

## インド投資信託業界の現状

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. インドでは、個人金融資産に占める投資信託の割合が低い一方、投資信託の投資家として期待される中間所得層が増加しており、投資信託市場の更なる拡大が予想される。
2. 運用資産残高は右肩上がりで増加しており、2007年3月末時点で3.3兆ルピーに達している。そのうち66%が国内株式ファンドとなっており、投資家の国内企業の成長性に対する期待感が伺われる。
3. 投資信託の保有者は、法人と個人投資家で半々となっている。法人は余資運用の一環で短期金融市場商品に投資しているのに対し、個人投資家は株式ファンドへの投資が多い。また、個人投資家には富裕層だけでなく、一般リテール投資家も含まれる。
4. 主な販売チャネルは、銀行、全国販売業者及び地方販売業者（金融商品の販売に特化した業者）、IFAとなっており、各々約1/3のシェアを有する。一般的に、銀行や全国販売業者は法人及び富裕層、IFAは一般リテール投資家をターゲットにしていると言われている。
5. 運用会社の人員構成を見ると、セールス部門の人員が圧倒的に多い。これは、インドの人口が地理的に分散していることや、組織化されていない個別のIFAに対応するためである。
6. インド投資信託業界の特徴として、外資系運用会社が多いことが挙げられる。これらは、①オペレーションを現地化していること、②主な販売チャネルを外資系銀行としていること、③バックオフィス業務を外部委託していること、などの共通点を有する。
7. インドの投資信託業界は、セールス部門の人員確保などの難題はあるものの、極めてポテンシャルの高い市場であり、今後も海外の運用会社によるインド市場への進出は続くものと思われる。

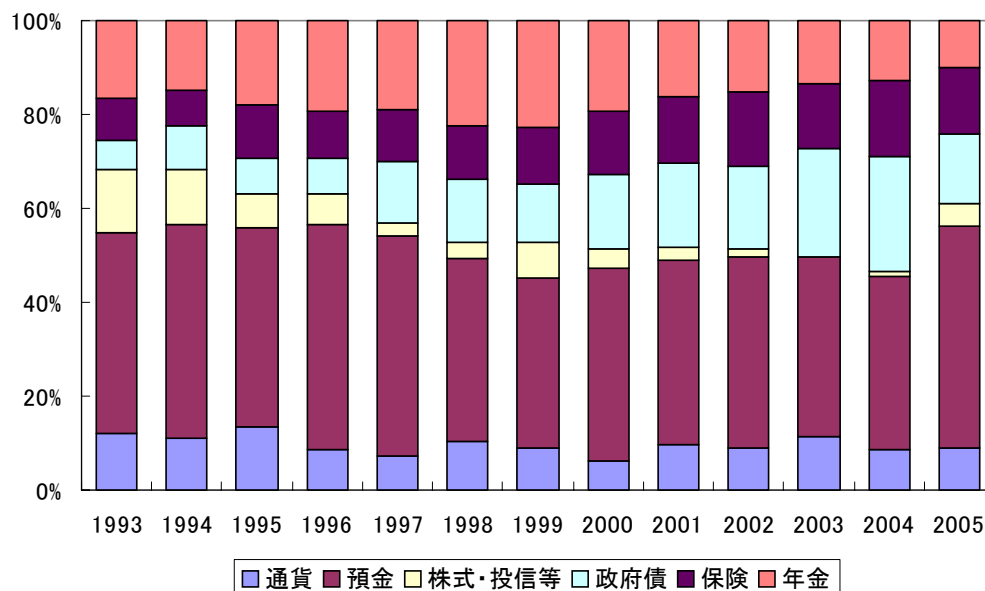
## I はじめに

世界の金融機関にとって BRICs<sup>1</sup>におけるビジネス基盤の確立が経営上の重要テーマとなる中、今後成長が期待できる分野として、インドの投資信託市場が注目を集めている。インドにおける個人金融資産の状況を見ると、株式や投資信託等の占める割合は 4.9% となっており、インドの個人投資家がリスク性資産を回避する傾向が伺われる（図表 1）。

しかし、これはインドにおいて個人による投資信託を始めとするリスク性資産への投資が拡大する余地が大きいことを示しているとも解釈できる。インドでは近年、貧困層が急激に減少する一方、富裕層や「新中間層」と呼ばれる中間所得層が増加している。図表 2 はインドにおける各所得階層の割合を年次別に示したものであるが、これによると、年間所得 22,500 ルピー以下の所得階層は 1994-95 年から 2006-07 年にかけて大幅に減少している一方、それ以上の所得階層は増加傾向にある。インドでは現状でも、富裕層だけでなく一般的なリテール投資家も投資信託を保有しているため、中間所得層の増加に伴い、投資信託の投資家の裾野が更に広がっていくことが期待できる状況にある。

本稿では、インド投資信託業界の運用資産の状況や歴史的経緯、投資信託の法的枠組みを概観した上で、商品、販売チャネル、運用会社について、その実態や近年のトレンドを紹介することとする。

図表 1 個人金融資産の状況

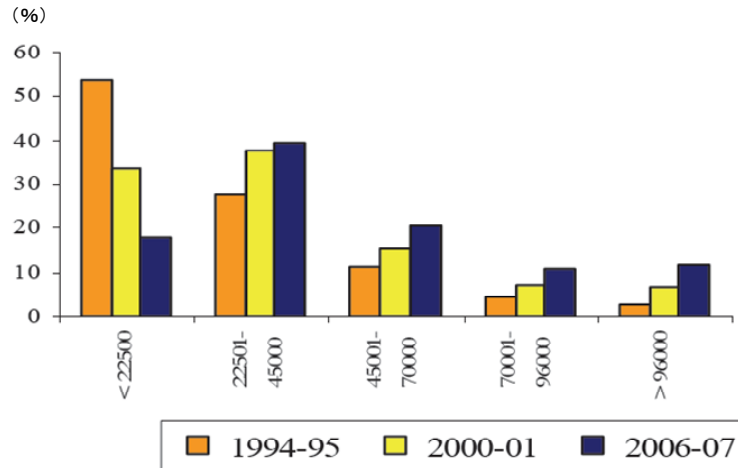


(注) 横軸は3月締め年度

(出所) Reserve Bank of India より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 台頭する新興市場であるブラジル、ロシア、インド、中国を総称する用語であり、2003年にゴールドマン・サックスのインド人ストラテジストであるルーパ・プルジョサーマン氏が“Dreaming with BRICs, The Path to

図表 2 所得階層の割合の変化



(注) 金額は 1994-95 年の水準に基づく  
 (出所) Standard Life (原典は Statistical Outline of India 2002-03)

## II 投資信託業界の概観

### 1. 運用資産残高の推移

インドにおける投資信託の運用資産残高は、2007年3月末時点で3.3兆ルピーとなっている<sup>2</sup>。インドの投資信託市場は直近10年間、右肩上がりでの運用資産残高を拡大させてきたが、図表3に見られるように、とりわけ直近2年度の2005年度、2006年度における運用資産残高の増加率が著しい。

直近2年度の資金フローの内訳を見ると、グロース・ファンド及びインカム・ファンドからなる株式ファンドへの資金流入が目立ち、インドにおける投資家の国内企業の成長性に対する期待感が見て取れる(図表4)。株式ファンドへの資金流入の大部分は個人投資家によるものであり、プライベート・バンキングの普及に伴う富裕層の資金と、中間所得層の拡大に伴う一般リテール投資家の資金の両方が含まれていると見られる。

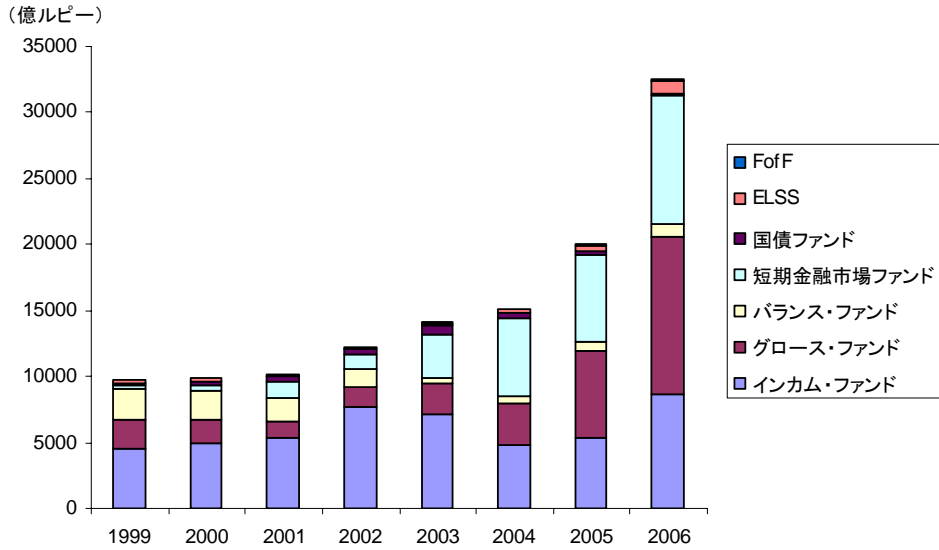
### 2. 投資信託の保有者

インド投資信託市場の特徴的な点として、法人による保有比率が高いことが挙げられる。インドにおける投資信託の業界団体である Association of Mutual Funds in India (AMFI) によると、2007年3月末時点で、資産残高ベースで50%弱が個人投資家、50%強が法人等となっている(図表5)。このように、法人による保有比率が高いのは、1999年の税制改

2050”と題するレポートの中で使用して以来、急速に広がった。

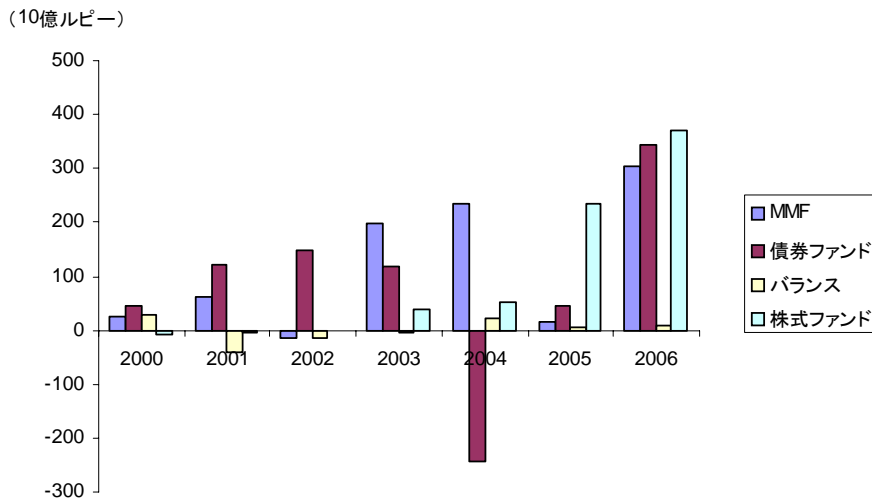
<sup>2</sup> 1ルピー=2.86円(2007年9月18日時点の為替レート)。

図表3 インド投資信託市場の運用資産残高推移



(注) 横軸は3月締め年度  
 (出所) Association of Mutual Funds in India より野村資本市場研究所作成

図表4 ファンド類型別資金流入



(注) 横軸は3月締め年度  
 2004年の債券ファンドの資金流出は米国での利上げの影響を受けたもの  
 (出所) Cerulli Associates 資料より野村資本市場研究所作成

図表5 投資信託の保有者内訳 (2007年3月末)

	保有持分(%)	資産額(%)
個人	96.09	42.83
在外インド人	1.66	4.95
海外機関投資家	1.21	1.21
法人、国内機関投資家	2.24	51.01
合計	100	100

(出所) Association of Mutual Funds in India

正により投資信託の配当及び金利収入に係る税率が低減されたため、法人が証券を直接保有する際に係る法人税率より投資信託の保有に係る税率の方が有利となったことによる。

アセットクラス毎の投資家の属性に関する公式なデータは存在しないが、一般的には、個人投資家は専ら株式ファンドに投資している一方、債券ファンドについては法人が余資運用の一環で短期金融市場商品を保有しているケースが大部分と見られている。

### 3. 投資信託の歴史

インド投資信託の発展は四つのフェーズに区切ることができる。第一フェーズは 1964 年から 1987 年にかけてである。1963 年、インドの中央銀行に当たるインド準備銀行 (Reserve Bank of India、RBI) によって Unit Trust of India (UTI) が設立された。1978 年に UTI は RBI からインド興業銀行 (Development Bank of India) に引き継がれた。UTI による最初のファンドは Unit Scheme 1964 であり、1988 年末時点の運用資産残高は 670 億ルピーであった。

第二フェーズは 1987 年から 1993 年にかけてである。1987 年以後、公的セクターの銀行や、公的セクターの保険会社による参入が相次いだ。1987 年 6 月に State Bank of India が設立した SBI ミューチュアル・ファンドが UTI 以外では初の参入であり、その後、Canbank Mutual Fund (1987 年 12 月)、Punjab National Bank Mutual Fund (1989 年 8 月)、Indian Bank Mutual Fund (1989 年 11 月)、Bank of India Mutual Fund (1990 年 6 月)、Bank of Baroda Mutual Fund (1992 年 10 月) が続いた。公的セクターの保険会社では、Life Insurance Corporation of India が最初のファンドを 1989 年 6 月にローンチし、General Insurance Corporation of India は 1990 年 12 月にローンチした。1993 年末時点で、投資信託業界の運用資産残高は 4,700 億ルピーであった。

第三フェーズは、1993 年から 2003 年にかけてである。1993 年以後、民間セクターの運用会社の参入が本格化し、投資家はより幅広い選択肢から投資対象を選択できるようになった。1993 年には、インド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India、SEBI) によって投資信託に係る包括的規制である SEBI (Mutual Fund) Regulation 1993 が導入され、UTI 以外の全てのファンドが登録・規制されることとなった。また、1996 年には同規制の全面改正が行われ、現在では SEBI (Mutual Funds) Regulation 1996 (以下、SEBI 投信規則) が投資信託に係る規制となっている。民間セクターで最初に参入したのは、1993 年 7 月に登録した Kothari Pioneer (後に Franklin Templeton と合併) であった。運用会社数は引き続き増え続け、同時に運用会社の M&A も生じた。2003 年 1 月末時点でインド投信業界は 33 の運用会社、12,180 億ルピーの運用資産残高を有し、UTI が 4,454 億ルピーと最大規模を誇った。

第四フェーズは、2003 年以降である。2003 年 2 月、Unit Trust of India Act 1963 の廃止を受け、UTI は二つのエンティティに分割された。一つは Specified Undertaking of the Unit Trust of India である。これは、UTI の旗艦ファンドである Unit Scheme 1964 やクローズド

エンド・ファンド等からなり、2003年1月末時点で2,983億ルピーの残高を有していた<sup>3</sup>。もう一つは、UTI Mutual Fundであり、State Bank of India等公的セクターの金融機関4社が株主となっている。SEBIに登録され、SEBI投信規則の適用を受ける。UTIの分割と投資信託業界におけるM&Aにより、インド投信業界は新たな成長・再編の時代に入った。

このように、インドにおける投資信託の歴史は長いですが、一つの産業としての体を成すようになったのは、民間セクターの運用会社の参入が始まった1990年代からと言えよう。

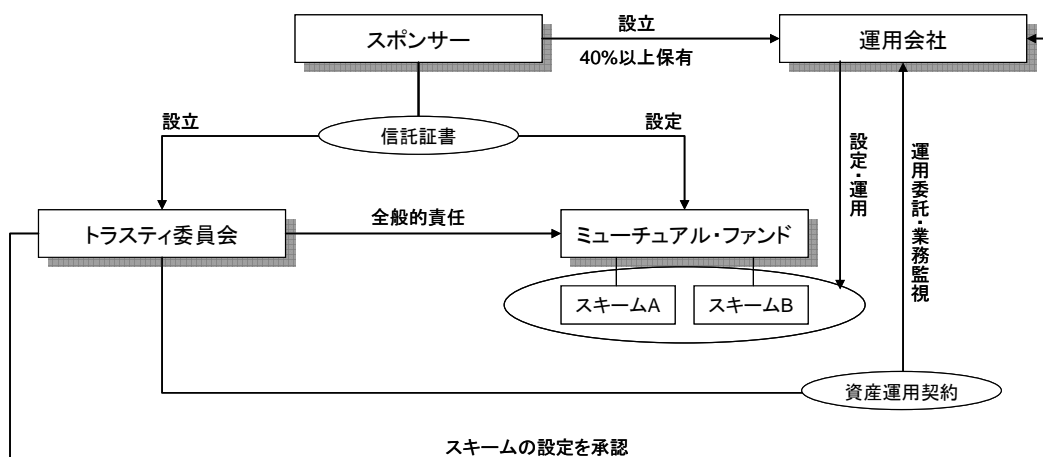
### III 投資信託の法的枠組み

インドにおける投資信託に係る規制は1996年のSEBI投信規則に定められている。同規則に規定されるインドの投資信託は、英国のユニット・トラストを範としたものであり、契約型の投資信託となっている。インドにおける投資信託の法的枠組みは、以下に見るように、スポンサー、ミューチュアル・ファンド、トラスティ委員会、運用会社の四つの概念を中核とする(図表6)。

スポンサーは、ミューチュアル・ファンド、トラスティ委員会(Board of Trustees)、運用会社(Asset Management Company)を設定・設立する。スポンサーとなるためには、運用会社の持分を40%以上保有することや、金融業において5年以上のトラック・レコードが求められるなどの要件がSEBI投信規則に規定されている。

SEBI投信規則におけるミューチュアル・ファンドの概念は、欧米諸国のものとは異なっており、最終投資家に提供される商品としての個別ファンドを指すのではない。SEBI投信規則において、個別ファンドはスキームと呼ばれている。ミューチュアル・ファンドは「信託の形態で設立されたファンド」と定義され、信託証書(Trust Deed)に

図表6 インド投資信託における関係機関



(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 同社はインド政府が運営しているが、徐々に解消・廃止される予定となっている。

よって設定される。ここで言うミューチュアル・ファンドは、いわばパス・スルー・ビークルであり、それ自体が意思決定をしたり、法人格を持ったりするものではない。むしろ、インドにおけるミューチュアル・ファンドの一般的な用語法は、米国におけるファンド・ファミリーに類似しており、例えば、UTI が運用するスキーム（投資信託）の一群を「UTI ミューチュアル・ファンド」と呼ぶ。

トラスティ委員会は、ミューチュアル・ファンドに関する全般的な意思決定権を有する主体であり、SEBI 投信規則及びインド信託法（Indian Trusts Act）の規制に服する。また、トラスティ会社（Trustee Company）の形態を採ることも多く、その場合は 1956 年会社法の適用も受ける。トラスティ委員会はミューチュアル・ファンドに係る全般的な責任を負う者として、運用会社を監視し、最終投資家の権利・利益を保護する役割を担う。具体的には、①運用会社を指名すること（SEBI の事前承認が必要）、②運用会社が設定するスキーム（投資信託）を承認すること、③運用会社と資産運用契約（Investment Management Agreement）を締結し、資産運用を委託すること、④SEBI に対して半年に一回、ミューチュアル・ファンドの活動報告書及び運用会社が他の活動から独立してスキームの運用を行っていたことの証明を提出すること、⑤カストディアンを指名すること、などがある。なお、トラスティの 2/3 はスポンサーから独立した者でなければならない。

運用会社は、トラスティ委員会及び SEBI の承認に基づき、ミューチュアル・ファンドの下にスキームを設定し、その運用を行う。運用会社の取締役の 50% 以上はスポンサー及びトラスティと関連を持たない独立取締役である必要がある。また、運用会社は常時 1 億ルピーの自己資本を保有していなければならない。

## IV 商品

前記の通り、インドでは、フロー・ベースで見ると株式ファンドが最も人気を博している状況であるが、ストック・ベースでも同様のことが言える。2006 年末時点で、インカム・ファンドとグロース・ファンドに加え、株式リンク型貯蓄スキーム（Equity Linked Saving Scheme、ELSS）<sup>4</sup>も含めると 66% が株式ファンドとなっている（図表 7）。

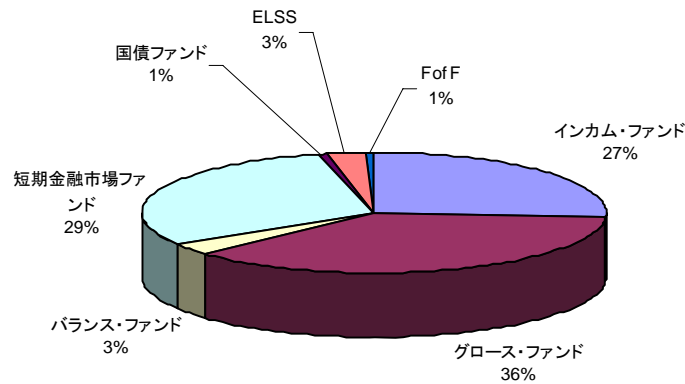
グロース・ファンドやインカム・ファンドといった伝統的な投資信託商品に加え、インドでは 2000 年以降、金 ETF、不動産ファンド<sup>5</sup>、元本保証スキーム、ファンド・オブ・ファンズといった新たなタイプの投資信託が SEBI によって解禁されている。

いずれも導入されてから日が浅く、市場を形成するに至っていないが、今後インドにおいて分散投資の考え方が普及し、投資信託の投資家の裾野が広がれば、拡大する可能性を秘めていると言えよう。

<sup>4</sup> 税制優遇措置の付いた投資信託。1,000 万ルピーまで所得控除が認められており、投資対象の 80% 以上が株式でなければならない。

<sup>5</sup> 我が国の不動産投信と異なり、証券化された不動産を組み入れるのではなく、実物不動産や不動産関連プロジェクトに直接投資したり、不動産関連業種の株式を組み入れたりする。

図表7 アセットクラス別内訳

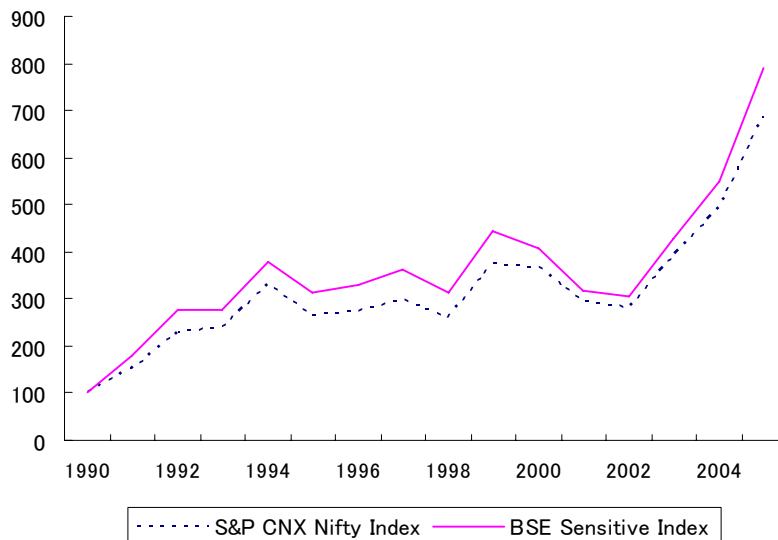


(出所) Association of Mutual Funds in India

## 1. 外国証券ファンドの状況

インドにおける株式ファンドのほとんどは国内株式ファンドであり、外国株式に投資するファンドは 2006 年末時点でわずか 2 本、運用資産残高は 9,600 万米ドルとなっている。インドでかくも国内株式ファンドが支配的な位置付けを占めている理由としては、インドの株式市場のパフォーマンスが近年継続的に良好であったため、インドの投資家にとって、現状では敢えて外国株式に投資するインセンティブが働かないためである (図表 8)。

図表8 インド主要株価指数の推移



(出所) Securities and Exchange Board of India より野村資本市場研究所作成



また、SEBI の通達<sup>6</sup>により、インドの投資信託による海外投資の上限額及び投資対象が規定されている。投資対象に関しては、①インド企業若しくは外国企業が発行する ADR 若しくは GDR、②海外の取引所に上場している海外企業の株式、③海外の取引所における公募証券、④短期ないし長期の債務証券で投資適格以上の格付けを得ているもの、⑤投資適格以上の格付けを得ている短期金融市場商品、⑥カウンターパーティーが投資適格以上の格付けを得ているレポ取引、⑦投資適格以上の格付けを得ている国債、⑧海外の取引所に上場されるデリバティブ（ヘッジ目的に限定）、⑨投資適格以上の格付けを得ている海外の銀行の短期預金、⑩海外の投資信託で、(ア)上記①～⑨、(イ)上場不動産投資信託、(ウ)非上場の海外証券に投資するもの、と定められている。

投資上限額に関しては、インドの投資信託全体で 50 億米ドル、個別運用会社毎で運用資産残高の 10% 若しくは 2 億米ドルの小なる方と定められている。また、外国の ETF への投資に関しては、インド投資信託全体で 10 億米ドル、個別運用会社毎で運用資産残高の 10% 若しくは 5,000 万米ドルの小なる方と定められている<sup>7</sup>。

外国証券への投資上限規制は、現状の外国証券ファンドの規模からすると、海外証券投資の阻害要因になっているとは言えないが、今後インド国内市場が低迷し、国内投資家の関心が海外に向かった場合、外国証券投資額の上限が問題視される局面も出てくる可能性がある。

## 2. 手数料率

インドにおける投資信託の手数料率の上限は、SEBI 投信規則において規定されている。まず、投資信託の販売手数料は 6% とされている。しかし、実際は、株式ファンドを例に採ると、一定額以下<sup>8</sup>で 2.25% とし、投資額が上がるにつれて販売手数料率が低減する仕組みを導入しているものが多い。解約手数料は無料のものが多いが、より短期の解約については高率の手数料を徴収するファンドも散見される。また、最低投資額は、株式ファンドの場合、5000 ルピーに設定されているケースが多い。

他方、運用報酬については、10 億ルピーまでは 1.25%、それ以上は 1.00% とされている。その上で、ファンドの運用に係る各種継続的な費用<sup>9</sup>と運用報酬との合計の上限は、10 億ルピーまでは 2.5% が上限と規定されており、運用資産残高の増加に伴い低減し、70 億ルピーを上回る場合は 1.75% と規定されている。実際の株式ファンドでは、2.25%～2.5% に設定されているケースが多い。債券ファンドについては、これより 0.25% 低い水準が規定されている（図表 9）。これらは顧客資産から支払われるが、ファンド計理に係る費用に関しては、SEBI 投信規則において、顧客資産に転嫁してはならないこととされる。

<sup>6</sup> SEBI Circular “Investment in ADRs/GDRs/Foreign Securities and Overseas ETFs by Mutual Funds”（2006 年 8 月 2 日、2007 年 5 月 14 日）、“Overseas Investment by Mutual Funds - Liberalisation”（2007 年 9 月 26 日）等。RBI は、投資対象及び投資上限額を年々拡大・引き上げている。

<sup>7</sup> 但し、インドの投資信託が外国の ETF に投資するには、運用会社に一定の経験が求められるなどの要件を満たす必要がある。

<sup>8</sup> 1,000 万～2,500 万ルピーに設定されているケースが多い。

<sup>9</sup> ファンドの運用に係る継続的な費用としては、トラスティ、カストディ、トランスファー・エージェント、マーケティング、印刷・配送、法務などに係る費用がある。

図表 9 投資信託の手数料率規制

	週平均純資産	株式	債券	FofF
販売手数料:		6.00%		
運用報酬:	10億ルピーまで	1.25%		
(ノーロードの場合の追加上限)	10億ルピー以上	1.00%		
継続コスト: 販売・マーケティング ブローカレッジ トランスファー・エージェント トラスティ 監査 カストディ 投資家対応 等				
運用報酬+継続コスト:	10億ルピーまで	2.50%	2.25%	0.75%
	10億~40億ルピー	2.25%	2.00%	
	40億~70億ルピー	2.00%	1.75%	
	70億ルピー以上	1.75%	1.50%	

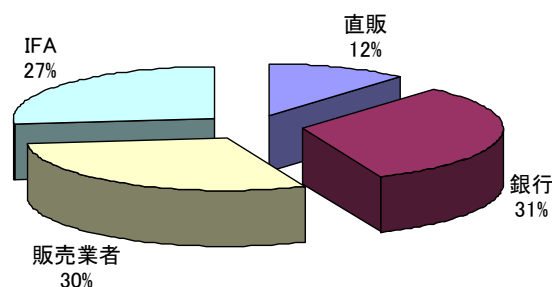
(出所) SEBI 投信規則より野村資本市場研究所作成

## V 販売チャネル

インドにおける投資信託の主な販売チャネルは、①銀行（約 80 行）、②全国販売業者及び地方販売業者（National and Regional Distributors、約 3,000 社）、③IFA（Independent Financial Advisors、約 40,000 人）となっている（図表 10）。

銀行チャネルは、全国展開する店舗網を活用して主要な投資信託販売チャネルの一角を占めている。IFA は、どの金融機関にも属さない独立フィナンシャル・アドバイザーであり、その多くは個人事務所から地元の馴染みの顧客を相手にしているものと見られる。インドにおける IFA は、元々は国営保険会社の販売員であったり、証券会社の社員であった者が多いようである。その限りでは、英国の IFA に類似した存在であると言えよう。

図表 10 投資信託販売チャネルのシェア



(注) 資産残高ベース、2006年6月末時点

(出所) Cerulli Associates

IFA は、銀行や全国販売業者及び地方販売業者と比較して、残高ベースの手数料体系を採用する機会が多いため、より長期の投資家の資金を集められるルートとして、とりわけ伝統的な国内資本の運用会社が力点を置いているようである。例えば、ある国内資本の大手運用会社は、販売実績の優れた IFA には社内にデスクを貸与し、社内資源（パソコンやファックス）の利用も認めている。

インドにおける投資信託の販売チャンネルで独特なのは、全国販売業者及び地方販売業者と呼ばれる金融商品（特に投資信託）の販売に特化した業者が一定のシェアを獲得している点である。何れも 1956 年会社法における非貸付金融機関（Non-banking Financial Company）であり、原則として預金・融資業務は行わない<sup>10</sup>。証券会社や銀行であったものが金融商品の販売に特化するようになったものや、大手金融機関の一部門として派生したものなど、その出自は様々である。全国販売業者と地方販売業者との相違は、その名が示すとおり、前者が全国展開する業者である一方、後者が一部地方のみを対象とする点にある。全国販売業者の中でも Birla Sunlife Distribution Co. Ltd、Bajaj Capital Ltd、IL&FS Investmart 等の大手は、インド国内では大手銀行と同等のネームバリューがあるとされている。

また、一部郵便局も投資信託の販売を開始している。インドにおける郵便局インディア・ポストは、国内最大の銀行である郵便局貯蓄銀行（Post Office Savings Bank）を運営しているが、2001 年 1 月からは投資信託の販売も開始しており、現在は UTI、ICICI プルデンシャル、SBI の投資信託を販売している。公式なデータは存在しないが、郵便局における投資信託の販売は極めて小規模なものに留まっていると言われている。しかし、全国に展開する郵便局ネットワークの潜在的可能性は大きいと見る向きもあり、今後が注目される販売チャンネルと言えよう。

販売チャンネルの大まかな棲み分けとしては、銀行及び全国販売業者が富裕層及び法人顧客、地域販売業者及び IFA、郵便局が一般リテール投資家層を主なターゲットとしているものと思われる。

なお、2003 年の SEBI のガイダンスにより、インドで投資信託の販売に従事する者は、AMFI が実施する販売員試験（AMFI Mutual Fund Advisors Module）に合格し、AMFI の登録番号を付与されることとなった<sup>11</sup>。これにより、上記販売チャンネルの中でも、特に IFA の知識・技能が向上したとされている。2006 年末時点では、53,308 人が AMFI の販売員試験に合格し、登録番号を付与されている<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 但し、大手の全国販売業者の中には、取引所の会員としてブローカレッジ業務を行ったり、規制上定められた一定の枠組みの中で預金・融資業務を行ったりしているものもある。

<sup>11</sup> AMFI が実施している試験としては、これ以外にも、一般人も受験できる投資信託に関する基本的な知識を問う試験（AMFI Mutual Funds Basic Module）もある。何れの試験も実施開始は 1999 年である。

<sup>12</sup> 但し、セラーリ・アソシエイツによると、このうち金融商品のアドバイザー業務にフルタイムで携わっているのは 1 万人程度である。

## VI 運用会社

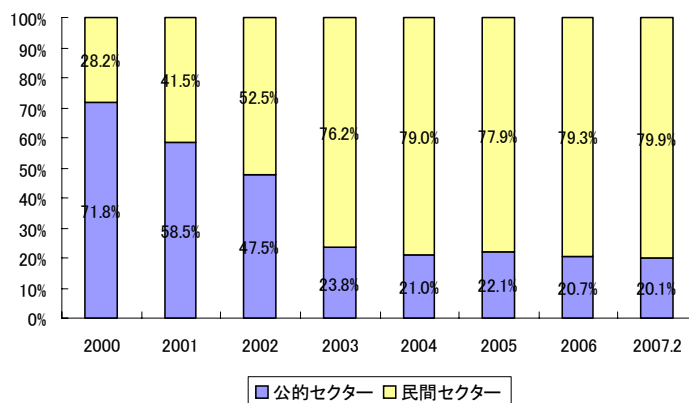
2007年7月末時点で、投資信託の運用会社としてSEBIに登録しているのは32社である(図表11)。前記の通り、インドでは歴史的経緯から公的セクターの運用会社が先行していたが、1990年代以降は民間セクターの運用会社の参入が相次ぎ、現在では運用会社数、運用資産残高の何れにおいても民間セクターの運用会社が公的セクターの運用会社を凌駕している。過去5年間の運用資産残高の伸びを見ると、公的セクターの運用会社が年率4%で成長しているのに対し、民間セクターの運用会社は年率34%で成長している(図表12)。また、図表11に見られるように、10%前後のシェアを確保している運用会社がある一方、シェアが1%にも満たない運用会社も複数存在する。これは、今後インドの投資信託市場で運用会社の再編が生じる可能性があることを示唆している。

図表11 運用会社の運用資産残高(2007年7月末時点)

	運用資産残高 (億ルピー)	シェア
<b>公的セクター</b>		
<b>銀行資本</b>		
SBI Funds Management Pvt. Ltd.	2,587.8	5.3%
BOB Asset Management Co. Ltd.	11.9	0.0%
Canbank Investment Management Services Ltd.	333.2	0.7%
UTI Asset Management Co. Pvt. Ltd.	4,254.8	8.7%
<b>保険会社資本</b>		
LIC Mutual Fund Asset Management Co. Ltd.	1,365.3	2.8%
<b>民間セクター</b>		
<b>国内資本</b>		
Benchmark Asset Management Co. Pvt. Ltd.	708.6	1.5%
DBS Cholamandalam Asset Management Ltd.	506.4	1.0%
Deutsche Asset Management (India) Pvt. Ltd.	1,052.8	2.2%
Escorts Asset Management Ltd.	13.8	0.0%
J.M. Financial Asset Management Pvt. Ltd.	438.3	0.9%
Kotak Mahindra Asset Management Co. Ltd.	2,282.3	4.7%
Quantum Asset Management Co. Pvt. Ltd.	5.8	0.0%
Reliance Capital Asset Management Ltd.	6,642.0	13.6%
Sahara Asset Management Co. Pvt. Ltd.	19.0	0.0%
Tata Asset Management Ltd.	2,048.0	4.2%
Taurus Asset Management Co. Ltd.	32.3	0.1%
<b>外国資本</b>		
AIG Global Asset Management Company (India) Pvt. Ltd	114.0	0.2%
Franklin Templeton Asset Management (India) Pvt. Ltd.	3,221.4	6.6%
<b>ジョイント・ベンチャー(国内資本過半)</b>		
Birla Sun Life Asset Management Co. Ltd.	2,608.4	5.4%
DSP Merrill Lynch Fund Managers Ltd.	1,607.5	3.3%
HDFC Asset Management Co. Ltd.	4,015.3	8.3%
ICICI Prudential Asset Management Co. Ltd.	4,868.9	10.0%
Sundaram BNP Paribas Asset Management Co. Ltd.	1,063.8	2.2%
<b>ジョイント・ベンチャー(外資過半)</b>		
ABN Amro Asset Management (India) Ltd.	714.8	1.5%
Fidelity Fund Management Pvt. Ltd.	956.1	2.0%
HSBC Asset Management (India) Pvt. Ltd.	1,829.9	3.8%
ING Investment Management (India) Pvt. Ltd.	802.3	1.6%
JP Morgan Asset Management (India) Pvt. Ltd	92.5	0.2%
Lotus India Asset Management Co. Pvt. Ltd.	724.8	1.5%
Morgan Stanley Investment Management Pvt. Ltd.	340.4	0.7%
Principal Pnb Asset Management Co. Pvt. Ltd.	1,732.2	3.6%
Standard Chartered Asset Management Co. Pvt. Ltd	1,670.0	3.4%
合計:	48,664.6	100.0%

(出所) Association of Mutual Funds in India

図表 12 公的セクターと民間セクターの運用資産残高比率の推移



(出所) Association of Mutual Funds in India より野村資本市場研究所作成

図表 13 は民間セクターに属する運用会社の資金流入の推移である。ここでも、Reliance や Prudential ICICI、DSP Merrill Lynch など、2004 年から 2005 年にかけて大幅な資金流入を見た運用会社がある一方、大多数の運用会社は伸び悩んでいることが見て取れる。しかし、現在は運用資産残高がわずかであっても、今後のインド投資信託業界の拡大を見越して人員を大幅に増加している運用会社もある。

図表 13 民間セクター運用会社の純資金流入の推移

運用会社	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pioneer ITI	92.7	309.5	-10.0	-81.4	-0.9	134.0	1,913.8	1,461.7	1,228.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Zurich India	116.2	51.9	1.8	-3.8	6.5	38.2	0.0	429.5	1,111.4	-	-	-	-
Prudential ICICI	159.2	90.3	0.0	0.0	0.0	626.1	3,434.1	1,189.9	1,404.8	2,000.6	4,385.0	170.3	5,581.7
Morgan Stanley	981.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-24.1	-27.9	-14.9	-	-
Taurus	209.6	97.7	0.0	0.0	0.0	0.0	-60.2	-38.7	-6.7	-14.2	-3.2	-45.2	-43.4
Apple	-	103.6	-20.2	-0.2	-0.5	-	-	-	-	-	-	-	-
CRB	-	229.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
JM Financial	-	191.9	-78.7	487.8	-6.6	-48.7	1,183.3	695.6	1,177.3	1,290.4	965.9	386.2	1,464.7
Alliance Capital	-	71.0	2.8	9.8	138.6	200.7	2,506.4	705.2	-174.9	-901.7	-842.1	-1,064.6	-
Birla Sun Life	-	162.2	25.0	111.6	260.4	473.8	1,819.8	268.5	608.3	976.2	3,108.1	1,115.3	2,058.8
Shriram	-	14.5	26.7	1.2	1.1	0.0	-	-	-	-	-	-	-
Tata	-	-	102.3	100.6	-0.2	63.1	419.8	7.3	-17.4	89.4	2,772.4	2,387.7	1,379.0
Reliance	-	-	74.5	-7.8	43.8	-45.3	170.4	166.1	710.5	1,305.2	3,967.9	1,849.7	15,033.9
HB	-	-	3.5	20.7	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Jardine Fleming	-	-	5.3	0.0	10.9	0.3	167.8	59.2	57.6	-	-	-	-
Franklin Templeton	-	-	-	119.8	53.1	242.8	1,251.3	839.5	2,301.8	1,146.7	4,719.0	-966.5	-2,023.0
ITC Classic Threadneedle	-	-	-	49.5	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-
DBS Chola	-	-	-	7.3	11.3	0.0	644.4	154.1	177.2	-13.2	339.2	-138.7	876.7
Sundaram BNP Paribas	-	-	-	21.7	9.6	7.3	210.9	237.8	150.6	458.0	1,456.1	-180.1	587.8
First India	-	-	-	0.7	0.0	0.0	0.0	67.7	67.2	227.5	-	-151.8	-
Escorts	-	-	-	21.0	0.0	-4.0	11.4	45.3	-1.7	-35.0	46.8	-4.2	11.2
Anagram Wellington	-	-	-	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
DSP Merrill Lynch	-	-	-	-	218.0	208.8	637.6	-28.7	607.2	160.0	2,522.3	104.7	4,409.2
Sun F & C	-	-	-	-	3.5	12.8	598.0	691.5	-137.5	-22.6	-392.0	-	-
Kotak Mahindra	-	-	-	-	-	146.8	657.3	321.2	854.9	943.7	1,914.7	1,066.1	2,515.1
Dundee	-	-	-	-	-	10.3	386.1	46.7	-95.9	-21.7	-	-	-
ING Vysya	-	-	-	-	-	-	168.1	92.1	46.0	168.1	880.4	-391.8	665.9
IL & FS	-	-	-	-	-	-	817.2	-36.7	326.1	516.2	1,298.0	-	-
HDFC	-	-	-	-	-	-	-	1,248.0	3,716.8	2,122.4	4,657.7	-54.9	2,265.2
Standard Chartered	-	-	-	-	-	-	-	737.0	2,039.9	861.9	2,358.6	-256.5	1,646.3
Benchmark	-	-	-	-	-	-	-	-	5.8	4.1	54.3	377.4	236.8
Deutsche Asset Management	-	-	-	-	-	-	-	-	-	312.5	1,670.2	-293.7	648.5
HSBC	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0	735.9	3,576.8	1,281.5	1,800.6
Principal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,841.1	1,894.6	143.8
ABN AMRO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	847.8	1,552.5
Sahara	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.0
Quantum	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.9
合計	1,559.5	1,321.8	133.0	863.6	748.6	2,066.9	16,937.5	9,292.1	16,134.0	12,122.2	41,509.8	7,933.1	40,829.2

(注) 単位：1,000 万ルピー

(出所) Reserve Bank of India

## 1. 運用会社の人員構成

インドにおける運用会社の人員構成で特徴的なのは、販売部門の人員が突出して多いことである（図表 14）。この理由としては、①インドの人口が地理的に分散しているため、各地方にセールスの人員を配置する必要があること、②投資信託の販売において IFA のプレゼンスが高いため、個別 IFA に対応するには相応の人員数が必要であること、が挙げられる。

人材の確保についてはインド国内資本の運用会社、外資系運用会社を問わず課題となっており、資産運用業界専門の人材紹介業者もいるという。また、近年では運用部門やトップ・セールスの人件費が高騰している点も指摘されている。

図表 14 インド運用会社の人員構成

	運用調査	販売マーケティング	バックオフィス	総数	拠点数
A社 (国内)	50	1,000	150~200 ファンド計理:100 TA対応:50~100	1,500	100
B社 (外資)	2 +7~8	NA +31~34	NA +7~8	11 +50	NA
C社 (外資)	8	28	10	46	7 +18
D社 (外資)	7	27	NA	44	9

(注) 下段の+は今後の増員予定

A社のバックオフィスにおけるTAはトランスファー・エージェントを指す

(出所) 各社へのヒアリング調査等に基づき野村資本市場研究所作成

## 2. 外資系運用会社

### 1) 資本構成

インドにおける運用会社のもう一つの特徴として、図表 11 に見られるように、欧米の運用会社によるジョイント・ベンチャーが多い点が挙げられる。銀行や生損保と異なり、資産運用会社については規制上、外資の出資上限は定められていない<sup>13</sup>。そのため、海外の運用会社は 100%出資の運用会社をインドに設立することができ、届出のみで認可を得ることができる<sup>14</sup>。

但し、インド国内の運用会社に海外の運用会社が 75%~100%出資する場合、インド財務省の規制により、5,000 万米ドルの資本金が求められる。他方、51%~75%出資の場合は求められる資本金が 500 万米ドル、51%までの場合は 50 万米ドルとなっている。これが事実上、外資 100%出資の運用会社をインドに設立することの障壁となっており、多くの外資系運用会社はジョイント・ベンチャー形式でインド市場に参

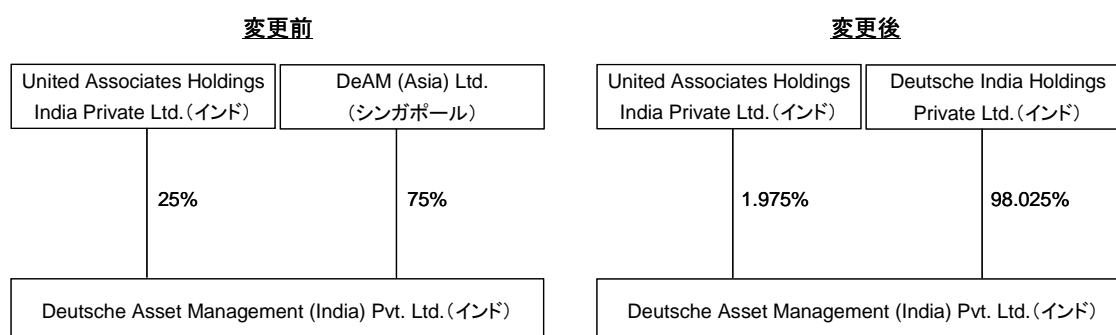
<sup>13</sup> RBI の通達により、銀行については 74%（議決権保有比率は 10%）、生損保については 26%が外資の出資上限となっている。

<sup>14</sup> 自動認可と呼ばれるシステムであり、規制上定められるネガティブ・リストに載っていない業種については、届出のみを以って認可を得ることができることになっている。

入している<sup>15</sup>。もっとも、外資過半のジョイント・ベンチャーと言っても、必ずしもインド国内資本の運用会社とジョイント・ベンチャーを組んでいるわけではない。海外の運用会社（ないし金融グループ）がインド籍の法人を設立した上で、当該法人との共同出資の形態を採るといふ、実質 100%外資と呼べるものも多い。

例えば Deutsche Asset Management (India)は、かつてはシンガポールの Deutsche Asset Management (Asia)が 75%保有し、ドイツ銀行グループがインドに設立したインド籍の法人である United Associates Holdings India が 25%保有することによって、実質 100%外資でありながら、外資過半のジョイント・ベンチャーに分類されていた。それが、2007 年に行われた資本関係の変更によって、ドイツ銀行グループのインド・ビジネスの持株会社として設立されたインド籍の Deutsche India Holdings が 98.025%、United Associates Holdings India が 1.975%保有することとなった（図表 15）。これにより、依然として実質的には 100%外資でありながら、分類上は国内資本の運用会社となったわけである（前掲図表 11）。

図表 15 Deutsche Asset Management (India)の資本関係



(出所) Deutsche Asset Management (India)のファンド・オファー・ドキュメント（目論見書）より  
野村資本市場研究所作成

## 2) 外資系運用会社の特徴

インドにおける外資系運用会社の特徴として第一に挙げられるのは、オペレーションを現地化しているということである。これは資産運用業に限らず、インドへのビジネス進出全般に関して指摘されていることであり、筆者がインドで訪問した欧米系運用会社でも、オフィスに西洋人と思しき職員は見当たらなかった。

第二に、外資系銀行を主要な販売チャネルとしている点が挙げられる。とりわけシティグループ、ABN アムロ、スタンダード・チャータードのプレゼンスが高いようである。これら外資系銀行は何れもインドにおいて長年営業している実績があり、インドの各都市に多数の支店がある。例えば、シティグループは 27 都市、ABN アムロは 21 都市、スタンダード・チャータードは 34 都市に支店網を展開している。

<sup>15</sup> この規制は資産運用業だけでなく、銀行業、保険業以外の金融業全般に適用される。

第三に、バックオフィス業務においてアウトソーシングを活用している点が挙げられる。例えば、図表 14 における C 社は D 社の、D 社は C 社のグループ現地法人にファンド計理などのバックオフィス業務をアウトソースしている。D 社のグループ現地法人は、インドで投資信託のトランスファー・エージェント業務も行っているが、D 社自身はインド現地のトランスファー・エージェントである Karvy Consultants<sup>16</sup>を用いている。この理由として同社は、グループ現地法人のトランスファー・エージェントの最初の顧客がグループ内運用会社であることは好ましくないとの判断があったとしており、将来的にはグループ現地法人のトランスファー・エージェントに移行するとしている。また、B 社はグローバルの資産運用部門のバックオフィス業務をインドで一括して行っており、そのための別法人を設立している。

## VII 終わりに

インド投資信託市場への外資系運用会社の参入に関しては、幾つかの障壁も指摘できる。最大の難点は、セールス部門の人員確保であろう。新たに参入する外資系運用会社が Reliance や UTI など伝統的な大手国内資本運用会社の販売力に太刀打ちするのは容易ではない。とりわけホールセラーの人員を要するのは IFA チャンネルであるため、IFA チャンネルが最も得意とする一般リテール投資家の重要性をどのように考えるか、新規参入業者の経営判断が求められるところである。この点については、前記外資系運用会社の例にあるように、参入当初は外資系銀行を経由した富裕層向けの商品提供に集中し、リテール投資家への投資信託の普及度合いを見据えつつ、状況に応じて他のチャンネルも検討するのが最も現実的な戦略であると思われる。

また、SEBI 投信規則におけるスポンサー（運用会社の親会社）の適格性要件に基づき、スポンサーに関する財務情報や訴訟履歴等の情報収集・書類作成の実務が煩雑である点も、新規参入における障壁として指摘されている。更に、道路の混雑、電力供給の脆弱性<sup>17</sup>、不動産賃貸借の不安定性など、インドにおける社会基盤の整備状況も、運用会社など外資系企業の参入に係る障壁として指摘できよう。

そうは言っても、インドの投資信託業界は、制度面での整備が進んでおり、足下の経済成長率や個人金融資産の状況からすると、極めてポテンシャルの高い市場であると言えよう。我が国でも日興アセットマネジメントが 2006 年 12 月にインドの証券会社 Ambit

<sup>16</sup> インドにおけるトランスファー・エージェント第二位で、業界シェアは約 30%と見られる。投資信託のトランスファー・エージェント以外にも、個別株式のトランスファー・エージェントや金融商品販売も行っている。業界第一位は Computer Age Management Services で業界シェアは約 60%と見られる。同社は投資信託のトランスファー・エージェント専業業者である。なお、インドのトランスファー・エージェントは投資家の設定・解約に対して原則として T+1 で対応できるものの、作業の大部分は多数の人手を要する手作業によるものだという。

<sup>17</sup> 但し、ムンバイはインド最大の Tata 財閥が電力供給を行っており、停電は少ないと言われている。



RSM とのジョイント・ベンチャーでインド投資信託業界への参入を発表している<sup>18</sup>。今後  
も、海外の運用会社ないし金融グループによるインド市場への進出は続くものと思われる。

---

<sup>18</sup> 出資比率は、日興アセットマネジメントが 74.9%、Ambit RSM が 25.1%とされている。