

投資信託制度と今日的課題

高 橋 元

はじめに

我が国は経済大国となり、国民の金融資産蓄積も急ピッチに進んでいる。と同時に、21世紀へ向けては高齢化社会の到来が不可避であり、老後の生活資金確保などを目指して、金融資産の効率的運用に対するニーズも高まりつつある。証券投資は、こうしたニーズにひとつの展望を与えるものであるが、1990年以降の株価暴落に象徴されるように、一般の投資家にとってはリスクも大きい。

投資信託は、専門知識に裏付けられた分散投資という、個人投資家には困難な投資形態を可能にしており、安全性の高い商品からリスク負担を代償に高成長が狙えるものまで、その品揃えも多様である。証券投資を志しながら十分な知識、資金、時間がない個人にとって、投資信託は有力な投資対象であり、その国民経済的な存在意義は、今後一段と高まることが予想される。

一方、我が国経済社会はバブル崩壊を経て、新たな秩序構築の過程にあるが、就中証券界は金融システムの激しい変化の波に洗われている。投資信託業界も、そうした流れと決して無縁ではない。

ここでは、先ず投資信託に関する基本的な領域を概観し、次いで我が国の投資信託の現状と課題について若干の論評を加えることとする。

1. 投資信託の歴史

(1) 海外の投資信託

信託の制度基盤は、周知のように英国における法整備により整えられた。投資信託の制度も英国において誕生しているが、その発生には、法的整備に加えて幾つかの経済環境の変化が影響している。

世界で初めての株式会社は1602年に設立されたオランダの「東インド会社」であるが、英国においてもその10年後に同様の会社が設立され、さらに18世紀にかけては英国が覇権国化するなど、活発な経済活動が認められた。株式会社制度の確立は、証券に対する投資ブームを招き、1711年に設立された「南海会社（The South Sea Company）」に絡んだ投機熱は、1720年に制定された『泡沫会社禁止法』の名称をとって「バブル（泡沫）」と呼ばれた。ただ『バブル法』とも呼ばれるこの法律の制定により、企業の証券発行には厳しい規制が敷かれ、証券市場の整備が進む結果となった。このような資本市場の発展が、投資信託制度が誕生する環境変化のひとつともなっている。

資本市場の発展には、その背後に実物経済の裏付けがなければならない。この面での英国における裏付けは、かの「産業革命」に他ならない。18世紀中葉以降の英国は、ヨーロッパ大陸でフランス革命や普仏戦争などの内乱・戦争が各国の経済発展を阻害したのに対して、島国という立地条件の故もあり、産業の自主的発展が促進された。綿製品需要の高まりに伴う技術革新の波は、蒸気機関の実用化などにより、ついには英国を「世界の工場」と呼ばれるレベルにまで押し上げた。こうして、国内に富の蓄積が進むと、余裕資金が生じ、その結果金利は低下し、資金は有利な投資先を求めていく。折から、他のヨーロッパ諸国では戦乱などに伴う復興費用が必要であり、英国の投資家にとっては植民地などと共に、恰好の投資先となったのである。

ただ、当時の情報効率性は低く、特に零細な資金しか保有していない投資家は、保有情報の量と質（正確さ）の両面で資本家とは見劣りがした。資本

家達は、専門家を投資顧問に雇って、リスク管理と収益性向上を目指したから、彼我のパフォーマンスの差は極めて大きなものがあった。これが、一般投資家による「共同投資」という機運を徐々に醸成していったものと見られる。

こうした事情から、事実上最古の投資信託を特定することは困難である。カルビン・バロックの『投資信託物語』によれば、1822年にオランダのウィリアム一世がブラッセルに設立した「ソシエテ・ジェネラル・ドゥ・ペ・バ・プール・ファボリゼ・ランデュストリ・ナショナル (Société Générale des Pays-Bas pour Favoriser L'industrie Nationale)」を、世界最初の投資信託として紹介している。ただ、これは政府のための通貨発行や農業開発が主たる業務とされ、特に1831年のベルギー、オランダの分離後は持株会社としての機能を発揮している。従って、これを世界初の投資信託と定めることには異論なしとしない。これに対して、1860年代の英国では、各種の投資会社が相次いで設立されている。但しこれらも、証券投資だけではなく、貸付事業を主たる業務とするなど、今日的な意味での投資信託としての要件は必ずしも満たしていない。

これらに対して、1868 (明治元) 年に英国で設立された「フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト (Foreign and Colonial Government Trust)」は、設立目的に、①海外・植民地政府証券への「分散投資」、②必ずしも資本家でない投資家にも同様な利益機会を提供する、という内容を明示していることから、これを投資信託の嚆矢とするのが合理的と思われる。同トラストは、一時期48万ポンドの証券投資を行っていたが、投資先はアメリカ、ロシア、ヨーロッパ、中南米諸国と幅広く分散化され、各国の公債が主たる投資対象となっていた。

その後、投資信託はヨーロッパ諸国、米国、日本など先進国は勿論のこと、韓国、タイ、マレーシア、インド、中南米など、発展途上国にまで普及・定着を果たしている。これら各国の投資信託は、基本原理 (例えば、後述する

「投資信託の三原則」など）の面では共通しているが、各国の制度上の相違から、その形態は異なっている。従って、投資信託という言葉に込められた厳密な定義を適用すると、必ずしも「信託」とは言えないような形態も少なくないのが実情である。それ故、一般的には、投資信託という語を法的概念として捉えるのではなく、単なる経済用語として緩く把握することが好ましいように思われる。

(2) 我が国の投資信託

昭和に入ってから我が国は、1927（昭和2）年以降の金融恐慌、金解禁などの経済環境の中、1929（昭和4）年10月24日にニューヨーク株式市場を見舞った「暗黒の木曜日」に伴う株価暴落、世界恐慌の煽りを受け、不況色が強まった。この株価暴落過程で大打撃を被った生命保険会社32社は、1930（昭和5）年10月に「生保証券株式会社」を共同で設立した。この会社は、投資信託の成立要件のひとつである「共同投資」という性格を備えており、株式を運用対象に据えていたことから、投資信託に近い存在ではあった。併し、その設立趣旨は、買い支え的機能の色彩が強く、しかも投資信託のもうひとつの重要な要件である「大衆資金の統合」とは全く無縁であった。

同様に、1931（昭和6）年に、東京海上、明治生命、日本郵船、三菱信託の4社が共同出資して「イースタン・トラスティーズ・リミテッド」という投資会社を設立し、ロンドン市場の有価証券で運用した例があるが、これも特定企業のための利潤追求組織でしかなかった。

その意味で、投資信託の概念により近い存在は、1937（昭和12）年に藤本ビル・ブローカー（今日の大和証券の前身）が設立した「藤本有価証券投資組合」であろう。これは、英国のユニット・トラストの制度に範をとり、中小投資家の出資金を統合して有価証券に投資し、安全かつ有利に資産の増加を図ることを目的に設立されたものであった。ただ、これに関しては、大蔵省、信託協会から横槍が入ることになる。批判の主要な論拠は、藤本ビル・

ブローカーが組合結成を斡旋し、運用を主導することは信託類似行為として『信託業法』に抵触する、というものであった。「藤本有価証券投資組合」は、民法上の任意組合として、信託関係は明示されていなかったため、大蔵省はこれを契機に信託会社と連携した運営を求めたものの、信託会社の協力が得られず、結局発足後3年後の1940（昭和15）年6月に中止の止むなきに至っている。

これを継承する形で、我が国初の投資信託は、野村証券により、1941（昭和16）年10月から募集された（後に各社が追随）。ただ、大蔵省に提出された「承認申請書」には、証券市場安定化、証券引受会社の救済などが盛り込まれており、当時の国策に添った株価維持機関としての色彩も強いものがあった。この、黎明期の投資信託は、戦争を跨いだ1950（昭和25）年に全て償還を迎えたが、元本割れ償還が3割近くに達し、その他についても戦後インフレに対しては無力であった。

第二次大戦後、次に述べるような制度的な整備が進んだことにより、我が国の投資信託は漸く発展の緒につくことになるのである。

2. 投資信託と法律

(1) 『証券投資信託法』の制定

『証券投資信託法（以下『投信法』と言う）』は、1951（昭和26）年6月に公布・施行された。その第1条には、「この法律は、証券投資信託の制度を確立し、証券投資信託の受益者の保護を図ることにより、一般投資者による証券投資を容易にすることを目的とする」と記載されている。ここで、想定されている「投資者」とは、機関投資家のようなプロや一部のセミプロ的な資産家の個人ではなく、飽くまでも「一般投資者」であるという点が重要である。このように、『投信法』では、冒頭に受益者保護と大衆投資の開拓が謳われており、戦後処理の一環として証券民主化の精神を反映していることが判る。同法は、我が国における投資信託の全てを規定しているのである。

『投信法』の成立に際しては、大蔵省を中心に試案作りが行われ、GHQ（連合国軍最高司令部）との折衝が重ねられたと言われるが、ここで定義された概念が、その後の我が国における投資信託の型や商品の性格を決定しているのである。『投信法』では、第2条の1項で、我が国の投資信託を「この法律において「証券投資信託」とは、信託財産を委託者の指図に基いて特定の有価証券に対する投資として運用することを目的とする信託であって、その受益権を分割して不特定且つ多数の者に取得させることを目的とするものをいう」と定義している。ここで、我が国の投資信託は、信託の制度に属することが確認され、その投資対象は有価証券に限定されていることが判る。同法が、その名称に、敢えて“証券”という語を冠している所以である。つまり、我が国の投資信託は、金地金や不動産などではなく、専ら有価証券を対象に投資される“証券”投資信託であることが確認されているのである。また、分割された受益権を不特定多数の者に取得させるという精神は、第1条の投資信託の目的とも整合的である。さらに、その運用に際しては、委託者の指図権限が明示されているのである。

『投信法』制定当初の委託会社は登録制であった。これは、同法が米国の法制度に範をとり、競争原理によって不適格者が自然淘汰されるという思想を根底に編まれたからである。併し、登録制には、業者の乱立と過当競争などに歯止めがかけ難い側面があり、受益者保護の徹底を図るためにも、当局の政策判断が反映され易い形態が望まれたことから、1953（昭和28）年に免許制へと移行することになった。これは、証券会社の登録制から免許制への移行が、証券不況を経た1965（昭和40）年施行の『証券取引法』改正においてであったことを思えば、画期的なことであった。

(2) 証券投資信託約款

『投信法』は、既述のように投資信託制度の全体的な枠組みを規定するものである。これに対して、投資信託の個別商品の運営に関して詳細な規定を

行なうものが、「証券投資信託約款（以下「約款」と言う）」である。この「約款」は、委託者（委託会社）と受託者（受託銀行）との間に交わされる信託契約の内容が記載されたもので、個別のファンドごとに作成される。株式会社における定款に酷似しており、実際の投資信託の運営はこの「約款」に基づいて行われる。新しい投資信託を設定する場合、「約款」は委託会社が作成し、予め大蔵大臣の承認を受けてから、受託者との間で信託契約が締結された後、有効となる。

後述するように、近年では投資信託の種類が多様化していることから、「約款」にもそれに応じた多用な型が見られる。ただ、『投信法』第12条の2項においては、必ず記載されなければならない項目として、以下のように定められている。

- ① 委託者と受託者 — 信託契約の当事者である委託会社と受託銀行の名称。
- ② 受益者に関する事項 — 受益者の資格要件。つまり、受益証券の取得者が受益者になるということ。
- ③ 委託者及び受託者としての業務に関する事項 — 委託者の業務は受益証券の発行、信託財産の運用指図など。受託者の業務は信託財産の保管・計算、信託元本の償還金及び収益金の交付など。
- ④ 信託の元本の額に関する事項 — ファンドとして募集する資金の額。
- ⑤ 受益証券に関する事項 — 受益証券の額面、種類、発行方法など。
- ⑥ 信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事項 — 信託財産に関する報告書の作成、利益処分の方法、一部解約、委託者の信託財産に関する運用指図権及びその範囲、運用の方法、運用制限など。
- ⑦ 信託の元本の償還及び収益の分配に関する事項 — 受託者から委託者への元本及び収益の交付、委託者から受益者への元本又は収益の交付時期・場所・方法、受益者の元本及び収益に対する交付請求権の時効など。

- ⑧ 信託契約期間、その延長及び信託契約期間中の解約に関する事項 — 具体的な信託期間（年数）、信託期間中に全部解約となる場合の条件など。
- ⑨ 信託の計算期間に関する事項 — 信託財産の決算の時期。
- ⑩ 受託者及び委託者の受ける信託報酬その他の手数料の計算方法並びにその支払の方法及び時期に関する事項
- ⑪ 信託約款の変更に関する事項 — 信託約款を変更する場合の手続きや条件など。
- ⑫ その他大蔵大臣が公益又は投資者保護のため必要且つ適当であると認めて大蔵省令で定める事項 — 委託会社の営業譲渡、受託者の辞任と新受託者の選任、追加型投資信託における元本の追加に関する事項など。

以上のように、「約款」は投資信託の実際の運用に関する詳細な内容を具体的に規定したものである。投資家は、受益証券の取得を申し込む際、販売証券会社において当該投資信託の説明書を交付されることになっているが、説明書（通常最終頁）には「約款」の要約が掲載されており、これにより「約款」の主要な内容を把握することが出来る。

(3) 自主規制

我が国の投資信託は、『投信法』、「約款」をはじめ、施行規則や通達などによって、より細かく規制されている。

そうした法的規制に加えて、民間ベースでの規制もある。これは、後述するように、『投信法』改正により、公益法人としての性格が強化された「証券投資信託協会」によって自主的に定められる。つまり、「証券投資信託協会」は大蔵省の監督機能を代替すると共に、業界の自主規制機関としての役割を負っているのである。

自主規制は、法的規制を補い、投資信託の募集、販売、運用、広告、宣伝などに関する業者間の過当競争を防止し、受益者保護を徹底させるために行

われ、違反に対しては罰則規定も設けられている。具体的な規制には、証券投資信託協会業務規定、理事会申合せ事項、理事会決議によって設置されている総務、運用、業務、販売・広報の各委員会申合せ事項などがある。

投資信託の委託会社や、常時受益証券の販売を行なう証券会社は「証券投資信託協会」へ加入することになっているから、ここでの自主規制は、実質的に投資信託業界全体をカバーすることになるのである。

(4) 証券投資信託協会

社団法人証券投資信託協会は、1957（昭和32）年7月に証券投資信託の業界団体（自主機関）として設立された。その後、1967（昭和42）年8月の『投信法』改正により、大蔵大臣の許可を得た「自主規制団体（法律によって自主規制の権限を付与された団体。証券界固有のもので、他には「証券取引所」、「証券業協会」がある）」となった。これにより、同協会には、投資信託の運営に関する指導・勧告の権限が付与されることとなった。

証券投資信託協会は、投資信託の設定・募集に関して受益者の利益に反する行為の防止、受益証券の売買に際しての公正な取引の促進、などを主たる業務目標としている。

具体的には、

- 投資信託に関する調査、研究及び意見表明
- 証券会社及び投資信託委託会社間の意思の疎通や意見の調整
- 投資信託に関する自主規制ルールの制定、実施
- 投資信託の運用成績、基準価額の発表

などを行っている。

また、「証券投資信託月報」、「証券投資信託年報」、「日本の投資信託（年刊）」などの定期刊行物を発行している。

協会の会員は、投資信託の運用を行う投資信託委託会社、及び受益証券を取り扱う証券会社である。協会運営は総会が最高意思決定機関であり、業務

執行機関としては、理事会が①総務委員会、②運用委員会、③業務委員会、④販売広報委員会、⑤公正委員会、といった常設委員会及び事務局を総括している。

3. 投資信託の特徴

(1) 投資信託の三原則

投資信託には、三つの共通した基本原則がある。それは、共同投資、専門家による運用・管理、分散投資、の三つである。

共同投資は、少額の資金を大口の資金に纏めて規模の効果を発揮させようとするものである。規模の効果とは、小口資金では購入出来ないような高額の対象への投資を可能にすること、及び複数の多様な対象に投資を行えることの二点に集約される。

専門家による運用・管理は、煩雑な投資事務から投資家を開放し、投資に関する知識・経験が乏しく、時間的余裕のない人々にも投資機会を提供することが企図されている。

さらに、分散投資は前述した規模の効果の後段に等しく、多様な対象へ投資することで、或る特定対象の投資成果が失敗に終わっても、他の大多数への投資でそれを補うことを可能にしている。これは、「ひとつの籠に全ての卵を入れて運んではならない」という諺に象徴される思想である。

これら三つの原則は、相互に関連性を持ち、補完的あるいは相乗的な効果を発揮する。それらを集約し、機能面から考えると、投資信託は、必ずしも資産家ではない投資家にも投資機会を提供し、しかも投資資金のリスク回避や投資効率の向上を考慮している制度、と言うことが出来よう。つまり、投資信託の仕組みには、その根本に投資家にとっての利便性が考慮されているのである。

以下では、三つの原則とその効果について、もう少し詳しく見ることにしよう。

(2) 零細資金の集約と資本化

近年、宝籤の共同買いや競馬の共同馬主などが報じられることがある。これらの事例に共通しているのは、何れもひとつの目的のために小額資金を集積して巨大化している点である。投資信託の制度も、これらと同様の性格を備えている。すなわち、多数の人々を対象に、小口の資金を大量に集め、組織化された資本を、運用の専門家が有価証券等に投資し、その結果得られた収益を投資家に還元する、というものである。その点、株式会社が発行する株式への投資と酷似しているが、株式への投資はその発行会社が行なう事業に直接的に出資する行為であるのに対して、投資信託においてはその資金提供者（受益者）が直接的に株主としての権利関係を持たないなどの相違がある。

(3) 専門家による運用・管理

どのような商品を対象とするにせよ、投資にはリスクがつきものである。それを回避しながら高い投資成果を狙うためには、相応の商品知識を持つことが不可欠である。けれども、一般の人々には、近年とみに高度化した投資専門知識を獲得することは難しく、特に最新の市場情報を収集・分析することは、時間的にも、能力的にも、殆ど不可能である。しかも、片手間に行う投資資金の運用指図などでは、タイミングを逸することも懸念され、効率的でない。投資資金の管理についても、個人レベルでは税制や経理上の手続きに煩わされなければならない。

近年は情報化社会の進展によって、保有情報が均質化する傾向にあることも事実である。情報化の進展を促しているのは、電波媒体に象徴されるマスコミの発達やコンピュータに代表される情報機器の発達である。そうした中で、他人を出し抜いて高い投資成果の獲得を狙うためには、情報の分析能力や高度な投資知識の保有が不可欠である。それは、証券投資が決して博打ではなく、投資資金の性格に応じてリスク負担や要求収益率の水準をバランスさせ、その時々々の投資環境に応じた最適な対象に資金配分を行うなど、科学

的にアプローチしていく必要があるからである。

今日の高度に専門化した社会では、例えば、病気になれば医師に、事業の経理などでは公認会計士や税理士に、訴訟問題では弁護士にと、何か個人レベルで手に余る難問が発生すれば、問題解決にはその道の専門家に相談し、その助言を仰ぐことが普通である。投資信託もそれらと同様、証券投資の専門家である委託者（委託会社）と、信託財産の管理に関わる専門家である受託者（信託銀行）とが、信託契約に従ってそれぞれの業務を遂行することで、厳正且つ効率的な運営が企図されているのである。

(4) 分散投資の効果

古来より、「財産三分法」のような考え方がある。これは、自分の財産の全てをひとつの資産に集中するのではなく、例えば土地、金、証券のように分散化することで、万一の場合のリスク管理を図ろうとする考え方である。

証券投資に関して、分散化のメリットを明らかにしたものがポートフォリオ理論である。これは、ハリー・マーコビッツが1952年の論文で定式化し、その後ウィリアム・シャープらによって理論的・実務的な進展を見たものである。その基本的な考え方は、証券投資におけるリスクとリターンがトレードオフの関係にあることをベースに、分散投資を行なうことで「効率的なポートフォリオ」を構築しようとするものである。一般に、分散化が進めば進むほど、リスク水準は低下することが知られている。そして、リスクとリターンはトレードオフ関係にあるから、それと同時にリターン水準も低下することになる。但し、両者の関係は一樣ではなく、証券の組み合わせ方によって、同じリスク負担から、より高い期待リターンを求めたり、同じ期待リターン水準を、より低いリスク負担で追求することも可能である。これが分散投資の妙味と言える。従って、アクティブ運用とパッシブ運用の相違を、この視点から見ると、分散化を極端に進めたポートフォリオはパッシブ的であり、集中化を図ったポートフォリオはアクティブ的であるという解釈も出来る。

ただ、分散化過程におけるリターン水準の低下は、リスク水準の低下と一様ではなく、そこに分散化のメリットがあるのである。

このように分散投資を行なうことで、より有利な投資成果の獲得が狙えるが、一般の個人投資家にとっては、その資金量が分散化を可能にするほど豊かではなかったり、分散効果の事前的測定などの困難さを克服することは事実上出来ない。その意味で、投資信託制度の存在は、零細な資金にとっても、それを集積することで分散投資のメリットを享受する機会を与えることになるのである。

4. 予想される環境変化と投資信託制度の整備

(1) 高齢化社会の進展と投資信託

やや旧聞に属するが、かつて厚生省の人口問題研究所が発表した調査結果によると、西暦2015年の日本では65歳以上の人口が20%を超えると観測され、大いに話題になった。この時点では、65歳未満が4人で1人の老人を養う計算になるが、65歳未満には就労年齢に満たない者も含まれるから、現実の負担はさらに大きくなる。高齢化社会は、これまでの先進国に例を見ない速度で、我が国に到来する訳である。社会の高齢化は、国家の経済活力を低下せしめ、新たな資産形成よりも過去に蓄積された資産の取り崩しを促すと言われ、現実に欧米諸国からはそうした報告が提出されている。

一方、我が国経済は、所謂バブル崩壊後の長期不況や海外からの圧力などにより、従来の企業社会が培ってきた固有の制度を見直さざるを得ない状況となり、その変革の嵐は既に雇用環境に影響を及ぼしつつある。すなわち、終身雇用制と年功序列制の行き詰まりである。企業が、売上高の伸び率低下をリストラクチャリングによる固定費圧縮によって補う道の選択を余儀なくされ、経営効率性を高めるために早期退職制の採用や実力本位による若手抜擢に本腰を入れ始めたからである。高齢化社会の到来に対応する既存の年金制度に不安が残るだけに、企業がこの面での社会コストを間接的に負担し得

ない状況は、国民が各人レベルで老後に向けて金融資産の蓄積を図るなどの自助努力を強いられることを意味する。

その際、株式などの有価証券は最も効率的な投資対象のひとつと位置付けられるが、個人投資家には資金量や知識などの面で制約が大きく、直接的には有価証券投資に踏み切れない人の方が多いであろう。専門家により運用される投資信託が、投資に伴う様々なリスクを制御し、最大のリターン獲得を狙えるとしたら、これこそ21世紀に向けた成長商品と言っても過言ではないであろう。これはまた、国民の共有財産としての証券市場の有効な活用としての意義を持ち、長期資金の流入は市場の安定化にも資することとなる。併し、投資信託がそうした社会ニーズを満たしていくためには、幾つかの解決されなければならない問題が残されているのも事実である。例えば、投資信託を年金的な商品として機能させるためには、特別な税制上の措置（例えば、無分配型投信の課税繰延べ、積立金の所得控除など）が求められよう。

(2) 近年における制度改革の足跡

我が国の投資信託は、発足以来、幾度もの制度改革を実施してきた。また、そうした改革の裏側では、大蔵省、投資信託協会、証券界などが、相互に或いは個別に、様々な形で研究会などを設営して問題を出し合い、調査・検討を積み重ねてきた経緯がある。

近年では、1988（昭和63）年に大蔵省が「投資信託研究会」を設置し、その成果は翌89（平成元）年5月に「今後の投資信託の在り方について」として纏められている。この報告書に基づき、同年12月に大蔵省は「投資信託委託業務の免許運用基準」を発表したが、これにより外資系委託会社の誕生を見ている。また、投信協会もほぼ前後して制度改革に関わる検討を行い、90（平成2）年3月に「投資信託制度の改善について」という報告書を発表している。

投資信託信託研究会からは、さらに94（平成6）年6月に報告書が提出さ

れ、これを受けて大蔵省は同年12月に「投資信託改革の概要について」を発表し、同時に投信協会は「投資信託改革の実施について」を明らかにしている。これにより、デリバティブズを用いた新商品が95（平成7）年1月以降発売された。なお、大蔵省は94（平成6）年12月に、「投資信託改革の概要について」のダイジェスト版として「投資信託の改革について」を併せて発表している。これには、当局の投資信託に関する現状認識や改革の思想が明示されているので、やや長くなるが以下にその全文を掲げることにしよう。

投資信託の改革について

平成6年12月12日

大 蔵 省

1. 投資信託の現状と投資信託改革の必要性

我が国の投資信託の最近の状況を見ると、公社債投資信託は概ね好調に推移しているものの、株式投資信託は近年の株式市場の低迷もあり、長期間にわたり解約・償還額が設定額を上回り、多くのファンドが元本割れにより償還延長を余儀なくされるといった厳しい状況にある（株式投資信託純資産額：平成元年末45兆5,494億円→平成6年10月末18兆1,351億円、償還延長株式投資信託ファンド数：平成6年10月末現在861本）。

また、近年の金融資産の著しい蓄積、金融・資本市場における自由化、国際化の進展等、投資信託を巡る環境は大きく変化してきており、現行投資信託制度はこれらの環境変化に必ずしも十分に対応できていない面がある。

こうした状況を踏まえ、本年6月22日に投資信託研究会（証券局長の私的研究会）より投資信託改革のための一連の施策が提言され、これを受け当局において証券投資信託協会等と協議しその具体化に向けての検討を進めてきたところであるが、今般以下のとおり投資信託改

革の具体的方策を取りまとめた。

これら投資信託改革のための一連の施策の着実な実施と、日経300先物・オプション取引定着促進策の一環として別途検討を進めている日経300株価指数連動型投資信託（受益証券を取引所に上場する新しいタイプの株式投資信託）により、個人投資家の証券市場への参加の促進、株式市場の活性化が図られることが期待される。

2. 具体的方策の概要

① 運用規制等の抜本的緩和

投資者の多様なニーズに対応するとともに、委託会社の商品開発や資産運用についての創意工夫が十分に発揮されるよう、先物・オプション取引に係る規制の見直しをはじめとして投資信託の資産運用や収益分配等に関する現行の規制を原則自由化の考え方にに基づき抜本的に緩和する。

② 投資信託のパフォーマンス評価

個々の投資信託のパフォーマンスの良否等を投資家が分かりやすく把握しうよう、今般の投資信託改革を受けて明年1月以降設定される「新しい株式投資信託」（各委託会社1～2本）について証券投資信託協会が定期的に運用成績等を記載した表を作成し公表するとともに、既存ファンドの運用成績の公表についても来年度以降実施を目処に改善を行う。

③ ディスクロージャーの充実

投資信託の商品性や運用内容、運用結果等についての投資者の理解、納得が得られるよう、基本的な運用方針や収益分配方針の明確な記載、アセット・アロケーションの変更や主要売買銘柄など運用経過の具体的記載などによりディスクロージャーを充実する。

④ 公正取引ルールの整備

委託会社の適正な資産運用を確保するため、関係証券会社等の売

買手手数料を確保するために行う短期売買等、委託会社の忠実義務違反となる行為を新たに省令上の禁止行為とする。

⑤ 外国投資信託の国内販売

外国投資信託の我が国投資者への販売に係る行政当局の指導について、一部見直しを行うとともに透明性、実効性を高めるためにこれを通達として公表する。

⑥ 委託会社の免許運用基準の見直し

投資信託市場における一層の競争促進等を図るため、委託会社の免許運用基準について、一定の要件を満たす投資一任会社が投信法に基づく免許を受けて投資信託委託会社となることにより投資信託委託業務を営むことを認める等に見直しを行う。

(注) 会社型投資信託や私募投資信託については引き続き検討を行うこととする。

3. 今後の予定

今後、当省において所要の省令、通達の改正、また証券投資信託協会自主ルールの改正等を速やかに行い、投資信託改革の円滑な実施を図っていくこととしている。

このように、我が国経済や投資環境を巡る変化に対応して、制度改革が進行している。これらの具体的内容のうち、主要なものを紹介することにしよう。

(3) 94年12月の制度改革

① 公正取引ルールの整備

委託会社の適正な資産運用等を確保するため、行為準則省令が改正され、新たに以下の行為が省令上の禁止行為として定められた。

イ. 関係証券会社、販売証券会社等の売買手数料増加のための短期売買。

- ロ. 先物・オプション取引等によるファンド間の利益の付け替え。
- ハ. 関係証券会社等の引受シコリ玉（引受けられた有価証券の取得申込みが予定した募集額に達しないもの）の取得。
- ニ. 関係証券会社が主幹事となって行われるファイナンス銘柄（時価跋行増資等を予定している企業の株式等）について、作為的な相場形成するために行う当該銘柄の売買。
- ホ. 委託会社が利害関係人による顧客へのバックファイナンスが行われていることを知りながら、当該顧客に受益証券の直接販売を行うこと。
- ヘ. 委託会社が直接販売を行った顧客に対して行う損失補填。

② 外国投資信託の国内販売

我が国経済が、高齢化社会の到来など、成長制約を強めるなかで、アジア地域に象徴されるように、今後も高い経済成長を見込める国も多い。これらの地域の投資信託については、一部が既に大阪証券取引所に上場されているものの、一段の開放を求める声も強まりつつあった。

これらに鑑み、今般の改革では、外国投資信託（所謂カントリー・ファンドを含む）の我が国投資家への販売に関する行政当局の指導について見直しが行われ、その透明性・実効性を高めるための通達が提示された。

まず、外国投資信託の公募での国内販売については、以下の要件が満たされていることが必要である。

- イ. 基準価額の値段が外貨建てで、円資産の組み入れが50%以下であること。
- ロ. 我が国『証取法』上の有価証券に相当する証券等への運用割合が50%以上であること。
- ハ. 当該外国投資信託の当初募集時における海外での募集額が、募集総額の6分の1以上であること。但し、日系の資産運用会社が主たる資産運用者である場合には、当初募集時の海外での募集額が募集総額の2分の1以上であること。

また、外国投資信託の私募での国内販売については、我が国の投資家数が

2名以上であって、上の最初の2つの条件を満たすことが必要とされる。

③ 委託会社の免許運用基準の見直し

投資信託の委託会社については、従来から自由化が促進され、外資系、銀行系など、このところ急増傾向にある。今回の改革では、投資信託市場における一層の競争促進等を図るため、一段と踏み込んだ見直しが行われた。

まず、委託会社の最低資本金を3億円とする従来の基準を撤廃し、その代わりに「純資産が法定上の最低資本金である5千万円を開業後に下回ることがないと見込み得る額の資本金を要する」という基準が設けられた。

また、投資一任会社（投資顧問会社）は、直近3年間における一任契約資産残高が3,000億円以上であること等の要件を満たしていれば、『投信法』に基づく免許を受けて委託会社に衣替えすることが可能となった。一方、既存の委託会社と投資一任会社との合併については、合併後の会社の内容が委託会社の免許運用基準や投資一任会社の認可基準を満たす場合に認められる。なお、直近3年間の運用資産残高が3,000億円以上である等の要件を満たす委託会社については、有価証券に関わる投資顧問業の規制等に基づく認可を受けて投資一任業務を営むことが出来ることとされる。これらの措置により、例えば、証券系で委託会社と不採算投資顧問会社を擁する場合、グループ内で合併を行うなどのリストラ対策実施に選択肢が広がることとなった。但し、同一会社での投資信託委託業務と投資一任業務との併営による弊害発生防止の観点から、両業務のファンド間の利益の付け替えは省令上の禁止行為とされている。

5. 会社型投資信託への展望

(1) 過去の検討経緯

会社型投資信託の我が国への導入については、過去幾度も検討が重ねられてきた。この辺の事情については、1993（平成5）年5月に日本証券業協会大阪地区協会の中小証券経営研究会が纏めた「株式投資信託」という報告書

に詳しく述べられているので、以下ではその記述に基づいて、これまでの検討経過を振り返ってみよう。

第2次世界大戦後の1948（昭和23）年、米国の『1940年投資会社法』に範をとって、大蔵省が「証券投資会社法案要綱」を提出した。そこでは、第1種証券投資会社として会社型投信、第2種証券投資会社として契約型の委託会社が想定されていた。その背景には、当時の『企業再建整備法』に基づく大量増資による株式の供給過剰が懸念され、その受け皿としての役割が投資信託に期待された側面がある。そのため、ここで想定する投資会社には引受業務も含まれていたが、その点が問題視され、GHQも時期尚早であるとして反対したことから、結局この構想はついでた。

次いで、1955（昭和30）年、当時兼業として投信業務を行っていた証券会社の集まり「委託会社打合会（通称、委託者会）」が会社型投信の検討を行っている。当時は、発足直後の単位型投信がスターリン暴落（1953年）の影響で低迷していたが、その打開策として導入が検討された。ただ、商法や独禁法などの法制上の課題が多く、投信不信の打開策として実施された単位型投信の償還延長や追加型投信の制度改善が行われた後、市況も回復に転じたことから、会社型投信の構想は自然消滅した。

1962（昭和37）年には、「証券取引審議会」において会社型投信の導入が検討された。当時は、投資信託の急膨張が著しく、そうした中で受益者保護の見地から、株主総会で株主の発言権が保証されている会社型投信が注目されたのであった。併し、諸外国の例でも株主総会が殆ど形骸化しており、会社型導入のメリットに乏しい、という反対意見もあり、結局は実を結ばなかった。

その後、我が国の株式市場は証券不況に見舞われる。株価は低迷し、単位型の解約による組み入れ株式の売却がさらに株価下落を加速し、それがまた投信の解約を促すという悪循環に陥った。その打開策として、1964（昭和39）年に証券業協会と投信協会により、クローズド・エンド型の会社型投信の導

入が検討されるに至った。凍結株の保有機関である日本共同証券、日本証券保有組合を会社型投信に改組したり、新たな会社型投信を設立してそこに凍結株を肩代わりさせる方法まで検討された。けれども、法制上の問題に加えて、クローズド・エンド型会社型投信の市場性の条件整備などが課題とされ、結局構想のままに終わった。

1968（昭和43）年には、証券取引審議会と投信協会が、新たに機関投資家を育成し、証券市場に厚みを加えるという視点から、会社型投信が検討された。証券取引審議会は、会社型投信の導入が商品の多様性や国際的な整合性の観点から意義があるとして、積極的であったという。これに対して、投信協会は、法制上の問題や現行の契約型投信への影響などを理由に消極的であったようだ。このため、ここでも会社型の実現には至らなかった。

証券取引審議会では、1976（昭和51）年にも、機関投資家の役割向上と長期安定資金を市場に導入する観点から、改めて会社型投信の導入が議論された。諸外国では会社型が主流であり、安定した資金運用が可能であるなどのメリットが主張されたが、半面、税法上の制約や株主総会運営上の問題など難点も多いことが指摘された。

さらに、1989（平成元）年には、大蔵省証券局の「投資信託研究会」において、運用の安定性や国際的整合性の見地からの検討がなされた。特に、①クローズド・エンド型はファンドの資産が減少せず、長期的・安定的な運用が可能であること、②会社型は諸外国で普及している制度であり、投信の国際間相互販売の促進に繋がること、などが強調された。

そして、1994（平成6）年央に提示された「投資信託研究会」の報告書においては、89（平成元）年における議論を繰り返しながら、現状では解決課題が多く会社型の導入は困難であるが、今後の環境変化の状況に応じ、引き続き検討されることが望ましい、としている。94年末に提示された大蔵省による制度改革の概要にも、そうした趣旨が盛り込まれている。

(2) 会社型投資信託導入への解決課題

会社型投資信託制度の導入に関わる議論を歴史的に眺めると、その中身が微妙に変化していることが判る。先ず、1965（昭和40）年の証券不況に至る頃までは、市況対策としての意味合いが大きかったように思われる。従って、この問題を議論している間に市況が好転すれば、議論する意義が薄れ自然に立ち消えになっていくケースが多かった。併し、時代の推移に伴い、次第に投信商品の多様化や国際的整合性の見地から検討が施されるようになっていく。

ただ、何れにしても、会社型投資信託の我が国への導入については、常に制度上の制約が実現化への桎梏となっていたことが看取出来る。すなわち、『独禁法』、『投信法』、『税法』、『商法』などの調整が解決課題として指摘されているのである。

先ず、『独禁法』については、我が国では持ち株会社が禁止されているという規定（同法第9条）の変更が必要となる。

次に、『投信法』に関連する問題としては、投資家保護の見地から個々の会社型投信の設定、運営について、行政当局の承認審査、監督、検査などが円滑に行えるかどうか、という運営上の課題が指摘されている。

第3に、『税法』に関しては、先ず既存の契約型投資信託の場合、信託財産段階における収益は非課税とされ、投資信託の収益金が分配された段階で、個人、法人等に帰属する各々の所得として課税される仕組みとなっている。これに対して、会社型投資信託の場合、会社に帰属する収益については、税法上の特例がない限り、収益分配前の段階で一般の法人と同様に課税されることになる。しかも、その後には分配金が株主（＝投資家）に配当として支払われた段階で、その所得にも課税されることとなる。つまり、投資家にとっては、これにより収益の低下を余儀なくされることになる。諸外国においては、こうした点を解決するために、税法上の特別な措置が講じられている。

最後に、『商法』上の問題としては、先ず株主（投資家）の分散に伴う株

主総会の招集要件の緩和（同法第256条の2，第343条）を進める必要がある。また、オープン・エンド型の会社型投資信託の場合、自社株保有の必要性発生に伴う、この面での制限の緩和（同法第210条）、ファンドの資金増減に伴う増資・減資手続きの円滑化（同法第375条）などが促進されなければならない。

こうした制度的制約の存在に加えて、例えばクローズド・エンド型会社型投資信託の場合、安定的な運用が確保されるメリットが唱えられている半面、そうした仕組みは現行の契約型投資信託においても設定が可能、との指摘もある。

ただ、国際化、自由化の流れは証券化（セキュライゼーション）を加速し、それに伴って投資家のニーズも多様化している。また、既に大阪証券取引所に、クローズド・エンド型会社型投資信託であるカントリー・ファンドが上場されていること、などを考えあわせると、会社型投資信託制度の導入は時代的要請とも評価出来る。今後、国民経済的な視点から、十分に議論を重ねることが求められよう。

その点、1995（平成7）年5月に発足した「日経300株価指数連動型上場投信」は、会社型投資信託制度導入へ向けた第一歩を踏み出した商品とも捉えられる。従来の投資信託との相違点は、①全国8証券取引所に上場され、株式と同様に売買される、②従って、ファンドの解約や換金は、原則として取引所における売買によってのみ可能である、③名義登録を行わないと分配金を受け取ることが出来ない、④税制も株式と同様のものが適用される、などである。商品性格としては、「日経300指数」への連動を目指したインデクス・ファンドであり、信託財産は同指数の採用銘柄に、指数と等しいウエイトで投資される。我が国では初めての「契約型上場投資信託」であり、今後の会社型制度導入に関する議論にも大きな影響を与えそうだ。

6. 新たな発展に向けて

バブル崩壊後、株価下落による単位型株式投信の元本割れ償還を回避するため、償還延長措置が講じられてきた。これは、1992（平成4）年1月以降に元本割れで償還期限を迎えるファンドについて採られた措置であり、運用期間の3年延長が実施された。これらは1994（平成6）年末現在の大手四社だけでも、900本弱、純資産総額で2兆5,000億円に及んでいた。ところが、95（平成7）年に入って、俄に償還延長を見直す機運が高まった。それには相応の理由が認められるものの、これら一連の対応は今後に大きな課題を残した。

例えば、単位型投信は、毎月定期的に募集・設定が行われ、一定金額を一定期間投資する商品であることから、投資家にとっては比較的応募し易い商品であり、証券会社も販売に注力してきた。併し、このような商品特性は貯蓄性商品とも近く、投資家の中にはこれらがリスク商品であるという認識が希薄な層も含まれていたのではないかと推測される。そうした誤解には、投資家の認識不足、投信販売員の説明不足なども与かっていると思われる。また、単位型投資信託にはクローズド期間が設けられているため、その間の換金性に劣る。このため、投資家はファンド購入時点で、当該投信を購入するか否かの判断をするしかなく、その後はクローズド明けまで自己の相場観を商品売買に反映させることが出来ない、という商品設計上の問題もある。こうした枠組は、元本が保証される貯蓄性商品であれば問題はないが、株式投信のようなリスク商品の場合、投資家へ不満を与える懸念があると思われる。

ところで、証券投資については、投資家の側には「自己責任原則」の徹底が望まれ、販売サイドには「適合性原則」の遵守が求められる。自己責任原則とは、「証券投資に関わる売買は、飽くまでも投資家の自由意思に基づいて行われ、その結果生じる利益と損失は全て投資家に帰属する」という原則である。一方、適合性原則とは、「証券営業に際して、投資家の年齢、投資

知識や経験、資産状況、投資目的、投資資金の性格などに照らし、どのような商品が適合するかを常に判断しながら勧誘を行う」という原則である。適合性原則が忠実に守られて、初めて自己責任原則の貫徹が可能となろう。単位型株式投信は、クローズド期間における受益者の自己責任原則を問いたる商品性格を持つだけに、一層適合性原則に沿った商品説明が行われる必要がある。この面では、説明書記載内容や方法の改善に留まることなく、投信販売員に対する教育も重要な課題となろう。こうした努力は、その他の種類の投資信託についても同様に求められる点であることを忘れてはならない。

商品開発についても、先に記した一連の制度改革（規制緩和）に伴い、派生資産の積極的利用が可能となり、それらに特化した商品が相次いで誕生している。これらに、投資信託の品揃え的な意義は認められるものの、そこには大衆資金の統合や分散投資といった、かつて投資信託が標榜した投資哲学・思想の存在は感じられない。これは、バブル崩壊後に投資社会を襲った、現物市場における分散投資効果の限界を背景とした過渡的な現象ではあろうが、もう一度投資信託の原点に立ち帰り、長期的視野に立脚した商品設計を心掛ける必要があろう。その点、海外では事例の見られる、不動産を対象とした投資信託は考慮の余地があるのではなかろうか。現在、金融機関等が抱える不良債権の多くが不動産であることを考えると、この面での整備が進むことでその流動化が促される可能性もあるからである。不動産取引に適度な需給が導入されることは、価格形成上の効率性が高まるほか、依然庭付き一戸建て住宅へのニーズが強い我が国の国民性から見て、投資家にとってのメリットも大きいものと思われる。

以上は、我が国の投資信託が更なる発展の道を歩むために必要なことの一端を記したものである。長期的に見て、投資信託に対する潜在的な需要は極めて大きいものと評価される。バブル形成期は特別としても、個人金融資産の蓄積が進み、資産選択の幅が拡大している中では、多様なニーズを汲み上げていく必要があり、投資信託はその面でも大きな鍵を握る存在である。一

連の制度改革や商品の見直し、新商品の設計なども、こうした視点から行われることが望まれる。

〔参 考 文 献〕

- 『投資信託の実際知識』
坂野幹夫著，東洋経済新報社，1960年7月
- 『アメリカの投資信託』
（財）日本生産性本部，1962年8月
- 『ヨーロッパの投資信託』
（財）日本生産性本部，1965年1月
- 『投資信託の知識』
日本経済新聞社編，日本経済新聞社，1969年5月
- 『国際投資信託』
江口行雄／井上義郎著，東洋経済新報社，1970年10月
- 『近代化を進める投資信託』
日興証券投資信託委託（株），非売品，1971年11月
- 『投資信託読本』
野村証券投資信託委託（株），非売品，1974年10月
- 『信託の知識』
川崎誠一著，日本経済新聞社，1975年6月
- 『投資信託』
井上義郎著，教育社，1978年10月
- 『投資信託入門』
井上義郎著，実業之日本社，1982年2月
- 『現代の投資信託』
和泉満男著，日本経済新聞社，1987年12月
- 『証券投資信託三十五年史』
（社）証券投資信託協会，1987年10月
- 『投資信託』
垂水公正著，日本経済新聞社，1989年6月

- 『今後の投資信託の在り方について』
（財）資本市場研究会，1989年7月
- 『投資信託の現状と課題』
証券団体協議会，1993年10月
- 『投資信託なにが問題か』
上田明之著，東洋経済新報社，1994年3月
- 『魅力ある投資信託を目指して』
（財）資本市場研究会，1995年2月
- 『投資信託の仕組みと改革』
杉崎 博著，東洋経済新報社，1996年4月
- 「証券アナリストジャーナル」
1995年5月号，Vol. 33（特集－投資信託）
- 「証券投資信託月報」
（社）証券投資信託協会，各号
- 「証券投資信託年報」
（社）証券投資信託協会，各号