

世界第二の規模を誇るフランス投資信託市場

井上 武

■ 要 約 ■

1. フランスの投資信託市場は規模では米国について世界第2の市場であり、GDPや一人当りの数値で見ると米国とほぼ同等の水準となっている。
2. MMF等の短期の商品やバランス型、保証型といった商品のウェイトが高く、保険商品経由で保有されるものも多い。
3. これらの特徴は、フランスにおける過去からの貯蓄優遇策の変遷や大手ユニバーサル・バンク中心の販売チャネルといった状況を反映したものである。
4. フランスでは投資信託に投資できる各種の貯蓄優遇策があるが、2004年には欧州で初めて米国の401kに類似した確定拠出型年金が導入された。
5. 大手中心で販売偏重であったフランスの投資信託市場の競争環境は、年金、保険商品、投資信託で複数商品のパッケージ化が進むにつれて、販売チャネルを持たない外資系やサード・パーティにとっても参入しやすい環境へと変化しつつある。
6. 2007年のフランス投資信託市場はサブプライム問題の影響を大きく受ける結果となったが、長期的に貯蓄手段として投資信託を活用していくという政府の方針は明確であり、今後とも市場の拡大は続くであろう。

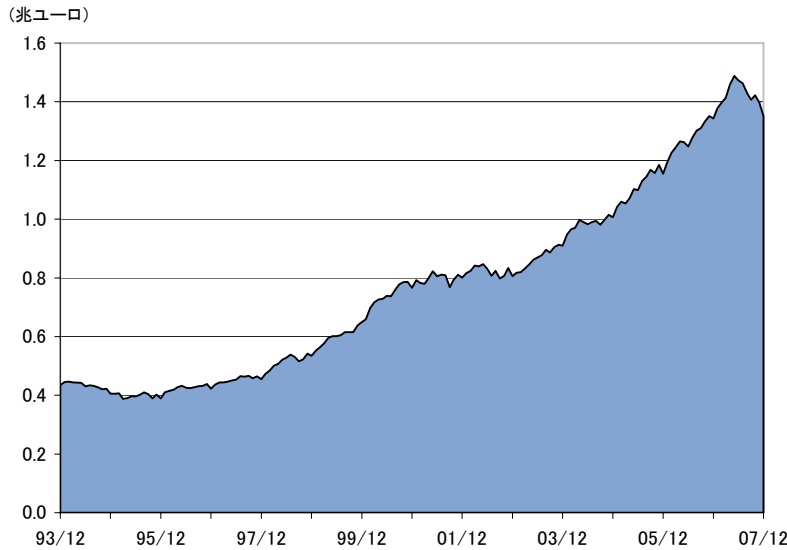
I はじめに

2007年のフランスの投資信託市場はサブプライム問題の影響を大きく受ける結果となった。上半期は過去最高であった前年を上回るペースで拡大を続けたものの、後半は一転、大幅な資金流出となり、最終的には2007年末の純資産額が前年比0.6%増の1兆3516億ユーロ（約220兆円）に留まった（図表1参照）。

そもそも、今回のサブプライム問題については、フランスの一部の投資信託の解約停止が大きなきっかけを与えたとも言われている。まず、7月26日には中堅のオッド・アセット・マネジメントが、サブプライム・ローンの証券化商品等に投資を行っていた3本の投資信託の募集及び解約を停止し、続く8月9日にはフランス最大の銀行BNPパリバが傘下の運用会社が運用する投資信託3本の募集と解約を一時的に停止した¹。いずれも

¹ うち2本は8月28日、残り1本は8月30日に募集と解約を再開した。

図表1 フランス投資信託の純資産額の推移



(出所) AFG より野村資本市場研究所作成

投資していた有価証券の流動性が著しく低下し、市場での売却や時価評価が困難となったのがその理由であった。BNP パリバについては、わずか一週間ほど前にサブプライム問題の経営への影響は大きくないと発表していただけに市場に大きな動揺をもたらした。

オッドが運用する投資信託はエンハンスド・マネー・マーケット・ファンド²（以下エンハンスド MMF と略す）と呼ばれる投資信託で、資産の一部をマネー・マーケット商品よりもイールドが高い高格付けの証券化商品等で運用することで、安全性を確保しつつマネー・マーケット・ファンド（MMF）よりも高い収益性をあげることを狙った商品であった³。BNP パリバが運用する投資信託は資産担保証券（ABS）を主な投資対象とする商品であり、主に短期の高格付けの証券化商品に投資を行い、エンハンスド MMF と同様に安全性を確保しつつ高利回りを狙う商品であった⁴。

フランスの投資信託市場は、諸外国と比べて短期の商品のウェイトが高く、これらの商品はそうした市場の特徴に合わせて開発され、近年、特に人気化していたものであった。従って、今回の問題がフランスの投資信託市場に与える影響は小さくないものと思われる。

フランスでは近年、確定拠出型年金制度を導入するなど、国民の貯蓄手段として投資信託を活用する政策を進めてきた。また、運用会社においても、保守的なフランスの投資家のニーズに応えるために保証性の商品を開発するなどのイノベーションを実施してきた。これらを背景に、IT バブルが崩壊して以降、フランスの投資信託市場は順調に拡大し、2003 年以降、4 年連続して二桁成長を続けてきた。以下、本レポートでは、米国に次ぐ世界第二位のフランス投資信託市場の近年の動向とその特徴について俯瞰する。

² ショート・ターム・ダイナミック・ファンドなどとも呼ばれている。

³ Oddo Cash Titrisation、Oddo Arbitrages、Oddo Court Terme Dynamique の 3 本で合計の純資産は 18 億ユーロ。

⁴ Parvest Dynamic ABS、BNP Paribas ABS EURIBOR、BNP Paribas ABS EONIA の 3 本で合計の純資産は 16 億ユーロ。

Ⅱ 世界第二位のフランス投信市場

1. 米国と同程度の浸透度

世界各国から登録地として利用されているルクセンブルクを除けば、フランスの投資信託市場は、米国について世界第二位の市場規模である。2007年9月末の投資信託全体の純資産残高は約2兆ドルで、米国の約6分の1、日本の2.8倍である。圧倒的な市場規模の米国と比べれば残高自体はそう大きくはないものの、経済規模を測るGDPに対する比率や一人当たりの残高といった数値で見ると米国とほぼ同等の水準となっている。経済や社会への投資信託の浸透度という点では米国と同じレベルにあるとも言えるかもしれない(図表2参照)。

投資信託の本数は8,000本以上と多く、1本当たりの平均規模は日本とほぼ同様の2.4億ドルとそれ程大きくない。これは、企業の年金制度や貯蓄制度向けに特別の投資信託が設定されたり、一定期間後の元本を保証するような満期型の投資信託が多いという特徴を反映したものである。

図表2 投資信託市場の国際比較

	投資信託純資産残高 (10億ドル)	世界シェア	欧州シェア	GDP比	人口一人当たり 投資残高 (ドル)	投資信託本数
米国	11,922	46.2%		90%	39,875	8,022
ルクセンブルク	2,609	10.1%	29.4%	6305%	5,647,390	8,510
フランス	1,995	7.7%	22.5%	89%	32,685	8,182
オーストラリア	1,224	4.7%		159%	59,662	n.a.
英国	951	3.7%	10.7%	41%	15,759	2,125
アイルランド	921	3.6%	10.4%	413%	218,679	2,531
香港	721	2.8%		380%	102,879	1,120
カナダ	707	2.7%		56%	21,712	1,994
日本	701	2.7%		16%	5,493	2,925
ブラジル	575	2.2%		54%	3,050	3,233
イタリア	425	1.6%	4.8%	23%	7,249	943
中国	407	1.6%		15%	310	341
スペイン	396	1.5%	4.5%	32%	9,085	2,922
ドイツ	365	1.4%	4.1%	13%	4,424	1,288
韓国	321	1.2%		36%	6,624	8,466
スウェーデン	198	0.8%	2.2%	52%	21,921	486
スイス	169	0.7%	1.9%	45%	22,742	566
ベルギー	147	0.6%	1.7%	38%	14,020	1,655
オーストリア	140	0.5%	1.6%	43%	16,942	1,028
オランダ	118	0.5%	1.3%	18%	7,227	450
欧州合計	8,871	34.4%	100.0%			34,097
世界合計	25,824	100.0%				64,513

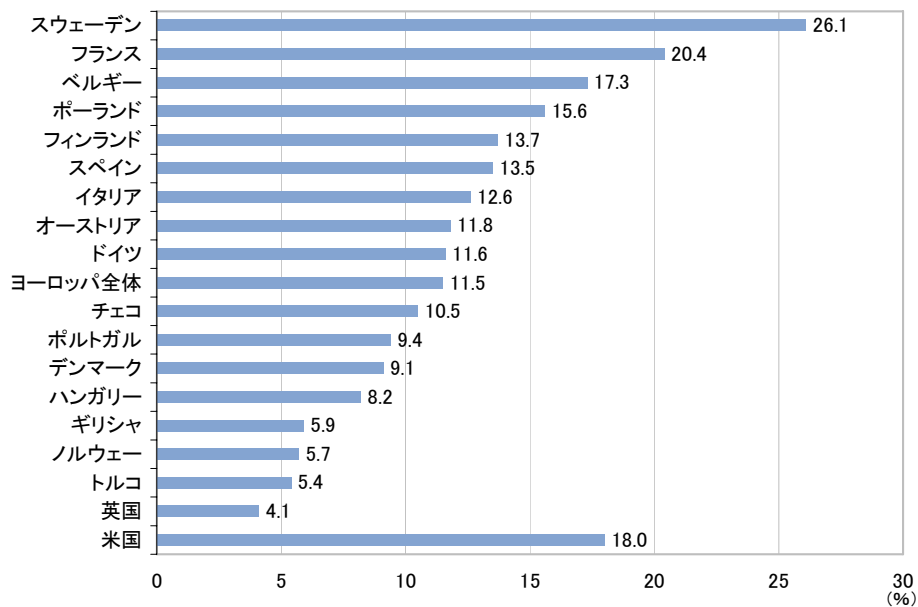
(注) 投資信託残高及び本数は2007年9月末の値。ただし、オランダの本数は2007年6月末の値。
GDPは2006年の名目値。人口は2006年末を利用。

(出所) EFAMA、世界銀行より野村資本市場研究所作成

個人金融資産に占める比率は保険商品経由の間接保有も含めると約5分の1で、これもほぼ米国と並ぶ水準にある（図表3参照）。ちなみに、図表3の数値ではフランス同様、スウェーデンについても間接保有分が含まれており、直接保有だけを見た場合、スウェーデンは13.4%、フランスは9.4%となる。後述するようにフランスでは保険商品を通じた投資信託への投資は、貯蓄ツールとして広く利用されており、間接保有を含めた比率のほうが実態に近いのではないかと思われる。

次に、各国の投資信託について種類別にその割合を見てみると、フランスは他の国と比べてマネー・マーケット型、いわゆるMMFの割合が高いことがわかる（図表4参照）。これは、フランスの投資信託市場の歴史的な発展や現在における特徴を理解する上で最も重要なポイントであるといえよう。この点については次章で詳説したい。

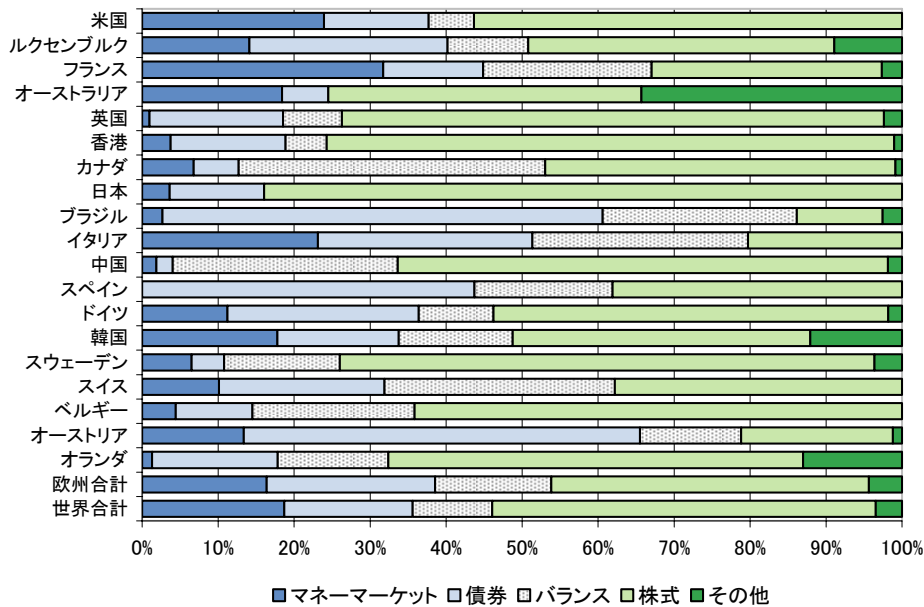
図表3 個人金融資産に占める投資信託の割合



(注) スウェーデンとフランスは保険による間接保有も含んだ数値。

(出所) EFAMA より野村資本市場研究所作成

図表 4 各国投資信託の商品構成



(出所) AFG より野村資本市場研究所作成

III チャンネルと保守性を反映した商品構成

1. 会社型と契約型

フランスでは投資信託は OPCVM⁵と総称されているが、法形式的には会社型の投資信託である SICAV⁶と契約型の投資信託である FCP⁷に大別される⁸。フランスではクローズド・エンド型の投資信託 (SICAF⁹) が 1945 年から存在していたが、オープン・エンド型の SICAV は 1964 年にソシエテ・ジェネラルが発行したのが最初とされる¹⁰。FCP は 1979 年に、会社型の SICAV よりも運営コストが安く、より小口投資家を対象とする制度として導入された。その後、1988 年の法改正では当時 5 億フランに設定されていた FCP の上限枠が撤廃され、更に SICAV と FCP の制度の統一化も実施され、運用上の違いもほとんど

⁵ Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières の略で有価証券を投資対象とする集団投資スキームといった意味。

⁶ Société d'investissement à Capital Variable の略。

⁷ Fonds commun de placement の略。

⁸ 広義の OPCVM にはベンチャー・キャピタルの Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR)、地方企業を対象としたベンチャー・キャピタルの Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)、ハイテク企業を対象としたベンチャー・キャピタルの Fonds Communs de Placement dans l'innovation (FCPI)、従業員向けの貯蓄制度や確定拠出年金の資金を運用する Fonds communs de placement d'entreprise (FCPE)、従業員による自社株保有に利用される SICAV d'actionariat salarié (SICAVAS)、証券化のビークルとして利用される Fonds communs de creances (FCC) が含まれる。

⁹ Sociétés d'Investissement à Capital Fixe の略。

¹⁰ 当時発行した投資信託 Sogever はその後合併等を経て、現在も Sogéactions Europe として存在している。

どなくなった。SICAV は本数、資産残高共に減少傾向にあり、最近では運営コストの安い FCP で設定される投資信託が圧倒的に多くなっている（図表 5 参照）。

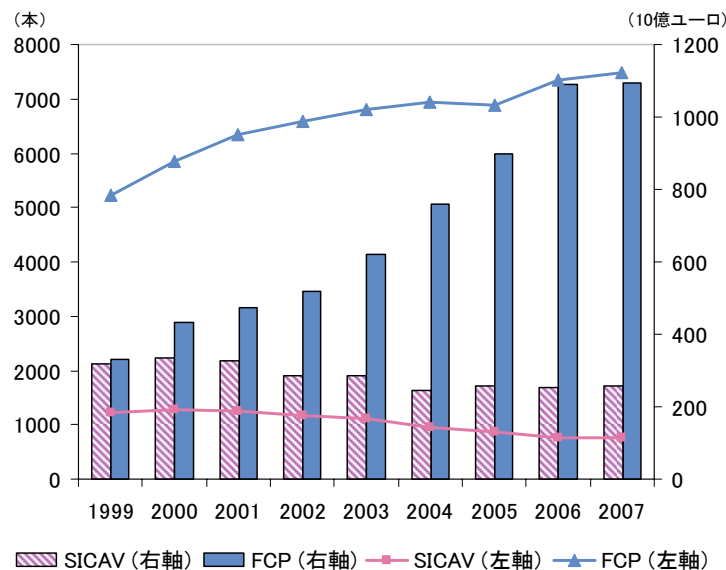
特に元本保証型商品のように満期があり、一本当りの規模が余り大きくないタイプの投資信託は、ほとんどが FCP で設定されている。柔軟性が高くコストも安い FCP の利用がフランスにおける近年の投資信託の商品開発と市場の拡大を促したともいえよう。

2. MMF のウェートが高い商品構成

フランスの投資信託市場では、歴史的に MMF が大きな地位を占めてきた。投資信託全体の純資産のうち MMF のシェアは、株式投信への資金流入が拡大した IT バブル時を除いて 3 割から 6 割となっている（図表 6 参照）。これらの背景には、①預金業務への厳しい規制と②フランス政府が採用してきた投資信託を含めた証券投資への優遇税制がある。

大手銀行のほとんどが元国有銀行であったことに象徴されるように、フランスでは、長い間、預貯金業務が政府によって厳しくコントロールされてきた。金利や手数料も政府の規制下にあり、2004 年 10 月までは、要求払い預金の口座に金利をつけることが禁止されていた¹¹。こうした中、個人や企業によって、流動性資金の運用先として MMF が活発に利用されてきた。

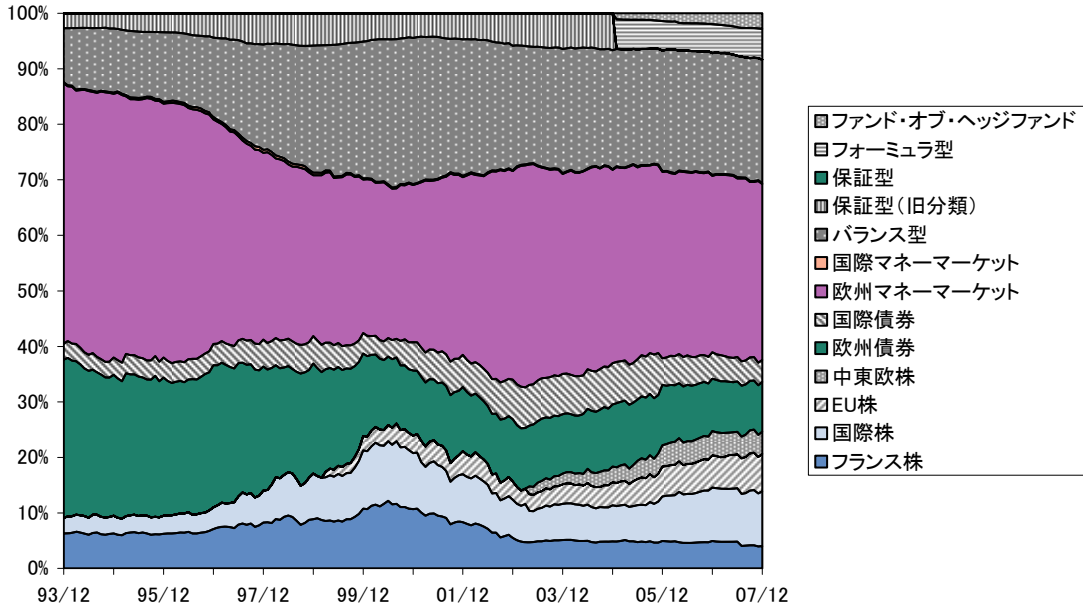
図表 5 SICAV と FCP の本数と純資産残高の推移



(出所) AFG より野村資本市場研究所作成

¹¹ 2002 年 2 月にスペインの大手銀行ラ・カイシャがフランスの銀行子会社で残高 1,500 ユーロ以上の当座預金に 2%の金利を付利したことが議論となり、最終的に 2004 年 10 月、欧州司法裁判所によってフランスの要求払い預金に対する付利禁止は外国銀行に対する深刻な参入障壁であると判断され、翌年 3 月から正式に付利が解禁された。詳細は林宏美「欧州単一金融市場とナショナル・チャンピオン」『資本市場クォーターリー』2005 年春号参照。

図表 6 フランスの投資信託の種類別の構成



(注) 2005年1月より保証型については、保証型、フォーミュラ型、ファンド・オブ・ヘッジファンドの三つに分類されるようになった。
 (出所) AFGより野村資本市場研究所作成

フランスではユニバーサル・バンク制度の下、銀行の窓口で投資商品や保険商品も販売されており、投資信託の主要な販売チャネルも銀行となっている。大手金融機関は傘下に運用機関を抱えており、グループで運用するMMFを提供することでこれらのニーズに対応してきた。

1970年代末から90年代初頭にかけて、フランス政府は国内の有価証券への投資を促すために、有価証券や投資信託に対する税制優遇を相次いで導入していった。特に、80年代後半から90年代初頭にかけては、大型の民営化案件が相次いだこともあり¹²、政府にとっては、家計による株式や株式投資信託への投資を拡大させることが政策上、重要な課題となっていた。こうした政府による政策が投資信託市場の拡大につながっていった。

投資優遇税制はMMFにも適用されたため、副次的にMMFへの投資も拡大することにつながった。更に、当時、インフレと規制金利によってMMFの金利が預貯金の金利を大きく上回っていたことも預金からMMFへの大規模な資金シフトを促した。

中でも最も大きな影響をもたらしたのが1989年の税制改正である。これによって、投資信託が運用収益を再投資する場合には課税が繰り延べられることになり、加えて、投資家が売却した際のキャピタル・ゲインについても一定額以下であれば非課税となった。この限度額は316,900フラン（約790万円）と当初高額に設定されていたため¹³、MMFへの

¹² 金融機関では1987年にソシエテ・ジェネラル、パリバ、インドスエズ、93年にパリ国立銀行などが民営化された。

¹³ 1992年には、株式、株式投資信託への投資を促すため、MMF及び債券投資信託の非課税枠は半分に削られた。

資金シフトが加速し、1990年にはMMFの残高が4900億フラン（約13兆円）から8400億フラン（約22兆円）へと急増するといった現象も生じた。

フランスでは投資信託に決算毎の分配の義務が無いことと、キャピタル・ゲイン課税の優遇が大きいことから、運用収益の分配を行わずに再投資に回す投資信託が多くなっている。MMFも同様であり、日本のように一口当りの純資産価格をできる限り一定に保ち配当で還元を行う仕組みではなく、運用益が再投資されるに従って純資産価格が増加し、投資家は売却時にキャピタル・ゲインという形で収益を受け取る仕組みとなっている。

このように運用益の分配に柔軟性があり、うまく税制優遇措置を活用できたこと、更にそれをきっかけにしてMMFが流動性資金の貯蓄手段として広く普及していったことが、その後の投資信託市場への発展へとつながっていったといえよう。

3. エンハンスドMMFのブームと崩壊

ITバブル時には一時的に株式投資信託に資金がシフトし、また、運用益による残高の増加も加わったことで、MMFの残高シェアは一時3割を下回ったが、バブルの崩壊後は再びMMFへと資金が戻った。その後、世界的な低金利の長期化によってMMFの利回りが低迷する中、高格付けの証券化商品に投資することで利回りを向上させるエンハンスドMMFが開発され、2003年以降、MMFの代替商品として人気を集めた。

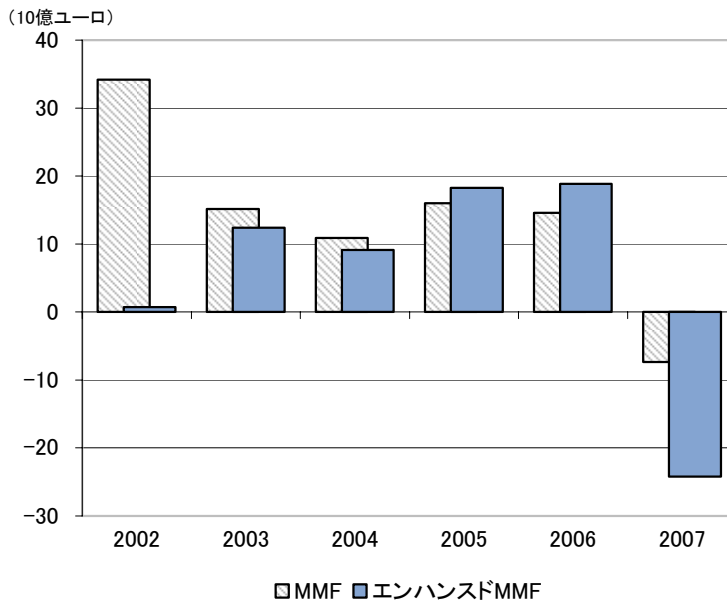
しかし、冒頭で述べたように、2007年7月には中堅のオッド・アセット・マネジメントが、そして、同8月には大手のBNPパリバが、エンハンスドMMF及び類似するABS投資信託の解約を停止する事態に陥った。MMFを代替する形で資金流入が拡大していたエンハンスドMMFだったが、昨年後半以降は大幅な資金流出に転じ、2007年は最終的に242億ユーロ（約3.8兆円）の資金が流出した（図表7参照）。また、2007年は、MMFを含めた他の投資信託への資金流入も同時に細っており、流出した資金の大部分は他の投資信託ではなく、より安全な預貯金や国債等に向かっているものと思われる。業界では、今回の一連の問題によってエンハンスドMMFだけでなく、投資信託全体に対する消費者の信頼が揺らぐ事態に陥らないかが心配されている。2008年2月は投資信託全体の残高は前月比でプラスとなり、資金流出に歯止めがかかってきているようだが金融資本市場の混乱が続く中、予断を許さない状況が続いている。

4. 保守的な消費者をターゲットにした保証型商品

フランスの消費者は、貯蓄に関しては保守的な傾向が強いといわれており、旧来から、預貯金など安全性の高い商品で運用する割合が高かった。こうした国民性と銀行中心の販売チャネルといった特徴は、MMF以外の投資信託の商品開発や販売動向にも少なからぬ影響を与えている。

例えば、1990年代後半の株式投資のブーム時においては、株式投資信託よりも balan

図表7 MMF及びエンハンスドMMF（短期ダイナミック・ファンド）の純販売額の推移



(出所) リPPER-FERI

ス型投資信託に資金が集まり、以来、フランスでは MMF 以外ではバランス型が投資信託の主流となっている。当時、主要な販売チャネルであった銀行は、保守的かつ洗練されていない預金者への導入商品として、バランス型商品が最も適切であると判断して、これを利用した。特に、当時、人気商品となったのがプロファイル型と呼ばれるリスク特性型投資信託である。株式への投資割合や方針に応じて、ダイナミック型、バランス型、保守型などの特徴に分けた商品で、その後、ライフ・サイクル型の投資信託の原型となったものである。

もう一つ、フランスの投資信託の大きな特徴と言えるのが保証型投資信託である。元本や元本の一定割合を保証する商品で¹⁴、利回りは株式インデックス等に連動するという商品である。元本の保証の割合や参照するインデックスに応じて、インデックスの利回りとの連動率¹⁵が設定されているため、フォーミュラ型と呼ばれることもある。単純にインデックスに連動するだけでなく、満期までの間のインデックスの最低価格と最高価格の差を保証するような複雑な商品もある。また、複数のインデックスを参照するものも多く、その場合にはインデックスの平均利回りに連動する仕組みとなっている。最近では先進国とエマージングのインデックスを組み合わせた商品なども販売されており、ファンド・オブ・ファンズの形式で組成されるものも多い。

保証型投資信託の多くは3年、5年、10年といった満期が設定され、募集期間を限定し、早期解約にはペナルティを課すいわゆるクローズ型のものがほとんどであり、元本保証は

¹⁴ 元本保証型に対して一定割合を保証するものをプロテクション型と呼ぶ場合もある。

¹⁵ 参照インデックスの利回りの何%を受け取ることが出来るかという条件。例えばフランスの代表的な株価指数である CAC40 に対して 60%連動とされている場合、CAC40 が 10%上昇した場合には、6%の収益を得ることができる。

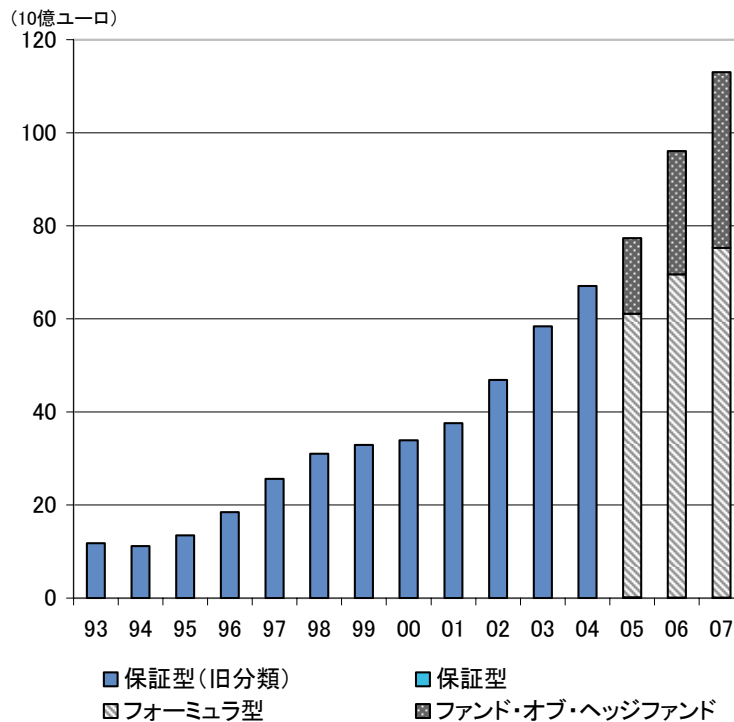
運用機関の親会社の金融機関や保険会社から提供される仕組みとなっている。保証の原資を賄うため、信託報酬手数料は2%前後と比較的高めとなっている。

保証型投資信託は株式市場の変動が大きかった1990年代初めに開発されたが、株式市場の好調時には余り残高は伸びなかった。しかし、その後、ITバブルの崩壊と共に、再び脚光を浴びるようになり、保守的なフランスの国民性と相俟って、今日では投資信託の主要な商品の一つに成長している。

商品の特徴が若干複雑な点や手数料が高いことなどから、当初、販売の際の説明不足を批判する声などが消費者からあがったが、2002年にフランス金融市場庁(AMF)¹⁶とフランス資産運用協会(AFG)¹⁷が、投資家にとってより分かりやすく、透明性が高くなるように情報開示や販売ガイドラインを見直した。こうした成果もあって、2007年末の残高は2001年末の3倍の1,131億ユーロに成長し、投資信託全体の8.4%を占めるに至っている(図表8参照)。

クレディ・アグリコルやソシエテ・ジェネラル、BNPパリバといったフランスの大手運用機関は、最近では日本でも元本確保型¹⁸の商品の販売に力を入れてきている。日本で

図表8 保証型商品の純資産残高の推移



(注) 2005年1月より保証型については、保証型、フォーミュラ型、ファンド・オブ・ヘッジファンドの三つに分類されるようになった。

(出所) AFGより野村資本市場研究所作成

¹⁶ 正式名称は Autorité des marchés financiers。

¹⁷ 正式名称は L'Association Française de la Gestion Financière。

¹⁸ 日本で販売している商品は、過去の日本の株価のボラティリティを反映して、一定価格まで株価が下がらなかった場合に元本を保証するというような条件がついたものが多い。

は銀行等による窓口販売が解禁され、投資信託の投資家の裾野がこれまで証券投資に馴染みの薄かった預金者等へと広がりつつある。フランスの運用機関は本国における銀行窓販や保守的な投資家層への販売といった経験をもとに、似たような環境下にある日本でのビジネスの拡大を狙っているものと思われる。

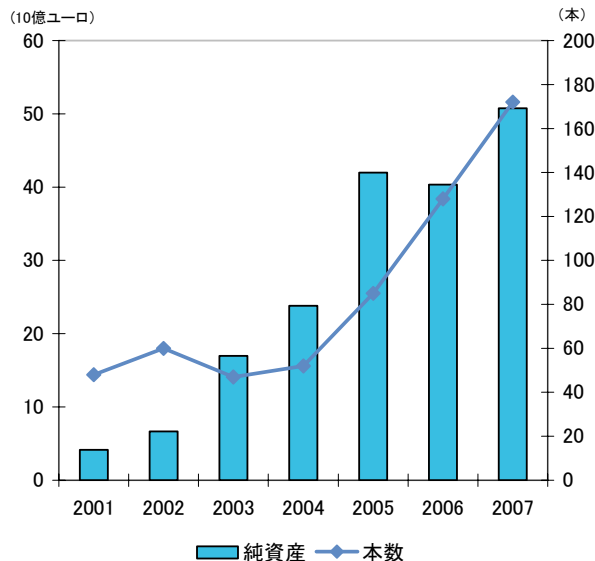
5. ETFの拡大

フランスでは2001年1月15日に、英国のバークレイズ銀行傘下のバークレイズ・グローバル・インベスターズ(BGI)が欧州のブルーチップを対象とするETF¹⁹をユーロネクストに上場したのが最初のETFである。その1週間後の1月22日には、ソシエテ・ジェネラルの資産運用子会社であるリクソー(Lyxor)によって、フランスの株式インデックスを対象とする初のETFがユーロネクストに上場された。

ちなみにフランスではETFはトラッカー・ファンド(Tracker fund)とも呼ばれており、ユーロネクストのETF市場もネクストラック(NexTrack)という名前が付けられている。

ETFの導入はほぼ日本と同じ時期であるが、2007年末の本数は172本、資産残高は507億ユーロ(約8.4兆円)と日本を大きく凌ぐ市場に成長している²⁰(図表9参照)。その本数にも表れているように、商品も多様化しており、債券型、商品型はもとより、複数のインデックスを参照するものや、環境やSRIのようなテーマ性のあるもの、レバレッジ

図表9 ETFの本数と純資産の推移



(注) Euronext 傘下の市場内での重複上場を除いたベース。12月時点で残高が把握可能なものを対象に計算。

(出所) NYSE-Euronext 資料より野村資本市場研究所作成

¹⁹ 英国企業を含む欧州の優良50銘柄を対象とするインデックス(ダウジョーンズ欧州50種株指数)と、欧州経済通貨同盟加盟国の優良50銘柄を対象とするインデックス(ダウジョーンズ・ユーロ50種株価指数)を対象とするETFの2本。

²⁰ 日本のETF市場は2008年2月末で本数14本、純資産残高は約3.6兆円である。

を利かせたもの、更にフランスの投資信託の特徴ともいえる元本確保型の投資信託²¹なども上場されている。

BGI の iShares とリクソー以外の主要な ETF ブランドとしては、保険会社のアクサと BNP パリバの提携であるイージーETF (EasyETF)、ソシエテ・ジェネラルのもう一つのブランドのソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント (SGAM)、ステート・ストリートのストリート・トラック (StreetTrack) などがある。後述するように ETF は、販売チャネルにあまり依存しない投資信託として、巨大な販売チャネルを保有する金融グループに下位のグループが対抗するための商品として注目されている。

VI 保有形態は様々

1. 株式貯蓄プランと企業貯蓄プラン

先述したようにフランスではユニバーサル・バンク制度の下、銀行が投資商品や保険商品を販売してきた。個人にとっては相談先や窓口が同じであるため、同じグループが提供する貯蓄商品間の乗り換えについてはそれ程抵抗が無く、従って、銀行、投資信託、保険といった商品の違いよりも利回りや税制上の取扱いの違いが商品選択に与える影響が強いといった特徴がある。

フランスでは、原則として 2 万 5,000 ユーロ (約 400 万円)²²を超えるキャピタル・ゲインについては、社会保障税等を含めて 29%²³の税金が課され、配当や利息も源泉分離課税を選択した場合は同率の 29%²⁴が課される²⁵。しかし、様々な貯蓄優遇制度があり、投資信託への投資もそうした制度を利用したものも多い。

代表的な貯蓄優遇制度としては、全ての個人が利用できる株式貯蓄プラン (PEA)²⁶がある。1992 年に導入された制度で、当時計画されていた大型国有企業の民営化で放出される株式を吸収することを目的とした。従って、当初は、フランス株式及びフランス株式に投資する投資信託が優遇の対象であったが、2003 年以降は対象が EU 株式²⁷に拡大されている。投資信託については、対象となる株式に 75%以上投資しているものが優遇の対象となる。積み立ての上限は 13 万 2,000 ユーロ (約 2,100 万円) で、5 年以上投資すれば、

²¹ ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメントが運用している SGAM ETF Flexible DJ Euro STOXX 50、EUROSTOX50 FLE、SGAM ETF Flexible CAC 40、SGAM ETF Flexible ETF Eurofirst 80 では、参照インデックスの前年末の価格の 80%を保証するように運用される。最終的な保証はグループの銀行のソシエテ・ジェネラルが提供している。

²² 2007 年 12 月までは 2 万ユーロ、2006 年 12 月までは 1 万 5,000 ユーロであった。

²³ 所得税 18%+社会保障税等 11%。所得税は 2007 年の 16%から引き上げられた。

²⁴ キャピタル・ゲイン税同様に、2007 年の 27%から引き上げられた。

²⁵ 総合課税を選択した場合は、5.5%から 40%の所得税+社会保障税等 11%。配当については 40%の配当控除、単身者で 1,525 ユーロの所得控除、50%の税額控除 (単身者で最大 115 ユーロ) が適用される。

²⁶ 正式名称は Plan d'Epargne en Actions。

²⁷ ノルウェーとアイスランドも含む。

キャピタル・ゲイン及び配当については、所得税が免除され、社会保障税等の 11%の課税のみとなる²⁸。個人貯蓄残高の 3~4%が PEA 経由の貯蓄となっており、うち半分が投資信託に投資されている²⁹。

企業が従業員向けに提供する企業貯蓄プラン (PEE)³⁰も、投資信託を利用した貯蓄制度として普及している。1967年に導入された歴史のある制度で、企業による奨励金の仕組みがあるため年金の上乗せとして利用してきた企業も多い。規模の小さい企業の利用は運営コストの面から難しかったが、2001年には中小企業が合同で運用する仕組みの共同企業貯蓄プラン (PEI)³¹が導入されている。従業員による任意加入の仕組みで、拠出された資金は、自社株や企業が発行する債券、専用の投資信託 (FCPE)³²などで運用される。

資金の引き出しには 5年間の制限がある一方で、キャピタル・ゲイン及び配当については、所得税が免除され、社会保障税等の 11%の課税のみとなる。結婚や退職、住宅取得などの有事の際には 5年以内であっても引き出しが可能となっている³³。従業員の拠出は年間所得の 25%までで、企業の奨励金は従業員拠出の 3倍もしくは社会保障の 8%³⁴までという制限がある。従業員の拠出は所得控除の対象とはならないが、企業からの奨励金は、社会保険料も含めて非課税となるため従業員のインセンティブ制度としての魅力は大きい。また、企業は奨励金を費用として処理できる³⁵。

企業貯蓄プラン及び後述する確定拠出型年金等を介して投資信託に投資されている資金は、2007年 6月時点で 936億ユーロ (約 15.6兆円)であり、2004年以降、年率 20%の成長を続けている³⁶。企業の従業員向け貯蓄制度を経由した投資信託への投資は、今後とも拡大していくことが予想されている。

2. 確定拠出型年金の導入

企業貯蓄プランに加えて、2004年には確定拠出年金の制度 (PERCO)³⁷も導入された。欧州では初めての米国の確定拠出型年金 (401k) タイプの年金制度の導入とされている³⁸。

企業貯蓄プランと大きく異なるのは、引き出しが原則として退職時まで認められないと

²⁸ 2年以内に引き出した場合は、社会保障税等を含めて通常のキャピタルゲイン課税よりも重い 33.5%の課税。2年から 5年以内に引き出した場合は、通常のキャピタル・ゲイン課税と同率の 29% (2078年は 27%)。いずれもキャピタル・ゲイン課税の非課税枠 (2007年は 2万ユーロ、2008年は 2万 5,000ユーロ) を超える部分について課税される。

²⁹ EFAMA "efama fact book 2007, Trend in European investment funds"

³⁰ 正式名称は Plan d'Epargne Entreprise。

³¹ 正式名称は Plan d'Epargne Inter-entreprises。

³² 正式名称は Fonds communs de placement d'entreprise で資産運用会社が企業のために設定して運用する。

³³ 引き出しが可能なケースとして①結婚等、②3人目の子供誕生/養子、③子供を伴う離婚、④離職、退職、⑤創業、事業買収、⑥居住用住宅の取得、修繕、⑦破産、災害が挙げられている。

³⁴ 2007年は 2,574.72ユーロ。株式の場合には 80%増となり 4634ユーロが限度となる。

³⁵ ただし、奨励金の 97%に対して 8%の一般福祉税が課される。

³⁶ 2007年 6月末の残高は 2006年 12月末から 13.4%の増加。

³⁷ 正式名称は Plan d'Epargne pour la Retraite Collectif。

³⁸ AFG "The French Asset Management Industry A World Leader" September 2007

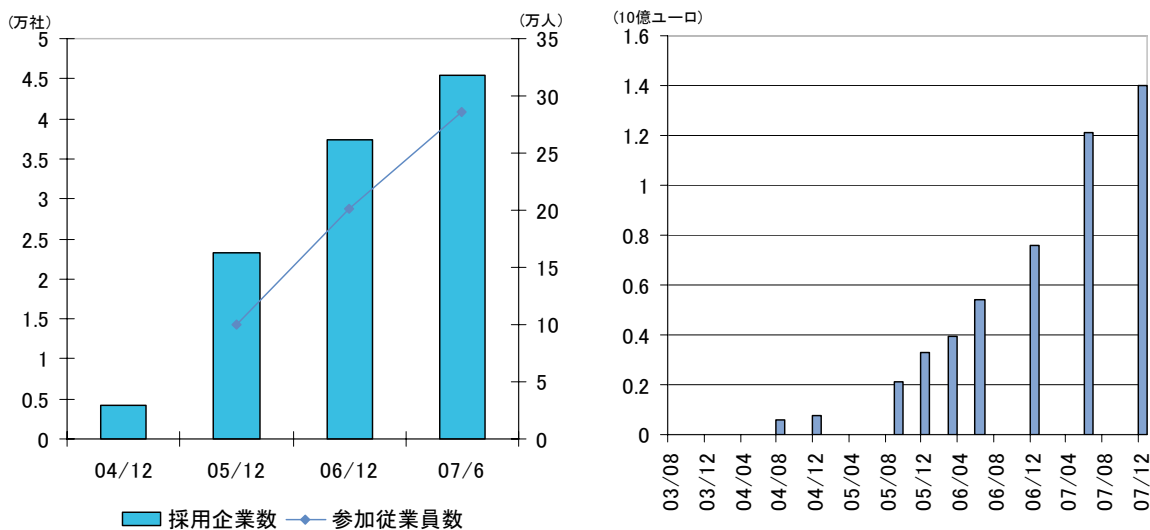
いう点である。ただし、企業貯蓄プラン同様、失業や家族の病気や死亡、住宅取得などの有事の際の引き出しは認められている³⁹。

引き出し制限期間が長くなる一方で、年金として受け取る際の所得税の優遇措置が受けられ、更に、最も大きなインセンティブとしては、企業の奨励金の上限が社会保障の16%⁴⁰と企業貯蓄プランの2倍に引き上げられている。従業員の拠出は所得控除の対象とならず、企業からの奨励金は社会保険料も含めて非課税となり、企業が費用計上できるという点は企業貯蓄プランと同じである⁴¹。運用は投資信託をベースとしており、企業は少なくとも選択肢として3本のファンドを提供する必要がある。更に、フランス独特の制度であるが、ファンドのうち一つは、社会福祉や途上国の発展等に投資する連帯ファンド (solidaire fund) でなくてはならないとなっている。

2007年12月末現在、5万6,285社がPERCOを採用し、33万4,191人が同制度を利用しており、資産残高は14億ユーロとなっている。制度の普及と成長は著しく、2007年1年間で採用企業数は51%増加し、制度利用者数は66%増加、資産は84%の増加となった(図表10参照)。

PERCOは企業貯蓄プランを導入している企業のみが利用可能となっているため、それ以外の企業や一般個人向けの制度として(PERP)⁴²が導入されている。PERPは保険契約をベースに投資信託等を利用して年金資金を積み立てる制度で、100人以上のグループであれば設置が可能となっている。PERPでは企業の奨励金は無いが、年間所得の10%もし

図表10 PERCOの参加企業、従業員数と資産残高



(出所) AFG より野村資本市場研究所作成

³⁹ 企業貯蓄プランと若干異なり、①雇用保険の給付切れ、②本人、家族等の障害、③破産、④居住用住宅の取得、修繕、⑤本人、配偶者等の死亡、となっている。

⁴⁰ 2007年は5,149.44ユーロ。

⁴¹ 企業貯蓄プランと同様に、企業に対して奨励金の97%に8%の一般福祉税が課される。

⁴² 正式名称は Plan d'Epargne Retraite Populaire。

くは 2 万 4,854 ユーロ⁴³を上限に、拠出金が所得税及び社会保障税等の計算上所得控除となる税制上のインセンティブが与えられている。PERP は 2006 年 12 月末時点で 190 万人が利用し、資産残高は 9.5 億ユーロに達している。

フランス政府は、PERCO や PERP の導入によって、従来の企業貯蓄プランからより長期の退職のための資産形成へと貯蓄をシフトさせることを狙っている。企業貯蓄プラン同様に、住宅取得など有事の際の引き出しを認めることで、消費者にとっても利用しやすい仕組みとなるよう制度設計がなされている。

3. 保険経由の保有が大きい個人

フランスでは、保険商品に対する資産運用益及び相続税の取扱いが大きく優遇されているため、保険を利用した貯蓄が広く普及している。保険を通じた資産運用収益は、4 年より前に引き出された場合には通常のキャピタル・ゲインや配当に課される税率 18%⁴⁴よりも重い 35%となるが、4 年から 8 年未満であれば税率は 15%、8 年以上保有すれば税率は 7.5%にまで引き下がる⁴⁵。更に株式やベンチャー企業に一定の投資を行う商品では、8 年以上の保有で所得税率がゼロとなる商品もある⁴⁶。

また、8 年以上保有した場合の運用益には単身者一人当たり年間 4,600 ユーロの非課税枠も利用できる。一方、相続税については、相続人一人当たり 15 万 2,000 ユーロの非課税枠が利用できる⁴⁷。1998 年の税制改正以前は非課税枠は更に大きかった⁴⁸。

投資信託へ投資しつつ、こうした税制メリットを受ける商品として利用されているのがマルチサポート生命保険という商品である。保険料を複数の投資信託に投資することができる商品で、いわゆる変額保険や変額年金のような商品である。

個人金融資産の内訳を見ると、保険の割合は緩やかな拡大傾向にあり、2006 年末では 37%となっている。また、こうした保険商品の普及を受け、保険資産に占める投資信託の割合も拡大しており、2006 年末では約 4 分の 1 となっている（図表 11、12 参照）。

米国や日本においても、近年、保険商品と投資信託の融合が見られるようになってきているが、もともとフランスでは両者が同じチャネルで販売されることが多かったため、保険でラップして投資信託を売るという仕組みも機能し易かったといえる。実際、投資信託への投資を考える際に、投資期間や貯蓄ニーズなどに応じて、保険の枠組みで購入するか、直接保有するかを判断することも珍しくないという。

⁴³ 社会保障の 10%の 8 倍として計算される。

⁴⁴ キャピタル・ゲイン課税と同様に、社会保障税等 11%も同時に課される。

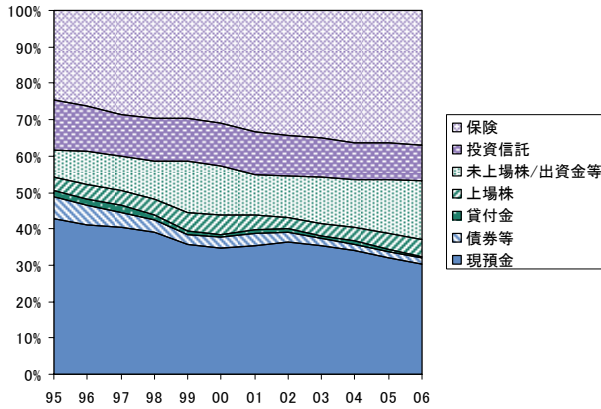
⁴⁵ いずれの場合も追加で社会保障税等 11%を支払う必要があり、また、総合課税を選択することもできる。

⁴⁶ 2005 年以前の商品は導入当時財務大臣であったドミニク・ストロス・カーンの名をとって DSK、以降は制度変更時の財務大臣（現大統領）のニコラ・サルコジの名をとって NSK と呼ばれている制度である。DSK は 50%以上を EU の株式に投資し、うち少なくとも 5%をベンチャー投資に回すこと、NSK では 30%以上を株式投資に回し、うち少なくとも 10%をベンチャー投資に回し、5%を未上場株式に投資することが税制優遇を受ける条件となっている。

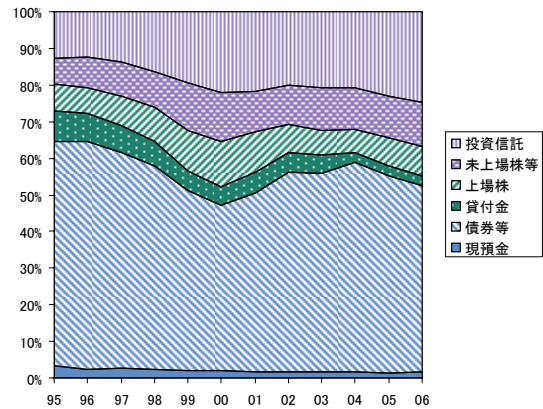
⁴⁷ ただし被保険者が 70 歳以上で死亡した場合には非課税枠は相続人一人当たり 30,500 ユーロに減額。1991 年 11 月 20 日より前の契約については 70 歳以上での死亡に対しても非課税枠は 15 万 2,000 ユーロ。

⁴⁸ 1991 年 11 月 20 日以降の契約については、現在と同じように被保険者が 70 歳以上で死亡した場合、非課税枠は 30,500 ユーロであった。

図表 11 個人金融資産構成の推移



図表 12 保険が保有する資産の構成



(出所) Eurostat より野村資本市場研究所作成

V 大手銀行中心の市場

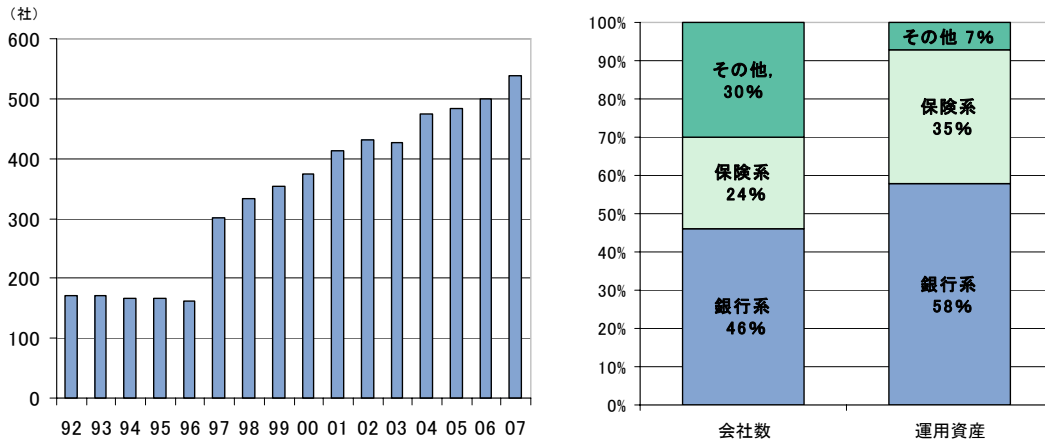
1. 上位 5 社で 6 割のシェア

フランスで投資信託を運用する運用機関は 2007 年末現在で 538 社ある。近年、独立系機関の参入も活発化しつつあるが、機関数や運用資産額で見ると、依然として銀行や保険会社の傘下の機関のシェアが高くなっている。銀行系の運用機関は、数では約 5 割、運用資産額では約 6 割のシェアを握っており、保険も加えると、数では 7 割、運用資産額では 9 割以上となる。このように、銀行系や保険会社系の運用機関の数が多い状況は、フランスの金融産業が、いまだ分散した強い地方色を持っていることを反映しているといえよう (図表 13 参照)。

一方、個別の機関について見ると、大手金融グループが占めるシェアが圧倒的に高く、上位 5 グループのシェア合計は 6 割強となっている。これらは世界ランキングで見ても上位 25 に入る運用機関である。運用資産のランキングについてはほとんど変動が無く、グループの資産規模よりもむしろ支店数や顧客数との相関が強く、フランスの投資信託市場が銀行中心の販売チャネルの影響を大きく受けている状況がわかる (図表 14、15 参照)。

フランス投資信託市場の 5 分の 1 のシェアを握る最大手のクレディ・アグリコルは、農業協同組合を母体とした金融グループで、1996 年にインド・スエズを買収、2004 年にはクレディ・リヨネを買収することで、都市部から地方までフランス全土を遍くカバーする巨大金融グループへと成長した。2006 年末のグループ全体の従業員数は 15 万 7,000 人、支店数は 7,160 で、傘下に 39 の広域地方銀行と 2,573 の地方金融機関を抱えている。グループの主要な運用会社としては、クレディ・アグリコル・アセット・マネジメント、BTF、CPR アセット・マネジメントがあり、また、フランス第二位の生命保険会社のプレ

図表 13 資産運用会社の数とその構成



(出所) AFG より野村資本市場研究所作成

図表 14 運用会社上位 10 社 (フランス国内)

2007年末 (単位10億ユーロ)				2004年末 (単位10億ユーロ)			
グループ名	業態	運用資産残高	シェア	グループ名	業態	運用資産残高	シェア
クレディ・アグリコル	銀行系	162.7	21.1%	クレディ・アグリコル	銀行系	115.8	18.6%
ナティクス	銀行系	120.8	15.7%	ソシエテ・ジェネラル	銀行系	69.9	11.2%
ソシエテ・ジェネラル	銀行系	77.1	10.0%	BNPパリバ	銀行系	60.5	9.7%
BNPパリバ	銀行系	67.9	8.8%	ケス・デパーニュ	銀行系	57.6	9.3%
クレディ・ミュチュエル	銀行系	42.8	5.6%	バンク・ポピュレール	銀行系	47.5	7.6%
HSBC	銀行系	27.1	3.5%	クレディ・ミュチュエル	銀行系	34.0	5.5%
AXA	保険系	23.5	3.1%	HSBC	銀行系	21.6	3.5%
ラ・ポスト	銀行系	22.8	3.0%	ラ・ポスト	銀行系	20.7	3.3%
アヴィヴァ	保険系	21.2	2.8%	AXA	保険系	19.6	3.2%
アリアンツ	保険系	17.3	2.2%	アヴィヴァ	保険系	15.1	2.4%
上位5グループ合計		471.2	61.2%	上位5グループ合計		351.3	56.4%
上位10グループ合計		1054.3	137.0%	上位10グループ合計		462.3	74.3%
業界合計		769.8	100.0%	業界合計		622.4	100.0%

(出所) リッパ-FERI

図表 15 フランスの主要金融グループ

グループ名	(単位: 10億ユーロ、万人)			
	総資産	預金等	支店数	顧客数
BNPパリバ	1,694	346	2,200	600
クレディ・アグリコル	1,261	514	7,160	1610
ソシエテ・ジェネラル	1,071	271	2,997	940
ケス・デパーニュ	539	206	4,700	260
クレディ・ミュチュエル	482	156	5,065	145
バンク・ポピュレール	305	102	2,938	780

(注) BNP パリバ、ソシエテ・ジェネラル、バンク・ポピュレールの支店数と顧客数については 2007 年末の数値、それ以外については 2006 年末の数値。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

ディカや損害保険会社のパシフィカ、投資銀行のカリオンを擁し、ユニバーサル・バンクとして活動している。

運用資産第2位のナティクシス (Natixis) は、2006年11月にバンク・ポピュレール・グループとケス・デパーニュ・グループの投資銀行、資産運用部門が合併して誕生した機関である⁴⁹。両グループがそれぞれ34.5%を保有しており、ユーロネクストに株式を上場している。

バンク・ポピュレール・グループは中小企業を会員顧客とする協同金融機関 (バンク・ポピュレール) を母体とする金融グループで、330万人の会員が所有する18行の地方協同金融機関等で構成されている。2007年末のグループ全体の従業員数は4万800人で、2,938の支店を抱えている。1998年にナテキシス (Natexis)⁵⁰を買収し、グループの投資銀行、資産運用業務を合併しバンク・ポピュレール・ナテキシスとして運営していた。

一方、ケス・デパーニュ・グループは貯蓄金庫を母体とした金融グループで、中核となる21行の貯蓄銀行を含む411の地方の貯蓄機関と350万人の会員によって所有される協同金融組織である。2006年末のグループ全体の従業員数は5万2,000人、4,700の支店を抱えている。2002年1月には公的金融機関である預金供託公庫 (CDC) と合併で投資銀行業務、資産運用業務を行うEuliaを設立し、その後、2004年7月にはEuliaとCDCの資産運用部門であるCDCイキシスを買収、合併し傘下に収め、グループの投資銀行部門と運用部門を強化してきた。バンク・ポピュレール・グループとケス・デパーニュ・グループを合わせた支店数は最大手のクレディ・アグリコルを上回っており、全国に張り巡らされた巨大な販売網にアクセスできるという優位性が、フランス第二位というナティクシスの運用機関としての地位につながっているといえよう。

3番手のソシエテ・ジェネラルは1964年にフランスで最初のオープン・エンドの会社型投資信託 (SICAV) を発行したフランスで最も古い資産運用会社の一つであり、資産運用業務に力を入れているグループであるが、支店数や顧客数が少ないことから上位グループの後塵を拝している。販売チャネル数をカバーするため、販売プラットフォームにあまり依存しないマルチ・マネジャー商品⁵¹やインデックス運用、ETFなどにも力を入れている。グループ傘下の主な運用機関には、ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント (SGAM) とインデックス運用やETFに特化したリクソーがある。ETFは2007年末時点で最大の84本をユーロネクスト・パリに上場している⁵²。

資産規模ではフランス最大の銀行であるBNPパリバも販売チャネルという点では他に比べて見劣りしており、ソシエテ・ジェネラルと同様に商品開発に力を入れている。2005年2月には保険会社のアクサとETF分野で提携し、共通ブランドであるイージーETF

⁴⁹ 合併前のそれぞれの投資銀行、資産運用部門は、バンク・ポピュレール・グループがバンク・ポピュレール・ナテキシス、ケス・デパーニュ・グループがCDCイキシス。

⁵⁰ 民営化された産業資金を供給するクレディ・ナショナルと貿易金融と信用保険を専業としていたフランス貿易銀行 (BFCE) が1995年に合併し、1997年にナテキシス (Natexis) と改名した。

⁵¹ 1998年にフランク・ラッセルとの合併でマルチ・アセット、マルチ・マネジャーに特化した運用会社をダブリンに設立し、欧州でも最も早い段階からこの分野に取り組んできた。

⁵² リクソー・ブランドで70本、SGAMブランドで14本。

(EasyETF) を立ち上げ、2007 年末時点でソシエテ・ジェネラル 85 本、BGI の iShare45 本に次ぐ 26 本をユーロネクストに上場している。

2. 外資、サード・パーティの躍進

フランスの投資信託市場はこのように銀行の販売網の影響を大きく受ける市場であるため、従来から外資や系列外の新規の参入は非常に難しい市場とされてきた。また、2002 年まで、株式及び株式投資信託の投資優遇制度 (PEA) の対象となる投資信託がフランス株を対象にしたもの且つフランス国内で設立された投資信託に限られていたことも外資系機関にとっては大きな参入の障壁となっていた。

一方で、数百社に及ぶ機関数に見るように、大手金融グループ以外の部分は非常に分散した状況となっており、買収の対象となるような運用会社を捜すことは比較的容易な状況にあった。従って、外資系機関の多くは、フランス市場への参入に際して、既に金融機関との関係を持った運用機関やその親会社である銀行を買収する手段を利用してきた。

ランキング 6 位の英銀行グループ HSBC は、1990 年代から中小銀行等の買収でフランスに足がかりを築いていたが、2000 年にパリを拠点とする富裕層に強いフランス商業銀行 (CCF⁵³) を買収し、一気に 650 の支店ネットワークを獲得した。その後も中小銀行の支店を買収するなど現在では、780 の支店ネットワークをフランスに有している⁵⁴。

英保険グループのアヴィヴァは 19 世紀からフランスに保険業務で進出していたが、1994 年にフランスの保険グループ、ヴィクトリアを買収し保険の販売ネットワークを獲得した。その他、ソシエテ・ジェネラル傘下のリテール銀行グループであるクレディ・デュ・ノールとの提携や個人向けの投資商品の販売に強い UFF⁵⁵への出資などにより支店や投資アドバイザーなどのネットワークも投資信託や保険の販売に活用している。

独保険のアリアンツは、1997 年にフランス第 3 位の保険会社 AGF⁵⁶の過半数の株式を取得し経営支配下においた後、2007 年 7 月に 100%子会社化した。AGF 傘下には資産運用会社やリテール向け銀行、プライベート・バンクなどがあり、買収によって運用資産と販売ネットワークを同時に獲得した。

このように、従来は、フランスへの市場参入は買収が重要な手段であったが、最近ではファンド・オブ・ファンズや保証型商品やマルチサポート生命保険のように複数の投資信託をパッケージした商品が普及するに従って、ブランドやパフォーマンスが良い投資信託であれば、こうしたパッケージ商品に採用される形での間接的な市場参入が比較的容易と

⁵³ 正式名称は Crédit Commercial de France.

⁵⁴ HSBC は 2005 年 11 月に、CCF とパリに保有する他の中小金融機関 (Union de Banques   Paris、Banque Hervet、Banque de Picardie、Banque de Baecque Beau) の支店 380 をまとめて、HSBC フランスのブランドに統合。残り 400 支店は地方金融機関のブランドを継続して利用している。

⁵⁵ 正式名称は Union Financiere de France Banque。都市部を中心に 24 の拠点を展開し、大衆富裕層を含む幅広い層に投資商品を販売、約 14 万人の顧客を抱えている。2006 年末時点でアヴィヴァが発行済み株式の 74% を保有する。

⁵⁶ 正式名称は Assurances Générales de France.

なっている。また、パッケージ型商品内でも投資対象や地域の分散が進んでおり、大手でも新分野の運用に対してはサブ・アドバイザーを活用することも広がってきているようである。

さらに、投資家や投資アドバイザーによるファンド・スーパーマーケットの活用も新規参入には追い風となっている。主要なファンド・スーパーマーケットは大手金融グループの傘下ではあるが、品揃えを重視するためサード・パーティの商品もラインナップに加わりやすくなっている。買収による市場参入と間接的な市場参入の拡大の結果、投資信託業界における外資のシェアは95年の5%弱から現在では20%に拡大している⁵⁷。

VI 今後の展望

フランスの投資信託市場は、あらゆる貯蓄商品を取り扱うユニバーサル・バンクの強力な販売ネットワークをバックに、政府による証券投資や長期貯蓄を奨励する税制を受け世界第二の市場へと成長した。

冒頭で述べたように、2007年後半以降の投資信託市場は、サブプライム問題の影響を受けて厳しい環境下にあるが、今後も長期的な資産形成の手段として、投資信託の利用の拡大が見込まれる。

フランスにおいても諸外国と同様に今後、高齢化の進展によって、公的年金等の財政が悪化することが社会的な問題として懸念されている。フランス社会では、これまで老後の生活は基本的に確定給付制度の年金によって手厚く保証されるという仕組みであったが、今後は、人口動態を反映し、自助努力による積み立てによって補完される制度へシフトしていくことを余儀なくされている。政府による PERCO や PERP の導入もこうした大きな年金制度改革の一環として導入されたものである。

フランスにおいては、貯蓄形成において投資信託を社会的に活用していこうという政府の方針がはっきり示されており、それをサポートするために通常のキャピタル・ゲイン課税の非課税枠から各種の貯蓄優遇策など、様々な税制手当てが施されている。

これらは将来の市場拡大に対する強力なメッセージとなり、資産運用会社にとっても事業拡大の計画を立てやすくなり、更に、大手寡占の状況にあるにも関わらず、新規参入が活発化する状況を生み出しているといえよう。

確定拠出型年金の導入だけでなく、保険や投資信託においてパッケージ型のサービスが普及してきている点も新規参入を促す要素としては大きい。これによって、大手中心で販売偏重のビジネスであった投資信託市場は、製造と販売が分離したより開かれた市場へと変化しつつあり、競争環境も大きな転換点を迎えているといえよう。

世界第二位、ヨーロッパ第一位の投資信託大国として、量と質の面で一段と変化を遂げようとしているフランスの動向は、日本の投資信託市場にとって、「貯蓄から投資へ」と

⁵⁷ AGF “Panorama 2006-2007, La gestion française Un pôle de compétitivité prêt à relever les enjeux de demain”

いうスローガンだけではなく政府がどのように市場の拡大にコミットしていくか、また、どのような接点と商品をもって資産運用会社及び販売機関が消費者のニーズに応えていくかという点でも参考となろう。