わが国の投資信託産業

――個人資産形成に貢献するための条件――

首藤　　恵

要　旨

良質の資産管理サービスの供給は，巨額の個人資産を抱えるわが国経済が早急に解決しなければならない課題であり，活力ある健全な資産管理サービス産業の成長が望まれている。ところが，巨大な潜在的市場の存在が認知されながら，資産管理サービス産業に対する認識はいまだ不十分である。本論は，資産管理サービス業の核ともなるべき投資信託に焦点を絞って，資産管理手段としての投資信託の特徴を再考し，その機能を十分に生かすための条件を，「産業組織分析」の視点から論じる。

個人の資産管理の手段としての投資信託のメリットは，合同運用による取引コストの節約とポートフォリオ投資によるリスク分散化を生かしつつ，投資家のリスク許容度や目的に応じた自由な商品設計ができる点にあると言われてきた。これらは程度の差はあれ金融仲介機関に共通のものであり，投資信託は売買され市場で運用成果が評価される点に，固有の特徴がある。

周知のように，金融仲介は，預金や保険といった伝統的なタイプから，投資信託や年金基金にシフトしつつある。これは資産管理サービスの変質と理解される。伝統的な金融仲介機関は，資産管理に必要なサービスを組織の中で生産し一体化し，合成商品として提供してきた。情報通信技術進歩によって，資産管理サービスのプロセスは分解され，細分化されたサブ・マーケットでの競争が広がってきた。資産管理の内部生産コストは相対的に上昇し，資産管理の透明性，すなわち，「ガバナンス」の容易さが投資家にとって重要となってきたことを意味している。

投資信託のメリットは，運用パフォーマンスの評価を通じて，資産管理者の行動を市場がモニタリングできる点にある。投資信託のスキームを用いれば，このメリットを担保しつつ，多様な金融機関が提供する細分化されたサービスを結びつけて，効率的に資産管理サービスを提供することができる。

これまでの制度改革の議論は，運用と販売面での新規参入と規制緩和が重視されてきた。広く資産管理サービスの競争促進という視点から，必要な活動の自由な分解と結合を許す幅広い自由化と，投資家のパフォーマンス評価を容易にするための制度整備こそが，急がれるべきである。

目　次

Ⅰ．分析の目的と視点
Ⅱ．資産管理サービスとしての投資信託
　1．金融仲介と資産管理サービス
　2．投資信託の機能
　3．投資信託のフロンティア
Ⅲ．産業としての投資信託
　1．投資信託の生産プロセス
　2．関連市場との競争と補完
　3．資産管理サービスの変質
Ⅳ．わが国の投資信託産業
　1．投資信託制度と産業組織
　2．投資信託産業の国際比較
　3．1995年制度改革の論点
Ⅴ　投資信託が機能するための条件――むすび

Ⅰ．分析の目的と視点

わが国は，巨額の資産ストックを抱え，成熟経済に向かっている。資金の出し手である家計部門の資産管理行動は，ミクロ経済的意味においてもマクロ経済的意味においても，その重要性を増していることに疑問の余地はない。欧米先進諸国ではすでに，経済のストック化と平行して「資産管理サービス」への需要が高まり，銀行，保険，投資信託，年金基金，投資顧問等を横断する資産管理業務は，1つの産業として認識されている。投資家の立場から金融・資本市場のあり方を考える上で，資産管理サービス業の産業組織的分析は，不可欠な分野といってよい。その中でも，個人が証券市場にアクセスできる手段として，投資信託は，資産管理サービス産業の中核的存在とみなされている[1]。

ところが，銀行優位の金融システムを特徴としてきたわが国では，老齢化社会への移行が現実のものとなり，保険や年金基金の運用パフォーマンスの低さが切実な問題となったごく最近にいたるまで，資産管理サービスに対する一般の認識は低く，1つの産業として扱われることはなかった。投資信託に関しては，比較的早い時期からポートフォリオ理論をベースとした，パフォーマンス評価の検証が試みられてきた[2]。しかし，運用パフォーマンスと業者の行動および制度との関連性は指摘されたものの，資産管理サービス産業として投資信託をとらえる見方はほとんどなかったといってよい。

1994年の投資信託研究会報告「投資信託の改革に向けて」のなかで，初めて「投資信託市場」という概念が用いられ，投資信託の運用・販売活動と制度・規制のあり方が議論されたのは，まさに画期的な出来事であった。また，資産管理サービスとして証券投資信託を明示的にとらえ，資産管理サービス業としてわが国投資信託産業の問題点を論じた論文は，おそらく蝋山（1995）が最初のものであろう[3]。

本論は，投資信託を資産管理サービス産業として明示的に位置づけ，わが国投資信託のあり方を「産業組織分析」の視点から再考することにある。より具体的に言えば，資産管理サービスとしての投資信託の特徴を明らかにし，欧米における最近の投資信託産業の成長要因を解明しつつ，わが国の産業組織上の問題点と改革の方向について検討する。

個人向け資産管理サービスとして投資信託のもっとも優れた特徴は，従来強調されてきた合同運用による取引コストの節約や専門家によるリスク管理ではなく，パフォーマンスの市場評価を通じて資産管理者の行動を「ガバナンス」できる点にある，というのが本論の主張である。これまでの制度改革の議論では，運用と販売面での新規参入と規制緩和が重視されてきた。だが，資産管理に係わる幅広い競争促進と投資家のパフォーマンス評価に必要な条件整備こそが，急がれるべき改革である。

本論の構成は次のようである。Ⅱ節では，資産管理サービスとしての投資信託の特徴を代理者としての行動の透明性という点から論じ，情報通信的技術革新の進展のなかでリスク管理手段としてのフロンティアが拡大しつつあることを指摘する。Ⅲ節では，投資信託商品の生産プロセスを分解し，各要素ごとに関連するサービス市場との競争と補完関係を明らかにして，資産管理サービス産業としての投資信託のあり方を理解する。Ⅳ節では，わが国の投資信託産業に目を転じ，先進諸国と比較試みつつその産業組織的な特徴と問題点を検討する。さらに，1995年以降の制度改革の論点を評価する。最後にⅤ節では，個人資産の管理手段としての投資信託の機能をいかすために必要な条件について論じ，制度改革の方向を示す。

Ⅱ．資産管理サービスとしての投資信託

1．金融仲介と資産管理サービス

金融機関は，金融取引の参加に必要なさまざまなサービスを提供する企業であり，提供するサービスによって多様なタイプに分けられる。資産管理サービスとは，資金の出し手に代わって専門業者が資産の選択と運用の一部または全部を代行する活動と定義できる。資産管理サービスの観点から金融機関の機能を理解するには，市場参加の形態に着目した Merton（1995）の分類が有用である。Merton は，金融機関を「当事者」タイプの金融機関（principal-type intermediaries）と，「代理者」タイプの金融機関（agency-type institutions）に分類する。

伝統的な「金融仲介機関」は，当事者タイプの金融機関である。銀行や保険会社は，自己あての請求権を金融商品（預金証書や保険証書）として生産するが，その際に自ら当事者として金融市場に参加する。資金の出し手は，この金融商品の購入によって，資産管理サービスを享受する。

資金の出し手はまた，証券業者（アンダーライター，ブローカー，ディーラー，評価機関など）や証券取引所など，「市場仲介業者」が提供する多様なサービスを組み合わせて，自ら資産を管理することもできる。市場仲介業者は，投資家の代理人として市場参加に必要な情報を提供したり，売買代理人として市場参加の橋渡しをするが，資産運用の成果は資金の最終的出し手にそのままパス・スルーされる。

これらの2つのタイプの金融機関が提供する資産管理サービスの特徴は，次の点にあると考えることができる。伝統的な金融仲介機関は，資産運用・管理に必要なサービスを内部組織で結合し，みずから発行する負債の中に組み込んで提供する。資金の出し手は，「預金」や「保険」の購入により，事後的なモニタリングを含めて銀行や保険会社に資産管理を完全に付託することになる。このとき，金融仲介機関は，資金の出し手に対して，資産管理を付託された代理者（agent）としての行動と，商品生産のために自ら「機関投資家」として市場に参加する当事者（principal）としての行動という，二面の立場で対する。

金融仲介機関が生産する商品は，資産管理に必要な多様なサービス——情報・審査・運用・リスク管理等——を組み合わせた「合成商品」であり，組み込まれた資産管理サービスの個々の要素を評価することはできない。預金者や保険加入者は，「解約」という形で市場から退出し，資産管理サービスに対して一定の評価を与えることはできるが，相対取引であるからそれが即座に価格に反映されるわけではない。

他方，代理人タイプの金融機関は，投資情報や投資顧問，代理運用，リスク管理など，資産管理に必要な多様なサービスを提供する。利用者は，必要なサービスをそれぞれ専門業者から購入し，組み合わせて資産管理を行うことができる。もちろん，実際にはそれぞれが個別に提供されるわけでなく，同じ証券業者が複数のサービスを提供したり，特定の業者が利用者のニーズに合わせてサービスをコーディネイトして提供する場合（フィナンシャル・プランニングやラップ・サービス等）もある。いずれにせよ，投資家は，代理者機関が提供するひとそろいの「サービスの束」を購入する形で，資産管理を行うと考えることができる。

2つのタイプの金融機関が提供する資産管理サービスは，それぞれ次のメリットとデメリットをもつと考えることができよう。資金の出し手が代理人タイプの金融機関を利用して資産管理を行う場合には，当事者タイプの金融機関を利用する場合に生じる種類の利益相反の問題は原則として生じない。さらに，投資家は，異なるサービスを自らの責任でそれぞれの市場で評価し購入することができ，必要に応じて特定のサービスのみを購入したり，サービスの組み合わせを変えることが容易であるという，メリットがある。

当事者タイプの金融機関を利用すれば，多様なサービスをパッケージ化した「合成商品」を手にすることができるから，低コストで総合的なサービスを享受できるというメリットがある。代理者タイプの金融機関は，資産管理サービスの内容の「透明性」という点では優れているが，多様なサービスを束ねるための取引コストは大きいと考えられる。

2. 投資信託の機能

投資信託は，運用を委託された専門業者が投資家(グループ)のニーズに合った運用目的を設定し，もっとも効率的なポートフォリオを選択し，その成果を投資家に還元する資産管理契約である。ポートフォリオ投資と合同運用の手法を用いて取引コストとリスク管理コストを節約し，かつ，多様なリスク特性をもつ投資手段を提供することができる。商品特性をリスク・リターンの関係で「基準化」し，それ自体が有価証券として市場で売買されるように仕組まれた商品である点が，もっとも重要な特徴である。

投資信託のスキームを用いるならば，対象とする投資家グループや運用目的の設定によって商品の規格化の程度は広くも狭くもなり，資産管理の面でかぎりなく「差別化」した運用手段を低コストで創出することができる。運用能力，情報能力，資金力の制約から，みずから各種サービスを購入して証券市場に直接参加することが困難な個人にとって，投資信託は低コストで証券市場を利用した資産管理にアクセスできる有用な投資手段である。

ここで，個人に対する資産管理サービスとして見るとき，投資信託のもつ次の2つの特徴——①取引者としての「二面性」，②商品としての「市場性」——に注目する必要がある。

第1に，投資信託は，預金や保険と同様，資産管理に必要なサービスをパッケージ化した「合成商品」であり，商品の生産者である投資信託業者は利用者にとって次の二面性をもつ取引者である。すなわち，投資信託業者は，投資家の「代理人」として市場に参加し，投資家に呈示した投資目的に沿って忠実に資産運用することを求められる。同時に，取引の「当事者」すなわち機関投資家として市場に参加し，個人投資家と取引を行う。この点で，投資信託は当事者タイプの金融機関に分類される。

第2に，投資信託は市場取引を前提として「基準化」された商品であり，管理された資産が生み出すリスク・リターンを投資家にパス・スルーする。この意味で，投資信託は「代理者タイプ」の金融機関が提供するサービスの特質をもつ。

同じ代理者タイプの金融機関が提供する投資顧問やフィナンシャル・アドバイジングが，特定の顧客との相対取引による「注文商品」であるのに対して，投資信託は「規格商品」であり，高い市場性をもつ。この意味で，特定顧客グループ（多くの場合大口顧客）を対象とする私募型投信は，規格性の緩い商品であり，転売に一定の制約を受けているとすればむしろ投資顧問サービスに近いものとなる。

上記の2点から，資産管理サービスを付託した投資信託は，個人にとって次の点できわめて優れた商品であるといえる。投資信託が提供する資産管理サービスは，預金や保険等の金融仲介機関が提供する商品と同様に，資金プーリングと集中的なリスク管理による規模の経済性が働くだけでなく，当事者タイプの金融機関がもつ「二律背反性」は，投資パフォーマンスの市場評価（投資家の売買行動による）を介して最終的に投資家によりチェックされる。すなわち，投資信託というスキームで提供される資産管理サービスは，その市場性ゆえに，不断に市場のモニタリングを受けるのである。

市場評価による資産管理行動の「ガバナンス」，これが個人の投資手段として投資信託が有するもっとも大きなメリットといえよう。もちろん，商品の規格化の程度に応じて，市場によるガバナンスの程度も一様ではない。理論的にはそれ自体が株式であり完全な市場のモニタリングを受ける「会社型投資信託」から，特定の投資家グループに参加者が限定され流動性に制約を負った「私募型投信」に至るまで，幅広い市場性をもつ商品の設定が可能である。

ここで強調したいのは，個人資産としての投資信託のもっとも優れた特徴は，通常言われているような合同運用の取引コスト節約や専門家によるリスク管理にあるのではなく，代理者の資産管理活動に対する「市場の監視機能」にあるという点である。合同運用や専門家によるリスク管理の利益は，金融仲介機関に共通する利点である。しかし，市場規律による資産管理行動の「ガバナンス」は，投資信託が預金・保険・年金基金など他の金融仲介機関が提供する合成商品とは異なる独自の利点である。

運用成果であるリスク・リターンは利用者にそのままパス・スルーされるから，投資信託市場では，リスク・リターンの予想にもとづいて価格が形成される。投資信託に組み込まれた資産管理が市場の監視を受けるには，「有価証券」として適切な評価が行われなくてはならない。投資信託が有効に本来の機能を発揮する第1の条件は，個人が参加する「投資信託受益証券の市場」が情報の意味で効率的に組織され，公正な価格形成が行われることである。

3. 投資信託のフロンティア

投資信託は，特定のリスク特性をもつように規格化した商品である。このとき，リスク特性とは「リスク水準」と「リスクの質」という2つの側面をもつことに注意されたい。伝統的な資産選択理論によれば，複数の異なるタイプの資産を組み合わせてポートフォリオをつくり，リスク・プーリングによって固有のリスクを相殺して，全体としてのリスク水準を低下させることができる。すなわち，一定の期待収益に対してもっともリスク水準が低いという意味で，運用効率の高い投資対象を提供できる。ここで問題とされるのは「リスク水準」である。

他方，特定のタイプの資産を選び出して組み合わせ，特定のリスクをもつファンドを作ることができる。たとえば，株式投信，公社債投信，マネー・マネージメント・ファンドといった資産タイプの絞り込み，成長型，安定成長型，安定型といった資産価値成長率による違い，海外証券，国内証券といった対象地域による違いなどである。

一定のリスク特性もった資産に投資対象を限定し，その間の差異を分散投資によって除去して，対象とするリスクのみを抽出する，つまり，特定のリスクに集中して「リスクの質」を基準化する手法である。こうして，「リスク分散」と「リスク集中」を組み合わせて，異なるリスク内容をもつ多彩な規格商品を提供できる柔軟さが投資信託の魅力である。

ここで，特定のリスクの抽出という点で，近年の情報通信的技術革新がもたらした影響に触れておきたい。新しい投資対象すなわちデリバティブの登場による，投資フロンティアの拡大である。情報能力や専門的な技術知識をもたない個人に対しても，投資信託のスキームを利用して新しい投資手段にアクセスし，投資機会を大きく拡大することとなった。岩本（1995）は，この視点から投資信託の新しい展開の可能性を強調した興味深い論文である。同論文の骨子を筆者なりに要約しよう。

たとえば，異なるタイプの投資対象間の裁定取引を駆使して，投資したいリスクをもつA資産のロング・ポジションとヘッジしたいリスクをもつB資産のショート・ポジションを組み合わせて，A資産のリスクのみを抽出し集中投資することが可能である。その具体的例がデリバティブを駆使した「ヘッジ・ファンド」である[4]。

市場の資産価格形成の伝統的理論であるCaptal Asset Pricing Model（CAPM）によれば，完全市場の条件を満たす効率的な市場では，あらゆる市場参加者が完全に同じ予想をもって競争するから，マーケット・ポートフォリオのリスク・リターンをベンチ・マークとし，リスクに見合ったリターンを受動的に確保しようとする「パッシブ運用」が最良の戦略である。現実の証券市場の不完全性を前提とするならば，デリバティブスを活用してリスクに対して市場平均以上のリターンを追求することが可能となる。この視点に立つならば，ヘッジ・ファンドの登場は，「アクティブ運用」のフロンティアの拡張ととらえることができる。これは，伝統的な資産選択論が教えるポートフォリオ投資によるリスク・プーリングとは，対局に立つ技法である。

つまり，デリバティブスという新たな投資手段をリスク分解の手段として広く利用すれば，投資家は望まないリスクを切り離し負担してよいと考えるリスクのみに集中投資できるから，利用可能な「リスク管理手段」の範囲は広がる。

現実には，各国市場でデリバティブ取引は市場参加者が限定されたり，発行がオフショア市場に制約されるなど，個人が直接利用できる手段とは言い難い。しかし，投資信託のスキームに組み込むことによって個人も広く利用できるようになれば，セキュリタイゼーションと同様の文脈で，金融システムの将来性を高めることになる。

以上の岩本論文の骨子に注目すると，情報通信的技術革新は投資信託のフロンティアを拡大し，これまで実現が難しかった投資家の潜在的ニーズを顕在化する可能性を広げたと解釈できる。投資信託産業にとって，多様な運用ニーズにを汲み上げて投資目的を設定し投資スタイルを選択する「商品設計能力」，すなわち，オリジネーションが，これまでに以上に重要となってきていることが示唆される。

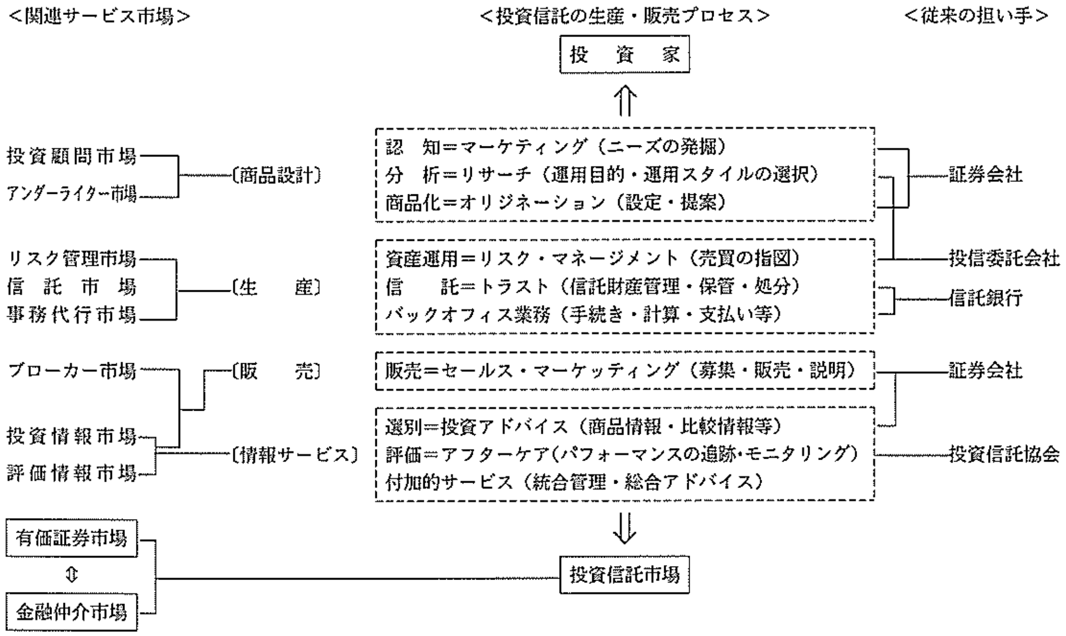
Ⅲ．産業としての投資信託

1. 投資信託の生産プロセス

投資信託産業とは，市場あるいは特定の投資家グループを対象として，一定のリスク特性をもつ有価証券の形に加工した資産管理サービスを生産する産業，と定義できるだろう。ここで，投資信託の産業組織の特徴を明らかにするために，理念的に投資信託の生産プロセスを分解し，関連する市場との関係を見ることにしよう。

図1は，投資信託が委託業者によって生産され，販売業者を通じて最終的に投資家の手に渡るまでのプロセスを要約している。投資信託の生産・販売プロセスは，大きく4つ――①商品設計，②生産，③販売，④情報供給――に分けることができる。④は，資産管理に必要な投資

図1　投資信託サービスの分解



アドバイス（事前的情報供給）とアフターケア（事後的情報供給）に大別される。それぞれのプロセスは，いくつかの要素によって構成されている。

第1のプロセスは，「商品設計」である。商品設計は，「マーケティング」,「リサーチ」,「オリジネーション」の3つの要素に分解することができる。投資信託が商品として設計されるには，まず，投資家の属性やニーズを認知し発掘することが必要である。これは資産管理に関する「マーケティング」活動に他ならない。マーケティング活動にもとづいて，対象とする投資家層を選び出し，その行動を分析して運用目的を選定し，適切な運用スタイルと運用方法を選択する。その基盤となるのが「リサーチ」活動である。委託業者は，リサーチ活動にもとづいて設計した商品を市場に提案する。これは一種の「オリジネーション」すなわち商品化機能である。

第2のプロセスは，商品設計にもとづいてポートフォリオを組みリスク管理を行い，有価証券に仕上げる「生産」活動である。契約型投資信託の場合には，運用者と投資家の間に信託会社が介在し，投資信託契約を担保し，実際の売買にあたる。また，このプロセスでは，契約手続き，投資信託受益証券の受け渡し，運用収益の支払いなど，付随する種々の「バック・オフィス・サービス」が必要となる。

第3のプロセスは，投資家に投資信託を売り渡す「販売」活動である。販売活動は，生産者と投資家の間に立つブローカレッジと販売促進のためのセールスに分けられる。投資信託は差別化された商品であることから，販売活動は商品に関する「説明」をともなうセールスなど，事前的な投資アドバイスと組み合わされて提供される場合が多い。このプロセスは投資家と直接接触するリテール業務であり，商品開発の基盤となる「マーケティング」の面でも，重要なプロセスである。

第4のプロセスは，情報サービスの供給である。これには，事前的に投資判断に必要な商品情報や比較情報を「投資アドバイス」に加工する活動と，投資パフォーマンスの事後的評価に分けられる。商品設計（投資目的の的確さ，目的実現のための運用手段の合理性）と実際の運用技術の優劣は，事後的パフォーマンスによって評価される。すなわち，商品の質は，パフォーマンスの追跡調査や業者へのモニタリング活動によって絶えず確認されなくてはならない。これは，投資信託に関する「アフター・ケア」である。

2. 関連市場との競争と補完

投資信託の生産プロセスはいくつかのサービス要素に分解され，それぞれの要素をめぐって他の専門業者との間でサブ・マーケットを形成しつつ，全体として資産管理サービス市場を形成していると考えることができる。図1の左側には，各プロセスと関連するサービスの市場を分類している。マーケティング，リサーチ，オリジネーションに至る商品設計は，投資家の立場から見れば資産運用計画を提案する「投資顧問サービス」や，証券新規発行にかかわるアンダーライター業務と類似の機能である。

運用サービスの核は，広く金融仲介機関に共通する「ポートフォリオ・マネージメント」の手法を用いたリスク管理である。契約型投資信託の場合には，投資家と運用委託会社との間の資産管理契約が「信託サービス」によって担保されなくてはならない。その他，委託会社が行っている約款作成や投資家向け説明書・運用報告書の作成，信託業者が行っている信託財産の配当・利息・償還金の受け入れ，証券会社が行っている配当金・償還金の支払いの取り扱い等，多様な「バック・オフィス・サービス」を，委託会社，受託銀行，販売会社が分担している。これらは，広く事務代行サービスととらえることができる。

多様なバック・オフィス・サービスは，周辺サービスとして運用業者によって提供される場合もあるが，クリアリング・ハウスのように個別要素ごとに特定のサービスに特化した専門業者が市場を形成する場合もある。

募集取り扱いや受益証券売買の取り次ぎなどの「販売代行サービス」は投資家と生産者をブローカー市場を形成し，商品の選択と投資判断に必要な事前的情報（商品説明・投資アドバイス等）と事後的情報（パフォーマンス評価）の生産は，それぞれ投資家と市場を結ぶ「情報サービス」の市場を形成する。販売サービスや投資情報サービスは，セールスとマーケティングの両面で証券ブローカレッジ・銀行の窓口サービス・保険外務員サービスと高い競合性をもつ。

このように，投資信託市場は，構成するサービス要素ごとに成立するサブ・マーケットの集合体としてとらえることができる。最終的に投資家が参加するリテール市場は，有価証券市場や他の金融仲介サービス市場と競争し，全体として資産管理サービス市場を形成するのである。

それぞれの市場で需要と供給に応じてサービス価格が形成されるとすれば，市場ごとに競争を展開しつつプレーヤーは自由に各要素を結合したり分割して，全体として競争的な資産管理サービス市場が成立する。ただし，実際にそれぞれの要素がどの程度セグメントされた市場を形成するかは，資産管理サービスの需要者と供給者の行動に依存する。投資家にとって，資産管理に必要なサービスを異なる市場で購入する場合と，一定の範囲で合成されたサービスを購入する場合の付加価値の増加と支払わなくてはならないコストの相対的な関係が業務と市場の分解の程度を決めることになろう。

投資家が投資信託のような合成商品に仕組まれた資産管理サービスを選好する場合であっても，1つの組織の中でそれらのサービスを生産し合成するか，異なる市場から調達して組み合わせるかは，内部生産コストとアウト・ソーシング・コストのどちらが相対的大きさに依存する。どちらを選択する場合も，もっとも重要な問題は「商品の質」の確保，すなわち，投資目的を実現するための運用努力をいかに「担保」できるかである。

主要なサービスを内部組織で生産する場合には，生産者が質に関する事前的情報を占有することになり，「商品の質」は事後的なパフォーマンス評価と生産者の情報提供や評判に依存することになる。すなわち，商品の質を事前に担保するのは投資信託の生産者である委託会社である。

他方，投資信託に組み込まれる複数のサービスがそれぞれ異なる市場から調達され商品に仕上げられる場合には，質に関する事前的情報は各市場の価格形成の公正性とに左右されることになろう。商品の質を担保するのは，全体の「仕組み」を立案するオリジネーターである。ただし，この場合には，オリジネーターは運用を指示する委託会社である必然性はない。マーケティングの面で有利な小売業者や，市場情

報に優れたリサーチ会社がオリジネーターとなることも可能である。

いずれの場合も，商品の質は，事後的パフォーマンスによって評価されなくてはならない。このように考えるならば，投資信託とは本来，きわめて柔軟な生産構造をもつ「仕組み」であり，多様な市場の競争形態に応じて人々のニーズにあった合成商品を提供できる有用な投資戦略と考えることができる。

3. 資産管理サービスの変質

1960年代から1970年代にかけて，先進諸国の個人資産の運用は，預金から有価証券投資へシフトし，1980年代に入ると，投資信託・年金基金・保険など機関投資家を通じた市場への間接的参加の形態が急速に増加している。「市場の機関化」と呼ばれる証券市場の構造変化は，この時期の注目すべき金融環境の変化——①高齢化社会と個人資産の蓄積，②金融通信的技術革新，③金融自由化・グローバル化——に対する，個人の資産選択行動の変化をともなって進んできた。

第1に，個人の「リスク資産需要」の増加である。人口構成の高齢化と資産蓄積による経済のストック化は，情報能力の低い個人の資産運用行動を多様化し，他方で，金融自由化・グローバル化は個人の資産運用の選択範囲を拡大して，個人のリスク投資のインセンティブを高めた。

第2に，「投資家の分解」である。情報通信的技術革新の進展は，証券市場の利用者の間で新たな格差を生み出した。金融技能の高度化は，市場参加者間の情報格差を拡大し，情報を戦略的に使うことができる「戦略的投資家」と情報能力の低い「受動的投資家」へと，市場利用者の分解を進めた。戦略的投資家の多くは高い情報能力をもつ機関投資家であり，受動的投資家である大多数の個人にとって，この格差の拡大は市場への直接的参加のインセンティブを抑制する作用を生み出した。

この相反する2つの行動を調整する手段として，個人にとって機関投資家を介した市場への「間接的参加」が選択され，資産管理サービスに対する需要を大きく増加させることとなったと理解されよう。　第3に，利用者に対する当事者タイプの金融機関の二面性が生み出す「エージェンシー・コスト」の相対的上昇である。電子技術進歩が情報伝達・処理コストの低下をもたらしたことから，「資産管理サービス」を内部組織で生産することの有利性が低下し，個人にとって銀行や保険会社といった当事者タイプの金融仲介機関に対するモニタリング・コストが，相対的に高まった。

Ross（1989）は，個人を小売り市場の参加者（リテール・プレーヤー）と位置づけ，個人から見たコントロールしやすさという点から，金融機関を3つのタイプ——不透明，透明，半透明——に分けている。伝統的金融仲介機関である保険会社や貯蓄貸付組合は不透明な金融機関，投資信託は透明な金融機関，年金基金はその中間に位置する半透明な金融機関である。不透明な金融機関は，資産管理に関する利用者との間の情報格差が大きく，利用者にとってモニタリング・コスト，ボンディング・コスト，コントロール・コストがもっとも深刻となる[5]。

情報通信的技術革新とともに，金融仲介の形態は，預金・保険などの伝統的商品から投資信託や年金基金へのシフトが進められ，「資産管理サービス」は，不透明なものからより透明性の高いものへと変質して行った。この視点に立てば，最近アメリカで拡大している年金基金（半透明な金融機関）による投資信託への投資は，投資信託マネージャーの優れた運用能力の活用といった面だけでなく，投資信託のもつガバナンスの容易さすなわち透明性にあると解釈することができよう。

すなわち，「市場の機関化」とは，証券市場の主要なプレーヤーが，当事者として行動する金融仲介機関から，代理者として強い制約を負った機関投資家に置き換わって行くプロセスと解釈できる。Merton（1995）は，この現象を金融仲介機関の衰退とは見なさず，金融仲介と証券市場の競争と補完のダイナミックなプロセスととらえている。両者の相互作用が，派生取引や証券化という新しい市場や取引手法を生み出し，この種の金融技術革新のスパイラル（the financial innovation spiral）が，金融システムの進化をもたらしたと指摘している[6]。証券市場の機関化を金融システムのリエンジニアリングをとらえるこの解釈は，金融機関の機能の変化を的確に捉えている。

Ⅳ. わが国の投資信託産業

1. 投資信託制度と産業組織

投資信託産業は，さまざまな投資目的に応じて規格化した資産管理サービスを，市場で転売できる有価証券の形に仕上げて提供する。ところが，わが国の投資信託産業は，制度的に生産物の商品性を限定され，かつ，生産工程は3つのタイプの金融機関による分担を義務づけられてきた。これらの金融機関の間で競争は働きにくく，固定的な取引関係を通じて各金融機関の機能が結びつけられ，投資信託商品に仕上げられて投資家に提供されてきた。

最近に至るまでの「投資信託制度」の主な特徴をあげれば，①投資信託委託会社の免許制，②運用と販売の分離，③契約型投資信託，④商品設定にかかわる信託約款の個別承認，⑤投資家保護を重視した多面的な運用規制，⑥投資家に対する比較情報提供の禁止，である。

これらの特徴をもつ投資信託制度は，1951年投の資信託法施行後，1953年改正による免許制への移行と1960年の委託会社と販売会社の分離を経てその骨格が形成され，1995年投資信託改革に至るまでわが国投資信託の産業組織を規定することになった。

第1に，サブ・マーケットの「制度的分離」である。競争の観点からもっとも注目すべき制度は，投資信託産業を3種類の異なる金融機関——①委託会社（投資信託委託会社），②証券会社（投資信託販売会社），③信託銀行（受託会社）——によって担わせ，相互に厳格な業務範囲を設けることによって，三者間の「補完的関係」を維持する仕組みであった。1960年に実施された委託会社と販売会社の分離は，運用の独立性を確保することが狙いであったが，経営難から1980年代に入って販売専門業者はすべて系列証券会社に吸収され，それ以降，証券会社が投資信託の販売を一手に引き受けるという構図となった。

わが国投資信託産業では，形式的には，委託会社と販売会社，委託会社と受託銀行，投資家と販売会社の間のそれぞれの間で市場が成立し，それらの市場を介して最終的に消費者と生産者（投資家と委託会社）を結ぶ資産運用サービスの取引が支えられてきたことになる。

委託会社は，証券会社との間で販売契約を結ぶ。証券会社は投資家に投資信託受益証券を売

却して代金を委託会社に手渡し，委託会社から販売代行手数料を受け取る。委託会社は同時に，契約型投資信託の性格を担保してもらうために信託銀行と信託契約を結び，資産の運用・管理・保管の代行を依頼する。信託銀行は運用収益の中から受託手数料を受け取り，委託会社は商品設計にもとづいて信託銀行に証券の売買を指図する。投資家は，証券会社に募集手数料を支払って委託会社が生産した投資信託受益証券を購入し，運用収益から資産管理サービスの対価（証券会社への代行手数料，委託会社への信託報酬と申込金，信託銀行への受託手数料）を差し引いた残りを，実質的な投資成果（分配金）として受け取ることになる。

第2に，各サブ・マーケットにおける厳格な「新規参入規制」である。免許制によりプレーヤーが制度的に限定されていた上に，信託業務は少数の信託銀行にのみ許され，委託会社が証券会社の投資信託部門を切り離した系列会社の設立の形で行われたという経緯から運用と販売は一元的に結びつき，三者の間をつなぐサブ・マーケットで「価格調整機能」は働かない。

第3に，委託会社の「商品設計機能」の制約である。わが国では，信託約款の個別承認制が新商品の開発や技術革新の導入をはばみ，投資対象に関するさまざまな運用規制によって投資信託の商品性が狭い範囲に限定されてきた。他方で，情報サービスを含むセールスと商品設計の両面で，短期的な視点にたつ証券会社の力が強く働き，商品性に影響を与えてきたと言われる。すなわち，実態では，販売と運用の分離が機能していなかった。

その理由として，次の2つの点をあげておこう。①委託会社は販売会社たる証券会社の子会社として設立された経緯から，証券会社との間に対等な取引関係を結ぶことが難しく，運用が販売に従属する図式が定着したこと。②委託会社による投資家への直接販売が禁止されてきたために，マーケティング機能が弱く，商品設計に際して顧客に直接に接する証券会社への依存度を強めたこと。このような状況では，販売会社主導による総合利益最大化行動が定着しても不思議ではない。

第4に，投資信託受益証券の「有価証券」としての条件の欠如である。投資家保護の名目で比較情報の提供が禁止され，パフォーマンスの追跡調査を行う第三者機関が存在せず，投資家のリスクに対する認識も低かったために，運用成果に対する「市場評価機能」が働かなかった。

委託会社と販売会社の間の取引は，資本系列に支えられた顧客関係であり，販売会社は特定の委託会社の販売代理店機能とマーケティング機能を独占的に担ってきたことから，商品設計のコアとなるオリジネーションに対しても強い影響力をもった。情報能力の劣る投資家が投資信託のパフォーマンスを評価するのに必要な情報供給の仕組み——情報開示制度や第三者評価機関——も欠けており，投資家のリスクに対する認識と評価能力も不十分であったから，投資信託受益証券市場における価格形成を通じて委託会社と販売会社の行動に対する監視機能は働かなかった。

極言すれば，わが国の投資信託制度のもとでは，信託契約によって顧客への「忠実義務」が担保される条件，すなわち運用に対する「ガバナンス」の仕組みが欠落するという構造的問題を生み出したのである。すなわち，制度的に異なる機関に機能を分担させることによって顧客への忠実義務を担保する仕組みを選択し，投資信託の最大のメリットである市場による成績評価の仕組みを軽視したことが，わが国投資信託制度の基本的欠陥である。このことが，委託会社と証券会社の間の固定的関係を維持し，顧客の利益と相反する総合利益追求行動を許し，その手段として安易な商品設計・販売競争・回転売買を許してきた[7]。

2. 投資信託産業の国際比較

わが国の投資信託産業の向かうべき方向を考える際に，先進各国の投資信託産業の現状に目を向けるのが有益であろう。表1は，1995年に至る過去10年間の日本を含む先進5カ国について，投資信託市場の規模，個人資産に占める比率，成長，および，商品の特徴を示している。表2は，各国の投資信託産業の特徴を，投資信託の仕組み，業務の担い手（販売・運用・保管），担い手に対する規制・監督のあり方という面から要約したものである。

表1を見てみよう。まず，投資信託産業の規模を純資産残高でとらえると，1995年末現在，約48兆円で個人資産の約2.8%を占めている。個人資産に占める比率で見ると，個人が直接に保有する投資信託のシェアは，イギリスやフラ

表1　各国投資信託市場の現状

（年末値）

純資産残高	日　本（億　円）	アメリカ（億ドル）	イギリス（100万ポンド）	ドイツ（100万マルク）	フランス（100万フラン）
1986	320,753	7,163	53,261	120,680	9,797
1987	429,144	7,699	56,854	134,286	10,893
1988	528,972	8,102	61,593	176,748	14,303
1989	586,498	9,819	82,627	213,741	17,126
1990	459,939	10,668	66,659	220,901	19,241
1991	414,738	13,955	78,208	263,488	21,878
1992	433,005	16,468	94,100	275,343	24,588
1993	507,375	20,754	132,000	366,477	27,813
1994	434,083	21,615	131,689	391,776	25,806
1995	479,571	28,239	156,762	455,968	24,633
1995／1986	1.50	3.94	2.94	3.78	2.51
個人資産に占める比率　（%）	2.8	8.2	2.9	7.2	1.9
形態別内訳					
	株式投信*	株式ファンド**	ユニット・トラスト*	株式ファンド*	SICAF**
1995	146,816	12,701	112,624	43,203	15,188
1995／1986	(0.77)	(7.86)	(3.51)	(3.35)	(2.15)
	公社債投信*	債券ファンド**	インベストメント・トラスト**	債券ファンド*	FCP*
1995	332,753	8,003	44,138	10,198	9,478
1995／1986	(2.57)	(3.05)	(2.09)	(2.12)	(3.46)
		短期ファンド**		スペシャル・フアンド**	
1995		7,533		310,780	
1995／1986		(2.58)		(5.21)	

（注）＊は契約型。＊＊は会社型。アメリカの投信は，ミュチュアル・ファンド。ドイツの株式ファンドと債券ファンドは，パブリック・ファンド（一般投資家向け）。

〔出所〕日本投資信託制度研究所『FUND MANAGEMENT』1997年秋季号統計および，日本銀行『日本を中心とした国際比較統計』にもとづいて作成。

表2　各国投資信託市場のしくみ

（1995年末現在）

	日本	アメリカ	イギリス		ドイツ	フランス	
投資信託の形式	契約型投信のみ。	会社型投資が中心。	契約型投信と会社型投信が存在。		契約型投信が一般的。	契約型投信と会社型投信が存在。	
業務の担い手	契約型投信	会社型投信	契約型投信	会社型投信	契約型投信	契約型投信	会社型投信
販売者	証券会社及び投信委託会社（募集の取扱いを行えるのは証券取引法上証券会社に限られている。）	ブローカー，デーラー，銀行，投資会社（直販），等	金融サービス法上の認可業者		通常は，金融機関，保険会社	投資サービス提供者として免許を受けた ・金融機関 ・投資企業	
資産の運用者	投信委託会社 ・大蔵大臣の免許が必要。 ・他業を営む場合には大蔵大臣の承認が必要。	投資会社 ・SECに登録が必要。 （管理者 ・通常は投資顧問会社。投資会社との契約に基づき投資の助言等を行う。）	管理会社 ・金融サービス法上の認可業者でなければならない。	投資会社 ・会社法に基づき設立される株式会社。投資会社自体は金融サービス法に縛られないが，投資管理者は金融サービス法に従う	投資会社 ・銀行法及び投資会社法上の規制に服する。	運営会社 ・証券取引委員会の免許を受けなければならない。また，他業を行うことはできない。	可変資本投資会社（SICAV） ・有価証券のポートフォリオ管理を目的とした株式会社であるが，法律上，株主の権限が弱められている。
資産の保管者	信託銀行	保管会社 ・通常は，銀行。	受託会社 ・通常は，主要銀行，保険会社。金融サービス法上の認可業者でなければならない。		寄託銀行 ・銀行法上の免許及び資本金1,000万マルク以上が必要。投資会社が寄託銀行を兼ねることはできない。	受託会社 ・法律上，資産の運用者とは別の，経済財政大臣の指定する法人から選ばれなければならないと定められている。通常は，金融機関，保険会社。	

（出所）大蔵省資料。

ンスと比べてそれほど低いわけではない。だが，1986年から95年の10年間の成長倍率は，日本は1.5倍であり他に比べて格段に低い。その内訳を見れば，株式投信の激減にその原因が求められる。株式市場への不信がその背景となっていると推測できる。

フランスを除く他の国では「株式投資信託」が全体の成長をリードしている。わが国でも，投信のピーク時である1989年には，株式投信が総額の77.7%に達し，80年代後半の成長はもっぱら株式投信の伸びに起因していることを考え合わせるならば，リスク投資手段である株式投資信託の潜在的需要は間違いなく大きいといえる。

投資信託の形態は，アメリカとフランスでは「オープン・エンド会社型」が主流である。イギリスでは，会社型投信であるインベストメント・トラストは，クローズド・エンドに限定されている点で特殊であり，購入・換金の容易さの面で劣るためにオープン・エンド契約型投信であるユニット・トラストが主体となっている。ただし，現在，オープン・エンド会社型の導入のため法改正が進められ，ユニット・トラストの会社型への改組も検討されている[8]。

ドイツは日本と同様にすべて契約型であるが成長は高く，その源泉はスペシャル・ファンドと呼ばれる「機関投資家向け商品」にある点に注目しよう。スペシャル・ファンドは，保険会社，年金基金など機関投資家を対象とする株式を主たる投資対象とする非上場の投資信託である[9]。他方，他の投信はパブリック・ファンドと呼ばれ，市場で上場される個人向けで商品である。この点に関連して，アメリカにおける株式投信の成長も，個人による直接保有に加えて，たとえば確定拠出型年金の台頭など，機関投資家による保有に起因することが指摘されている[10]。

先進諸国における最近の流れの特徴として，次の点をあげることができよう。①株式投信などリスク投資が成長の牽引力であること，②一般投資家向け投資信託は，オープンエンド会社型が主流となりつつあること，③個人投資家向け商品と機関投資家向けでは異なる仕組みが用いられ情報能力や資本力の異なる利用者別の「差別化」が進められていること。いずれの点でも，わが国との差は大きい。

次に，表2に目を向けよう。サブ・マーケットの分離と競争の制限という点で，わが国投資信託の産業組織の特異性が分かる。販売，運用，保管のいずれについても，他の諸国はわが国に比べて担い手の範囲が広い。販売面では，銀行を含む金融機関に広く認められている。運用については，フランスではわが国と同様，契約型投信は免許を必要とするが，他の国では参入規制は緩やかである。契約型の際に必要な信託サービスについては，イギリス，ドイツ，フランスで幅広い金融機関が提供している。わが国ような信託分離主義が，合理性をもたないことはいうまでもない。

3.　1995年制度改革の論点

（1）　制度改革の概要

1994年投資信託研究会報告は，「投資信託市場」という概念を初めて用いて，投資信託市場でマーケット・メカニズムが働くための条件を整える必要を説いている点で，まさに画期的なものであった。この報告を受けて1995年から開始された制度改革の要点は，運用市場の自由化（参入規制と運用規制の緩和）と運用市場のインフラ整備の2点に置かれた。同報告書で指摘

されながら残されたものは，継続課題として引き続き議論されることとなった。概要は以下の通りである。

＜実施＞

①委託会社への参入規制の緩和（投資信託業務と投資顧問業務の併営）

②運用面規制の緩和（商品設定の弾力化，デリバティブ投資の認可，海外投資規制の緩和など）

③ディスクロージャーの強化（発行開示：受益証券説明書の充実，継続開示：運用報告書の充実）

④パフォーマンス情報の供給（投資信託協会による運用成績公開制度の充実）

⑤公正取引ルールの整備

＜継続課題＞

①私募投信の解禁

②委託会社の運用の外部委託の認可

③証券会社の投資信託業務への新規参入

④銀行の窓口販売

⑤会社型投信の解禁

⑥信託約款の個別承認制の見直し

まず，実施された制度改革の効果を評価してみよう。①と②は参入規制と運用規制の緩和であり，③から⑤は市場インフラ整備に関する改革である。次の点で改善がみられる。

第１に，運用業務への新規参入の活発化である。免許運用基準に見直しによる委託業務への新規参入の急増である。委託会社数は94年末の28社から96年末に39社と11社増え，とりわけ外資系が５社から14社と９社（その他，銀行系と保険系が各１社）増えたことは，注目に値する[11]。

第２に，運用規制緩和による新商品の増加である。「商品設計に関してはわが国の投資信託業界に対する足かせはほとんどなくなった」と言われ[12]，実際，デリバティブを活用したファンド，エマージング・マーケット等海外市場を対象としたファンドなど，アクティブ運用戦略を明示した新しい商品が数多く設定された。デリバティブスを積極的に利用したファンドは，96年11月末時点で22社180本（投資信託全体の資産残高の3.3%），そのうち株式投信に限れば，170本（株式投信資産残高の11.4%）に達している[13]。

第３に，ディスクロージャーと運用成績公開制度の面でも進展が見られる。ただし，投資家の理解を助ける十分な内容となっているとは言い難い。

1994年投信研究会報告書では，受益証券説明については，商品性（運用方針，収益分配方針，リターンに対するリスクの大きさ）とコスト（委託・受託・販売に向けられる信託報酬の内訳）の両面での開示が望まれ，運用報告書については，運用経過と成果の具体的記載や，関係証券会社など利害関係者との取引の開示が検討課題とされ，それにもとづいて各社が努力しているといわれる。ただし，トラック・レコードの開示といった，投資家により有用な情報発信といった面での努力は不十分である。

パフォーマンス評価に関する制度整備には問題が多い。投信協会は運用成績公開制度の充実（発表頻度，商品分類の精緻化など）をはかってきたが，成績評価に関する情報は，基準価格，分配金込み基準価格の騰落率に留まり，リスク・リターンの合理的な評価の基盤となる開示となっていない。比較情報をわかりやすい形で提供するには，業界によるパフォーマンス情報の提供という制度には限界がある。

第４に，公正取引ルールの具体的な運用の問題である。委託会社による特定顧客への損失補塡の禁止，ファンド間の利益の付け替えなど，委託者の顧客忠実義務違反となるいくつかの行為は，行為準則省令において明確な禁止行為と規定されるようになったが，省令違反に対する委託会社の内部管理・内部監査の充実と行政当局の検査体制は十分ではない。

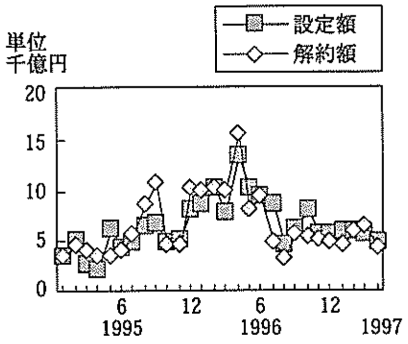
1995年制度改革は，投資家にとって意味のある効果をもたらしたといえるのだろうか。いくつかの分析を手がかりに考えてみよう。運用成果に関しては実証分析が必要である。いまだ十分な観察期間とはいえないが，経済企画庁（1996）は，95年制度改革以降に登場した「新しい投資信託」のパフォーマンスを93年と95年の２カ年について推計し，従来型のそれと比較している。

従来型には目立った改善は見られていないが，新しい投資信託は，市場ベンチ・マークを上回る良好な成績を上げているものが多いという結果を得ている。この分析結果にしたがえば，1995年制度改革は，運用効率の面でも一定の成果をあげているといえ，1995年制度改革は，運用競争の促進に貢献したと見ることができるよう。

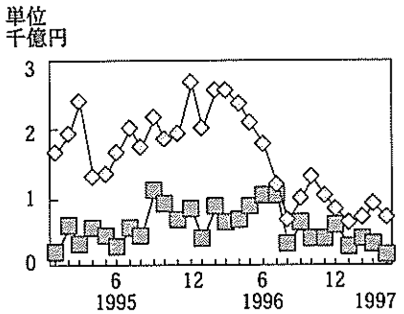
他方で，次の指摘がある。上田（1996）は多彩なファンドが登場しながら，各ファンドの純資産は月を追って減少しているか，さもなければ突如としたドラスティックが登場である点に注目して，新商品が真に顧客のニーズに応えた商品設計なのか疑問を投じている。また，杉田（1997）が指摘しているように英米に比べて異常に高い解約率には改善が見られていない。つまり，改革が投資家の立場に立った商品開発と販売活動への努力を生み出したか，という疑問を依然として払拭できない。

図２　株式投資信託の設定額と解約額

株式投信（追加型）
(1995.1-1997.4)



株式投信（単位型）
(1995.1-1997.4)



〔出所〕証券投資信託協会『証券投資信託月報』から作成

これらの指摘に関連して，図２に目を向けよう。同図は，1995年１月から1997年４月について，株式投資の設定額と解約額の動きを追っている。単位型では1996年７月頃から解約はおさまったように見える。ただし，残高の約85%をしめる追加型では，一貫して設定と解約は連動している。

要約すれば，新規参入と運用規制緩和は運用会社間の競争促進という点では一定の効果をあげているといえる。設定・解約の状況を見れば，それが投資家の立場に立った運用代理サービスの競争であったか否かについては疑問なしとしない。また，商品の質や事後的パフォーマ

ンスに対する投資家の評価を容易にし，投資家の信頼を確保するために必要な市場インフラ整備は，いまだ不十分といわざるをえない。いずれにせよ，制度改革の効果は，今後の分析の結果を待たなくてはならない。

（2） 残された課題

継続課題として残されているもののうち①から④は，販売と運用のさらなる自由化のための条件である。すべて，実現を前提に実施時期が検討されている。残る「信託約款の個別承認制」は，これまで新商品開発や技術革新を抑制する制度的要因として批判されてきたが，承認手続きの簡素化など弾力的運用によって対処が図られている。基本的には「有価証券の限定列挙主義」という証券取引法上の問題と合わせて解決されなくてはならない問題である。

「私募型投信の解禁」は，企業年金基金など特定の投資家グループに限定した投信の活用に窓口を開き，委託会社の外部運用委託の解禁によって海外や別の運用業者を選別して再委託することが可能となる。いずれも運用サービス市場の競争を促進すると期待される。

1993年から自由となった委託会社の直接販売と合わせて，証券会社の「投資一任業務の解禁」は，委託会社と証券会社との関係を補完関係から競争関係に転換するのに有効である。「銀行窓口販売」は，流通サービス市場の競争を促進するだけでなく，委託会社の独立性を高めて運用サービス市場の競争を促進する効果が期待される。これらの課題が速やかに実現されるとすれば，前節で述べたように，サブ・マーケットの競争促進を通じて，投資信託市場の成長に貢献することは確かである。

「会社型投信」は，運用成果に対する市場のガバナンスの面でもっとも望ましい特性を持つ商品である。会社型投資信託は株価の形で運用パフォーマンスを評価できるから，会社型投資信託を個人投資家が利用できるようになれば，契約型投資信託にくらべて資産管理のガバナンスはより容易である。先の販売と運用のさらなる競争促進と会社型投資信託の導入は，資産管理サービスを充実するために早急に実施されることが望ましい。

これら産業組織上の問題に加えて，個人にとって有用性の高い資産管理サービスである投資信託市場の成長を望むならば，直ちにとりかかるべきもう1つの課題がある。投資家の利益と無関係に課税される「信託税制」（平均信託金に対する課税）である。これについては，1994年投信研究会報告では言及されていないが，市場のエンド・ユーザーである個人にとって合理性に欠ける税制度が改善されないかぎり，個人資産の運用手段としての投資信託市場の成長は難しい。

（3） 1970年代アメリカの投信改革の教訓

投資信託の制度改革の方向を議論するにあたって，1970年代のアメリカの投信改革が参考になる[14]。アメリカの投信規制は，1940年投資会社法（Invetment Company Act）によって確立された。その骨子は，「広範な情報開示」と「契約の明文化」によって取引ルールの公正と透明性を確保し，運用者が投資家の代理人として行動しないことから投資家を保護することであった。

同法の欠陥は，ファンド間の競争不足を見落としたことにある。ミューチュアル・ファンドとアドバイザーの間になれ合いが運用コストを高め，また，ディーラーの販売手数料の切り下げが同法により禁じられていたために，投資家は投資信託の利益を十分享受することはできなかった。情報開示や契約の明文化のみでは，投資家保護に役立たなかったのであった。1995年以前のわが国投資信託を特徴づけた産業組織上の問題は，わが国固有のものではなく，基本的には「競争の欠如」という一般的な問題に起因すると見るべきであろう。

1970年の同法改正のポイントは，運用手数料や販売手数料に関するルールを修正し銀行や貯蓄組合の参入を認めて，アドバイザーや販売業者の競争を促進したことにあった。競争促進がアドバイザーのモラル・ハザードを抑制する，という認識に立った規制の組み替えである。1970年以降のアメリカ投資信託市場の成長を支えたのは受託義務の履行をめぐる金融機関との競争であり，これが投資家のニーズの変化に対応できるだけの技術革新を生み出す原動力となった。

アメリカの経験は，市場メカニズムによるモラル・ハザード抑制の仕組み――透明性確保のためのインフラ整備と関連業界との幅広い競争――が，資産管理手段としての投資信託機能を十分に発揮させるためのポイントであることを，あらためて教えてくれる。

V. 投資信託が機能するための条件
――むすび――

最後に，個人にとっての投資信託の機能に照らして，今後進めるべき制度改革の方向を確認し，むすびとしよう。

前節で指摘したように，1995年制度改革は，新規参入促進と商品の多様化の点で成果をあげたと評価できる。従来型商品が制度改革後もパフォーマンスに見るべき変化が生じていないのに引き替え，運用規制の自由化後に登場した新商品のパフォーマンスに改善が見られるとする証左もある一方で，多彩なファンドの登場が投資家の立場に立った商品開発と販売活動への努力によって生み出されたのかという点について，疑問が提示されている。

これまでの制度改革の議論は，運用と販売面での新規参入と規制緩和が重視されてきたが，資産管理に係わるより幅広い競争促進と，資産管理サービスとしての投資信託のメリットを最大に生かすための条件整備こそが，急がれるべき改革である。

繰り返し指摘したように，資産管理サービスの中でも，個人にとって投資信託がもつ最大のメリットは，市場評価による代理者のモラル・ハザードを抑制する仕組みである。資産運用を委託した個人にとって，運用者の行動をいかに容易に「モニタリング」できるかがもっとも重要なポイントである。投資信託制度改革後も引き続いて投資信託が不振を続けた理由を，背景となる株式市場の不振やわが国投資家のリスク回避的行動に求めるのは安易である。

個人の資産形成の面で投資信託のメリットを生かす改革とは，個人の合理的な判断を担保する制度的仕組みの整備である。すなわち，①運用面のみならず販売面の競争促進，②投資家の理解と認識を高めるための情報開示の拡充，③委託会社の「顧客忠実義務」違反に対する罰則の明確化，④販売の際の「適合性の原則」による説明責任と罰則の明確化，⑤会社型投資信託の導入，であろう。

運用・販売両面での競争は，マーケティングと運用パフォーマンスのフィードバック効果を通じて，資産管理サービス産業全体の競争促

進と成長をもたらすと期待される。それぞれの市場で価格が需給調整機能を発揮し，投資信託の生産プロセスにおける透明性を高め，商品の質に関する投資家の理解に資するであろうから，投資家保護の観点からも望ましい。

運用パフォーマンスに関するディスクロージャーの改善は，運用成果をわかりやすい形で比較情報として提供する評価機関の出現を確保するための前提条件である。販売の面では，「適合性の原則」に則って説明責任とペナルティを明確にし，具体的にルール化する必要がある。運用に対する「ガバナンス」の面で，個人にとってもっとも利用価値の高い会社型投資信託の整備は，早急に進められるべきである。

専門業者が機能に忠実な代理者へ意識を転換することが広く資産管理サービス産業の成長を保証する条件である。

注

1）　たとえば，Lakonishok＝Shleifer＝Vishny（1992）は，money management industry という言葉を用いて，年金基金と投資信託の競争と補完を中心に産業組織的分析を行っている。また，Baumol＝Goldfeld＝Gorden＝Koehn（1993）は，Mutual Fund Industry という概念を使って投資信託の産業組織の分析を行っている。

2）　投資信託のパフォーマンス評価を試みた初期の実証研究として，首藤（1977），大村（1989），首藤・丸（1988）がある。いずれも70～80年代の投資信託に対して市場ベンチマークを下回る低い評価を与えているが，90年代に入って，新美（1993）と経済企画庁（1996）はパフォーマンスの改善を示す結果を得ている。

3）　最近では，『証券アナリスト・ジャーナル』1996年1月号（Vol. 34）で「資産運用産業確立の条件と課題」と題する特集を組んでいる。資産管理差サースを1つの産業とみなす認識も広まりつつある。

4）　この点について，岩村（1995）は，数値例を用いて詳しい説明を行っている。106-110頁を参照されたい。

5）　Ross（1989），p. 542。

6）　Merton（1995），p. 27-28。

7）　蝋山（1995）は，投資信託市場を商品の流れからとらえて，1995年以前のわが国投資信託市場を（信託業務を無視すれば）委託会社と販売会社の間で成立する投資信託受益証券の卸売り市場と販売会社と投資家をつなぐ小売り市場の2つの市場から構成されると見た。いずれにおいても，価格（代行手数料や信託手数料，募集手数料）を基準として取引相手を選ぶという仕組みは存在していなかったために価格機構は機能せず，需給不均衡が「非価格手段」によってしか解消されないこととなり，激しい販売競争や抱き合わせ販売など望ましからざる市場行動をもたらし，委託会社と証券会社の固定的関係も強固に維持されると指摘している。（74-75頁）

8）　この点については，伴（1997）を参照されたい。

9）　ドイツのスペシャル・ファンドに関しては，高橋（1996）59-69頁を産業されたい。

10）　このタイプの代表的なタイプである401Kプランは，1993年資産残高4750億円のうち，23.2％がミューチュアル・ファンドに投資したといわれる。岩本（1996）11頁を参照されたい

11）　杉田（1996）図表1，3頁より。

12）　井手（1997）13頁を参照されたい。

13）　投資信託協会調べ。井手（1997）14頁を参照されたい。

14）　以下の議論は，Baumol=Goldfeld=Gordon=Koehn（1990）によっている。

参考文献

井手正介（1997）「投資信託の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』第35巻第3号（13-31頁），日本証券アナリスト協会。

岩村　充（1995）「市場機能の活用と投信の未来」『ファイナンシャル・レビュー』第36号（83-112頁），大蔵省財政金融研究所。

岩本容岳（1996）「ミューチュアル・ファンドの最近の動向と米国株式市場」『証券投資信託月報』第426号（5-23頁），証券投資信託協会。

経済企画庁（1997）『日本経済の現況』平成9年版，経済企画庁調査局。

新美一正（1993）「株価暴落以降のわが国株式投資信託の現状と課題」『Japan Research Review』1993年10月号，日本総合研究所。

大村敬一（1989）「わが国投資信託運用のパフォーマンス評価」『経済志林』第75巻第3号（1-51頁），法政大学。

杉田浩治（1997）「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』第35巻第3号（2-12頁），日本証券アナリスト協会。

首藤　恵（1977）「わが国における株式投資信託のパフォーマンス」『計測室テクニカル・ペーパー』第45号，日本証券経済研究所。

首藤　恵・丸　淳子（1988）「急成長するわが国投資信託の新展開」『証券研究』第84号（99-136頁），日本証券経済研究所。

伴　拓郎（1997）「英国のオープン・エンド会社型投資信託」『証券投資信託月報』第438号（5-17頁）

高橋　元（1996）『投資信託のしくみ』WAVE出版。

投資信託研究会（1994）『投資信託の改革に向けて期待される機能，役割の発揮のために』

上田明之（1996）「投信改革を考える」『証券投資信託月報』第427号（5-9頁），証券投資信託協会。

蝋山昌一（1995）「資産管理サービス業としての証券投資信託」『ファイナンシャル・レビュー』第36号（62-82頁），大蔵省財政金融研究所。

Baumol William J., Stephen M. Goldfeld, Lilli A. Gordon and Michael F. Koehn (1990), *The Economicd of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation*, (Rochester Studies in Managerial Economics and Policy), Kluwer Academic Publisher.

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1992), *Brookings Paper: Miceoecnomics* 1992, (pp. 339-391)

Merton, Robert C. (1995), "A Functional Perspective of Financial Intermediation", *Financial Management*, Summer 1995 (pp. 23-41).

Ross, Stephen A. (1989), "Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation", *The Journal of Finance*, Vol. XLIV, No. 3 (pp. 541-556).

（中央大学教授・当所兼任研究員）