行 [25] 8ページより作成。

日本の場合は、2008年末現在、1434兆円の個人金融資産があるが、55.2%が現預金、そして3.3%が投資信託となっている²⁹⁾。これをみると、韓国のほうが日本より積極的に投資信託を個人金融資産の運用手段として取り入れている

ことがわかる。

また、証券市場において投資信託は代表的な機関投資家の一つである。韓国という機関投資家は法律的に決められた定義が存在しないため、すべての金融機関と年金・基金が機関投資家に含まれる³⁰⁾。すでに述べたように、投資信託の海外資産運用が増加しているものの、依然として国内証券市場でのプレゼンスも高い。図表 7 に証券市場における投資信託の比重を示している。これをみると、2009年11月末現在、時価総額を基準に株式は8.39%、債券は9%を投資信託の運用資産が占めている。

図表 7：証券市場における投資信託の比重（単位：%，各年末）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
株式	3.25	5.67	6.59	8.18	9.63	8.39
債券	16.78	12.26	11.47	7.68	7.58	9.00

注：株式は KOSPI の時価総額比 KOSPI 投資の株式評価額の割合である。

債券は公社債時価総額比投資信託の債券評価額の割合である。

2009年は11月末現在。

出所：金融投資協会 [16] 183ページ。

Ⅳ 韓国の投資信託の光と影

前章では、韓国の投資信託の規模や特徴、そしてその地位を明らかにした。

この章では近年韓国の投資信託の規模拡大に注目し、その背景と問題点を明らかにする。

1 投資信託の拡大背景

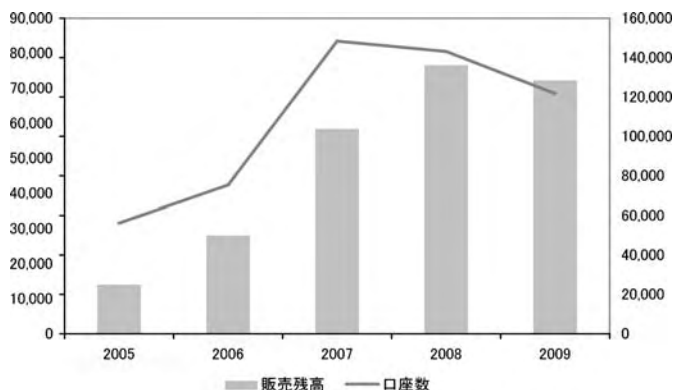
2000年代前半には、大宇債やカード会社の経営危機の問題によって投資信託の規模が縮小することもあった。だが、2004年以降においては、投資信託の規模が拡大傾向にある（図表 3 参照）。ここでは、このような規模拡大の背景を二つ取り上げる。

(14) 韓国の投資信託

まず、第一は、積立式ファンドの登場である。積立式ファンドとは、投資家が毎月定期的に資金を積み立てて株式や債券へ運用する投資信託を指すが、2005年4月に金融監督院がこのように定義したものである。図表8には積立式ファンドの販売残高と口座数を示している。これをみると、2005年以降その規模が急拡大していることがわかる。2009年10月末現在の販売残高（左目盛り）は70兆ウォンを超え、また口座数も1200万口座を超えている。図表3をみると、2005年以降投資信託の純資産総額がおよそ130兆ウォン程度増えているが、その半分以上の70兆ウォンを積立式ファンドが占めたのである。

このように、積立式ファンドが人気を博した理由としては金利が低下傾向にあったことと、海外投資ファンドへの免税措置（2007年6月～2009年12月）が実施されたことがあげられる。また、積立式ファンドはドルコスト平均法（Dollar Cost Averaging, 以下 DCA）の効果を享受できることも投資家に支持される要因となった。DCA とは、同じ金額を定期的にファンドに投資することによって、ファンドの平均購入コストを下げる効果をさす³¹⁾。図表9で

図表8：積立式ファンドの販売残高と口座数（単位：10億ウォン，100個）



注：販売残高は左目盛り，口座数は右目盛り，2009年は10月末現在である。

出所：金融投資協会 [16] 204ページより作成。

図表 9 : ドルコスト平均法の例

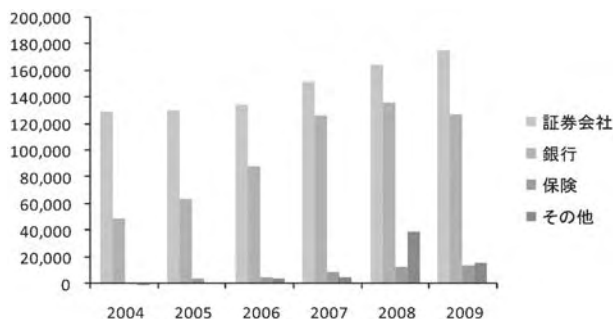
投資期間	投資額	ファンドの基準価格	購入口数
1 回目	150ドル	75ドル	2
2 回目	150ドル	25ドル	6
3 回目	150ドル	50ドル	3
総投資額	450ドル		
基準価格の平均		50ドル	
総購入口数			11
平均コスト		約41ドル (450ドル÷11)	

出所 : Malkiel, B. G. [1] p.335.

は DCA の一例を示しているが、これをみると、ファンドの購入コストが基準価格の平均50ドルより低い41ドルになっていることがわかる。

第二は、投資信託の販売チャンネルが多様化したことである。とくに、銀行の投資信託販売は大幅に増加した。1995年までは韓国の投資信託の販売を専業会社が行ってきたが、分業体制に移行してからは証券会社や銀行、保険会社も販売できるようになった。現在は投資信託運用会社の直販も認められている。図表10はこれらの金融機関の販売残高を示している。これをみると、証券会社

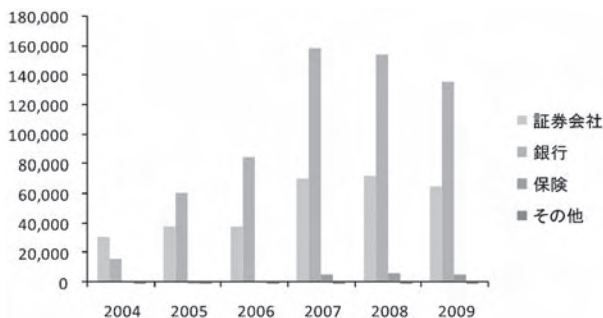
図表10：投資信託の販売残高（単位：10億ウォン、2009年は10月末）



出所：金融投資協会 [16] 202ページより作成。

(16) 韓国の投資信託

図表11：販売機関別口座数（単位：100個）



出所：図表10と同じ。

による販売残高が最も高くなっているが、2004年以降は銀行による販売の増加が目立つ。とくに、図表11に示した各機関別投資信託の口座数をみると、銀行が圧倒的に多い。全国に支店を持つ銀行を利用することは投資家にとっても利便性が高く、銀行にとっても販売手数料収入が得られる。このため、両者のニーズが合致し、このような販売増加につながったといえる。

2 投資信託の問題点

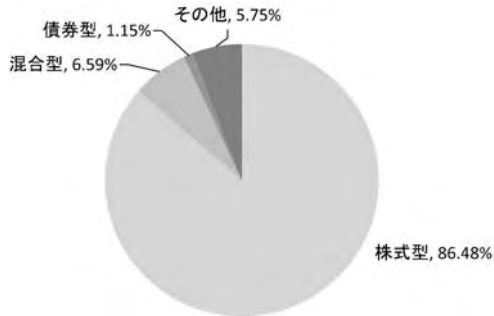
近年その規模が拡大傾向にある韓国の投資信託ではあるが、投資家と投資信託運用会社の行動には問題点も見られる。

まず、第一は、投資家の集団行動 (Herd Behavior) である。図表12は、投資信託拡大の主役である積立式ファンドの販売残高 (2009年11月末現在) を示している。これをみると、株式型ファンドの比率が86.48%となっており、極めて高いことがわかる。さらに、海外投資ファンドも株式型が68.2%を占めており (図表13参照)³²⁾、投資家の集団行動が見られる。

このような集団行動は、情報の連鎖反応、もしくは情報カスケード (Information Cascade) によって説明することができる³³⁾。たとえば、ある投資家

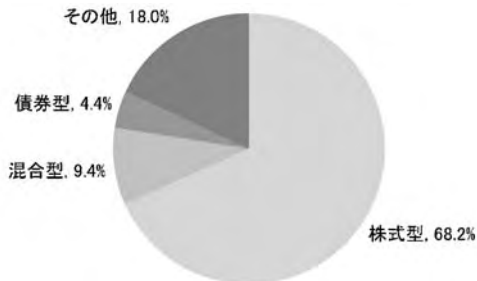
が2005年に株式型ファンド（積立式）に投資したとしよう。その後、国内外の株式市場が上昇したため、高い収益を実現する。そうすると、これを見た周りの人たちも株式型ファンドを買う。そして、また高い収益を得ることができたとすると、さらにその周りの人たちもファンドに次々と投資する。このような状況が口コミで広がると瞬く間に株式型ファンドへ資金が集中する。しかし、過去のバブルの歴史からも証明されているように、このような集団行動は常に副作用をもたらす可能性が高く、決して望ましいことではない。

図表12：積立式ファンドの販売残高（2009年11月末現在）



出所：金融投資協会 [26] 5 ページより作成。

図表13：海外投資ファンドの内訳（2009年11月末現在）



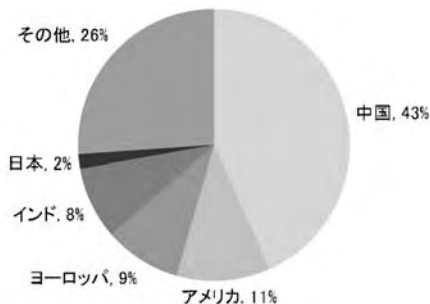
出所：金融投資協会 [16] 186～187ページより作成。

(18) 韓国の投資信託

第二の問題点は、投資信託運用会社の偏った資産運用である。韓国の投資信託は一般的に運用会社の設定によって資金を集める。その後、投資信託運用会社が資産運用方針によってファンドを運用する。したがって、プロである運用会社は過去のパフォーマンスに囚われず、リスクを充分考慮し、ファンドを設定する必要がある。

しかし、韓国の投資信託の現状をみると、ファンドの運用においても過度の偏りが見られる。とくに、このような投資信託運用会社の偏った資産運用が顕著に表れるのが海外投資である。図表14は投資信託の海外投資規模を示している。これをみると、2009年11月末現在、アメリカとヨーロッパを合わせても20%であるのに対し、中国一国だけで43%を占めている。過去中国経済が急成長してきたことと、今後も高い成長が見込めることは否定できない事実ではあるが、それにしても一国にこれだけの投資を集中していることはリスクが高すぎると言わざるを得ない。

図表14：海外投資の地域別内訳（純資産基準，2009年11月末）



出所：金融投資協会 [16] 200～201ページより作成。

V むすびにかえて

本稿では、韓国の投資信託制度の変遷過程を明らかにした上で、韓国の投資信託の現状と問題点を明らかにした。ここでは、本稿の内容をまとめるとともに、韓国の投資信託の今後について触れることでむすびにかえる。

韓国の投資信託は証券市場の育成のために導入され、長い間専業体制を維持してきた。しかし、1995年に専業体制が崩れ、分業体制に移行してから、次々と制度改革がなされた。会社型投資信託制度の導入や投資信託の分類の明確化、そして韓国版ビッグバンともいえる資本市場統合法が施行された。その結果、投資信託は証券投資のための狭義の投資信託から、様々な対象に投資できる広義の投資信託、すなわち「集合投資機構」へとその概念が拡大した。

また、投資信託の規模の面でも、積立式ファンドの登場や販売チャンネルの多様化によって拡大傾向にある。しかし、その一方で韓国の投資信託には問題点も存在する。投資家が極端に株式型投資信託を好むことと、投資信託運用会社の海外資産運用が中国一國へ集中していることは懸念すべき問題である。

しかしながら、韓国の投資信託の今後はさらなる拡大が期待できると考えている。その最大の理由の一つに退職年金（韓国版401K）とよばれる企業年金の導入がある。従来の国民年金や、公務員年金、そして私立教職員年金、軍人年金に加え、2005年から企業年金が新しくスタートしている。この企業年金の規模自体はまだ大きくない。しかし、今後の規模拡大は必至であり、企業年金の資金が投資信託へ流入する可能性は極めて高い³⁴⁾。今後も韓国の投資信託の動向に注目したい。

(20) 韓国の投資信託

注

- 1) 江口行雄 [8] 23～26ページ参照。
- 2) 戦後の経済状況と投資信託については、証券投資信託協会 [11] 207～212ページを参照されたい。
- 3) 投資信託制度の目的については、1969年に制定された証券投資信託業法に規定している。韓国の投資信託の導入背景については、金珍奎 [12] 17～18ページを参照。
- 4) 大宇証券 [18] 55ページ。
- 5) ただ、1977年に例外的に総合金融会社に投資信託業務を認めたが、公社債型投資信託に限るものであった。大韓投資信託 [19] 103～104ページ参照。
- 6) 大韓投資信託 [19] 191～193ページ参照。この制度は1989年に廃止されたが、既存の積立金は1993年まで投資信託の収益率補填に使われた。
- 7) 大韓投資信託 [19] 206ページ。
- 8) 投資信託の場合、顧客からの払い戻しに応じるまでは時間を要するが、韓国では、投資信託会社の固有資産をもってほとんどの受益証券に対し、当日払い戻しを行った。大韓投資信託 [19] 212～213ページ参照。
- 9) 証券投資信託業法の改正に伴うものであった。資産運用協会 [17] 53ページ。
- 10) 証券監督院 [21] 275ページ。
- 11) 박삼철 [22] 164～165ページ参照。
- 12) 最初の「Netizen Fund」は、1999年の「反則王」という映画の制作のために公募された。조상욱 [13] 128～130ページ参照。
- 13) 「Netizen Fund」をめぐる事件の実例については、조상욱 [13] のV章を参照されたい。
- 14) この法律は以前にもまして資本市場中心の金融システム (Capital Market-Based Financial System) への転換を模索したものであった。資産運用協会 [17] 89ページ参照。
- 15) そのほか、間接投資資産運用業法によって韓国版 PEF (Private Equity Fund) の設立が2004年12月から可能になった。広い意味での PEF とは、Venture Capital, Hedge Fund, Buyout Fund, Mezzanine Fund などを含むが、韓国で導入されたものは、合資会社の形態を取る Buyout Fund である。この PEF の登場は、アジア通貨危機以降、外資系ファンドによる韓国企業の買収の対抗策の一つでもあった。박정훈 [14] 45～50ページ参照。
- 16) 1年半の猶予期間を経て、2009年2月から施行されている。

- 17) 日本の金融商品取引法と韓国の資本市場統合法の相違点についても、呉性根 [4] 176～192ページを参照されたい。
- 18) 金建植・鄭順燮 [24] 7～9ページ参照。
- 19) ロー・ダニエル [6] 120～121参照。
- 20) 投資信託の種類別の内訳については、資産運用協会 [17] 177ページ参照。
- 21) その後、大宇財閥の多くの企業が政府主導によるワークアウトの対象になった。1999年11月に発表された大宇財閥のワークアウト計画をみると、債権者による債務の出資転換とCBの引き受けとともに、系列企業の多くが事業部門の売却や分割を行うとしている。高龍秀 [7] 168ページ参照。
- 22) 当時の投資信託の組み入れ額の状況を見ると、債券型投資信託の約10%を無保証の大宇債が占めていた。資産運用協会 [17] 82ページ。
- 23) 2002年末現在、投資信託が保有するカード会社の社債（CPを含む）は25.5兆ウォン規模で、投資信託資産の約15%に相当する規模であった。大統領諮問政策企画委員会 [15] 33～39ページ参照。
- 24) 2008年以前も同じ状況である。投資信託協会 [5]（統15）を参照。
- 25) 周揚・藤原崇幸 [10] 11ページ参照。
- 26) 2009年11月末現在、海外への投資規模は47兆ウォン余りであるが、アメリカが5兆余りであるのに対し、中国は20兆ウォンを超えている。金融投資協会 [16] 200～201ページ参照。
- 27) 投資信託協会 [5]（統21）参照
- 28) モーニングスター社の2008年6月以前のQDIIによる投資信託は株式型投資信託が73%に上っている。胡興 [9] 27～28ページ参照。
- 29) 投資信託協会 [5] 34ページ参照。
- 30) 차명준 [23] 352～353ページ参照。
- 31) ただ、DCA が常に最善の投資方法であることを意味するわけではない。Leggio,K.B. and Lien,D., [2] は、ボラティリティが高い証券に対する投資においては、必ずしもDCAが有効であるとは言えないとしている。
- 32) 図表12と13の混合型とは証券ファンドに属するもので、混合資産ファンドをさすわけではない。
- 33) いくら理性的な人間でも他人の行動に左右され、横並び行動をとる可能性があるが、その根拠となる理論の一つとして情報カスケード理論が挙げられる。Shiller, R.J. [3] p.159.
- 34) 未来アセット退職年金研究所の研究結果によると、企業年金の規模は2009年末の12

(22) 韓国の投資信託

兆ウォン弱から2020年末には149兆ウォンと大きく拡大すると試算している。신세라 [27] 15ページ参照。

参考文献

- [1] Malkiel, B.G., *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton & Company, 2007.
- [2] Leggio, K.B. and Lien, D., “An empirical examination of the effectiveness of dollar-cost averaging using downside risk performance measures”, *Journal of Economics and Finance*, Vol.27, No.2, Springer Boston, Jun. 2003., pp.211-223.
- [3] Shiller, R.J., *Irrational Exuberance*, Doubleday, 2005.
- [4] 呉性根 「韓国資本市場法に関する考察」早稲田大学グローバルCOE 企業法制と法創造 総合研究所 『企業と法創造』第6巻第1号 (季刊), 2009年10月。
- [5] 投資信託協会 『投資信託年報』平成二十年版, 2009年。
- [6] ロー・ダニエル 「韓国の「資本市場統合法」とファンド資本主義」日本証券経済研究所 『証券経済研究』第61号, 2008年3月。
- [7] 高龍秀 『韓国の経済システム』東洋経済新聞社, 2000年。
- [8] 江口行雄 『投資信託発展史論』ダイヤモンド社, 1961年。
- [9] 胡興 「QDII の海外市場への投資」 『中国資本市場研究』 (季刊) 第3巻第3号, 東京国際研究クラブ, 2009年10月。
- [10] 周揚・藤原崇幸 「中国の投信市場のダイナミズム」 『NFI リサーチ・レビュー』日興フィナンシャル・インテリジェンス, 2009年11月。
- [11] 証券投資信託協会 『証券投資信託十年史 (本論編)』1966年。
- [12] 金珍奎 「韓国の非銀行金融機関と金融システム」 『大分大学経済論集』第58巻第2号, 2006年7月。

韓国語文献

- [13] 조상욱 「Netizen Fund 의 投資家保護上 의 問題」 韓国証券法学会 『証券法研究』第2巻第2号, 2001年12月。
- [14] 박정훈 「私募投資専門会社 (Private Equity Fund) 導入背景 및 經過」 ソウル大学校金融法センター 『BFL : Business Finance Law』第10号, 2005年3月。

- [15] 大統領諮問政策企画委員会 『金融市場安定対策』 2008年。
- [16] 金融投資協会 『Bulls Review』 第3号, 2009年12月。
- [17] 資産運用協会 『投資信託協会史』 2004年。
- [18] 大宇証券 『大宇証券二十年史』 1990年。
- [19] 大韓投資信託 『大韓投資信託二十年史』 1997年。
- [20] 証券監督院 『資本市場主要統計』 1998年10月。
- [21] 証券監督院 『証券監督院二十年史』 1997年。
- [22] 박삼철 『投資信託解説』 삼우사, 2001年。
- [23] 차명준 『証券과ファンド投資의理解』 三英社, 2008年。
- [24] 金建植・鄭順燮 『資本市場法』 斗聖社, 2009年。
- [25] 韓国銀行 『2009年中資金循環』 2010年3月12日報道資料 (<http://www.bok.or.kr>, 2010年4月2日アクセス)。
- [26] 金融投資協会 『11月積立式販売現況』 2009年12月30日報道資料 (<http://www.kofia.or.kr/>, 2010年4月1日アクセス)。
- [27] 신세라 『2020年韓国退職年金市場展望과 向後課題』 Special Report No3, 未来アセット退職年金研究所, 2009年12月。