

シンガポール資産運用業の機能と役割

取越, 達哉
大和証券投資信託委託株式会社

<https://doi.org/10.15017/2544117>

出版情報：経済論究. 164/165, pp.29-49, 2019-11-22. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：



シンガポール資産運用業の機能と役割

Singapore Asset Management Industry: Function and Role

取 越 達 哉[†]
Tatsuya Torikoshi

要旨

本稿の目的は、拡大傾向を続けるシンガポールの資産運用業について、第一に、どのような機能・役割を持つか、第二に、その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか、を明らかにすることである。資産運用業は、同国対外証券投資の主要な担い手であることから、それらが明らかになれば、同国を巡る国際資本移動及びアジアの域内証券市場統合においてプレゼンスを高めつつある同国対外証券投資についても、その機能・役割の一端を明らかにすることが可能となる。考察の結果、第一の点については、シンガポール資産運用業は、単純化すると、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア域内を中心とする国外の証券に投資する」という機能・役割を持つことが明らかとなった。そしてそれは、同国資産運用業が対外証券投資を通じて、「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしている証左であると考えることができる。第二の点については、（１）内部からの検討（シンガポールの投資専門家は何を行っているか）、（２）外部からの検討（米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するか）、を行った。その結果、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、「証券分析」と密接な関係がある「対面接触による、地理的に近いアジアに関する広範囲に及ぶ詳細な情報の収集」を挙げられることが明らかになった。

キーワード：金融仲介、シンガポール、資産運用業、証券分析、サブアドバイザー

Keywords: Financial Intermediation, Singapore, Asset Management Industry, Security Analysis, Sub-Advisor

1 はじめに¹⁾

シンガポールは、世界有数の国際金融センターであり、発達した金融部門を有する国であると、広く認識されている。そして、同国の金融部門の発展には、政府が重要な役割を果たしてきたこともまた、広く認識されている。それはとりわけ、香港との対比において指摘されることが多い。例えば、日本

[†] 大和証券投資信託委託株式会社

1) 本稿で示した見解はすべて筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織としての見解を示すものではない。

銀行（1980）は、香港の金融市場が、「香港政庁の伝統的な自由放任政策を映じ自然発生的に発展してきた」のに対し、シンガポールの金融市場については、1968年のオフショア金融市場の創設と市場発足後の当局の積極的な育成策による市場拡大を挙げつつ、「当局の強力な育成策に支えられ成長してきた」と指摘している。Le Leslé et al.（2014）は、政府の中でもとりわけ、シンガポール通貨金融庁（MAS: Monetary Authority of Singapore）の役割の大きさについて指摘している。

近年では、金融部門の中でもとりわけ資産運用業が、同国政府による育成の主要な対象となっている（野村資本市場研究所（2014））。Harrison（2003）は、シンガポールの資産運用業が、政府によりサポートされてきたこと、国際的な運用会社が同国に拠点を構えるのを奨励するため、広範囲のインセンティブが政府によって提供されていること、シンガポールとは対照的に、香港のファンド運用業界の発展は、主に市場主導型として特徴づけることができること、を主張している。同国政府による同部門の育成策の目的はあくまで、自国経済のけん引役となる産業の育成・強化であったと考えられるが、その発展は、同国政府の想定外の波及効果を持ち、同国の対外証券投資、とりわけアジア向け証券投資の拡大を通じて、アジアの域内証券市場統合のけん引役としての役割も担いつつある。

本稿の目的は、政府による育成策が奏功し、拡大傾向を続ける同国資産運用業について、第一に、どのような機能・役割を持つか、第二に、その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか、を明らかにすることである。第一の点については、資産運用業の運用面、調達面から資金の流れを考察することを通じて、第二の点については、（1）シンガポールの投資専門家は何を行っているかという、いわば内部からの検討、（2）米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するかという、いわば外部からの検討を通じて行う。資産運用業は、同国対外証券投資の主要な担い手であると考えられることから、それらが明らかになれば、同国を巡る国際資本移動において、そしてアジアの域内証券市場統合においてプレゼンスを高めつつある同国対外証券投資についても、その機能・役割の一端を明らかにすることが可能となる²⁾。

考察に用いるデータは、シンガポール通貨金融庁（MAS）が毎年公表している *Singapore Asset Management Industry Survey* という、同国資産運用業に関する包括的な調査を基本とする。同調査で公表されるデータは、ストック統計のみであること、公表される項目が毎年同じわけではないこと、実数そのものではなく小数点以下のないパーセンテージのみの場合が少なくないなどの制約はあるものの、投資先については国・地域別、アセット・クラス別、資金の源泉については国・地域別のシェアが公表されているなど、同国資産運用業を俯瞰することが可能となる。

2 シンガポールの資産運用業

「資産運用業」については、様々な定義がある。例えば、Harrison（2003）は、資産運用（Fund Management）が厳密でない用語であることを指摘しつつも、「予め設定された戦略に従い、中長期に

2) 本論文は、国際金融センターであるシンガポールの有する専門的知識・技術について、同国資産運用業の観点から考察するものである。マクロ的な観点から同国の専門的知識・技術について考察した論文として、取越（2019）がある。

わたって有価証券からのリターンを投資家に提供することを目的として、投資家に代わり資金の運用を行うこと」と定義し、ミューチュアル・ファンド、年金基金、顧客のポートフォリオを運用するプロのファンド・マネジャーの活動のほか、プライベート・バンキングの活動も含まれる場合があるが、自己資金の運用や銀行や企業の財務活動は含まれない、と述べている。川北（2004）は、資産運用業とは証券投資の専門家の総称であるとし、投資顧問会社、投資信託会社、年金、保険、郵貯、信託などのほか、証券情報機関、格付機関、証券投資もしくは年金に関するコンサルタント、投資パフォーマンス評価機関、カストディー専門投資信託銀行（マスタートラスト）、インデックス提供機関、株主総会会議における議決権行使アドバイス機関などの機関も含まれるとしている。IMF（2015）は、資産運用業とは、様々な投資商品（Investment Vehicles。例えば、ミューチュアルファンド、MMF、ETF、プライベートエクイティ、ヘッジファンド）とそれらの運用会社とし、投資商品には、一般投資家を対象とした公募ファンドのみならず、投資顧問サービスを通じた商品も含まれているとしている³⁾。以上のように、証券投資との関わりが深いという共通点があるとしても、「資産運用業」には幅広い定義がありうる。

シンガポール証券先物法（SFA: Singapore Securities and Futures Act）では資産運用（fund management）について、顧客に代わって（顧客から運用権限を付与された否かを問わず）、(a) 有価証券や先物によるポートフォリオの運用を行うこと、(b) 顧客の資産運用のために、外国為替取引または外国為替証拠金取引を行うこと、ただし不動産投資信託（REIT: Real Estate Investment Trust）の運用は含まれないこと、と規定している⁴⁾。資産運用会社規制の観点からは、2012年8月以降、(1) シンガポール証券先物法（SFA）に基づき、CMSライセンス（Capital Market Services License）の取得義務がある認可運用会社（LFMC: Licensed Fund Management Company）と(2) シンガポール通貨金融庁（MAS）への登録が求められる登録運用会社（RFMC: Registered Fund Management Company）の2類型があり、さらに認可運用会社（LFMC）は、個人投資家に対してもサービスを提供できる「リテール投資家向け認可運用会社（Retail LFMC）」と、適格投資家のみサービスを提供できる「適格投資家向け認可運用会社（Accredited / Institutional LFMC）」とに区分されている⁵⁾（表1）。

3) IMF（2015）では、投資商品は大きく、(1) 多くの投資家の資金を共同管理し、金融資産に投資する「集団投資スキーム」と(2) 機関投資家1社あるいは富裕層1人の資金を管理する「セパレートアカウント」（「一任勘定」）に分けられると述べている。また、資産運用会社を通じた金融仲介について、投資家にとっては資産の分散投資が容易になる、銀行部門に問題が生じたときにこれに代わり実体経済への資金供給を行う「スベアのタイヤ」としての役割を果たし得る、などのメリットがあると指摘している。

4) <https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001#pr3->, Accessed on April 30, 2019.

5) 日本語訳については、基本的にトーマツ（2015）に倣っている。

表1 シンガポールにおける資産運用会社規制

分類		許容される活動
認可運用会社 (LFMCs)	リテール投資家向け認可運用会社 (Retail LFMCs)	あらゆる種類の投資家を対象とした資産運用業の遂行。
	適格投資家向け認可運用会社 (Accredited / Institutional LFMCs)	適格投資家のみを対象とした資産運用業の遂行。人数制限は無し。
登録運用会社 (RFMCs)		30名以下の適格投資家 (うち15名以下が、ファンドまたはリミテッド・パートナーシップであることを要する) を対象に、運用資産残高総額が2億5千万Sドルを超えない範囲での資産運用業の遂行。

出所：シンガポール通貨金融庁 (MAS) (2012)

同国の資産運用業についての包括的な資料として、シンガポール通貨金融庁 (MAS) が毎年公表している *Singapore Asset Management Industry Survey* がある。同調査においては、資産運用業 (Asset Management Industry) は明確に定義されていないが、認可運用会社 (LFMC)、登録運用会社 (RFMC) を中心としつつも、幅広い金融機関等の資産運用活動が含まれていると考えられる⁶⁾。同調査によると、シンガポール資産運用業の運用資産残高 (AUM: Assets Under Management) は、1998年末には1,506億シンガポール・ドル (907億米ドル) であったが、2017年末には32,600億シンガポール・ドル (24,390億米ドル) と、年率+16.6% (米ドルベースでは同+17.9%) で拡大している。なお、シンガポールの資産運用業の運用資産残高は、投資運用のプロセスに強く関与するとともに投資決定の権限を持つ「非助言 (Discretionary)」部分と、それ以外の「助言 (Advisory)」部分とに分類される⁷⁾。

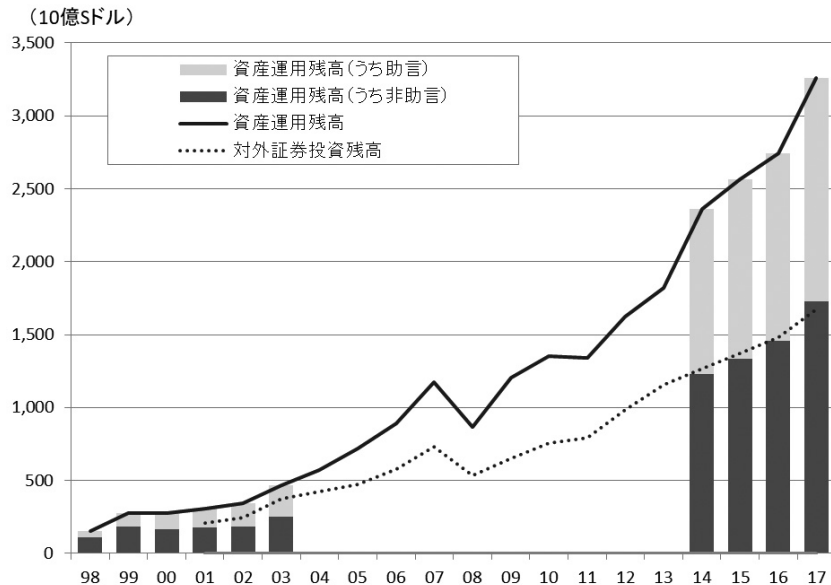
なお、シンガポールの資産運用業は、同国の対外証券投資において、一定の役割を果たしていると考えられる。そのことは、対象範囲が対外証券投資と重複している部分が大きいと考えられる非助言部分が実際に、同国の対外証券投資残高と概ね一致していることに表れている⁸⁾ (図1)。もっとも、対外証券投資と重複している部分が相対的に小さいと考えられる助言部分が、非助言部分に匹敵するほどの規模となっている。その中には、投資助言を通じて、自国のみならず他国の証券投資行動に及ぶ

6) MAS, *2017 Singapore Asset Management Survey* では、同調査の対象には、認可運用会社 (LFMC)、登録運用会社 (RFMC) のほか、銀行、金融及び財務統括拠点、金融アドバイザー、保険会社、地域経営本部、リートなど、シンガポールで資産運用活動 (Asset Management Activities) を営む金融機関が広く含まれており、2017年調査の参加者は800 (うち認可運用会社 (LFMC) と登録運用会社 (RFMC) の合計は715) となっていること、政府関連機関による直接的な投資は含まれていないこと、が述べられている。なお、保険会社が自家運用している資金、リート (S-REITs) の時価総額は、2008年以降調査対象となっている (MAS, *2008 Singapore Asset Management Industry Survey*)。

7) MAS, *2017 Singapore Asset Management Survey* では、非助言 (Discretionary) の運用資産残高 (AUM) について、「投資運用プロセスにおいて相当な投入 (input) を行い、かつ投資を決定する権限を有するシンガポールのオフィスによって、インハウス運用 (自家運用) されるファンド」と述べられている。非助言のシェアは、1998～2003年末までは53～74%、2014～2017年末までは52～53%を占めており、いずれにおいても助言 (Advisory) を幾分上回っている。2004～2013年末はそれらデータは未公表である。

8) 非助言 (Discretionary) 部分のうち、同国対外証券投資残高の対象範囲と重複しているのは、国外への証券投資残高に相当する部分、すなわち、①国内向け運用残高、②証券以外向けの運用残高、を除いた部分であると考えられる。①、②の額は明らかでないため、厳密な議論は困難であるものの、助言部分+非助言部分合計では、国内向け運用残高のウェイトは小さいと考えられること (2017年末では17%が国内向け)、証券投資以外向けの運用残高のウェイトは小さいと考えられること (同年末では、株式44%、債券21%のほか、有価証券の一種である受益証券への投資という場合も少なくない、オルタナティブが21%、集団投資スキームが10%を占める)、を踏まえると、非助言部分の主要な部分は対外証券投資に向けられており、そのことが同国の対外証券投資残高と非助言部分の運用資産残高が概ね一致していることに表れているのではないかと推察される。

図1 シンガポール資産運用業の運用資産残高（年末値）



注：シンガポール資産運用業の運用資産残高は、1997年末以前は、非助言（Discretionary）分のみが公表されている。
 出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*各年号, Singapore Department of Statistics, *International Investment Position*より作成。

ケースも少なくないと考えられる。したがって、同国資産運用業についての考察は、同国対外証券投資に表れていない同国資産運用業の影響についても広く考察対象としていることになると考えられる。

3 機能と役割—資金運用・調達の見点から—

本節では、MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*各年号で公表される各年の断片的なデータの中から特定のデータを取り出し、可能な限り一貫した時系列データとなるよう整理することにより、シンガポール資産運用業の機能と役割について考察する。具体的な考察の対象項目は、以下の3つとする。対象期間は、それら項目の詳細が公表され始めた2004年末以降とする。

- (1) 投資先（国・地域別）
- (2) 投資先（アセット・クラス別）
- (3) 資金の源泉（国・地域別）

(1) 投資先（国・地域別）は、アジア太平洋向け⁹⁾が過半を占める。アジア太平洋のシェアは上昇傾向にあり、2017年末では67%となっている（表2）。アジア太平洋向けの過半は、少なくとも

2013～2017年末については、シンガポール国外向けによって占められると考えられる。その理由として、2013～2017年末において、アジア太平洋向け66～68%のうち、シンガポール国内向けは最高でも26～29%（アセアン向けが全てシンガポール向けのとき）であることを挙げることができる。なお、2017年末のシンガポール向けが17%であり、同年末のアジア太平洋向けが67%であることは、アジア太平洋向けの過半がシンガポール国外向けによって占められていることの直接的な証左である。したがって、投資先（国・地域別）は「アジア太平洋向けが過半を占める。少なくとも近年では、アジア太平洋の中ではシンガポール国外向けが過半を占める。」と考えることができる¹⁰⁾。

（2）投資先（アセット・クラス別）は、有価証券が過半を占める。実際、2004～2017年末において、株式が41～57%と一貫して最大のシェアを占めるほか、年によって異なるものの、債券がそれに次ぐことが多く、両者を合計すると、60～72%を占める。その他のアセット・クラスでも、有価証券の一種である受益証券への投資という場合も少なくない、オルタナティブ、集団投資スキーム（CIS）がそれぞれ10～21%、5～10%を占めている（表3）。したがって、投資先（アセット・クラス別）は「株式を中心とする有価証券が過半を占める。」と考えることができる。

（3）資金の源泉（国・地域別）は、シンガポール国外からが過半を占める。実際、2004～2017年末において、公表されている内訳が異なるものの、可能な限り一貫した時系列データとなるよう整理すると、シンガポール国内からのシェアは一貫して30%以下であり、国外からのシェアは70%超である（表4）。国外については、公表されているデータからすれば、幅広い国・地域から資金を調達しているものの、欧州、北米（2013年以前は米国のみ）、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアがそれぞれ17～25%、8～19%、27～36%と大きい。なお、2015～2017年末については、北米が欧州を上

表2 シンガポール資産運用業の投資先（国・地域別）（年末値）

年	投資先 アジア太平洋				欧州	北米	その他	計
	アセアン	SG	アセアン以外					
04	46%	-	-	-	12%	12%	30%	100%
05	53%	-	-	-	10%	7%	30%	100%
06	57%	-	-	-	12%	7%	24%	100%
07	57%	-	-	-	11%	3%	29%	100%
08	52%	-	-	-	8%	6%	34%	100%
09	61%	-	-	-	8%	5%	26%	100%
10	64%	-	-	-	8%	7%	21%	100%
11	60%	-	-	-	8%	8%	24%	100%
12	70%	-	-	-	10%	9%	11%	100%
13	67%	29%	-	38%	12%	11%	10%	100%
14	68%	28%	-	40%	13%	11%	8%	100%
15	68%	27%	-	41%	13%	12%	7%	100%
16	66%	26%	-	40%	13%	13%	8%	100%
17	67%	26%	17%	41%	13%	13%	7%	100%

注1：北米は、2013年末以前は米国のみの数値。

注2：アセアン及びアセアン以外のシェアは、アジア太平洋のシェアとアジア太平洋に占めるアセアンのシェアを用いて試算した値。

出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*各年号

9) 同調査においては、アジア太平洋の定義は未公表である。その明確な定義は存在しないと考えられるが、IMFではアジア太平洋は全34カ国（香港、マカオを1カ国とすると36カ国）と定義している（<http://www.imf.org/external/oap/about.htm>, Accessed on April 30, 2019）。

10) 1999～2003年末については、非助言（Discretionary）の運用資産残高部分についてのみではあるものの、国・地域向けの投資先データが公表されている。それによると、シンガポール国内向けは14～30%、アジア太平洋（シンガポール除く）向けは46～57%、アジア太平洋以外向けは18～40%の範囲内で推移しており、同様の結論となる。

表3 シンガポール資産運用業の投資先（アセット・クラス別）（年末値）

投資先 年	株式	債券	CIS	現預金/ マネー マーケット	オルタ ナティ ブ	計
04	44%	22%	6%	17%	11%	100%
05	47%	20%	8%	14%	11%	100%
06	55%	17%	6%	12%	10%	100%
07	57%	12%	7%	12%	12%	100%
08	43%	17%	5%	20%	15%	100%
09	51%	16%	8%	14%	11%	100%
10	51%	16%	8%	12%	13%	100%
11	41%	20%	10%	15%	13%	100%
12	44%	23%	9%	12%	12%	100%
13	47%	23%	9%	8%	14%	100%
14	47%	20%	10%	4%	18%	100%
15	43%	23%	10%	4%	20%	100%
16	42%	23%	9%	5%	21%	100%
17	44%	21%	10%	4%	21%	100%

注1：CISはCollective Investment Schemes（集団投資スキーム）を指す。

注2：オルタナティブは、ヘッジファンド、未上場株式、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、リート、不動産などを含む。ただし、未上場株式、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタルへの投資は、2013年末以前は株式に含まれていたが、2014年末以降はオルタナティブに含まれている。

出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*各年号

表4 資金の源泉（国・地域別）（年末値）

資金源 年	アジア太平洋			欧州	北米	その他	計
		シンガ ポール	その他				
04	46%	30%以下	NA	19%	9%	25%	100%
05	44%	20%以下	NA	23%	10%	23%	100%
06	43%	16%	27%	24%	11%	22%	100%
07	44%	14%	30%	25%	11%	20%	100%
08	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
09	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
10	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
11	NA	30%以下	NA	NA	NA	NA	100%
12	45%	約20%	NA	20%	8%	27%	100%
13	56%	23%	33%	21%	10%	13%	100%
14	54%	19%	35%	19%	18%	9%	100%
15	56%	20%	36%	17%	18%	9%	100%
16	55%	22%	33%	17%	19%	9%	100%
17	55%	22%	33%	17%	19%	9%	100%

注1：北米は2013年以前は米国のみ。

注2：2006年末、2007年末、2013～2016年末のアジア太平洋（その他）は、アジア太平洋のシェアとシンガポールのシェアを用いて試算した値。

出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*各年号

回る状況となっている。したがって、資金の源泉（国・地域別）は「シンガポール国外が過半を占める。とりわけ欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい。」と考えることができる。すなわち、シンガポールの資産運用業の主たる資金の源泉は、しばしば指摘される欧米諸国のみならず、アジア太平洋（シンガポール除く）も一定のプレゼンスを有するということでもある。

以上のように、データの制約は小さくないものの、公表されているデータからすれば、（1）投資先（国・地域別）については「アジア太平洋向けが過半を占める。少なくとも近年では、アジア太平洋の中ではシンガポール国外向けが過半を占める。」、（2）投資先（アセット・クラス別）については「株式を中心とする有価証券が過半を占める。」、（3）資金の源泉（国・地域別）については「シンガポール国外が過半を占める。とりわけ欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい。」

と考えることができる。それらを単純化すると、シンガポールの資産運用業は、「欧米，アジア太平洋など国外から集めた資金を，アジア太平洋，少なくとも近年では，シンガポールを除くアジア太平洋を中心とする国外の証券に投資する」という機能・役割を果たしているといえる。そしてそれは，同国の資産運用業が対外証券投資を通じて，「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしていることを示唆していると考えることができる¹¹⁾。

4 専門的知識・技術 (expertise)

内部からの検討 —シンガポールの投資専門家は何を行っているか—

次に，「欧米，アジア太平洋など国外から集めた資金を，アジア域内を中心とする国外の証券に投資する」という，シンガポール資産運用業の機能・役割の背景にある，シンガポール資産運用業の専門的知識・技術 (expertise) について，シンガポールの投資専門家は何を行っているかという，いわば内部からの検討を行う。

2000年から2012年にかけて，MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*では，資産運用業に携わる投資専門家 (Investment Professionals) として，以下の4つの職種を挙げ，その人数の推移を公表している (図2)。

- (1) ポートフォリオ・マネージャー
- (2) インベストメント・アナリスト
- (3) アセット・アロケーター，エコノミスト
- (4) トレーダー

同調査において，一貫してとりわけ大きなプレゼンスを有するのが，(1) ポートフォリオ・マネージャーと (2) インベストメント・アナリストであり，2012年末時点ではそれぞれ1,573人，1,085人と，投資専門家合計3,312人の80%を占める。同調査において，(1) から (4) の定義はなされていないが，より一般にも，そもそもそれらの職種は法的に厳密に定義されたものでないことから，明確な定義がなされないまま用いられる場合が少なくない。ただ，シンガポールの投資専門家が何を行っているかを検討する上で，それら職種の職務を理解することは重要である。そこで，先行研究等から，それら職種の職務を整理する。

まず，(1) から (4) の職務はいずれも，証券投資に関わる。より正確には，証券売買が成立した後のプロセスではなく，実際に証券を売買するまでのプロセスに関与する，という共通点を持つ¹²⁾。もっとも各々の職務は多様であることからここでは，証券投資にとってとりわけ重要な職務である，

11) IMF (1997) は，1990年代後半の国際資本移動における米国の役割について，「相対的に安全で，流動性の高い証券 (米国国債，高格付け社債) を，相対的に高いリターンで提供することによって国際的な資本を引き付けている。そして，国際的な市場を通じ，より高いリターンを求めて，より流動性の低い商品に再投資している」と述べるとともに，国際的な金融仲介の役割 (the role of a global intermediary) を担っていると述べている。シンガポール資産運用業は，資金の運用面においてアジア太平洋地域に偏りがあることから，国際的というよりも，「地域的な」金融仲介の役割を果たしているといえる。

①個別証券の調査に関わる「証券分析」と②ポートフォリオの編成・改訂・成績評価に関わる「ポートフォリオ・マネジメント」という観点を中心に整理する¹³⁾。

(1) ポートフォリオ・マネージャーは、別称として、ファンド・マネージャーと呼ばれることもある¹⁴⁾。ポートフォリオ・マネージャーは、証券分析及びポートフォリオ・マネジメントを行う。実際、その職務に関連して、前田(2004)、投資信託協会は、「具体的な投資銘柄の決定」と「ポートフォリオの組成」、すなわち証券分析及びポートフォリオ・マネジメントが重要な位置づけにあることを指摘している¹⁵⁾。また、シンガポール資産運用協会(IMAS: Investment Management Association of Singapore)による「投資のABC ファンド・マネージャーの一日(ABCs of Investing - A Day In The Life Of A Fund Manager)」という小論においても同様に、証券分析及びポートフォリオ・マネジメントが職務の重要な位置づけにあることを指摘している¹⁶⁾。

12) 証券投資のプロセスは、実際に証券を売買する(売買する銘柄を選択し、証券会社に発注する)までのプロセスと、売買が成立した後の、売買した証券や資金の受け渡し・管理に関するプロセスの2つに分類することができるが(川北(2004))、(1)から(4)の職種はいずれも、前者のプロセスに属すると考えることができる。なお、資産運用業における職種としてはそれ以外にも、ファンドの販売に関わるマーケティング部門なども存在する。シンガポールのMAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*に概ね相当する香港の調査(Securities and Futures Commission, *Asset and Wealth Management Activities Survey 2017*)によると、2017年末における同国の資産運用業(Asset and Wealth Management Industry)におけるスタッフのうち、セールス・マーケティングが全体の68%を占めている。(https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/2017%20Asset%20and%20Wealth%20Management%20Activities%20Survey_e.pdf, Accessed on April 30, 2019)。

13) 証券投資において、「証券分析」と「ポートフォリオ・マネジメント」がとりわけ重要であることは、榊原・青山・浅野(1998)が、はしがきにおいて、「現代的な証券投資の基本的な考え方は、極論すれば、グレアム=ドッドを始祖とする証券評価(Valuation)の方法論に由来する部分と、マールコウイツやシャープが展開してきた現代ポートフォリオ理論(Modern Portfolio Theory: MPT)に由来する部分に大別できる」と述べていることや、榊原(2013)が「証券投資理論は、大きく、証券分析とポートフォリオ・マネジメントという2つの領域に分けられる」と述べていることなどによって示唆される。また、「証券分析」が個別証券の調査に関わるプロセスであり、「ポートフォリオ・マネジメント」がポートフォリオの編成・改訂・成績評価に関わるプロセスであることは、榊原(1998)が、前者について「それに先立って行われるマクロ環境分析(経済的・政治的・社会的)と産業分析を受けて行われる企業分析の成果を利用して、その本質的価値(内在的価値)から乖離した価格が市場でついている証券を発見したり、証券の諸属性を予測するためのプロセス」、後者について「投資家のニーズにあわせて、さまざまな証券を組み合わせるポートフォリオを編成し、改訂し、そしてその成績を評価するプロセス」と述べていることや、Alexander and Sharpe(1989)がそれぞれ、「いろいろな個別証券(または証券のグループ)を調査すること」、「資金が運用管理されるプロセス」と述べていることなどによって示唆される。

14) 両者が異なるという見解もある。依田(2010)は、「一般に、ファンドマネージャーは株など決められた資産の範囲で運用する人をいいますが、ポートフォリオマネージャーは資産配分全体を考える人のことをいいます。」と述べている。

15) 前田(2004)は、ポートフォリオ・マネージャーの職務として、「投資対象となる銘柄を時価総額などある一定の条件で絞り込んでおき、投資ユニバースというものを設定する。この投資対象銘柄に詳細な調査を行い、ポートフォリオに組み込むかどうかの投資判断を行う」と指摘している。また、投資信託協会は、「ファンドマネージャーの主な業務は、投資信託の運用目的に沿った投資計画の策定、投資情報の収集・分析、投資判断、具体的な投資銘柄の決定、ポートフォリオの組成など」と述べている(https://www.toushin.or.jp/words/keyword/196/, 2019年4月30日アクセス)。

16) シンガポール資産運用協会(IMAS: Investment Management Association of Singapore)は、当時財務大臣であったリチャード・フー博士の発案により1997年9月22日に結成された、運用会社の代表組織である。同協会は、「投資のABC ファンド・マネージャーの一日(ABCs of Investing - A Day In The Life Of A Fund Manager)」という小論において、「1. 彼らの時間の大部分は調査(リサーチ)に費やされます。全てのファンダメンタル分析を行い、会社の経営陣と知り合うことが不可欠です。2. ポートフォリオ・マネジメント。どの企業に投資するかを決定し、顧客の委任に合ったポートフォリオをまとめ、それを運用し、顧客のリスク許容度に確実に適合するようにすること。3. そして最後に、機関投資家や販売会社へのサービス提供。ファンドのポートフォリオのパフォーマンスを説明し、彼らのリスク許容度、意向、ファンドの全体的な理解に関してフィードバックを得ること。」と述べている(http://www.imas.org.sg/Articles/217-abc-of-investing-a-day-in-the-life-of-a-fund-manager.html, Accessed on April 30, 2019)。1が証券分析、2がポートフォリオ・マネジメントに相当する部分である。

(2) インベストメント・アナリストは、別称として、リサーチ・アナリスト、フィナンシャル・アナリスト、証券アナリストなどと呼ばれることがあるほか、所属組織や分析視点等の違いに応じた分類もある¹⁷⁾。具体的には、証券会社などセルサイドに属するセルサイド・アナリストと、機関投資家などバイサイドに属するバイサイド・アナリスト、企業の負債（デット）を分析対象とする場合はクレジット・アナリスト、企業の資本（エクイティ）を分析対象とする場合は株式（エクイティ）アナリストと分類される（経済産業省（2007））。なお、MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*におけるインベストメント・アナリストは、資産運用業に携わる投資専門家であることから、バイサイド・アナリストと考えることができる。インベストメント・アナリストは、証券分析を行う。その職務に関連して日本証券アナリスト協会は、インベストメント・アナリストの別称であるリサーチ・アナリスト（狭義の証券アナリスト）について、「証券会社や資産運用会社などで産業・企業調査を基に、個別証券の分析・評価を行う」と述べている¹⁸⁾。また、シンガポールにおける最大の資産運用業の一つであるAberdeen Standard Investments (Asia) Limitedが、株式投資について、「アナリストは、株式の推奨について個人として（individually）責任があります」と述べている¹⁹⁾。いずれもインベストメント・アナリストにとって証券分析が重要な位置づけにあることを示唆している。

なお、同国のインベストメント・アナリストは、クレジット・アナリストに比して、株式（エクイティ）アナリストの方が多い可能性がある。その理由として、インベストメント・アナリストが機能を発揮する余地は一般に、負債（デット）に比して、価格形成の個別性が強い資本（エクイティ）の方が大きくなる傾向があること、そして同国資産運用業においては株式投資のウェイトが債券投資を上回ること（前掲表3）、を挙げることができる。前者の理由に関連して川北（2004）は、「債券の場合にもアナリストが機能を発揮する余地はあるが、株式ほど各々銘柄の個別性は大きくない。逆にいえば、国債金利の変動によって債券価格は相当程度決まってしまう。この意味で、アナリストの役割は大きくない。もっとも社債市場が発達すれば、アナリストの役割は現在よりも高まろう」としている。

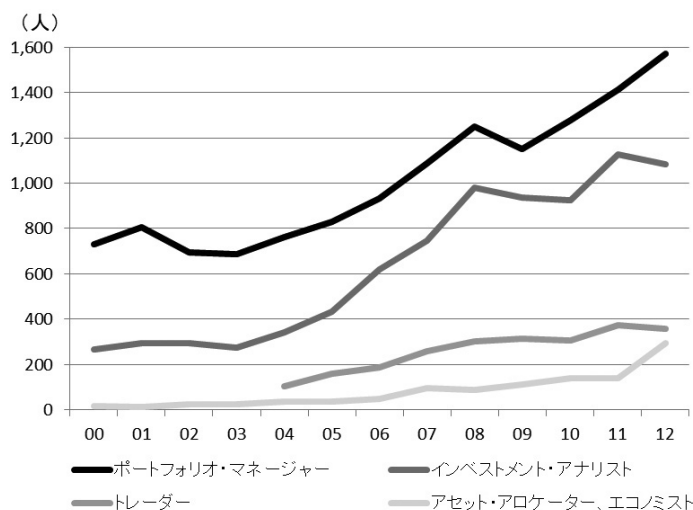
(3) アセット・アロケーターは、ポートフォリオ・マネジメントを行い、エコノミストは、証券分析及びポートフォリオ・マネジメントそのものではなく、それらを行う際の基礎となるマクロ環境の分析を行う。より正確には、前者は、アセット・アロケーション、すなわち「現時点において、アセッ

17) インベストメント・アナリスト、証券アナリスト、投資（インベストメント）・アナリスト、フィナンシャル（金融）・アナリストが同様の意味で用いられていることは、同分野に関連する代表的な国際資格であるCIIAについて、日本証券アナリスト協会が「CIIA（Certified International Investment Analyst, 国際公認投資アナリスト）は、国際的に認められた証券アナリスト資格です。」と述べていることや（https://www.saa.or.jp/cma_program/ciia/seido/index.html, 2019年4月30日アクセス）、同じく代表的な国際資格であるCFAについて、日本CFA協会が「CFA（Chartered Financial Analyst：CFA協会認定証券アナリスト資格）は世界の金融界で通用する投資プロフェッショナルの資格です」と述べていることなどによって窺うことができる（https://www.cfafoundation.org/japan/Pages/why_cfa.aspx, 2019年4月30日アクセス）。

18) https://www.saa.or.jp/cma_program/step/about/index.html, 2019年4月30日アクセス。

19) <https://www.aberdeenstandard.com/docs?editionId=1b7c8ccc-ae4e-46f5-bb14-bff0c2ff7c90>, Accessed on April 30, 2019. なおIMAS, *Members Directory 2013*によると、シンガポールでの運用資産残高が明らかになっている運用会社のうち、Aberdeen Asset Management Asia Limited（現Aberdeen Standard Investments (Asia) Limited）は867米ドルと最大である（2012年9月時点）。

図2 投資専門家



出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey*各年号

トクラスとしての国内株式や国内債券などに対して、ファンド総額の何割を配分するのか、その決定」を行う専門家、後者は、「経済全体の活動状況を分析する専門家」である（川北（2004））。

（4）トレーダーは、証券分析やポートフォリオ・マネジメントそのものを行う訳ではなく、「ファンドマネージャーによる最終的な証券売買の意思決定を受けて、その売買注文を証券市場に出す」専門家である（川北（2004））。

以上の点から、「シンガポールの投資専門家は何を行っているか」といういわば内部からの検討を行うと、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、投資専門家の大半を占める（1）ポートフォリオ・マネージャーによって担われている、証券分析とポートフォリオ・マネジメント、（2）インベストメント・アナリストによって担われている、証券分析が挙げられる。特に、両者に共通する証券分析が重要であると考えられる。さらに、実際の投資状況（前掲表2、表3）から逆に考えると、国・地域別ではアジア太平洋、アセット・クラス別では株式に関わる証券分析がとりわけ重要な位置づけにあると考えられる。

5 専門的知識・技術（expertise）

外部からの検討 ー米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するかー

次に、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）について、米国資産運用会社によるシンガポールへの運用の委託を例にとり、なぜシンガポール資産運用会社へ運用を委託するかという、いわば外部からの検討を行う。いわば資金の出し手でもある米国資産運用会社という外部からの視点を用いることによって、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）を、グローバルな観点から捉えることを試みる。

米国の資産運用会社は、米国でアジアを主たる投資対象とするファンド（以下、アジア・ファンド）を設定する場合、2つの選択肢がある。一つは、自らが直接運用することであり、もう一つは、他の運用会社に運用を委託することである。直接運用するか否かに関わらず、米国の資産運用会社はアドバイザーと呼ばれ、実質的な運用を委託された資産運用会社はサブアドバイザーと呼ばれる²⁰⁾。Morningstarのデータベースから、米国の資産運用会社がアドバイザーとなっている、アジアを主たる投資対象とするファンド（以下、アジア・ファンド）を取り出し、各ファンドの属性、アドバイザー、（あれば）サブアドバイザー及びそれらの所在地等を、Morningstarのデータベース、各ファンドの目論見書及びFact Sheetから探索した上で要約すると²¹⁾、株式型については88本のうち49本が国外のサブアドバイザーに運用が委託されており、それらのうち33本が、シンガポール、香港、日本3カ国のいずれかの運用会社（グループ内の運用会社を含む）に委託されていることが明らかとなる（表5、表6）。なお、Morningstarのデータベースにおいて、それら3カ国以外のアジアの資産運用会社以外に運用が委託されているケースは存在しない。一方、債券型については、全3本のうち1本がサブアドバイザーに運用が委託されており、そのサブアドバイザーはシンガポールに拠点を置く運用会社である²²⁾。

なお、株式型と債券型を比較したとき、特定の国・地域を対象とする債券ファンドの数は一般に少ない。その理由としては、前述のように、債券は「国債金利の変動によって債券価格は相当程度決まってしまう」という側面があるために、ビジネス・サイクルの異なる国・地域の分散が重視されているためであると考えられる。

20) Morningstarはアドバイザーについて「ファンド運用に対して、直接の責任を負う会社」、サブアドバイザーは「ミューチュアル・ファンドのアドバイザーが、ファンドの日常的な運用を担当するために、サブアドバイザーと呼ばれる別の会社を採用する場合もある。このような場合、ポートフォリオ・マネジャーは通常、アドバイザーではなくファンドのサブアドバイザーに勤務する。」と述べている（http://www.morningstar.com/InvGlossary/advisor_definition_what_is.aspx, Accessed on April 30, 2019）。このように、ファンドの運用において一義的な責任を与えられた会社をファンド・アドバイザー等、実質的な運用を委託された他の運用会社は（あれば）サブアドバイザーと呼ばれる。

21) アジアを主たる投資対象とするファンドとは、米国のMorningstarのデータベースに掲載されている、米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアの国・地域名をファンド名に冠するファンドとした。

22) 米国外の運用会社がアドバイザーとなっているファンドのうち、株式型12本のうち、6本はシンガポール、2本は香港、2本は日本の運用会社がアドバイザーとなっている。債券型については、シンガポールの運用会社がアドバイザーとなっているファンドが1本ある。

表5 アジアを主たる投資対象とする米国投資信託（要約表）

株式型

アドバイザー	本数
米国の運用会社	88
サブアドバイザーなし	39
サブアドバイザーあり	49
アジアの運用会社を含む	33
米国外の運用会社	12
アジアの運用会社	10
合計	100

債券型

アドバイザー	本数
米国の運用会社	3
サブアドバイザーなし	2
サブアドバイザーあり	1
アジアの運用会社を含む	1
米国外の運用会社	1
アジアの運用会社	1
合計	4

注1：2017年3月末時点。

注2：米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアを主たる投資対象とするファンド。

注3：各ファンドは、手数料体系の異なるシェアクラスによって細分化されている場合がある。

注4：サブアドバイザーは、必ずしも1ファンドにつき1社という訳ではなく、複数の場合もある。

出所：Morningstar、各ファンドの目論見書、Fact Sheetより作成

表6 アジアを主たる投資対象とする米国投資信託

株式型

ファンドのタイプ	ファンド名	モーニングスター カテゴリー	運用会社	所在国	サブアドバイザー	所在国
CEF	Aberdeen Greater China	China Region	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	The India Fund	India Equity	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Asia Tigers Fund	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Aberdeen Indonesia Fund	Miscellaneous Region	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Aberdeen Singapore Fund	Miscellaneous Region	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Aberdeen Japan Equity Fund	Japan Stock	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
ミューチュアルファンド	Aberdeen Japanese Equities	Japan Stock	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	Aberdeen Asia Pac ex-Japan Eq	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	Aberdeen China Opportunities	China Region	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	AC One China	China Region	AC ONE Asset Management	US		
ミューチュアルファンド	AB Asia ex-Japan Equity	Pacific / Asia ex-Japan Stk	AllianceBernstein LP	US		
CEF	China Fund	China Region	Allianz Global Investors U.S. LLC	US		
CEF	Korea Fund Inc	Miscellaneous Region	Allianz Global Investors U.S. LLC	US		
ミューチュアルファンド	Clough China	China Region	Alps Advisors Inc	US	Clough Capital Partners, LP	US
ミューチュアルファンド	ALPS/Kotak India Growth	India Equity	Alps Advisors Inc	US	Kotak Mahindra Asset Management (Singapore) Pte. Ltd	SG
ミューチュアルファンド	AMG Managers Value Partners Asia	Pacific / Asia ex-Japan Stk	AMG Funds LLC	US	Value Partners Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	BlackRock Pacific	Diversified Pacific / Asia	BlackRock Advisors LLC	US	BlackRock Asset Management North Asia Ltd	HK
ミューチュアルファンド	BlackRock MSCI Asia ex Japan Index	Pacific / Asia ex-Japan Stk	BlackRock Advisors, LLC	US		
ミューチュアルファンド	Eaton Vance Greater China Growth	China Region	Boston Management and Research	US	BMO Global Asset Management (Asia) Limited	HK
ミューチュアルファンド	Eaton Vance Greater India	India Equity	Boston Management and Research	US	Goldman Sachs Asset Management International	UK
ミューチュアルファンド	Brown Advisory WMC JPN Alpha Opps	Japan Stock	Brown Advisory LLC	US	Wellington Management Company LLP	US
ミューチュアルファンド	Columbia Pacific / Asia	Diversified Pacific / Asia	Columbia Management Investment Advisers LLC	US		
ミューチュアルファンド	Columbia Greater China	China Region	Columbia Mgmt Investment Advisers, LLC	US		
ミューチュアルファンド	Columbia Asia Pacific ex-Japan	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Columbia Mgmt Investment Advisers, LLC	US	Threadneedle International Ltd	UK
ミューチュアルファンド	Delaware Asia Select	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Delaware Management Company	US	Macquarie Funds Management HK Ltd.	HK
ミューチュアルファンド	DFA Japanese Small Company	Japan Stock	Dimensional Fund Advisors LP	US	DFA Australia Limited	AU
ミューチュアルファンド	DFA Asia Pacific Small Company	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Dimensional Fund Advisors LP	US	DFA Australia Limited	AU
ミューチュアルファンド	GKE Asian Opportunities	Diversified Pacific / Asia	Evergreen Capital Management LLC	US	GaveKal Capital Limited	HK
ミューチュアルファンド	Commonwealth Japan	Japan Stock	FCA Corp	US		
ミューチュアルファンド	Fidelity Advisor® China Region	China Region	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
					Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
					FIL Investments (Japan) Limited	JP
					FIL Investment Advisors (FIA)	BM
					FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
					Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
					FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity Advisor® Japan	Japan Stock	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
					Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
					FIL Investments (Japan) Limited	JP
					FIL Investment Advisors (FIA)	BM
					FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
					Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
					FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity® Japan Smaller Companies	Japan Stock	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
					Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
					FIL Investments (Japan) Limited	JP
					FIL Investment Advisors (FIA)	BM
					FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
					Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
					FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity® Pacific Basin	Diversified Pacific / Asia	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
					Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
					FIL Investments (Japan) Limited	JP
					FIL Investment Advisors (FIA)	BM
					FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
					Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
					FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity Advisor® Emerging Asia	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
					Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
					FIL Investments (Japan) Limited	JP
					FIL Investment Advisors (FIA)	BM
					FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
					Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
					FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity® Emerging Asia	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
					Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
					FIL Investments (Japan) Limited	JP
					FIL Investment Advisors (FIA)	BM
					FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
					Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
					FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Franklin India Growth	India Equity	Franklin Advisers Inc.	US	Templeton Asset Management Ltd.	SG
ミューチュアルファンド	Goldman Sachs Asia Equity	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Goldman Sachs Asset Management, L.P.	US		
ミューチュアルファンド	GMO Taiwan Fund	China Region	Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co., LLC	US	GMO Singapore Pte. Limited	SG
ミューチュアルファンド	Guinness Atkinson China & Hong Kong	China Region	Guinness Atkinson Asset Management Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Guinness Atkinson Asia Focus	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Guinness Atkinson Asset Management Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Guinness Atkinson Asia Pacific Div Bldr	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Guinness Atkinson Asset Management Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Hennessy Japan	Japan Stock	Hennessy Advisers, Inc.	US	SPARX Asset Management Co Ltd	JP
ミューチュアルファンド	Hennessy Japan Small Cap	Japan Stock	Hennessy Advisers, Inc.	US	SPARX Asset Management Co Ltd	JP
ミューチュアルファンド	HSBC Asia ex-Japan Smaller Coms Eq	Pacific / Asia ex-Japan Stk	HSBC Global Asset Management (USA) Inc.	US	HSBC Global Asset Management (HK) Ltd	HK
ミューチュアルファンド	Invesco Pacific Growth	Diversified Pacific / Asia	Invesco Advisers, Inc.	US	INVESCO Asset Management (Japan) Limited	JP
					Invesco Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	Invesco Asia Pacific Growth	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Invesco Advisers, Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Invesco Greater China	China Region	Invesco Advisers, Inc.	US	Invesco Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	JPMorgan China Region	China Region	J.P. Morgan Investment Management Inc.	US	JF International Management Inc.	HK
ミューチュアルファンド	Janus Asia Equity	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Janus Capital Management LLC	US	Janus Capital Singapore Pte. Limited	SG
CEF	Taiwan Fund Inc	China Region	JF International Management Inc.	HK		
CEF	JPMorgan China Region Fund	China Region	JF International Management Inc.	VG		
ミューチュアルファンド	JOHCM Asia Ex-Japan Equity	Pacific / Asia ex-Japan Stk	JO Hambro Capital Management Limited	UK		
ミューチュアルファンド	JHancock Greater China Opportunities	China Region	John Hancock Advisers, LLC	US	John Hancock Asset Management a division of Manulife Asset Management North America Limited	CA

ファンドのタイプ	ファンド名	モーニングスター カテゴリー	運用会社	所在国	サブアドバイザー	所在国
ミューチュアルファンド	Matthews Asia ESG	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Focus	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Innovators	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Small Companies	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asian Growth & Income	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Emerging Asia	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Pacific Tiger	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews India	India Equity	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Japan	Japan Stock	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews China Dividend Fund	China Region	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews China	China Region	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews China Small Companies	China Region	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Dividend	Diversified Pacific / Asia	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Growth	Diversified Pacific / Asia	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Value Investor	Diversified Pacific / Asia	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Korea	Miscellaneous Region	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Mirae Asset Asia	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Mirae Asset Global Investments (USA) LLC	US	Mirae Asset Global Investments (HK) Ltd	HK
ミューチュアルファンド	Mirae Asset Asia Great Consumer	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Mirae Asset Global Investments (USA) LLC	US	Mirae Asset Global Investments (HK) Ltd	HK
ミューチュアルファンド	Morgan Stanley Inst Asia Opp	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US		
CEF	Morgan Stanley China A Share Fund	China Region	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
CEF	MS India Investment Fund	India Equity	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
CEF	MS Asia-Pacific Fund	Diversified Pacific / Asia	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
CEF	Thai Fund	Miscellaneous Region	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
ミューチュアルファンド	Neuberger Berman Greater China Eq	China Region	Neuberger Berman Investment Advisers LLC	US	Neuberger Berman Asia Limited	HK
CEF	Japan Smaller Capitalization Fund	Japan Stock	Nomura Asset Management Co., Ltd.	JP		
CEF	Korea Equity Fund	Miscellaneous Region	Nomura Asset Management Co., Ltd.	JP	Nomura Asset Management Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	Nuveen NWQ Japan	Japan Stock	Nuveen Fund Advisors, LLC.	US	NWQ Investment Management Co LLC	US
ミューチュアルファンド	Oberweis China Opportunities	China Region	Oberweis Asset Management Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Parnassus Asia	Diversified Pacific / Asia	Parnassus Investments	US		
ミューチュアルファンド	Shelton Greater China	China Region	Shelton Capital Management	US		
ミューチュアルファンド	State Street Asia Pacific Value Spltpt	Diversified Pacific / Asia	SS&A Funds Management Inc.	US	State Street Global Advisors Ireland Ltd	IE
ミューチュアルファンド	AIG Japan	Japan Stock	SunAmerica Asset Management, LLC	US	Wellington Management Company LLP	US
ミューチュアルファンド	T. Rowe Price Asia Opportunities	Pacific / Asia ex-Japan Stk	T. Rowe Price Associates, Inc.	US	T. Rowe Price Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	T. Rowe Price Japan	Japan Stock	T. Rowe Price Associates, Inc.	US	T. Rowe Price International Limited	UK
ミューチュアルファンド	T. Rowe Price New Asia	Pacific / Asia ex-Japan Stk	T. Rowe Price Associates, Inc.	US	T. Rowe Price International Limited	UK
CEF	Templeton Dragon Fund	China Region	Templeton Asset Management Ltd.	US		
ミューチュアルファンド	Templeton China World	China Region	Templeton Asset Management Ltd.	US		
ミューチュアルファンド	US Global Investors China Region	China Region	U.S. Global Investors Inc.	US		
CEF	Asia Pacific Fund	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Value Partners Hong Kong Limited	HK		
ミューチュアルファンド	Vanguard Pacific Stock Index	Diversified Pacific / Asia	Vanguard Group Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Victory Sophus China	China Region	Victory Capital Management Inc.	US		
CEF	Voya Asia Pacific High Dividend Equity Income Fund	Pacific / Asia ex-Japan Stk	Voya Investment Management	US		
ミューチュアルファンド	Voya Japan TOPIX Index® Port	Japan Stock	Voya Investments, LLC	US	Voya Investment Management Co. LLC	US
ミューチュアルファンド	Voya Australia Index Port	Miscellaneous Region	Voya Investments, LLC	US	Voya Investment Management Co. LLC	US
ミューチュアルファンド	Voya Hang Seng Index Port	China Region	Voya Investments, LLC	US	Voya Investment Management Co. LLC	US
ミューチュアルファンド	Wasatch Emerging India	India Equity	Wasatch Advisors Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Wells Fargo Asia Pacific	Diversified Pacific / Asia	Wells Fargo Funds Management LLC	US	Wells Capital Management Inc.	US

債券型

ファンドのタイプ	ファンド名	モーニングスター カテゴリー	運用会社	所在国	サブアドバイザー	所在国
CEF	Aberdeen Asia-Pacific Income Fund	World Bond	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG	Aberdeen Asset Managers Limited	UK
ミューチュアルファンド	Aberdeen Asia Bond	Emerging Markets Bond	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Credit Opportunities	World Bond	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Strategic Income	World Bond	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		

注1：2017年3月末時点。但し、GMO Taiwan Fundの純資産のみ2016年11月末時点。

注2：米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアを主たる投資対象とするファンド。

注3：各ファンドは、手数料体系の異なるシェアクラスによって細分化されている場合がある。

注4：投資スタイル、カテゴリーの詳細はMorningstar（2016）を参照。

注5：■はアドバイザーがシンガポールの運用会社の場合、■はサブアドバイザーがシンガポールの運用会社の場合を表す。

出所：Morningstar、各ファンドの目論見書、Fact Sheetより作成

米国の資産運用会社が、アジア・ファンドの運用に際し、シンガポール、香港、日本のサブアドバイザーへと運用の委託を行う理由は、アジアを投資対象とする商品開発の意図はあるが、運用面において専門的知識・技術を持たないことに加え、それら3カ国の資産運用会社（サブアドバイザー）が、何らかのアジアの専門的知識・技術（expertise）を持つためであると考えられる²³⁾。そこで次に、中でもシンガポールの資産運用会社が持つアジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か、という点について、第一に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、

アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か，第二に，米国の資産運用会社からみた，特にシンガポールの資産運用会社が持つ，アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か，という点から検討する。

第一に，米国の資産運用会社からみた，シンガポール，香港，日本の資産運用会社が持つ，アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か，という点については，「対面接触による，地理的に近いアジア情報の収集」を挙げることができる。その理由として，先行研究から，地理的な近さは，証券投資において重要な位置づけにある「証券分析」の重要なプロセスの一つ「対面接触による情報収集」と密接な関係を持つと考えられること，が挙げられる（取越（2019））。「証券分析」における「対面接触による情報の収集」の重要性はまた，シンガポールの投資専門家の大宗を占めるポートフォリオ・マネージャー，インベストメント・アナリストの職務という観点からも指摘されてきたことでもある²⁴⁾。シンガポール通貨金融庁（MAS）が，シンガポールがアジアでも有数の資産運用センターの一つとして認識されていることについて，「投資家は7時間以内の飛行でアジア市場にアクセスすることができます。」という点を指摘していることは，そうした考え方を反映していると考えられる²⁵⁾。

また，その傍証として，アジア3カ国に多くのアジア・ファンドの運用を委託している米国の資産運用会社あるいはそのグループが，ファンドの運用に際して「対面接触による情報収集」を重要視していることが挙げられる。その代表例として，米国の運用会社の中で最も多くの本数のアジア・ファンドのアドバイザーとなっている3社のうちの2社であり，同時に最も多くの本数のアジア・ファンドをアジア3カ国に委託している上位2社でもある，フィデリティ・マネージメント・アンド・リサー

23) 神山（2005）は，運用会社がサブアドバイザーを利用する理由として「自社が得意としない分野への商品ラインナップを拡張するニーズ」を最も一般的な理由として挙げているほか，サブアドバイザーの選定に際し，「補完機能をサブアドバイザーが有しているか」という点が，まず最初に確認されることを指摘している。また，Debaere and Evans（2015）は，ファンドの運用を委託するという決定は，運用会社の特定の専門的知識・技術（expertise）の関数であり，運用会社の専門的知識・技術から遠く離れている場合は運用の委託，近い場合は内部での運用が選ばれることなどを指摘している。

24) 「証券分析」における「対面接触による情報収集」の重要性は，（1）ポートフォリオ・マネージャーについてはBarker et al.（2004），（2）インベストメント・アナリストについてはFischer and Jordan（1983）などにおいて指摘されている。また，日本のケースではあるものの，経済産業省（2007）が，アンケート調査によって，機関投資家等のファンド・マネージャー（本稿におけるポートフォリオ・マネージャーに相当），バイサイド・アナリスト（本稿におけるインベストメント・アナリストに相当）が個別証券の調査を行う際，「対面接触による情報の収集」，とりわけ「企業への取材」及び「企業による説明会出席」が重要であることを明らかにしている。この結果に基づいて，同報告書では，「企業評価者は，企業価値評価に当たって有価証券報告書や決算短信などの制度的開示による財務情報以上に，決算説明会，経営トップ・IR担当者への取材・ミーティング，現場への訪問（工場・売り場見学など）を通じた定性的な非財務情報の入手に努めている。実際に，企業評価者を対象としたアンケート調査では，重視する媒体として『企業への取材』や『企業による説明会出席』などの項目が制度開示情報よりも重視されていることが明らかになった。」と指摘するとともに，「このような直接対話の際にアナリスト・投資家が着目する点は様々である。財務情報の裏づけとなる背景要因を特定・確認することもあれば，経営トップの質，社風・企業の雰囲気，工場の稼働ラインの変化等の非財務情報を独自の視点で評価することもある」と述べている。

一般に，対面接触により得られる情報は，金融庁総務企画局「金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項について（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」（<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206-2.pdf>，2019年4月30日アクセス）で述べられているように，「工場見学や事業別説明会で一般に提供されるような情報など，他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの，その情報のみでは，直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報（いわゆる「モザイク情報」）」と考えることができる。

25) <http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview/Wealth-Management-and-Insurance.aspx>, Accessed on April 30, 2019.

チ (Fidelity Management & Research Company) 及びモルガンスタンレー・インベストメント・マネジメント (Morgan Stanley Investment Management Inc.) が所属しているグループの運用方針／運用プロセスに着目する²⁶⁾。まず、フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ (Fidelity Management & Research Company) 及び関連会社であるフィデリティ・インターナショナル (Fidelity International Limited) はいずれも、企業等との直接的な対面接触について言及しているほか、後者は「年間を通じて、当社のポートフォリオ・マネージャーとアナリストは17,000以上、あるいは平均で10分毎に1回の頻度で、企業との会議に参加します」と具体的な数値にも言及している。また、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (Morgan Stanley Investment Management Inc.) については、16の運用チームのうち、「アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ」に分類される全3チームを含む5チームが、対面接触と密接な関係がある「ボトム・アップ」²⁷⁾の重視について言及している²⁸⁾ (表7)。もっとも、「対面接触によるアジアの情報収集」は、必ずしも、アジアの資産運用会社への運用の委託を必要とする訳ではない。その代表的な例として、米国の運用会社の中で最も多くの本数のアジア・ファンドのアドバイザーとなっている3社のうちの1社であるマシュー・インターナショナル (Matthews International Capita Management LLC) がある。同社もまた運用方針／運用プロセスにおいて、アジア企業との対面接触の重視を強調しているにもかかわらず、アジアの運用会社への運用委託を行わず、米国拠点において直接運用を行っている。それが可能となる理由の一つは、同社の運用チームが、年間のほとんどの期間をアジアの投資対象地域で過ごすことによることによって支えられていると考えられる²⁹⁾。とはいえ一般には、対面接触は、地理的距離が大きいほど、移動に伴う金銭的成本、時間的成本等が高くなることから、依然として地理的な距離が重要であると考えられるほか、先行研究や実際の米国資産運用会社の事例は、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術 (expertise) として、「対面接触による、地理的に近いアジア情報の収集」を挙げることができることを示唆していると考えられる。

26) 株式型のミューチュアル・ファンドとCEFの合計で、前者はアドバイザーとなっている計6本の全て、後者はアドバイザーとなっている計5本のうち4本について、国外へ運用の委託を行っており、委託した全てのケースにおいて、アジアの資産運用会社が委託先に含まれる。なお、運用会社のグループ全体でみると、アバディーン・アセット・マネジメント (Aberdeen Asset Management Inc.) (現Aberdeen Standard Investments Inc.) のグループが両者を上回る計9本のアドバイザーとなっている。うち米国拠点は3本のアジア・ファンドのアドバイザーとなっており、いずれもシンガポール拠点であるアバディーン・アセット・マネジメント・アジア (Aberdeen Asset Management Asia Limited (現Aberdeen Standard Investments (Asia) Limited)) へ運用の委託を行っているほか、シンガポール拠点自体が6本の米国ファンドの直接的なアドバイザーになっている。

27) 投資信託協会は、ボトムアップ・アプローチについて、「個別企業の調査・分析に基づき、投資先企業を選定する手法のこと。」と述べている (<https://www.toushin.or.jp/words/keyword/224/>, 2019年4月30日アクセス)。松下・高田 (2017) は、「『ボトムアップリサーチ』とは、企業を実際に訪問し、こうしたヒアリングを行い、調査をした上で、個別株の分析を行うことです。」と述べている。

28) なおアバディーン・アセット・マネジメント (Aberdeen Asset Management Inc.) (現Aberdeen Standard Investments Inc.) のグループもまた、株式の運用に際し、「私達は世界の国々でローカルな知見に基づく運用サービスを提供しており、149名*の株式運用のスペシャリストが、世界の約3,000銘柄をカバーし、年間7,500回もの企業面談を実施しています。」と対面接触の重要性を指摘している (<https://www.aberdeenstandard.com/ja-jp/japan/what-we-do/active-equities>, 2019年8月15日アクセス)。

29) 同社はみずほフィナンシャルグループと資本・業務提携を行っているが、公表の際のプレスリリースにおいて、「当社の運用チームは、年間のほとんどの期間をアジアの投資対象地域で過ごし、現地において企業リサーチを実施しています。」と述べている (https://www.mizuho-fg.co.jp/release/20150930_2release_jp.html, 2019年4月30日アクセス)。

表7 米国の代表的なアジア・ファンドの運用会社の運用方針

運用会社	運用方針／運用プロセス
フィデリティ・マネージメント・アンド・リサーチ (Fidelity Management & Research Company)	「フィデリティは、ボトムアップのファンダメンタル・リサーチを実施しています。その前提は、株価が時間の経過とともに収益の増加に追随することです。」 「ファンダメンタル・リサーチは、証券アナリストに、ユニークな視点を見つけるため、多くのレンズを通して世界を見ることを必要とします。それは、企業経営者、業界の専門家、サプライヤー、顧客、または政府関係者と話し、オリジナルの調査を実施し、あるいは産業データを辿り、総合することによって、行われることができます。」
フィデリティ・インターナショナル (Fidelity International Limited)	「積極的なボトムアップ・リサーチに基づいて、私達は顧客に優れたリターンをもたらすことができる競争上の優位性を生み出します。」 「私達は、世界中に400人を超える投資専門家とリサーチ・スタッフを擁する世界最大のリサーチ能力の1つを有しています。」 「私達のアナリストは、現地で調査を行います。工場の作業現場を訪問し、顧客、競合他社、サプライヤー、および独立した専門家と話して、確信を形成します。」 「年間を通じて、当社のポートフォリオ・マネージャーとアナリストは17,000以上、あるいは平均で10分毎に1回の頻度で、企業とのミーティングに参加します。」
モルガンスタンレー・インベストメント・マネージメント (Morgan Stanley Investment Management Inc.)	「アブライド・エクイティ・アドバイザーズ運用チーム「トップダウンによる定量的なマクロ分析と、ボトムアップによる銘柄選択を併用」 「インターナショナル・エクイティ運用チーム（アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ）「ファンダメンタルズ分析とボトムアップによる銘柄選択に基づく、規律ある運用プロセスを採用」 「エマージング株式運用チーム（アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ）「トップダウンによる国別配分とボトムアップによるグロース・バイアスの銘柄選択を統合」 「カウンターポイント・グローバル株式運用チーム（アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ）「徹底した個別銘柄のファンダメンタル分析を通じて、見通しや洞察を重視したボトムアップの銘柄選択を行う」 「債券運用チーム「トップダウンによるマクロ／資産配分見通しとボトムアップによる詳細なファンダメンタルズ分析を併用」
マシュー・インターナショナル (Matthews International Capital Management LLC)	「私たちは、基本的なボトムアップ型の投資プロセスを採用しています。株式については、持続可能な長期的成長見通し、強固なビジネスモデル、品質管理チーム、および合理的なバリュエーションを備えた企業を見極めようとしています。債券については、信用、通貨および金利において強みを示す発行体を探します。この調査プロセスには、毎年2,000回以上の企業訪問を伴います。」

出所：モルガンスタンレー・インベストメント・マネージメント (<https://www.morganstanley.com/im/ja-jp/japanese-investor/about-us/investment-team.html>, 2019年8月15日アクセス), フィデリティ・マネージメント・アンド・リサーチ (https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/about-fidelity/equity-fact-sheet.pdf, Accessed on August 15, 2019), フィデリティ・インターナショナル (<https://www.fidelityrecruitment.com/asia-pacific/about-us>, Accessed on August 15, 2019), マシュー・インターナショナル (<http://micm-llc.com/about/content/our-approach.fs>, Accessed on August 15, 2019)

第二に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社の中でも特にシンガポールの資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術 (expertise) とは何か、という点は、とりわけ「広範囲に及ぶ詳細なアジア情報」と関連していると考えられることができる。そのことは、シンガポールへ委託されたアジア・ファンドが、アジア太平洋全域のみならず、中華圏、日本、タイ、インドなど広範囲に及ぶ特定の国・地域を主たる対象としていることに表れている (表8)。特定の国・地域を主たる対象とするファンドは一般に、より広いユニバースを持つようなファンドに比して、当該国・地域に対するより詳細な知識が必要となると考えられることから、そのことは、シンガポールの専門的知識・技術 (expertise) が、「広範囲に及ぶ詳細なアジア情報」と関連していると考えら

表8 サブアドバイザーにアジアの運用会社を含む株式型ファンドの属性

MSカテゴリー	委託先	シンガ ポール	香港	日本	【参考】 豪州
太平洋／アジア(日本除く)		2	8	2	1
太平洋／アジア(日本含む)		1	4	2	0
中華圏		3	5	1	0
日本		1	2	4	1
韓国		0	1	0	0
タイ		1	0	0	0
インド		3	0	0	0
ファンド数		11	20	9	2

注1：2017年3月末時点。

注2：米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアを主たる投資対象とするファンド。

注3：各ファンドは、手数料体系の異なるシェアクラスによって細分化されている場合がある。

注4：サブアドバイザーに、香港と日本の運用会社が含まれているファンド（7本）については、両国にそれぞれ1を計上している。その結果、「サブアドバイザーにアジアの運用会社を含むファンド」は合計33本となるが、表では40本となっている。また、サブアドバイザーに、日本の運用会社が2社含まれているファンド（5本）については、各ファンドにつき日本に1を計上している。

注5：韓国とタイはモーニングスターのカテゴリーでは、その他の地域（Miscellaneous Region）に含まれるが、いずれも韓国（Korea）、タイ（Thai）を主たる投資対象とすることから、ここでは、韓国（Korea）、タイ（Thai）と分類した。投資スタイル、モーニングスターのカテゴリーの詳細はMorningstar（2016）を参照。

出所：Morningstar、各ファンドの目論見書、Fact Sheetより作成

とができる。香港や日本に対しては、特定の国・地域を主たる対象とするファンドとして、中華圏や日本を主たる投資対象とするファンドは委託されているが、東南アジアのタイや南アジアのインドなど、東アジア以外の特定の国・地域を主たるファンドの運用は委託されていない。

以上のように、段階的に考えると、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、「対面接触による、地理的に近いアジアに関する広範囲に及ぶ詳細な情報の収集」を挙げられると考えられる。

6 まとめに代えて

本稿では、拡大傾向を続けるシンガポールの資産運用業について、第一に、どのような機能・役割を持つか、第二に、その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか、を明らかにすることを試みた。考察の結果、明らかになったことは、以下の通りである。

第一の「どのような機能・役割を持つか」という点については、投資先（国・地域別）については「アジア太平洋向けが過半を占める。少なくとも近年では、アジア太平洋の中ではシンガポール国外向けが過半を占める。」、投資先（アセット・クラス別）については「株式を中心とする有価証券が過半を占める。」、資金の源泉（国・地域別）については「シンガポール国外が過半を占める。とりわけ欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい。」ことが明らかになった。それらを単純化すると、シンガポールの資産運用業は、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア太平洋、少なくとも近年では、シンガポールを除くアジア太平洋を中心とする国外の証券に投資す

る」という機能・役割を果たしているといえる。そしてそれは、同国の資産運用業が対外証券投資を通じて、「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしていることを示唆していると考えられる。

第二の、「その背景には、どのような専門的知識・技術 (expertise) があるか」という点については、(1) 内部からの検討 (シンガポールの投資専門家は何を行っているか)、(2) 外部からの検討 (米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するか) を行った。

(1) の観点からは、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術 (expertise) として、同国投資専門家の大半を占めるポートフォリオ・マネージャーによって担われている「証券分析」及び「ポートフォリオ・マネジメント」、インベストメント・アナリストによって担われている「証券分析」が挙げられることが明らかになった。特に、両者に共通する証券分析が重要であると考えられる。また、実際の投資状況から逆に考えると、国・地域別ではアジア太平洋、アセット・クラス別では株式に関わる証券分析が、とりわけ重要な位置づけにあると考えられる。

(2) の観点からは、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術 (expertise) として、「証券分析」と密接な関係がある「対面接触による、地理的に近いアジアに関する広範囲に及ぶ詳細な情報の収集」が挙げられることが明らかになった。そのことは、第一に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術 (expertise) として、「対面接触による、地理的に近いアジア情報の収集」が挙げられること、第二に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社の中でも特にシンガポールの資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術 (expertise) として、「広範囲に及ぶ詳細なアジア情報」が挙げられること、によって示唆される。

以上のシンガポール資産運用業の考察は、より一般に、主要先進国の資本移動の自由化、ICT (情報通信技術) 分野の技術進歩が、国際金融取引における国際金融センターの優位性を、規制面、情報面においてそれぞれ弱める方向に作用しているものの、対面接触による距離が近い国・地域の情報の入手の容易さは、専門的知識・技術の一側面として、引き続きその優位性をサポートする要因として働いていることを示唆していると考えられる。

参考文献

- 神山哲也 (2005) 「米国資産運用業界におけるサブアドバイザーの活用」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 2005 冬号』Vol. 8-3, 1-13頁。
- 川北英隆 (2004) 「資産運用業の現状と将来」堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム9 金融サービス』NTT出版、第6章。
- 経済産業省 (2007) 『知的資産経営報告の視点と開示実証分析調査報告書』。
(http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/shitenn/zentai.pdf, 2019年4月30日アクセス)
- 榊原茂樹 (1998) 「証券と投資」榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著『証券投資論 第3版』日本経済新聞社、第1章。
- 榊原茂樹 (2013) 「証券と投資」榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文・岡村秀夫『入門証券論 第3版』有斐閣、第1章。
- 榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著 (1998) 『証券投資論 第3版』日本経済新聞社。
- トーマツ (2015) 『主要国・地域の運用業規制に関する調査研究についての報告書』(金融庁委託調査)。(<http://www.fsa>

- go.jp/common/about/research/20150707-1/01.pdf, 2019年4月30日アクセス)
- 日本銀行 (1980)「国際金融市場としての香港、シンガポールの発展について」『日本銀行調査月報 1980年5月』, 5月, 1-20頁。
- 野村資本市場研究所 (2014)『シンガポールにおける金融ビジネスの立地競争力に関する調査報告書』(金融庁委託調査)。(http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140627-2/01.pdf, 2019年4月30日アクセス)
- 取越達哉 (2019)「シンガポール対外証券投資のリージョナル・バイアスについて」『証券経済学会年報』第54号 (近刊)。
- 前田正吾 (2004)「ポートフォリオ・マネジャーとアナリストに対するIR活動」遠藤彰郎・岡田依里・北川哲雄・田中襄一編著『企業価値向上のためのIR経営戦略』東洋経済新報社, 第8章。
- 松下敏之・高田裕 (2017)『外資系アナリストが本当に使っているファンダメンタル分析の手法と実例』ブチ・レトル。
- 依田孝昭 (2010)「ファンドマネージャー・アナリストの業務 (2)」宇野淳監修日本証券投資顧問業協会・投資信託協会『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社, 第16章。
- Alexander, Gordon J. and William F. Sharpe (1989), *Fundamentals of investments*, Prentice-Hall Inc. (日興リサーチセンター訳 (1991)『現代証券投資講座 インベストメント・テクノロジーの基礎』日本経済新聞社)
- Barker, Richard, Paul Sanderson, John Hendry and John Roberts (2004), "The corporate-fund management interface: objectives, information and valuation," *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, No. 293, September, pp. 1-23.
- Debaere, Peter, and Richard Evans (2015), "Outsourcing vs. Integration in the Mutual Fund Industry: An Incomplete Contracting Perspective," *CEPR Discussion Paper*, No. DP10599, May, pp. 1-46.
- Fischer, Donald Edward, and Ronald J. Jordan (1983), *Security analysis and portfolio management 3rd edition*, Prentice Hall. (津村英文監訳・日本証券アナリスト協会訳 [1987]『証券分析とポートフォリオ管理』白桃書房)
- Harrison, Matthew (2003), "Fund Management in Hong Kong and Singapore," *SFC Quarterly Bulletin*, Winter 2002, No. 50, January, pp. 1-12.
- IMF (1997), *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, November. (https://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97icm/icmcon.htm, Accessed on April 30, 2019)
- IMF (2015), "The Asset Management Industry and Financial Stability," *Global Financial Stability Report*, April, Chapter 3 (pp. 93-135). (http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/pdf/text.pdf, Accessed on April 30, 2019)
- Le Leslé, V., F. Ohnsorge, M. Kim, and S. Seshadri (2014), "Why Complementarity Matters for Stability—Hong Kong SAR and Singapore as Asian Financial Centers," *IMF Working Paper*, WP/14/119, July, pp. 1-46.
- Monetary Authority of Singapore (2012), *SECURITIES AND FUTURES ACT (CAP. 289) GUIDELINES ON LICENSING, REGISTRATION AND CONDUCT OF BUSINESS FOR FUND MANAGEMENT COMPANIES*. (https://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/IID%20Guidelines/SFA04G05GuidelinesOnFMCLicensingAndRegistration7Aug2012.ashx, Accessed on April 30, 2019)
- Morningstar (2016), "The Morningstar Category Classifications," *Morningstar Methodology Paper*, June, pp. 1-51. (http://im.mstar.com/im/newhomepage/Morningstar_Category_Definitions_US_June_2016.pdf, Accessed on April 30, 2019)