

投資信託改革の歴史とその成果

—投資家の観点から—

内 田 ふじ子

要 旨

94年6月に発表された投資信託研究会（大蔵大臣の諮問機関）の報告書では、わが国の株式投資信託に対する投資者の評価や信頼が高くないこと、株価上昇期の大量設定と株価下落期の設定不振が繰り返され、それが株式市場の振幅を加速していること、近年の投資信託を巡る環境の変化に対し現行の投資信託制度が充分に対応できていないことが指摘され、投資信託が個人投資家等のための簡便で効率的な金融商品として定着し、さらに証券市場の活性化・安定化に資するためには市場および制度の改革が必要であると説いている。95年からその提言を受けた具体的改善策が実施されてきた。ただし、指摘された問題点の大部分は、昔から事あるごとに繰り返されてきた古くて新しい問題であり、改善策も、過去においてたびたび大蔵省や日本証券投資信託協会の研究会が設けられて検討されたものと類似している。95年からの改革は、運用・販売・管理と多方面にわたっており、以前に行われた改革と比較してスケールの大きさにおいて画期的であった。しかし、改革後2年余りが経過した現在、改革の成果が見られるものもあるが、とくに株式投資信託については、バブル崩壊後株価が下げ止まった後も残高が減少し続ける等定着の気配は窺えない。今回も改革は不十分であったと言わざるをえない。本稿では、改革の歴史的な流れを踏まえながら、95年に行われた改革と成果を投資家の観点から展望する。

目 次

- | | |
|---------------------------|-----------------------|
| I. 個人投資家にとって投資信託の問題点 | 1. 運用規制緩和と商品の多様化 |
| II. わが国投資信託市場のスタート時における問題 | 2. 投資家保護と自己責任原則に関する改革 |
| III. 94年までに行われてきた改革 | 3. 投資信託の販売に関する改革 |
| IV. 95年以後の改革とその成果 | おわりに |

I. 個人投資家にとって 投資信託の問題点

投資信託は、発生史的にみても、また、実際にも、個人投資家のための金融商品である。80年代後半に法人向け大口専用ファンドが誕生したため個人の保有割合は減少したが、それでも約7割が個人に保有されている(表1)。しか

表1 投資信託保有状況 (単位 %)

年度末	全国銀行	中小企業金融機関	農林水産金融機関	保険	法人企業	個人
1965	1.9	2.0	0.5	0.3	3.3	91.3
1966	2.0	2.1	0.6	0.4	2.6	91.3
1967	2.4	1.5	0.7	0.5	2.1	91.5
1968	2.5	0.8	0.7	0.4	1.5	92.3
1969	2.1	0.5	0.6	0.3	1.3	93.4
1970	2.0	0.5	0.9	0.3	1.5	93.3
1971	2.0	1.3	1.2	0.2	0.9	92.0
1972	2.1	1.8	8.4	1.0	0.6	83.8
1973	2.3	1.4	7.8	0.9	0.5	85.0
1974	1.8	1.2	6.0	0.7	1.0	87.7
1975	2.0	1.2	4.9	0.6	0.8	88.7
1976	2.8	1.1	2.5	0.4	1.2	90.4
1977	2.6	1.1	1.4	0.5	1.5	91.2
1978	2.8	1.2	0.5	0.4	1.6	90.7
1979	2.9	1.1	0.2	0.3	1.6	89.9
1980	3.2	1.0	0.0	0.3	1.5	88.7
1981	2.5	3.5	4.8	1.5	1.3	86.1
1982	2.2	3.1	4.1	1.3	1.4	87.7
1983	1.5	2.6	2.7	1.3	2.0	89.4
1984	1.4	2.8	2.6	2.0	2.4	88.5
1985	1.6	3.3	2.6	2.7	2.4	87.1
1986	4.1	3.9	2.9	3.2	10.0	75.6
1987	4.4	3.9	2.3	3.0	10.5	75.5
1988	4.5	3.7	2.5	2.9	10.9	75.3
1989	6.6	3.3	2.8	2.5	10.0	74.6
1990	6.8	3.4	2.6	2.5	9.7	74.8
1991	6.1	3.5	2.8	2.5	10.4	74.5
1992	5.2	4.1	3.4	2.5	10.1	74.3
1993	5.4	4.9	3.5	3.4	14.4	68.3
1994	6.0	4.0	3.7	3.2	18.3	64.5
1995	4.9	4.2	2.4	4.2	14.9	69.1

(出所) 日銀「資金循環勘定」から計算。

し、個人金融資産が趨勢的拡大基調にあるなかで投資信託が占めるウエイトは、バブル膨張期でも5%未満であり、95年末ではわずか2.8%にすぎない。アメリカの8.2%、ドイツの7.6%に比べると、いかにも小さい。個人金融資産の約半分はつねに定期性預金となっている(表2)。証券投資信託協会と証券広報センターが毎年行っているアンケート調査(「投資信託に関する調査報告書」¹⁾)で見ると、投資信託の不

表2 個人金融資産構成比 (単位 %)

暦年末	投資信託	現金+要求払預金	定期性預金	保険	株式	金融債
1965	3.3	17.8	40.3	11.2	15.9	2.2
1966	2.5	18.2	41.7	11.6	14.8	2.7
1967	2.0	18.2	42.7	11.8	12.3	3.0
1968	1.6	17.9	42.8	11.9	13.3	3.0
1969	1.5	17.8	42.0	11.7	14.7	3.1
1970	1.7	18.0	43.9	12.5	11.7	3.2
1971	1.7	17.9	43.6	12.6	11.7	3.6
1972	1.5	17.9	42.1	11.6	15.5	3.5
1973	1.6	19.2	45.5	11.9	10.2	3.5
1974	1.8	18.4	47.0	12.2	8.8	3.4
1975	1.7	16.6	47.6	12.0	9.9	3.7
1976	1.6	16.0	48.0	12.1	9.0	4.1
1977	1.8	15.1	49.0	12.2	7.8	3.9
1978	1.8	14.8	48.6	12.1	8.2	3.8
1979	1.7	14.0	49.7	12.5	7.6	3.7
1980	1.5	12.5	51.3	13.0	7.3	3.6
1981	1.5	12.0	51.4	13.4	7.1	3.5
1982	1.8	11.6	50.9	13.9	6.8	3.5
1983	2.4	10.4	49.7	14.1	7.9	3.5
1984	2.9	10.2	48.3	14.5	8.4	3.5
1985	2.9	9.7	48.1	15.3	8.4	3.4
1986	3.6	9.5	45.8	16.1	10.8	3.1
1987	4.7	9.7	45.5	17.5	9.9	2.9
1988	4.9	9.5	43.2	18.6	12.6	2.5
1989	4.6	9.8	41.9	19.2	13.9	2.3
1990	4.2	9.5	44.4	21.0	9.0	2.5
1991	3.5	9.3	45.6	21.7	8.1	2.6
1992	3.7	9.3	46.1	23.0	6.2	2.6
1993	3.3	9.3	45.8	24.0	6.6	2.4
1994	2.8	9.4	45.9	24.7	6.6	2.2
1995	2.8	10.5	45.3	24.8	6.8	2.0

(出所) 日銀「資金循環勘定」から計算。

満点として、投資信託を現在保有している世帯と過去に保有していたことがある保有経験世帯では“預貯金に比べ安心できない”“運用実績がわかりにくい”“利回りがものたりない”という項目に回答が集まっており、未経験世帯では“なんとなくなじめない”という項目に回答が集中している。また、投資信託という金融商品があることを「よく知っている」「おおよその仕組みについて知っている」という内容認知率は例年全世帯の25%程度である(未経験世帯では15%)。これらのことから、個人投資家にとって投資信託の問題点は次の3点に要約されよう。

- (1) 運用成績に関する不満(「よくない」「分かりにくい」)
- (2) 投資家の信任が得られていない(不信任を抱かれている)
- (3) 金融商品としての投資信託の存在やその特性に関する知識が普及していない、

わが国の投資信託の運用成績が良くないとはよくいわれることであり、理論的な分析でも指摘されている。しかし、実際には、投資信託という金融商品の運用成績が具体的にどうなっているのか、どのくらいなのか、どのように良くないのかを一般投資家が正しく知る方法はほとんどない。最近では投資信託を定期的に取り上げている経済誌もあるが、新聞広告や証券投資信託協会が発表している価格情報が掲載されるのはほとんど『日本経済新聞』(および『日経金融新聞』)に限られている。証券会社の店頭では、扱っているファンドの情報しか得られない。情報が不十分なことに加えて、不適切販売や証券会社の手数料収入目当ての乗り換えの勧めといった販売上の問題が投資家の不信任を募らせている。

II. わが国投資信託市場の スタート時における問題

51年6月の証券投資信託法制定により設定されるようになったわが国の投資信託は、欧米のように投資家からのニーズに基づいて自然発生的に生まれたものではなく、財閥解体で大量に放出された株式の需給調整や戦後の資金不足時代の産業資金の調達等の意図のもとで政策的に導入された商品であった。戦前の金銭信託を範として立法化されたため、契約型の単位型投信として誕生した。単位型投信は預貯金に馴染んだ個人投資家に受け入れられやすい特徴をもっているため、個人貯蓄の動員には成功したが、元本保証商品と誤解される原因を作ったといえよう。投資信託がリスク商品であることを周知徹底させることが、その後の大きな課題となっている。

また、創設時は証券会社が委託業務を兼営していた。60年になってから委託会社が証券会社から分離・独立し投資信託の販売と運用は別会社が行うようになった。しかし、委託会社とその設立母体である証券会社は系列関係ができ、とくに販売を担当する証券会社は系列にある委託会社に対し設定・運用に支配力ともいえるべき大きな影響力を持ち続けた。そのため、証券会社の営業上有利な商品設計が優先され、運用成績が軽視されがちとなった。近年国際化の進展や金融制度改革で証券会社の系列にない外資系・銀行系・生保系業者に投信委託業務が開放され、委託会社による直接販売も解禁されている。しかし、証券会社には強力な販売力の蓄積があり、依然として系列にある委託会社の投信の販売を優先する傾向があるため、運用の独立

性の問題は現在でも大きな課題となっている。

このような欧米にみられない形態でのスタートがその後のわが国投資信託市場の展開に大きな影響を与えている。これらのわが国投資信託の発生時点に端を発した問題の解決は制度やルールの変更では不可能であり長い時間が必要とされよう。

Ⅲ. 94年までに行われてきた改革

表3はわが国の投資信託市場の歴史の概要である。証券投資信託法等の法令の改正はどれも免許基準や行為準則に関するものであり、制度の基本的な枠組みの変更はなされていない。改革のターゲットは主として、商品の多様化、ディスクロージャーの充実、早期解約対策に向けられている。商品の多様化は、投資対象資産の規制緩和とシステム運用など運用技法の高度化によって行われている。ディスクロージャーの充実、受益証券説明書と信託財産運用報告書の記載内容や運用成績公開制度に関して進められている。早期解約対策は解約者へのペナルティ（短期買取ペナルティ、解約時負担金など）の導入と長期保有を前提とした商品の開発によって行われている。

60年代以降94年まで、年代別にそれらの変遷を辿ってみることにする。

<60年代>

50年代半ばから神武景気を背景にブームとなった投資信託市場は、証券市場の中で“池の中の鯨”と称されるまでに拡大した。投資信託に組み入れられた株式の時価総額は全国証券取引所上場株式時価総額の1割を占め、それが、65年にはじまる証券不況において株価下落の加速要因になった。その教訓から株式組み入れ制

限が設けられ、安定運用が図られるようになった。その後今日に至るまで、投資信託組み入れ株式のシェアは90年の3.7%を上限とする低さとなっている。証券不況に対しては日本証券保有組合による委託会社保有の株式の肩代りや、史上2度目の額面割れファンドの償還期限の延長措置という緊急避難策が施されたが、69年まで5年間残存元本が純減した。66年に証券投資信託協会に委嘱された資本市場委員会（高橋亀吉委員長）の報告書「投資信託の在り方」に基づく改善策が発表された。主な改善策は(1)販売公開（受益証券の募集・販売を全国の証券会社に公開する）、(2)安定運用のために、単位の株式組み入れ制限と株価変動準備金の強化や1年以内の早期解約者からペナルティの徴収、(3)単位の受益証券や申込証拠金領収証に元本非保証を明示、(4)運用資産に関する詳細なディスクロージャー、等である。それらの改善措置の総仕上げとして、受益者保護の徹底のため、67年に証券投資信託法が改正された。受益者に対する忠実義務の明確化、禁止行為に関する規定の強化・新設など委託会社の行為準則とみなす信託の規定（単位のファンド数増加に対処するためのファミリーファンド方式導入のため）が設けられた。

<70年代>

国際化の進展により、70年に外国証券の組み入れが認められ、国際的な分散投資が可能となった。さらに、早期解約対策が奏功し解約額が激減したこと、積立株式ファンドの創設など長期安定資金の導入が図られたことで、投資信託市場は70年以降証券不況の後遺症から回復して拡大基調となった。設定の平準化と解約正常化のため、自主ルールで単位の株式組み入れ制

表3 日本の投資信託の歴史（概要）

	新商品	販売	運用	制度その他
1950年代	・単位型株式投信でスタート(1951) ・追加型株式投信(1952)		・国内株中心	・証券投資信託法施行(1951) ・単位型投信償還延長(1954)
1960年代	・追加型公社債投信(1961)		・国内債組み入れ本格化(1961) ・単位型、株式組み入れ比率70%以下に、株価変動準備金制度の導入(1964)	・委託会社の証券会社からの分離(1960) ・証券不況、単位型償還延長(1965) ・証券投資信託法改正(1967)
1970年代	・ファミリーファンド(1970) ・証券貯蓄ファンド(1972) ・転換社債投信(1973) ・単位型公社債投信(1974) ・フォーミュラ株式オープン(1975)	・外国投信の国内販売自由化(1972)	・外国証券組み入れ開始(1970) ・二部株組み入れ開始(1972) ・為替予約可能となる(1978)	
1980年代	・中期国債ファンド(1980) ・追加型の整理・統合(1981) ・利金ファンド(1982) ・ジャンボ(1982) ・セレクト型オープン(1984) ・内外債券ファンド(1984) ・株式インデックスファンド(1985) ・FFF(1985) ・長期国債ファンド(1986) ・ミリオン(1987)	・公開販売専用ファンド発足(1984)	・債券先物取引スタート(1985) ・店頭株、上場予定株組み入れ開始(1970) ・新株引受権付社債、ユーロ円債、デュアルカレンシー債、短期国債組み入れ開始(1986) ・株式先物取引スタート(1987)	・委託会社が投資助言業務に進出(1984)
1990年代	・MMF(1992) ・ファンドファミリー制度(1993) ・LLF(1993) ・追加型主流に(1993) ・ブル・ベアファンド(1995) ・日経300上場投信(1995) ・ノーロード投信	・(銀行系)委託会社の直接販売開始(1993) ・証券系委託会社も直接販売を開始(1995)	・デリバティブのヘッジ目的以外への利用など運用規制緩和(1995)	・外資系が投信委託業務に進出(1990) ・単位型償還延長(1992) ・銀行系が投信委託業務に進出(1993) ・投信改革(1995) ・投信委託業務と投資一任業務の併営始まる(1995)

〔出所〕『必携投資信託要覧』1996年版（野村証券投資信託委託発行）。

導入するファンドも登場した。株式投信が少額貯蓄非課税制度(88年廃止)の対象となり、その専用ファンドが設定されるなど安定運用指向の貯蓄商品としての色彩がますます濃くなった。信託財産における株式組み入れ比率は50%を割り、証券投資信託協会の基本問題研究会で、商品性格を明確にして積極的な運用もすべきと指摘されている。

<80年代>

75年からの国債大量発行を背景に、80年に中期国債ファンドが誕生した。公社債を多く組み込んだファンド中心に法人や大口投資家専用ファンドなど新種商品の設定が盛んとなった。また、インデックスファンドなどシステム運用型ファンドが主流を占め、パッシブな運用傾向が強まった。85年に債券先物取引が開始し、投資信託もヘッジ取引に限って認められた。株式市場が活況になるとともに投資信託の設定が急増し、個人金融資産に占めるウエイトも大きくなっていった。

<90年代(94年まで)>

88年に大蔵省証券局に投資信託に関する研究会(蠟山昌一座長)、第2次投資信託研究会(堀内昭義座長)が設置され、89年に発表されたその報告書「今後の投資信託の在り方について—投資者の立場に立った改善の方向—」を踏まえた以下の改善策が90年から実施された。(1)画一化がみられる商品体系の見直しのため、商品性の多様化、手数料の多様化、(2)運用の安定性確保のため、信託財産留保金制度、償還乗り換え手数料優遇制度の導入など、(3)情報公開の充実のため、受益証券説明書や信託財産運用報告書の記載内容等の改善や証券投資信託協会が行っている運用成績公開制度の内容の充実。また、投資信託業務の免許基準が改正され、90年

から外資系等の委託会社が新規参入、金融制度改革法施行により93年から銀行・保険会社系の委託会社も新規参入し、投資信託委託業務や直接販売に乗り出すなど業界内部の競争が激化する様相をみせはじめた。戦後最大の株価暴落、債券価格の急落等で市場環境が悪化した結果、92年に史上3度目の額面割れファンドの償還期限の延長措置がとられた。しかし、結局額面を回復して償還したものはわずかであり、基準価格が額面を回復せずに95年以降再び償還期限を迎えるものが続出した。さらに元本回復まで運用を続けると、実質的な元本保証とも受け取られかねないこと、投資家の自己責任原則を徹底させるため、およびバブルを清算する意味から、新商品へ乗り換える場合には販売手数料をとらないなどの便宜を図ることで、元本割れでもこれ以上償還期限を延長しないとす委託会社が相次いだ。

IV. 95年以後の投信改革とその成果

93年に大蔵省証券局長の諮問機関として投資信託研究会(蠟山昌一座長)が発足し、その報告書「証券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—」に基づいた改革案と実施項目が94年12月大蔵省と証券投資信託協会によってそれぞれ公表された。そして翌95年1月から規制緩和とディスクロージャーの強化を主要テーマとする投資信託制度の大規模な改革がスタートした。

1. 運用規制緩和と商品の多様化

(1) デリバティブの利用

85年10月に債券先物取引が開始されて以来、

投資信託にデリバティブが組み込まれるようになったが、ヘッジ目的での使用しか認められていなかった。95年の緩和措置により、純資産額の一定範囲内で、運用目的でも使えるようになった。

デリバティブの積極活用により、証券や通貨の価格変動を上回るパフォーマンスとなるファンドやそれらの価格下落がパフォーマンスの下落につながらないファンドの設定・運用が可能になるが、一方リスクも高まることになり、運用側のリスク管理体制の確立が前提とされる。証券投資信託協会は、委託各社がデリバティブを利用する際のリスク管理について詳細な指針を作成した(「デリバティブのリスク管理及びディスクロージャーのあり方について」:リスク管理の統一基準)。95年1月に金利・通貨スワップを前面に打ち出した商品が初めて設定され、その後、株価水準や為替相場をターゲットにしたいわゆるブル・ベア型のファンドが相次いで設定されている。

(2) 海外投資対象市場の限定の撤廃

外国証券の組入れが可能となった70年には8カ国8証券取引所上場証券に限定されていた投資対象市場も、国際化の進展に伴い94年には28カ国37取引所にまで拡大していた。95年の緩和措置により、上場証券であれば世界のどの市場の証券でも組み入れることができるようになった。発展途上国の証券価格は先進諸国と連動性が小さいため国際分散投資による大きなリスク低下効果が期待できる。しかし、一方、それらは93、94年のアジア株を中心とする外国株投信ブームとその後メキシコの通貨危機をきっかけとする運用成績の悪化にみられるように、ハイリスク・ハイリターン商品となる可能性も高

まる。95年2月に南アフリカの金鉱株を組み入れた投信が設定され、そのパフォーマンスが注目された。

(3) その他

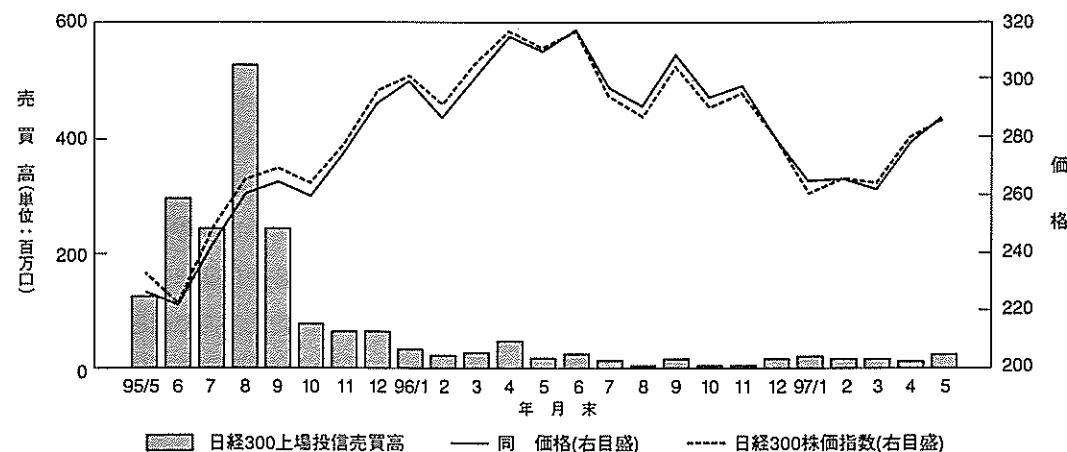
以前は私募円建て外債に限られていた私募債、以前は認められていなかった他社の投資信託証券や実物資産の証券化関連商品が、ファンドの純資産総額の一定範囲内で組み込めるようになった²⁾。

(4) 日経300株価指数連動型上場投資信託の募集と上場

日経300株価指数連動型上場投信(以下日経300上場投信と略す)は、基準価額が日経300株価指数と連動するように設計された追加型のインデックスファンド(信託期間無期限)であるが、その受益証券が全国の証券取引所に上場され、そこで決まる市場価格で売買されるところが在来のファンドと異なっている。在来のファンドでは売買は基準価額(ないし売買基準価額)での購入・解約となるのに対して、日経300上場投信では需給バランスによって決まる市場価格での購入・転売となる。募集期間中に約3,653億円の資金が集まり、95年5月29日に全国8取引所に上場された³⁾。

日経300上場投信には、基準価額を株価指数に連動させるという運用方針があるので、保有受益証券と信託財産中の300銘柄の現物株パッケージの交換を可能とする仕組みが95年9月から設けられている⁴⁾。そのため、日経300上場投信の市場価格が株価指数を下回っていた96年4月まで裁定取引によって上場口数(残高)が激減している。他のファンドと異なり残高の減少が運用に及ぼす影響はないが、残高の減少も

図1 日経300上場投信と株価指数 95年5月～97年5月、月末



あって売買は必ずしも活発に行われているとはいえない(図1)。96年9月に初めて追加設定がなされた。

2. 投資家保護と自己責任原則に関する改革

証券投資信託法の第1条はこの法律の目的が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にある、としている。投資者の保護は、投資家をリスクに晒さないということではなく「事実を知らされないことによって被る損害からの保護」と「不公正な取引によって被る損害からの保護」である(76年証券取引審議会報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」という考え方から、近年ディスクロージャーの充実や不公正取引規制の強化が図られつつ規制緩和が進められ、投資家は自己責任でリスクに対峙することが求められるようになってきた。

(1) ディスクロージャー

投資家のためのディスクロージャーとして、

募集時に配布される受益証券説明書と決算時に受益者に配布される信託財産運用報告書、ファンド概況(半期運用報告書)がある。それらにおける記載内容が証券市場の動向など運用環境の記述に偏りがちで、運用方針や運用実態の記述が抽象的だとの問題点が指摘されていたため、運用方針や運用上のリスクについて具体的に明示すること等が指示された。

わが国においては投資家の自己責任原則が必ずしも十分に確立していないのは不十分なディスクロージャーに原因があるといわれてきた。投資判断に際して投資家に自己責任原則を要求するためには必要十分な情報開示が不可欠であるが、投資家側にもそれを理解し活用できる基礎知識がなければならない。こうした観点から、ディスクロージャーの充実とともに投資家啓蒙活動や学校における証券教育の必要性も指摘されている⁹⁾。

(2) 運用成績公開制度

証券投資信託協会によるファンド別の運用成績公開制度は84年3月から実施され、分類など

の変更が行われてきているが、一般にほとんど注目されなかった。95年7月から、分類ごとの運用成績の平均やランキングおよび改革後に設定された各社の代表的な投資信託(「新しい株式投資信託」と呼ばれる)の運用成績を毎月発表するなど同制度の改善を行った。

運用成績を明らかにすることは、投資家にファンド選択の客観的な判断材料を提供するとともに販売・運用・開発面で委託会社間の競争の促進を通じて高パフォーマンスの実現や商品開発、また、人材不足といわれるファンドマネージャーの養成へのスプリングボードとなると期待される。現在、投資家が容易に入手できる投資信託の情報は、新聞や経済誌に掲載されている価格情報であり、一般に運用成績はある期間内の基準価額(分配金込み)の騰落率の大きさだけで評価されている。しかし、投資信託には運用方針があり、本来短期的な価格情報だけでは運用成績を評価できない。運用目標となる適当な指標(ベンチマーク)あるいはリスクを考慮したリターンの大きさなどの評価基準によって長期にわたって評価されるべきである。このような評価には、信頼できるデータベースや広い情報網、経験や技術的専門的知識が要求される。したがって、アメリカのような専門機関が設立されることが望まれている⁹⁾。証券投資信託協会では、97年4月から投資信託評価に必要な情報提供を開始し、中立公正な民間の運用評価機関の設立を促している。

(3) 比較広告の解禁

金融商品はそれぞれ特性が異なり、公正な比較がむずかしいため、それらの比較広告は各業界の自主ルールで事実上禁止されていた(投資信託の場合は、証券投資信託協会の「広

告・宣伝に関する基準」)。87年に公正取引委員会が指針を示して事実上解禁されていたが、投資信託の運用成績公開制度の改善を受け、95年10月協会の自主ルールが改正された(会員が行う広告の協会への事前届け出および審査制度を廃止)。ただし、まったく種類の違う商品を比べたり、特定の競争相手の商品だけを取り出して比較することは、投資家の誤解を招きかねないため従来通り禁止されている。投資家にとって資金の効率的な運用には金融商品相互の比較情報は欠かせないものであり、その結果金融機関間の競争を促進することになれば日本経済全体のパフォーマンスの向上に貢献することにもなる。前述のアンケート調査では、証券会社の広告が投信購入のきっかけとなったという回答は12.2%(平成8年版、重複回答)であり、広告接触率(この2~3カ月内に投資信託の広告を見たあるいは聞いたことがある世帯の割合)も53%にすぎないが、不特定多数を対象にできる広告は新しい投資家層の開拓のために重要なメディアである。新聞広告に関しては95年後半にMMFと銀行のスーパー定期の利回りの比較や協会の運用成績のランキングを利用した株式投信の広告が掲載されたが、まだ数例を数えただけである。

3. 投資信託の販売に関する改革

投資信託はこれまで商品自体の魅力によってではなくもっぱら系列関係にある証券会社の営業力によって販売されてきたといわれる。実際、アンケート調査では購入動機のトップはつねに「セールスマンからの熱心な勧め」となっており販売の影響は大きい。証券会社にとっても投資信託の販売手数料は大きな収益源であり、II. でふれたように委託会社と証券会社の

系列関係の歴史は長く強い。しかし、90年から外資系、銀行系、生保系と委託会社の新規参入が相次ぎ、89年末は15社だった委託会社は97年4月で40社に増え、パフォーマンスを優先した運用・委託会社の独立性確保が求められるようになってきた。

(1) 委託会社による直接販売

かつて証券取引法で投資信託の販売は証券会社だけに認められていたが、92年4月の投信運用業務への新規参入促進策と同時に委託会社による直接販売が解禁された。銀行系委託会社では既に実施していたが、95年になって証券系委託会社でも自社で運用する商品の直接販売に乗り出すところが現れた。委託会社が販売に従事すれば運用手法や商品設計に投資家のニーズが反映されやすくなり、パフォーマンスの向上につながるばかりでなく運用の独立性も確保されよう。そのように直接販売のメリットは大きい。店舗網の整備にはコストも時間もかかる。そのため販売ルートの多様化が課題となっている。電話と郵便だけによる通信販売はすでに行われており、現在では銀行や郵便局での窓口販売が検討されている。

(2) 早期解約対策

わが国投資信託市場の問題点のひとつとして、パフォーマンスが良くなると解約が集中し、ファンド資産が急速に縮小して長期安定的な運用が不可能となることがあげられる。94年に発表された投資信託研究会の報告書では、その原因として以下の点を指摘している。①わが国の投資者の投資信託への投資目的が短期のキャピタルゲイン狙いの面が強い、②わが国の投資信託は短期の相場観に基づいて組入対象を

絞り込んだ商品内容のものが多く、必ずしも中長期の資産運用に適したものとなっていない、③投資信託の販売について、証券会社が募集手数料を確保するため、投資者に対して過度の乗り換えの勧奨を行う。①と②については、II. でふれたように投資家への早期解約ペナルティーや中長期保有を標榜したファンドの開発などという試みがなされてきたが、95年の改革で③についての対策として、公正取引ルールの改正により関係証券会社等の売買手数料増加のための短期売買が禁止された。営業マンに対する人事評価を従来の募集手数料重視から投資信託の預かり資産残高重視へ移行させるなどの試みがなされ、適合性の原則に則った節度ある販売態度が投資信託への信頼回復のためにも望まれている。

おわりに

わが国の個人金融資産は増加の一途を辿り1,200兆円に達しようとしている。一般的には、資産蓄積が進んだり、低金利期には確定利回り型の「安全資産」から、「リスク資産」へシフトが起きると言われているが、依然として個人金融資産の50%近くが定期性預金である。投資信託は60年代の初めは6%以上を占めていたが、最近では3%にも満たない。投資信託市場の活性化、個人金融資産としての定着に向けた40年以上にわたる様々な改革は、効果があったとしても一時的であり、長期的なものではなかったことになる。そのような状況にあって、投資家をリスクに晒さないために採られてきた規制がほぼ撤廃され、投資家が直面するリスクはこれまで以上に大きくなっている。実績配当型金銭信託や商品ファンドといった他業態から

の競合商品も登場し投資家の選択肢が多くなった現在、投資信託がリスクに見合ったリターンを提供できなければ活性化の望みは薄いといえよう。運用側にとっても、委託業務への新規参入が盛んに行われ、本格的な運用競争の時代を迎えており、運用技術の向上や投資家のニーズに合った独創的な商品の開発に努めることが求められている。96年11月に橋本内閣によって金融制度改革構想が提唱され、投資信託市場についても、95年の改革で先送りとなった法令の改正を伴う制度改革を中心とした改革構想が議論されている。ただ、その改革の結果、会社型投信の設定や銀行による投信販売が可能となったとしても、それらが投資信託の活性化につながるかどうかはわからない。現在投資信託の活性化のために確実に必要とされているのは、リスクに応じたリターンをあげられる運用能力とそれへの投資家の信頼であると思われる。

注

- 1) 首都圏と阪神圏に居住する2,500普通世帯を対象とする。
- 2) デリバティブの組入制限は、生じうる損失額がファンドの純資産総額の50%未満の範囲まで。私募債の組入制限は、国内・国外を問わず、他の流動性の乏しいものと合算してファンドの純資産総額の10%以内。他社の投資信託証券の組入制限は、合計でファンドの純資産総額の5%以内。証券化関連商品については、流動性の乏しい抵当証券が私募債と合わせてファンドの純資産総額の10%以内まで組入可能になった。
- 3) 当初1口あたりの元本が日経300株価指数に近似する価格となるよう受益権を分割した結果、上場口数は約15億口となった。投資家は30万円程度からファンドを購入できることになる。
- 4) 基準価額は日経300にはほぼ連動するが、市場価格は市場の需給関係によって決まるので、基準価額と一致するとは限らない。ファンドの受益証券の市場価格とファンドの基準価額が連動していないと「投資成果が指数に連動する」という運用方針に合わなくなるため、両者の連動性を高めるために、大口投資家による追加設定や受益証券とファンド内の現物株パッケージとの交換ができるような仕組みを設けている。したがって、これらの仕組

みにより市場価格と基準価額との間に裁定が働き、結果として乖離が縮小していくと期待できる。ただし、それでもなお、個別銘柄の買付手数料や組入銘柄の配当金の処理など様々な要因により、必ずしも株価指数と投信の基準価額の動きが一致するとは限らない。

- 5) 証券投資信託協会は、欧米の証券教育の実態を調査し、96年5月に日本証券業協会と東京証券取引所とともに、文部省の中央教育審議会に証券教育のための教科書充実を求める提言を行った。
- 6) アメリカの代表的な運用評価機関であるモーニングスター社の場合、以下のような情報を提供している。具体的な運用方針、ファンドマネージャー名、設定以来の純資産額の推移、総収益率(元本値上がり分と分配金に分けて)、リスク指標、リスク調整後の収益指標であるシャープ・レシオ、ファンドの構成(組み入れ資産、その銘柄名と投資金額)、売買回転率、税金や手数料関係のデータ、ファンドマネージャーとのインタビューなどを通した署名入りの定性分析等。そして、ヒストリカル・プロフィールとして5段階の総合評価(レーティング)を行っている。

参考文献

- 日本証券業協会大阪地区協会中小証券経営研究会報告書
『株式投資信託—投資家ニーズに基づいて—』93年5月。
『中小証券会社の業務の多様化について』96年11月。
『KDSファンドジャーナル』(金融データシステム)95年4月～各月。
資本市場研究会編『魅力ある投資信託をめざして』(資本市場研究会)95年1月。
内田ふじ子「投資信託元年を顧みて」『証券レビュー』95年12月。
内田ふじ子「株式投資信託の運用成績の評価について」『証券レビュー』96年5月。
内田ふじ子「投資信託の広告宣伝について」『証券レビュー』97年2月。
日本証券投資信託協会『証券投資信託年報』
(当所東京研究所主任研究員)