

銀行の投資信託販売について

佐賀卓雄

要 旨

わが国の投信残高は、バブル崩壊後、単位型の株式投信を中心に減少が続いていたが、ここ数年は公社債投信の増加によって微増に転じてきた。投信の元本割れ、償還延長といった事態を受けて行われた95年の大幅な投信改革は、その後、多彩な商品を生み出すとともに、投信業務への新規参入、運用力の強化を目指した投信委託会社と投資顧問会社の合併が相次いでいる。しかし、これらの変化にもかかわらず、投資信託は依然として個人の資産運用の有力な手段になっているとはいえない。

わが国の戦後の投資信託制度は、沿革的には財閥解体にともなう放出株の受け皿として、いわば市況対策的な措置としてスタートしたという不幸な歴史をもっている。また、株式ブローカレッジが業務の中心であったわが国の証券会社にとって、投資信託は販売手数料、売買手数料、信託報酬の一部、を手にすることができうま味のある業務であった。これらの歴史から理解されるように、わが国の投資信託は基本的には投資家のためではなく、証券市場および証券会社のための商品という特徴をもっていたといえる。

したがって、投信改革は投資信託を投資家のための商品として育成するという視点を徹底させることが基本である。現在、証券取引審議会において引き続き検討されている投信改革の中で、銀行の投信販売は証券会社と投信委託会社の直販に限られている販売チャネルを多様化し、投資家層の拡大につながる可能性をもっている。しかし、そのためには投資家が同時に様々な商品を比較、選択できるように、チャネル間の競争を促進することが必要である。

目次

はじめに

- I. わが国投資信託の現状
- II. 投資信託の改革と効果
 - 1. 投信改革の内容
 - 2. 投信改革の効果

- III. 銀行の投資信託販売の効果と問題点
 - 1. 銀行の投信販売 - 背景と経緯 -
 - 2. 参入方式
 - 3. 期待される効果と問題点
- おわりに

はじめに

1980年代後半に株式投信を中心として急増した投信残高は、その後、とりわけ単位型株式投信の激減によって投信全体としても減少が続けたが、ここ数年は公社債投信の増加によってようやく減少に歯止めがかかった感がある。この間、元本割れ、償還延長という事態の発生を背景として、95年に広範囲にわたる投信改革が行われ、ようやく本格的な改革が進められた。この結果、投信商品の多様化、ディスクロージャーの充実、投信業務への新規参入などが実現し、わが国の投資信託も個人金融資産、年金資産の受け皿となるべき本格的な資産管理業への脱皮の端緒が開かれたように思われる。しかし、現在までの所、バブル崩壊の過程で証券市場から離散した個人投資家を呼び戻すほどのインパクトは及ぼしていないというのが実情であろう。このため、96年春からの証券取引審議会においても、更なる投信改革に向けた議論が行われている。

振り返ってみれば、わが国の戦後の投資信託はそもそも財閥解体にともなう放出株の受け皿として、市況対策の一環としてスタートしたという不幸な歴史をもっている。こうした発想はその後も続くが、その象徴が1961(昭和36)年に認められた公社債投信であった。金利が規制

され、したがって公社債流通市場が存在しない下で、募集金額の一定割合を新発債に向けるといふ、いわば産業資金調達に極端に偏向したいびつな商品は、金融引き締めによる換金売りの増加によってその矛盾を露呈する。また、証券会社にとっては、系列投信委託会社から注文を受けることによって委託手数料が入るため、全体として投信業務は販売手数料、委託手数料、信託報酬をもたらす「一粒で三度おいしい商品」といわれた。このように、わが国においては、投信はなによりも証券市場および証券会社のための商品であり、投資家の立場にたって企画、設計された商品ではなかった。

それにしても、市況が右肩上りであれば、投信もそれなりのパフォーマンスを記録し、残高も増加する。その意味で、バブルの時期に株式投信を中心として残高が急増したのは当然であった。逆に、マーケット自体が低迷している時には、投信のパフォーマンスが悪くなるのも当然のことである。ところが、わが国ではもっぱら小口の零細な資金をどのように証券市場に誘引するかということが最大の関心事であり、それに沿って投信を貯蓄商品に擬して設計してきた。このため、ベンチマークを基準として投信のパフォーマンスを相対的に評価するということが定着しておらず、本来価格変動リスクをもつ投信について、元本割れが大騒ぎとなり、償還延長といった手続きが採られるのである。こ

のこと自体、関係業界が投信という商品についての投資家やマスコミの認識を根本から改めるための努力が必要なことを示している。

このような根の深い問題があるにしろ、確実に到来する高齢化社会を控えて、資産管理業として投資信託を育成していくことは急務である。本稿では、ここ数年の投信改革の動きを追いながら、その中で販売チャネルの多様化につながる可能性をもつ、銀行の投信販売について検討してみたい。

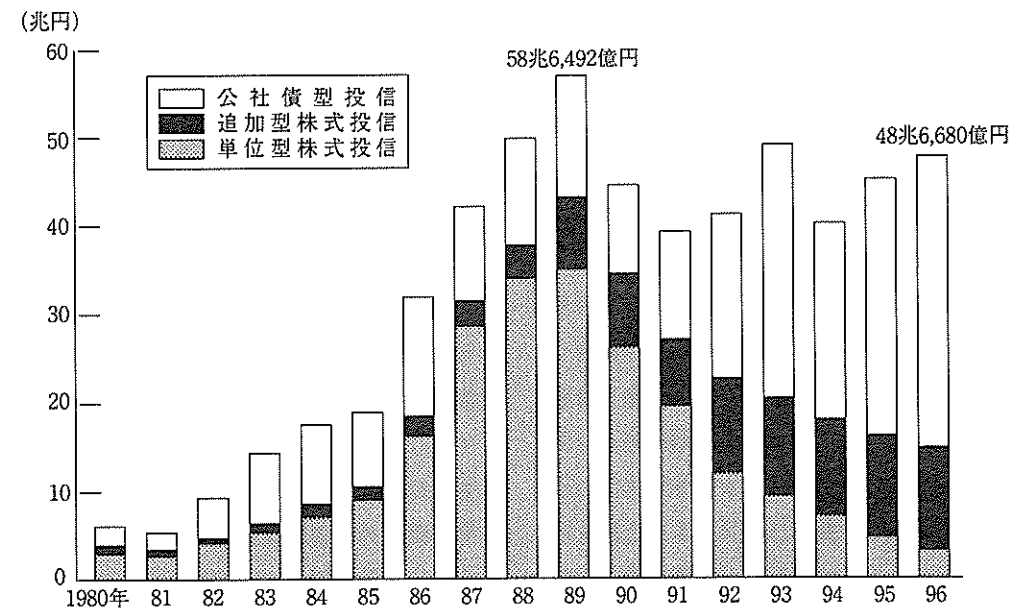
I. わが国投資信託の現状

わが国の投信残高は、1989年に58兆6,492億円のピークを記録した後、単位型株式投信の設定額の減少、解約の増加によって、91年には41兆4,738億円まで減少する。特に、株式投信は89年の45兆5,494億円から96年の12兆7,797億円へと、約4分の1に減少した。ただし、公社債投信残

高は92年から登場したMMFの効果もあって増加しているため、投信全体としては95年から増加に転じ、96年には48兆6,680億円まで回復している(図1参照)。この間、元本割れ株式投信については償還延長措置が採られたが、その後も株価が低迷を続けたため、償還期限を迎えた投信についてはそれ以上の延長措置は採らないことになった。

そもそも、投資信託は、零細な投資家、情報を自分で分析する能力や時間のない投資家、あるいは自らの投資判断だけでは満足できない投資家などが、専門家に資産運用を委ねる集合投資スキームである。それは投資家のニーズに合わせて多様なメニューを提供できることが最も優れた特徴ではあるが、リスクの低減だけを目的にしている訳ではない。短期金融商品を中心に組み込んでほとんどノンリスクに近いものもあるが、商品によっては、高いリターンを狙ってむしろ積極的にリスクを採るものもある。し

図1 わが国投資信託の残高推移



(出所) 『証券投資信託月報』より作成。

たがって、そのような多様な特徴をもつ商品について、元本割れが問題視され、償還延長措置が採られること自体、わが国投資信託の歩んできた歴史、そして現在も抱えこまざるをえない問題を象徴的に示しているといえる。それはともかく、投資信託がこのような状態にあるため、個人金融資産が1,200兆円を超えた現在でも、その過半は定期性の預貯金で運用され、投資信託は95年末でわずかに2.8%を占めるにすぎない。わが国とは対照的に、87年のブラック・マンデーによる中断はあったものの、80年代前半から現在まで、株式市場が好調に推移しているアメリカでは、投信（ミューチュアル・ファンド）残高は95年には預金残高を超え、個人金融資産に占める割合も8.2%に達している。もちろん、両国の投資信託をめぐる対照的な姿は、そのパフォーマンスを左右する証券市場の状況による所が大きいのはいうまでもない。しかし、それを認めたとしても、依然としてわが国の投資信託がこれまで投資家のための商品であるよりは、どちらかといえば証券市場の市況対策および証券会社の手数料稼ぎのための商品であって、そのことが個人投資家の資産運用の受け皿として確固たる評価をうることを妨げてきたことを指摘しない訳にはいかない。

アメリカと対比しつつ、いくつかの側面をあげよう。1960年代から70年代にかけて、アメリカの学会では、市場ポートフォリオのパフォーマンスをベンチマークとして投資信託のパフォーマンス評価が活発に行われた。その結果は総じて投資信託にとって厳しいものであり、専門家が運用する投資信託のパフォーマンスは市場ポートフォリオのそれをコンスタントに超えてはいないというものであった。かくして、70年代前半からの市況の低迷も手伝って、マーケッ

ト・インデックスを模写したインデックス・ファンドが登場することになった。逆に、80年代になって市場が活況を呈してくると、運用技法は洗練化され、各運用会社はパッシブ、アクティブ運用を柔軟に組み合わせて、特色をもった運用戦略を展開している。また、1940年投資会社法によって、アメリカの投資会社は詳細なディスクロージャーを義務づけられているが、それらを加工して投資家が容易にパフォーマンスを判断し、商品を選択できるような情報を提供する民間評価機関が活動している。さらに、70年代前半には、投資会社の直販の方法でコストを抑えることによって、ノーロード型の投信が発売された。これには、75年の株式委託売買手数料の自由化（「メーデー」）によって、業務の多角化を余儀なくされた証券会社が投信業務に参入し始め、競争によって投信の手数料も低下したことも寄与している。その後、保険会社、銀行などが投信業務に参入し、投資家は多様な販売チャネルを利用することができるようになった。80年代初めには、投信業界のマーケティングの中心は、投信に流れ込んだ資金の囲い込みを狙って、ファンド間の乗換えをノーロードあるいはローロードで認めるファンド・ファミリーに置かれた。これによって、投資家は市況の先行きに自信がもてない時や、金利の上昇が予想される時には、いったんMMFのような短期投信にスイッチして様子を見ることができるようになり、資金が投信商品間の移動によって外部に流出することが防止された。このように、アメリカの投資信託は絶えざる商品開発、販売方法のイノベーションを積み重ねることによって、現在の隆盛を迎えることができたのである¹⁾。

わが国の現状はそれに比較すべくもない²⁾。95

年の投信改革まで、投資信託のディスクロージャーは十分ではなく、学会レベルを含めても、これまで投信のパフォーマンス評価は活発に行われてきたとはいえない。また、投信商品を選択するに際して、投資家が参考にすべき客観的で簡潔な情報も提供されていなかった。唯一の販売チャネルであった証券会社は、外資系投信商品は別として、系列の商品しか扱わず、しかも販売手数料の高いものに営業の重点を置いたから、投信の人気もパフォーマンスにはなく、販売手数料の料率に連動していた。単位型投信の場合には、証券会社は手数料収入を増やすためクローズド期間が過ぎると乗り換えを勧めたから、基準価格が上昇しているものほど解約が増加した。これでは、ファンド・マネージャーが運用の手腕を発揮できる余地はない。また、このような状況では、ストック（残高）を重視した戦略が採用される余地もなかった。

わが国の投信の現状は、証券市場および証券会社の歴史と絡み合っただけで生みだされている。したがって、それを真に資産運用業として蘇生させるためには、その改革も包括的なものにならざるをえない。直接には、元本割れ、償還延長という事態を受けて実施されたものではあるが、95年の投信改革はこうした方向に向けた第一歩と評価される。次に、その内容と効果を取り上げよう。

II. 投資信託の改革と効果

1. 投信改革の内容

1995年の投信改革は、67（昭和42）年の証券投資信託法の改正に次ぐ内容・規模のものであった。バブル崩壊後の元本割れ、償還延長に対

する起死回生の策として実施された投信改革であったが、現在までの所、少なくとも数字でみるかぎりには株式投信を中心とする投信残高の減少に歯止めをかけ増勢に転じさせるほどの効果をもたらしたとはいえない。最初に、この改革の内容をみよう³⁾。

94年12月に大蔵省と証券投資信託協会から公表された投信改革案は大きく5点からなる。それは、(1) 運用規制の緩和、(2) ディスクロージャーの充実、(3) 公正取引ルールの強化、(4) 投信のパフォーマンス評価、(5) 委託会社の免許運用基準の見直し、である。

(1) 運用規制の緩和

投信の運用規制は、投信法第17条（委託会社の行為準則）を受けて定められた「委託会社の行為準則に関する省令」において同一銘柄保有割合の上限が定められ、「投信協会申し合せ」により投資対象、先物・オプションなどに関して規定されている。今回の改革では、株式を除いた公社債、CPなどのすべての有価証券について、委託会社単位での同一銘柄保有割合の上限規制が撤廃された。第2に、今回の改革の目玉として、従来、ヘッジ目的に限定されていた先物・オプション取引をヘッジ目的以外に利用することを認めた。第3に、ファンド純資産総額の10%まで私募債の組入れを認めた。第4に、投信の外国有価証券への投資対象は投信協会が指定する市場に限られていたが、この指定市場制度を廃止し、原則的にどの国の証券取引所に上場している有価証券にも投資できるようにした。第5に、純資産の5%まで他社の投資信託証券に投資できるようにした。最後に、証券化関連商品が投資対象として認められた。その他、FRA（金利先渡取引）、FXA（為替先渡取引）の利用

が認められ、株価変動準備金の積立に関して投信協会の規則を廃止し、収益分配面での自由度を広げた。

これらの緩和措置によって、投信の運用に関する規制はほとんどなくなり、多様な特性をもつ商品の開発や自由な資産運用が可能になった。

(2) ディスクロージャーの充実

投資信託の受益証券説明書は証券投資信託法によって作成が義務づけられているが、その具体的な記載項目については投信協会の自主ルールが定めている。今回の改革では、投信の運用方針や収益分配方針の具体的な説明がより一層充実し、信託報酬の内訳も新たに開示されることになった。

信託財産の運用報告書についても改善され、アセット・アロケーションの変更時期、変更の程度、変更理由、また主要な売買銘柄のリストが新たな項目として加わった。

(3) 公正取引ルール

委託会社の行為規制については「準則省令」において具体的な項目が定められているが、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、関係証券会社等の引受けしこり玉の取得、委託会社の直販の場合の、顧客の損失補填など、が新たに禁止事項として追加された。

(4) 投資信託のパフォーマンス評価

これまでも投信協会の運用成績公開制度は存在したが、アメリカのようにリッパー社やモーニングスター社のような民間の評価機関はなかった。今回の改革では、さしあたりは投信協会の制度をより分かりやすく充実したものにする

ことになった。民間の評価機関に対しては、投信協会が基礎データを提供することにした。

(5) 委託会社の免許運用基準の見直し

直近3年間の一任契約資産残高が3千億円以上であることを条件に、投資一任会社は投資信託の免許を取得できることになった。さらに、委託会社と投資一任会社の合併については、合併後の会社の内容が認可基準を満たす場合には、認められることになった。

なお、会社型投信、私募投信については、引き続き検討することとされた。

その後、1996年春に始まった証券取引審議会は11月に「論点整理」を公表しているが、ここでは「投資対象」で投資信託、「市場仲介者」で資産運用業が、それぞれ検討項目としてあげられている。さらに、97年1月に大蔵省がまとめた「規制緩和推進計画の見直し・検討状況」では、いずれも検討中となっているが、投信委託会社の参入に係る規制（免許制）の見直し、および参入要件の緩和、投資信託に係る信託約款の個別承認制度の見直し、投資信託の販売の多様化、私募投信の解禁、投信委託会社の外国関連会社等への運用の外部委託、投資信託による未登録・未上場株式への投資、会社型投信導入のための環境整備、中期国債ファンド・MMFに係る規制の見直し、があげられ、最後の項目を除いて、97年度中に結論が出される予定になっている。これとは別に、与党の自由民主党の行政改革推進本部は96年3月に「規制緩和推進重点事項」を発表したが、このうち投資信託に係る規制緩和項目として、(1) 銀行窓口での販売の導入（97年6月までに結論）、(2) 未公開株式への投資解禁（97年度のできるだけ早期に解禁）、(3) 投信委託会社の外国関連会社等への

運用の外部委託（97年6月までに結論）、(4) 私募投信の解禁（97年6月までに結論）、(5) 信託約款の個別承認制度の見直し（97年6月までに結論）、(6) 投信委託会社の参入に係る規制の見直し（97年6月までに結論）、をあげている。

このように、いわゆる「日本版ビッグバン」の中でも投信改革に相当の比重が割かれていることが明らかである。95年の広範囲にわたる改革に続いて、与党、政府が更なる投信改革に取り組む姿勢を鮮明にしているのは、次にみるように投信残高の減少にはようやく歯止めがかかったものの、投信の魅力を上昇して金融市場の空洞化を防ぐとともに、来るべき高齢化社会に向けて資産管理業の競争力を高めることを意図している。

2. 投信改革の効果

それでは、今回の改革の効果はどうであったのか。結論的にいえば、大きな変化の見られた点や、改善された点も多いが、投資信託が個人金融資産の受け皿として十分な魅力を備えるほどのインパクトはなかったといえよう。例えば、ディスクロージャーの内容の充実や、投信のパフォーマンス評価の改善はみるべき成果といえる。まだ、十分な市民権をえているとは言えな

いが、アイフィス・リミテッドのような民間評価機関が設立され、パフォーマンスの評価を始めたのも改革の成果といえる。

特に、運用規制の大幅な緩和を受けて、デリバティブを活用したファンドが多数登場したことは注目される。これらは大きくは「ブルーベア・ファンド」と「TAAファンド」に分けられるが、いずれもデリバティブを利用してレバレッジをきかせ、ハイリスク・ハイリターンを目指す点に特徴がある。また、デリバティブを利用することによって、下げ相場の時に利益のあがるような商品が設計されるようになった。投資信託協会の調べによると、デリバティブを積極的に利用するファンドは96年11月末で22社180本、その残高は約1兆6,185億円に達している。これは投資信託全体の約3.3%に相当する。また、これらのファンドの大半は株式投信に分類され、その数は170本、残高は1兆5,408億円で、株式投信全体の11.4%を占めている。また、これまで28カ国37市場に制限されていた外国有価証券投資についても、全面的な規制の撤廃を受けて、エマージング市場や金鉱株、資源株に集中的に投資するグローバル・ファンドもいくつか売り出されている。

さらに、投資顧問と投信の兼営が認められた

表1 投資信託会社数と運用純資産残高

	委託会社数		運用純資産残高とシェア			
	94年末	96年末	94年末		96年末	
			残高(億円)	シェア(%)	残高(億円)	シェア(%)
・証券系 (うち大手4社)	16	16	415,903 (309,569)	95.8 (71.3)	453,548 (355,946)	93.2 (73.1)
・外資系	5	14	9,524	2.2	11,732	2.4
・銀行系	7	8	8,655	2.0	17,358	3.6
・保険系	0	1	0	0	4,040	0.8
計	28	39	434,083	100.0	486,680	100.0

(資料) 投資信託協会
(出所) 杉田浩治「投資信託制度改革後の変化と今後の課題」(『証券アナリストジャーナル』[1997]、所収)。

ことによって、外資系の投資顧問が次々と投信業務に乗り出し、投信委託会社の数も94年末の28社から96年末には39社に増加（このうち、外資系の投信委託会社は5社から14社に増加）し、投信業務への新規参入が活発になってきた（表1参照）。また、「日本版ビッグバン」を控えて外資系投信会社との競争が激化することが予想されるため、資産運用力の強化を目指して、投信委託会社と投資顧問会社の合併の動きも顕著になってきた。野村証券投資信託委託と野村投資顧問、第一勧銀系の朝日投信委託、第一勧業投資顧問および勸角投資顧問の3社が、いずれも今年10月をメドに合併することになった⁵⁾。

このように、今回の投信改革は一定の成果をもたらしたことは評価されねばならない。しかし、数字を見る限り、肝腎の個人金融資産の運用対象としての認知度の向上、投信残高の増加には結び付いていないことも確かである。これには市場環境が一向に好転せず、証券投資のパフォーマンスが悪すぎたということも大きな原因であるため、その責を投資信託の魅力の乏しさにばかり負わせることはできない。それにもかかわらず、低金利下で行き場を失った個人金融資産が外債投資に向かっている現実を見るにつけ、やはり投信の商品性の改善、営業姿勢の是正に向けた関係業界の一層の努力が求められる所である。アメリカのミューチュアル・ファンドが長期にわたるブームを記録し、その残高が預金残高を超えるほどの人気を維持しているのも、70年代の「ボックス相場」の時期に地道に商品性の改善に取り組んだからこそである⁶⁾。

このような脈絡で、銀行の投信販売は販売チャネルを多様化し、競争によって投信業務を活性化させる可能性をもっている。以下では、この問題について検討しよう。

Ⅲ. 銀行の投資信託販売の効果と問題点

1. 銀行の投信販売 —背景と経緯—

1994年に証券局長の私的研究会「投資信託研究会」が投信改革について議論を行った時も、同年12月に大蔵省と投資信託協会が公表した投信改革においても、銀行の投信窓販問題についてはまったくふれられなかった。しかし、これは「古くて新しい」問題であり、時期的には銀行の国債窓販問題と同じ頃から銀行・証券の大きな業際問題の一つであった。まず、その経緯と論点をみておこう。

1983（昭和58）年1月に、都市銀行懇話会は投信業務への参入を本格的に検討した。この背景には、都市銀行が大量の国債引受けによって資金ポジションを悪化させ、売却損を覚悟で売却せざるをえないのに、証券会社はその国債を利用して高利回りの国債投信商品を販売し、顧客の銀行離れが進んでいたことがあった。また、同年4月から国債窓販がスタートするにあたって、その受け皿を整備しておきたいという思惑もあった。翌年2月、都銀12行が共同出資の形で運用を行う投信委託会社、受益証券の販売会社を設立し、銀行の窓口で顧客の書面による注文を共同販売会社に取り次ぐという内容の要望書を大蔵省に提出した。しかし、大蔵省は時期尚早としてそれを検討しなかったため、要望書は「出し放し」の状態になった。その後、証券会社に対しては、85年にCD流通業務が認可、87年にCP発行が解禁され、さらにCDやCPを組み入れた投信を販売できるようになり、短期金融市場への参入が進んでいるため、イコール・フットINGの観点から投信業務についても銀行、

証券の相乗りであるべきと要望した。参入方式については、この時期には多くの都銀が既に系列証券をもっていたことから、これらの系列証券に注文を取り次ぐという案であった⁷⁾。

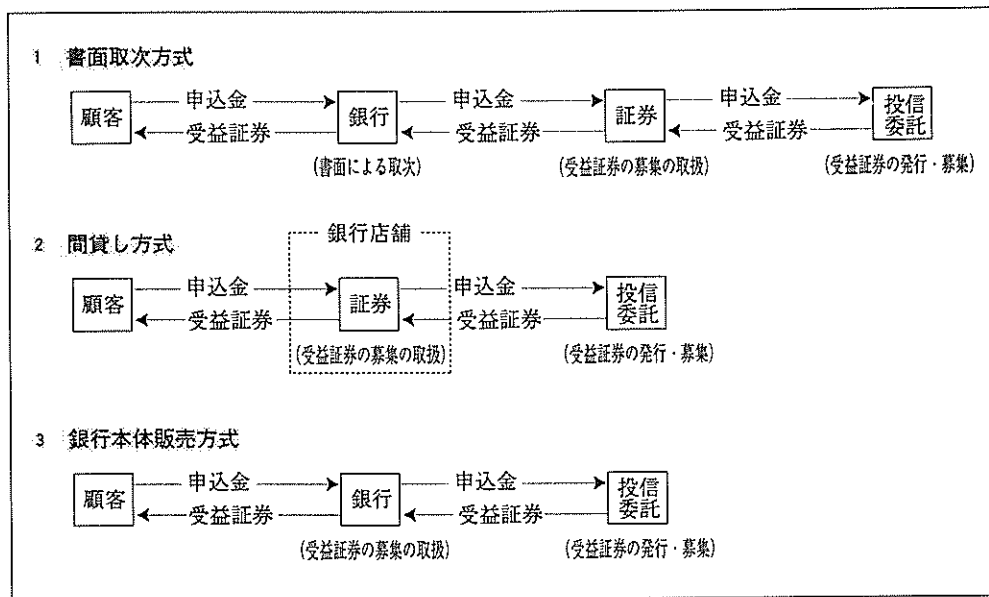
さらに、93年の金融制度改革によって銀行の証券業務参入が認められたとはいっても、自前では証券子会社を設立する力のない地方銀行を中心として、「書面取次ぎ」による投信業務への参入の要望が行われた。銀行法第10条②の二は、銀行が営むことのできる業務として「顧客の書面による注文を受けてその計算においてする」有価証券売買をあげている。これに対応して、銀行の証券業務を禁止した証券取引法第65条も①の但し書きにおいて、「顧客の書面による注文」を例外としている。さらに、東京証券取引所受託契約準則によると、信託業務を営む銀行が顧客の書面による注文を受けて委託した場合、証券会社が受け取る手数料の20%を得ることができる（附表2）。したがって、法律上は信託業務を営んでいる銀行が顧客の書面による注文を取り次ぐ形で投信業務に参入することには何の問題もないようにみえる。唯一の制約は、信託業務を営んでいない銀行が取り次ぐ場合の手数料の分配をどうするかということである。このため、都市銀行懇話会は既に86年に信託業務を営んでいない銀行が委託者である場合の特別料率を、別途定めるように要望していた。ところが、金融制度改革によって地方銀行は本体あるいは代理店方式によって信託業務への参入が認められたため、信託業務の解釈次第では、地方銀行は有価証券売買への参入による手数料収入を得ることができるようになると考えた訳である⁸⁾。

そこで、問題は再び「顧客の書面による注文」の取次ぎが、いかなる状況を想定して例外扱い

されてきたのかということになる。この例外規定が挿入された1948（昭和23）年証券取引法改正案をめぐる衆議院財政及び金融委員会でのやりとりを当時の議事録でみると、大蔵省は銀行が顧客から当座預金を社債や株式の資金として回してもらいたいという注文を受けた場合を例としてあげ、書面取次ぎ業務は銀行に付随するサービスとして最小限度認める趣旨だ、と説明している⁹⁾。したがって、沿革的には、この規定はあくまで銀行が受身のケースについて顧客の利便性の観点から例外的に認めたものであり、銀行が顧客に有価証券の売買を積極的に勧誘することを想定したものでないことは明らかである。さらに、少し細かな法律論からいえば、投資信託の販売は証券取引法上の「募集の取扱い」であり、ここで問題となっている有価証券の売買ではない。

しかし、この間に銀行・証券の業際問題をめぐる環境も大きく変化した。とりわけ、93年から銀行系投信委託会社の新規参入が認められたものの、販売については92年から認められた投信委託会社の直販を除いては販売を証券会社に頼らざるえなかった。このため、既に参入した銀行にとっては、販売ルートの強化が切実な課題になっている。これらの大手銀行は本体による投信販売への進出を求めており、主として「書面取次ぎ」方式による参入を求めている地方銀行との立場の違いがはっきりしてきた。ただし、98年度中には、これらの三方式が順次、解禁される見通しとなったため、規模や地域特性の差が大きい地銀としては、各行の事情に応じた方式を選択できることが望ましいとしている¹⁰⁾。他方、バブル崩壊後の株式市場の低迷を背景に、投資商品としての魅力に欠ける株式投信を中心に残高が大きく減少したため、販売力

図2 銀行による投資信託販売の形態



(注) (1) 1の図表の「証券会社」に代わって「投信委託会社」が受益証券を発行・募集する方法もある
 (2) 2は銀行店舗内で投信委託会社に間貸し、顧客に受益証券を発行・募集する方法もある
 (出所) 「ニッキン」1997年3月28日

に劣る中堅証券の中には販売チャネルの多様化の観点から銀行の投信販売に対してもかつてほどのアレルギーはなくなってきたように思える。

2. 参入方式

銀行が投信販売に参入するには、「本体販売方式」、「書面取次方式」、「間貸し方式」の三つの形態がある(図2)。

本体販売方式は、銀行自身が証取法上の募集の取扱い、売出または売買により投信の販売を行うのに対して、書面取次方式では既にみたように銀行法および証取法で認められている「書面による取次ぎ」により投信の販売を行うものである。販売以外では、収益分配金および償還金の支払い代行、解約請求の取次ぎ、受益証券の買取り、および保護預りといった業務も併せ行うことが考えられる。また、間貸し方式は証券会社または投信委託会社が銀行店舗内におい

て投信の販売を行うもので、銀行は投信販売には関与しない。

これらの方式で法的に問題となる点を検討しておこう。まず、証取法第65条は第1項で銀行が有価証券の売買等の証券業務を行うことを原則として禁じ、同第2項において例外的に公共債等については銀行による取扱いを認めている。一方、銀行法では、第11条で「…証券取引法第65条第2項各号に掲げる有価証券または取引について、同項各号に定める行為を行う業務を営むことができる」と定めている。したがって、証取法第65条第2項に投信も公共債と同様の取扱いをするように定めれば、銀行は投信を本体販売方式によって取扱うことができる。

次に、書面取次方式の場合には、既に検討したように、投信委託会社や証券会社が「募集」または「募集の取扱い」として行っている投信の販売が、銀行法において認められている「書

面による売買取次業務」と同一の行為と解釈できるかどうかポイントになる。また、この規定は積極的勧誘を認めたものではないというのが定説であるから、積極的勧誘と受動的業務の区分を明確にする必要がある。最後に、間貸し方式については、「金融機関の営業用不動産の有効活用について」を規定した事務連絡を活用することで可能になるとみられている。つまり、投信委託会社または証券会社への間貸しは銀行の店舗用建物の余剰部分の第三者への賃貸とみなす訳である。ただし、この場合、銀行と親子あるいは系列関係にある場合には、銀行との店舗・営業所の共有が大蔵省証券局通達によって禁止されているため、フロアは別とし、顧客が建物外部から別々の出入口を利用しなければならない。

このようにみてくれば、行政の裁量ですぐに認められるのは間貸し方式である。1,200兆円に及ぶ個人金融資産の受け皿、投信の魅力向上といった国民経済的観点から、本来、優れたスキームをもつ投資信託という商品を育成するというのであれば、この方式によっても競争による活性化は期待できる。しかし、銀行が系列投信会社の販売力強化という動機から投信販売に意欲をもっているのであれば、この方式は出入口の共用が認められていないなど、必ずしも魅力ある方式とはいえないであろう。本体による参入に意欲を燃やしている所以である。

銀行が手にする手数料も参入方式によって異なる。銀行は、本体販売方式であれば募集手数料と事務委託手数料、書面取次方式であれば募集手数料と事務代行手数料の一部、間貸し方式であれば間貸料、を得ることになる。当然ながら、手数料収入の点からも銀行は本体参入方式を求めるインセンティブがある。

確かに、証取法改正による本体販売方式が最もすっきりした形であることはいうまでもなく、将来的には、この形態での参入が望ましい。ただ、それにこだわれば、またしても銀証業際問題の蒸し返しとなり、ネゴによる部分的相互乗入れという従来型の規制緩和方式を踏襲せざるをえないことになる。しかし、ここ数年間の金融市場の不振、空洞化といった現象に如実に現れているように、そうした弥縫策でのしげる段階ではない。市場活性化という大所高所からの判断が求められる所である。

3. 期待される効果と問題点

銀行の投信販売によって期待される効果は、投資家からみれば、競争の活発化による商品魅力の向上と販売チャネルの多様化による利便性の向上であろう。投信が個人金融資産の一割弱を占めているアメリカでは、投資信託は投資会社(94年、販売シェア45%)、証券会社(30%)にとどまらず、銀行(11%)、保険会社(6%)、フィナンシャル・プランナー(FP)(8%)も販売している。これらの販売チャネル間の競争が、商品開発や販売方式のイノベーションを促してきたといえる。例えば、1977年にメリル・リンチが開発したCMA(キャッシュ・マネジメント・アカウント)はMMFに融資、カード、決済機能などを付与することによって爆発的なヒット商品となった。また、近年の例では、92年にチャールズ・シュワップがノーロード型投信約400種類をパッケージにして手数料なしで自由に乗り換えを可能にした「投信のデパート」と呼ばれる「ワン・ソース」がある。シュワップは投資会社から年間、残高の0.35%を手数料として徴収し、投信の購入者からは販売手数料も取扱手数料もとらない。これまでは投資会社は直販によって

コストを抑えノーロードを可能にしていたが、それだけのフィーを払ってもブローカーの販売力を利用した方がメリットが多いとの判断が働いた結果である。販売力を背景に、ブローカーと投資会社の力関係が逆転したことを示すものであろう。この残高の伸びが著しいため、他業者が次々と追随している¹³⁾。また、94年に大手投信会社ドレファイスを買収したメロン銀行は、それを活用して、預金、投信、カード、保険を一つにまとめた「ライオン口座」を提供している。このように、販売チャネルが多様化しているアメリカの投信業界は、チャネル間の競争を通じて絶えず投資家本位の商品開発が行われてきた。

銀行からみれば、投信販売は顧客の確保と手数料収入の増加につながる。まず、投資信託は、その商品特性からして、単独では証券投資に参加することが困難な小口の投資家に対してアクセスの手段を提供することになるから、銀行にとって預金と直接に競合する側面をもっている。歴史的には、投信が「池の中の鯨」といわれた昭和30年代後半にこのことが最初に顕在化したといえる。ただ、投信が株式や公社債のみを組み込んでいる限りでは、価格変動リスク、流動性の点では銀行預金に大きく見劣りし、それほど深刻な競合関係にはないともいえる。しかし、さらに進んで、その組入対象が短期国債やCD、CPなどの短期金融商品にまで広がると、価格変動リスクが残るとはいつても銀行預金との実質的な差異はほとんどなくなってしまう。短期金融市場が良く発達しているアメリカでは、1970年代後半の高金利の時代に規制金利商品であった銀行預金からMMF(マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド)への大量の資金シフトが発生した。これをきっかけに、金利自由化が進

展し米銀の投信業務への進出が活発になる。現在では、相次ぐ商品開発、サービス競争によって、短期から長期、ロー・リスクからハイ・リスクまで多様な品揃えとなり、これらの商品間での乗換えも低コストあるいは無料で可能になっている。この結果、金利上昇局面でも債券投信や株式投信から流出した資金は、銀行預金ではなくMMFのような短期投信にスイッチされ投信市場に止まっている。わが国では短期金融市場じたいが未発達であったが、1980(昭和55)年に発売された中期国債ファンドは、一年物定期預金並みの利回りでありながら、一カ月の据置き後は解約手数料なしでいつでも換金できるという商品特性から、銀行預金からの資金シフトを引き起こした。この頃から、銀行の投信販売への進出意欲が強まったといえよう。

以上は、既存の預金客を引き留めるといふ点では、銀行が投信販売に進出する防衛的な動機といえよう。これに対して、近年では、より積極的に投信販売が金利以外の手数料収入として収益源の多様化の観点から位置づけられている。アメリカの大手銀行の場合には、既に自行の専用投信の販売でも数年の実績をつんでいるが、投信業務は非金利収入の重要な一部となっている。とりわけ、中年期を迎えたベビー・ブーマー世代の年金資産の累積が著しく、その有力な運用先として投信も急成長を遂げていることから、これらの資金をめぐる資産運用業務は銀行だけではなく、証券会社、保険会社など、金融サービス業全体を巻き込んで展開されている。わが国では、中期国債ファンドがブームになった時期やバブルの時期は例外として、投信じたいに必ずしも魅力がないために、銀行も積極的にそれを収益源としては位置づけてはこなかったように思える。それがここにきて変化しているの

は、系列の投信委託会社の設立が認可されたものの、直販を除けば販売は依然として証券会社に依存せざるをえず、期待したような実績を残すことができないからである。金融機関系投信委託会社の中では、都市銀行系の苦戦とは対照的に、販売面で証券会社の協力の得やすいニッセイ投信や農中投信投資顧問、それに系列証券を多数抱えている日本興業投信の業績が好調なのは、このような実情を反映している¹⁴⁾。このことが、銀行の投信販売への進出意欲を強めているのはいうまでもない。しかし、銀行が系列投信しか扱わないということであれば、投資家からみて販売チャネルの多様化の効果は減殺されることになる。現在の証券会社の営業姿勢も含めて、この点はなんらかの規制が必要かもしれないが、それ以上に効果的なのは業界の過去の慣行に囚われない外資系投信会社や金融サービス業以外の他業界からの新規参入による競争の促進である。投資家保護のためのインフラを整備、強化しつつ、こうした方向性に進むことが望ましい。

銀行の投信販売への参入はいくつかの問題を引き起こす可能性がある。その最も大きなものは、元本が保証され価格変動リスクのない預金を扱う金融機関が、同時に価格変動商品を扱うことともなう問題である。既に商業銀行が活発に投信業務を手掛けているアメリカでは、監督機関によるいくつかの実態調査は、預金と投信の取扱い窓口を物理的に分離していない、投信は預金保険の対象ではなく元本も保証されていないということを投資家に説明する、といった監督機関によって課せられているガイドラインが十分に守られてはいないことが指摘されている。このこともあって、投資家が預金と投信との間の商品特性の違いを必ずしも十分に理解

していないことが示されている¹⁵⁾。このため、銀行監督当局、SECおよび議会には、銀行の投信販売に対する規制を見直す動きがある。わが国でも、投資家保護の観点から同様の措置が担保される必要があろう。

おわりに

戦後のわが国の投資信託は、財閥解体にともなう放出株の受け皿としてスタートした。このため、産業資金調達優先という証券政策の下で、投資信託はそれに奉仕すべく運命づけられ、投資家本位の商品設計がなされてこなかったという、不幸な歴史をもっている。また、証券会社にとっても、投信は割りの良い手数料をもたらす業務であった。

証券投資信託は、直接には証券市場に参加するのが難しい小口の零細な投資家にその手段を提供する集合投資スキームである。その運用を専門家に委ねることによって、投資家は分散投資の効果や個性ある資産運用といったメリットを享受することができる。ところが、わが国では、投信がしばしば行政の市況対策や証券会社の手数料稼ぎに利用されてきたため、それがもつ本来の利点が生かされてこなかった。それでも、市況が右肩上がりの時期には投信ブームで残高を積み上げてきたが、いったん市況が低迷すると解約が増加するということを繰り返してきた。投信のパフォーマンスが基本的には証券市場の状況に左右される以上、このこと自体はやむを得ないことではあるが、問題はそれがパフォーマンスが客観的に評価された結果ではなかったことである。適切なディスクロージャーに基づく市場メカニズムを欠いていたのである。

95年の投信改革は、わが国投信が抱えるこう

した問題点を包括的に見直すものであった。これによって、その後、様々な変化が起きているが、投信改革は「日本版ビッグバン」においても引き続き優先度の高いテーマとして位置づけられている。この中で、銀行による投信販売は販売チャネルを多様化し、投資家層を拡大する可能性をもつという点では一般的には望ましいといえる。しかし、銀行がもっぱら系列投信の販売の確保のためにそれを求めているのであれば、そうした効果はあまり期待できない。現状では理想論に過ぎないかもしれないが、投資家が投信商品のパフォーマンスを比較して、多様なチャネルの中から選択できることが望ましい。金融市場の包括的な改革に向けた機運が高まっている現在、そうした方向に向けた更なる投信改革に取り組むことが望まれる。

【追記】本稿は日本証券業協会大阪地区協会によって機会を与えられた研究の成果の一部である。記して深謝する次第である。

注

- 1) アメリカの投資信託の商品開発、サービス競争の簡潔な歴史については、小川高弘「米国の投資信託事情」(『証券アナリストジャーナル』[1995], 所収)を参照されたい。
- 2) わが国の投資信託が抱える問題については、上田[1994],を参照されたい。
- 3) 以下、『証券投資信託月報』第411号, 1994年12月, 『Fund Management』1995年春季号, 東洋経済 [1996], 内田 [1995], 上田明之「投資信託は投資家の信頼を呼び戻せるか?」(『証券アナリストジャーナル』[1995], 所収), 杉田浩治「投資信託制度改革後の変化と今後の課題」(『証券アナリストジャーナル』[1997], 所収)など, による。
- 4) これらの商品のリストについては、井手正介「投資信託の運用規制緩和が生んだ新商品サーベイ」(『証券アナリストジャーナル』[1996], 所収)を参照されたい。
- 5) 『日本経済新聞』1996年12月18日, 1997年3月11日。
- 6) アメリカの投資信託の商品開発などの経緯については、小川,前掲論文,を参照されたい。また、最近の動向については、日本投資信託制度研究所 [1997]を参照されたい。
- 7) 『日本金融通信』1983年1月24日, 『日刊工業新聞』1988年3月26日, 『日本工業新聞』1988年3月29日, 『週刊東

- 洋経済』1988年4月9日号。
- 8) 日経公社債情報 [1995]。
- 9) 日本証券経済研究所編『日本証券史資料』戦後編第1巻, 1981年, 203-04ページ。
- 10) 『ニッキン』1997年3月28日。
- 11) 以上については、金融財政事情 [1996] によっている。
- 12) 『日本経済新聞』1996年8月13日。
- 13) 日本投資信託制度研究所 [1997], 106-07ページ, 参照。
- 14) 『日経金融新聞』1996年11月20日。
- 15) 佐賀 [1997]。

【引用・参考文献】

- 上田明之 [1994], 『投資信託 なにが問題か』東洋経済新報社。
- _____ [1996], 「投信改革を考える」, 『証券投資信託月報』, 4月。
- 内田ふじ子 [1995], 「投資信託元年を顧みて」, 『証券レビュー』(日本証券経済研究所), 12月。
- 大蔵省財政金融研究所編 [1995], 『フィナンシャル・レビュー』第36号 (証券投資信託特集), 11月。
- 金融財政事情 [1996], 「特集 銀行窓販が投信を再生させる」, 5月27日。
- _____ [1997], 「特集 投信再生の道を探る」, 2月10日。
- 佐賀卓雄 [1997], 「米国商業銀行の投資信託販売について」, 『証券経済研究』第6号, 3月。
- 証券アナリストジャーナル [1995], 「特集 投資信託」, 5月。
- _____ [1997], 「特集 投資信託(その2) -制度改革以降の動向と課題-」, 3月。
- 杉崎 博 [1996], 『投資信託の仕組みと改革』東洋経済新報社。
- 高橋 元 [1996], 『投資信託のしくみ』WAVE出版。東洋経済 [1996], 『投資信託特集』97年版。
- 日経公社債情報 [1995], 「地銀の書面取次業務 -証券参入を模索-」, 1月9日。
- 日本投資信託制度研究所編 [1997], 『ゼミナール 投資信託の商品・サービス革命』東洋経済新報社。
- 蛸山昌一 [1994], 「投資信託制度の今後のあり方」(講演記録), 『証券レビュー』(日本証券経済研究所), 8月。

(当所東京研究所主任研究員)