

演

## 投資信託制度の今後のあり方

講

蠟山昌一

小山理事長 時間になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、大阪大学教授の蠟山昌一先生です。

蠟山先生には、昨年もこの講演会の講師をしていただいています、恒例でございますので、改めて先生の略歴をご紹介します。

蠟山先生は、昭和三八年に東京大学経済学部をご卒業後、大阪大学経済学部助教授を経て、昭和五七年教授に就任され、現在に至っております。この間、ロンドン大学客員教授などの経験もありです。先生のご専門は、金融論、経済政策論と伺っていますが、すぐれた著作や論文を数多く発表されるなど、この分野

の代表的なリーダーとして活躍しておりますことは、皆様もご承知のとおりでございます。

先生は現在、証券取引審議会基本問題調査会座長のほか、金融制度調査会や金融問題研究会等、政府の各種審議会、研究会の委員として、国の政策形成に幅広く関与しております。また、先生は昨春秋、証券局に設置されました投資信託研究会の座長として、このほど発表されました報告書を取りまとめられたところでございます。

そこで、本日は、先生に「投資信託制度の今後のあり方」というテーマでお話いただくことにいたしました。それでは、蠟山先生、よろしく願います。

ご紹介いただきました蠟山です。

きょうは株主総会が随所で開かれていて、恐らくこの中にも、ご出席になられた方も多々おありになるのではないかと思います。伺うところでは、株主総会というのは想定問答集が配られて、お答えになる方々は、それを記憶するのに一生懸命で大変だということですが、私も、今ご紹介がありましたように、こういう研究会の座長ということになりますと、記者会見をしたり、あるいは、そういう場のことはそれほど考えに入っているかどうかわかりませんが、一応想定問答集というものを渡されます。ただ、一番初めの時ですが、証券先物の時、余りおもしろくないので、想定問答集に書いていないことをいろいろいいましたら、後ろで、今は審議官になっております某氏が、何か顔色が変わったと聞いております。

きょうも、実は「今回の投資信託研究会報告書

のポイントは何か、問一」という紙を実は持っているんです。それに沿って話をするというのも一つのやり方ではあります。しかし、それはもう既に新聞発表等で、あるいはご関係の方であれば、直接報告書をお読みになっている方もたくさんおられるかと思うので、若干その内容についてご説明をさせていただきますが、先週発表いたしました「投資信託の改革に向けて」という報告書の内容そのものについては、これからの時間の約三分の一ぐらいを使わせていただくにとどめて、一つは、投資信託研究会の司会をさせていただいた者として、さまざまご議論を拝聴して、交通整理をさせていただきましたが、私自身個人的な立場でその過程で感じたことを、投資信託のこれからについてというこの講演会のタイトルに即した形でのコメントを幾つか申させていただきます。これで三分の一ぐらい使おうかと思いま

す。

もう一つは、少し大げさな話でありますけれども、投資信託という市場、あるいは産業をどう位置づけるかという点に関する、私の個人的な判断を紹介させていただく。こういう三部構成で話を進めさせていただきたいと思います。

## 一、投資信託を金融サービス業 の中でどう位置づけるか

まず、一体投資信託という産業をどう考えるかという点から入らせていただきたいと思います。

これは、ここで改めて、なぜ投資信託が存在するのかということを理論的に申し上げることであります。もう少し、日本のこれからの金融・証券システム全体を展望した上で、投資信託をどういうふうに位置づけるかという話をさせていた

だいたく思うわけがあります。

今まで、日本の金融はいろいろ問題がある。この場合の金融というのは、証券市場も含めて、非常に幅広い意味での金融ということでありすけれども、いろいろ問題がある。改革の機運は満ちているということで、条件も整いまして、一九七五年度の大量国債発行を契機に、いわゆる自由化とか国際化という流れが今日まで及んできているわけがあります。

しかし、もうそれから二〇年近いわけでありすけれども、一体日本の金融はどうなるんだろうかということについて、恐らく多くの方々が、皆目検討がつかない状況になっているのではないかと思います。それは、客観的な予測——証券業協会も来世紀の証券市場についての予測を発表されたと新聞で報じられましたけれども、そういう作業もないわけではありません。日本証券経済研究

所もそうした作業をさせていただきました、昨年そのお話をさせていただきました。しかし、もう少し構造的な枠組みとして、これからの日本の金融はどうなるのかということを、もう少しみんな真剣に考えるべきではないかと思っています。

その点で、私はこれまでの日本の金融が、余りにも産業への資金供給という意味で、いわゆる産業金融の仕組みに非常な工夫を重ねて、非常に精緻な、誇るべきパフォーマンスを挙げてきたと思いますが、翻って、産業に対比する意味で生活というふうに考えてみると、どうもおぼつかないのではないだろうか。生活金融といいますが、そういうコンセプトがあるかどうか知りませんが、それも、日本のこれからの金融の仕組みというのは、もう少し生活金融というところにウェイトを置いていいのではないかと思います。

生活金融とは何か。消費者金融とか住宅金融と

かいろいろ言葉がありますけれども、もう少し具体的にいうならば、私は、生活の糧となる資産が長期的に安定的に管理、保全される。そういう意味で、別な言葉を使えば、アセットマネジメントという点をしっかりと制度的に確保できる方向に変わっていかねばならないのではないだろうか。あるいは、そういう方向にもっとウェイトを置いて、日本の金融の仕組みを考えなければならぬのではないだろうかと思っています。

貯蓄をいかに効率的に産業投資に配分するかという点では、日本の仕組みは大変うまくできていると思います。例えば日本の長期信用銀行制度であるとか、さまざまな政府関係金融機関の果たしてきた役割とか、私はその意義を十分に評価するものでありますし、事実、私のところで勉強しております中国の学生には、日本の産業金融、特に長期金融制度というものをよく勉強して、それを

中国に持って帰ってもらいたいという注文をして、研究の指導をしているほどであります。

しかし、これからということを考えてみたときに、私は、逆に今度は貯蓄をする側、それは投資のために貯蓄をするのではなくて、生活のために貯蓄をするわけがありますが、そういう成果としての個人金融資産が、これから来世紀にかけても一〇〇〇兆円の巨額に上っているわけがあります。が、果たしてうまく管理され、例えばこれは極端な例ではありますが、日本経済が減びても個人の生活は大丈夫だというふうに今からなっているだろうか、そういう用意はほとんどないのではないかなと思うわけであります。

そういう点で、資産管理を十全に整備し、それを制度的に可能にする状況を今後つくり出すことが、金融自由化の中で必要になってくるのではないかなと思っています。

そういう前提で、今の日本の金融業というものを、さまざまな証券関係も含めて金融サービス業としてとらえてみると、資産管理というサービスが必ずしも十分に供給されていないと考えております。具体的な例を挙げれば、嫌というほどたくさん挙げることができますが、ここでは、そうしたことが集約的にどういうことになってあらわれるだろうかと考えてみますと、それは、日本の金融サービスの国際競争力の低下となつてあらわれるだろうと思っておりますし、事実、日本の金融サービス業は、今や国際的に見れば、三流の産業に陥ろうとしていると判断しております。

昨年の一〇月以来、そういう思いが強くて、幾つかのエッセイのようなものを書かせていただいております。しかし、このところ、余り大きな記事ではありませんけれども、新聞記事や雑誌の記事を見ますと、そうした日本の金融サービス業の

世界の中で占める地位の低下を危惧する証拠が、少しずつですが挙がってきております。

例えば、ロンドンにおいて日本株の取引が活発に行われ、全体では、大阪の証券取引所よりも、残念なことにロンドンでの取引の方が金額が大きいか、中国で資金調達をするときのシ団のメンバーからほとんど排除されている、あるいは、東京金融センターでのさまざまな金融取引が総体的に伸び悩んでいるとか、証拠はたくさんあります。それで、金融サービス業は、このままで行くならば、兜町はおろか、丸の内にもユニオンジャックやスターズ・アンド・ストライプスが翻るということになりかねない。大げさにいっているわけですが、私はそう考えております。

そういう状況を打破するためにも、私は、資産管理という産業あるいはサービスがより高度化され、効率的に供給され、人々が海外の資産管理

サービスではなくて、やはり日本の資産管理サービスを利用しようという状況にならないかならないかと思っています。さまざまな制度的な文化的な条件に支えられてお客さんがとどまっているというのでは、いずれそうした非経済的な要因は経済的な要因に負けてしまうと思います。このままで行くならば、いつの時代かは必ずしも明らかではありませんし、私も予測は難しいわけでありますけれども、いつの日か、今申し上げたような日本の金融サービス業の国際競争力の低下を、何とか改善しなければならないという議論が沸き起こってくるのではないかと思います。それでは遅い。今のうちからちゃんと手当てをしていかなければならないと思います。

その手当てのための中心は、資産管理サービスの充実であります。その資産管理サービス業の先端をいくのが、私は投資信託という産業であると

思っております。

従来の貸し出しを中心とした顧客市場において、顧客市場のネットワークを使って貸し出しを積極的に展開する、こういう形で金融サービス業が成り立っていく時代は、もうとうに終わりました。今や、不特定多数の人々がさまざまなノウハウを使ってマーケットを編成し、マーケットの中でそのノウハウを生かしていく、そういう急膨張する広い意味での証券市場、その中で資産をうまく管理していかなければならない今日にあるわけであります。

確かに、不況の中で、あるいはバブルの破裂の後の不況とさまざまな不祥事の中で、日本の証券市場は、広い意味でも狭い意味でも、バブル期におけるほどの膨張は示しておりません。しかし、これは一時的な話でありまして、中長期的に言えば、バブルの時代ほどの急速なスピードではない

にせよ、私は証券市場というのが、広い意味で金融の中核として世界を支配する状況は、一つの大きな流れだろうと思います。その流れに今の日本の金融サービス業は取り残されようとしている。取り残されることが判然とする前に、そろそろ証券市場と個人の貯蓄を結びつける仲介サービスを提供する投資信託がしっかり頑張って、その期待される機能と役割を発揮する状況になればならないのではないかと。私は、投資信託の改革という意義を、こんなふう位置づけております。

こういう話は研究会の報告書には書けないわけであります。報告書で書かれていることは、元本割れの償還を余儀なくされたファンドがたくさんあります、こういうことは幾ら何でもまづいでしよう、もう少し長い目で見ると、株価が高いときにくさん設定して、株価が下落し始めると解約が出てくる、これじゃ市場のデ・スタビライ

ザーでしかないじゃないですか、これを何とかしましょう、ということですが、確かにそういう問題もあります。非常に重要な問題としてありますが、同時に私は、もう少し幅広く長期的に見て、日本の金融サービス業のこれからの役割の中での投資信託の機能、役割をフルに発揮できる制度改革が必要だと思われてならないわけであります。そういう投資信託という産業の持つポテンシャル、潜在的な可能性をむだにしておくのはもったいない、何とかそれをフルに発揮できる産業に成長してほしいという願いを、私は持っているわけであります。

## 二、規制の緩和とパフォーマンスの評価

そういう私個人のねらいはともかくといたしま

して、先ほどちょっと触れましたように、投資信託の現状は、決断していいパフォーマンスを得ているとはいえない。産業として、市場として成熟しているとはいえない。これを何とかしなくちゃいけない。当然そこでは制度的な改革が要請されることになります。

そもそも投資信託の歴史を振り返ってみても、確かに一部の方が強調されますように、不幸な誕生でありました。市場のために投資信託がつけられた、その誕生の経緯が今なお尾を引いているわけであります。しかし、もうそろそろそういうことはやめましょう、完全にそうした過去の経緯を切り離してよろしいんじゃないですか。少なくとも方向としては、そういうものに引っ張られずに、市場のためにというよりも、むしろ投資家のために、投資家の資産の管理の一環として投資信託が正当に役割を占める、地位を占める。そう

いう状況を目指して改革を実現させていかなければならないのではないか。こういうことで、この研究会では一〇ほどのイシューを取り上げまして、議論を重ねたわけであります。

細かいことになるかもしれませんが、一つは信託約款の個別承認制という問題であります。それから、投資信託に関するディスクロージャーの問題。ディスクロージャーの問題と密接に関係しておりますけれども、投資信託のパフォーマンスの評価。それから、投資信託会社の親証券会社との間の行為規制。証券会社の投信販売。投信委託会社の商品設定にかかわる問題。投資信託の投資対象、運用方法、投資形態に関する問題。投資家ニーズへどういうふうに対応するか、新しい対応の仕方というものが考えられるのではないかといった問題。そして、私募投資信託の扱い方。外国投資信託の扱い方。さらに、投資

信託委託業務と投資一任業務の関係、いわゆる兼業の問題。全部で一〇個の問題が事務局から提起され、それぞれについて議論を重ね、研究会の報告書としてまとめたわけであります。

一〇個のイシューを、今アジェンダとして、甲乙をつけない形で平板に申し上げましたけれども、私はこの中で、どれもこれも重要な問題ではありませんけれども、まず一つ、この一〇個の論点を通して一番重要な点は、規制のあり方だろうと思います。

この点については、従来の日本の金融・証券業に対する規制の伝統に従いまして、まず、それにかかわる業者に、免許制で折り目正しい筋目を与えることであります。そして、免許を得た会社に対して定期的な検査なり監督を行う。そして、折り目正しい行動をしているかどうか、大蔵省がチェックする。こういうふう到大蔵省が対象の業

者を規制、監督することによって、市場というものがうまく機能していく。具体的にいえば、投資家は保護され、市場は正常に発展していくものだ、こういうふうに考えられていたわけです。免許制に基づく監督行政というものが行政の基本であつたわけです。そして、ディスクロージャーであるとか行為規制で公正取引をきちんと罰するといったことは、補完的な意義づけしか与えられなかったと思います。

松井は左足でバッターとして立つはずでありましたが、左足は業者監督行政であつたわけであり、右足は、業者をうまく監督して、折り目正しい業者であれば、それが関与する市場、産業は十全に発達するという保証は何もないわけであり、しかも、投資信託の場合には少し困つたことがあるわけです。すなわち、投資信託業というものは、実は二つの業者の集合によって産業

が成り立っているわけです。

一つは、投資信託商品を市場で仕込んで、投資信託としてつくり上げる投資信託委託会社。これは、いわばメーカーに当たるわけであり、メーカーが直接、ユーザーであり、消費者であり、利用者である投資家に商品を販売するのではない。もちろん、最近では直接販売というルートも開けましたけれども、これまでの慣行に従えば、そういう商品の流通は証券会社の手に乗せられている。流通業者とメーカーとが分かれているわけであり、しかも、その流通業者の本職は、株式なり債券なりを売ったり、ディーリングをしたり、あるいは引き受けをしたりする、複合的なサービス供給者であります。したがって、どうしても証券投資信託の販売は、本業とはなかなかない。あるときは大いに活用されるけれども、あるときは冷遇される。いわば、おまけ商品

として投資家の手に委ねられ、販売されるケースが多かったのではないかと思います。

今まで、私はそんなにたくさんさんの証券会社の方にお目にかかったことがあるわけではありませんけれども、こういう機会を得まして、折りに触れて証券会社の方々、あるいはそのご経験のある方々に、投資信託の販売はどういうビジネスだとお考えですかと伺いますと、ほとんどの方々が、いやあれはしんどい商売だった、二度としたくないというニュアンスを込めておっしゃられる方が大多数であって、あれはよかったとおっしゃるのは、いわゆる投信ブームのときに、たまたまその任に当たった方々で、通常はそうでないという方が圧倒的に多い。非常に残念なことだと思うわけであります。

しかし、ともかく現状として、メーカーと流通業者が分かれている。しかも、流通業者は、必ず

しも本業として証券投資信託の販売に従事してはいない。おまけ商品として扱っておられる嫌が多分にある。そういう状況の中で、どんなに証券投資信託行政として、投資信託委託会社に折り目正しい筋目の通った監督を行っても、それでは限界があるということになるわけであります。したがいまして、こういう条件をもあわせて考えるならば、やはり規制の軸足は左足から右足に変わらなければいけない。これは、そう簡単にバッテリーングフォームを変えることは難しいはずでありますから、そう容易なことではありませんけれども、今回の我々の研究会の報告書では、そうした軸足の転換を、完全には申し上げませんが、相当に強調しているわけであります。したがいまして、信託約款の個別承認といった監督行政の象徴ともいふべき事柄に関しては、昨年の一〇月以来簡素化が進行しているわけでありませうけれども、

これは一層進めましょう、しかし、それにかわって、ディスクロージャーの充実と公正取引ルールの整備という二本柱をもっと重く考えましょう、こういう報告書を書いたわけであります。

もちろん、監督行政が、そう簡単に左足から右足に軸足がかわるわけではありませんから、今までの免許制や監督行政をやめてしまえといっているわけではありません。従来も、ディスクロージャーや公正取引ルール等の遵守を補完的には位置づけておりましたけれども、今後、主従の関係が逆の方向になるように持っていくべきではないですかという提案をさせていただいたわけであります。

その上で、要は投資家の責任のある判断で、これはいい商品だと判断されたものが大いに売れる、投資家にそっぽを向かれた商品は売れないということが大切なことであるわけですから、いい

商品がつかれるような環境をつくり上げることでも大切であります。そういう意味で、基本は、商品をつくるメーカーとしての投信委託会社の仕事は、要するに資産管理運用であり、そこから上がった収益を分配するということでありますから、運用や分配についての従来の一律の規制をやめましょう、もっと緩和した方がよろしいんじゃないですかという提案をさせていただいたわけがあります。

しかし、そのことは、常に投資家にとって望ましい結果に結びつかなければならないわけで、それが事前的にはよくわからぬわけであります。不確定な世界で資産は運用されるわけであります。したがって、絶えずどういふパフォーマンスを投資信託が上げているか、どういふ成果を上げているかが、客観的に評価される体制がつけられなければならない、パフォーマンス評価が確立さ

れなければならぬ。このことは、ただ単に、このファンドが一位だった、これが悪かったということではありません。要するに、初めに約束した内容に沿って、それを納得して投資家はその投信商品を購入したはずでありますから、その約束どおりにちゃんと運用されているかどうか。また、その約束をどうしても変えなければいけないというときに、その変える理由が十分に納得のいく変え方であるのかどうか。要するに、投資家にとってみて、その商品性の内容がよくわかった上で買われたということを前提にして、その内容に即してパフォーマンスを評価するわけであります。

ですから、例えばベンチマークという問題を取り上げましょうか。私は若干コミットしているの  
で宣伝めいておりますけれども、例えば日経三〇〇をベンチマークとする投資信託をつくりま  
す。こういうことを約束して投信商品が売りに出さ

れ、それが買われた、としたときに、パフォーマンス評価というのは、あくまでもそのベンチマークに沿ってのパフォーマンスがどうであったか、それと比較してのパフォーマンスがどうであったかということが、パフォーマンス評価になるわけです。

そのときに日経三〇〇が大いに上昇した。しかし、日経三〇〇をベンチマークとしますと明記した商品が、その値上がり益を追えなかったということであるならば、それはだめだということになります。しかし、日経三〇〇が非常に低下した。それに応じて、そのファンドのパフォーマンスも低下したときには、その評価は、その限りにおいてはそれなりに認められるべきであって、それは悪いファンド、よくないファンドだと決めつけることはできない。ですから、あくまでも商品性に即して、パフォーマンスというものは評価されな

ければいけないわけであります。

現状では、こうしたパフォーマンスの評価というシステムを導入することは、決して容易なことではないと思います。一つは、それにはそれなりのコストがかかる。だれがパフォーマンス評価のコストを負担するんですか。投資家が負担してくれるでしょうか。現状では、パフォーマンスが悪いのに加えてさらにコストがかかる。何事かといつてそっぽを向かれるでしょう。したがって、例えば集合的な自主規制団体である投資信託協会が評価システムを導入するとならば、そのコストをある程度負担する、いわば業界が負担する。いいかえれば、それは信託報酬の中から間接的に投資家が負担することにはなるかもしれないけれども、間接的に負担するという形で、そうした評価システムへのトライアルが行われなければならぬでしょう。まさかそこに税金を使うと

いうふうには、国民大衆全般に転嫁される仕組みを導入することは、私は不可能であると思います。

ともかく、何らかの方法で評価のシステムが導入され、それが順調に好感を持って迎えらるような実験を、私は投資信託協会なり、そういう集合的な組織がやり始めるべきではないかと思ます。しかし、これは全面的に、あらゆる投信についてそうした実験をすべきだとは思いません。幾つかの成功する可能性の高いものをねらい撃ちして、評価システムというものの実験を始めるべきではないでしょうか。その場合には、一部分は投資協会のような集合的な組織が負担すると同時に、場合によって、評価の対象となる投信につくられたメーカー、販売する証券会社がコストの一部を負担する、こういう方法を頭の中に入れながら、実験をしていく必要があるのではないかと思います。

現在、広く普及しているかどうかは別として、たくさんのインデックスが、証券市場の中に存在しています。そうしたインデックスをつくり出しているのは、新聞社であったり、あるいはシンクタンクであったり、さまざまであります。いわば証券市場関連の情報産業というものが、それなりに商売を展開しているわけあります。そういうところとの協力も、いわばコストの負担もお願ひすることになるでしょう。しかし、我々は、こういう点に関していうならば、アメリカでの、あるいはイギリスでの、海外でのお手本を持っているわけあります。したがいまして、そうした評価機関、あるいは評価産業は、立ち上がりさえうまくしていけば、決して未来が暗い産業ではない。むしろ未来が明るい産業だと考えられます。いわば幼稚産業であります。問題は、立ち上がりのときのストラテジーと、そのときのイニシャルコス

トを、だれがどういうふうに負担するかであります。ただ評価システムを漫然とやっていくだけの悪平等のやり方では、評価システムの確立へ向けての適切な戦略とはいえないのではないかと思います。

したがいまして、現在投資信託協会が行っている運用成績公開制度の、今申し上げたような将来の評価システム確立へ向けての戦略的な改善を、投信協会が頭をひねって考えていただく必要があるのではないかと思いますし、また、その際には、パフォーマンス評価を将来行おうとする民間の機関をサーチして、その民間の機関の協力を仰ぐ必要があるのではないかと思います。

しかし、ある投信会社が、自分のところのこのファンドについては、こういう内容の商品にしたい、そのために従来のルールから離れるかもしれないけれども、例えば、毎月毎月ファンドの運用

について、どういうふうに運用していったか公開をする、そして、その評価を投信協会のだれそれという者に委ねて、絶えずそうした評価とのフィードバックを考えながら、だれだれが責任を持って運用します、こういうように製品性を明確にし、初めの契約を今後もずっとやっていきますというファンドをつくったときに、本当に売れないでしょうか。私は、そういうことを買ってくれる投資家が、世の中に相当におられるのではないかと思います。

いわば一番初めの例が非常に大事でありまして、戦略的と申し上げたのは、そういうことです。つまりパフォーマンス評価を伴うということは、一つの商品性の改善にもつながってくる話であります。そして、自信がある商品であるということをしきりと世の中に訴えるということであり

アメリカの自動車が、コンシューマーズレポートの評価を念頭に置きながらデザインされ、つくられる。日本でもそういう商品は、普通の製造業のメーカーの場合にはたくさんあるわけであります。それと同様な考え方を投信商品についても導入することは、不可能であるはずがないと思っております。そこまで細かなことまではこのレポートでは書いておりませんけれども、私は、パフォーマンス評価の確立は、今後の方向として非常に大事なことです。これなしには投信産業は発展の芽をつまれるだろうと思います。そういう意味からも、一番初めの出だしが大事だと思われると思います。

例えば、ディスクロージャーの充実といった場合に、投資家にわかりやすいディスクロージャーと、適正、的確なディスクロージャーとは実際は矛盾するわけです。適正、的確にやろうと思えば

思うほど難しくなる。しかし、最終的に投信を買ってくれる投資家は、できるだけわかりやすいものを欲しがる。そこには、ある種のトレードオフがあるわけです。そのトレードオフは、評価機関、あるいは情報関連産業が充実することによって、適正、的確に発信される情報を競争的に加工して、投資家にわかりやすい形に書きかえて、即ち情報を修正するのではなく、組みかえて仲介することによって投資家はその商品を理解する。

情報についても、「仲介」という仕組みが出てくるわけがあります。投資家は、直接市場に参加できないがゆえに、金融仲介というサービスが生まれてきた。情報についても、生産される情報を生のままではとても消化できない。そこで、いろいろな加工がされて、わかりやすい、食べられる形になる。そういう情報仲介が、特に投信産業にとっては必要なのではないだろうか。そういう産

業が入ってくるようなことを念頭に置いて、戦略的にパフォーマンス評価の確立に向けての第一歩を踏み出さなければならぬと思います。

このことは、ただ単に投信業界にとどまらず、さまざまに存在する、そして今後も大きくなっていくと思われるさまざまな資産管理産業、例えば、今新しく大きくなると期待されている産業は年金基金でありますけれども、年金基金の運用を考える場合にも、パフォーマンス評価は非常に大事になり、そこに一つの共通の企業がそうしたサービスを提供するかどうかは別にして、少なくとも広い意味で証券市場の、特に資産管理に関するパフォーマンス評価産業が日本のこの場に定着することになっていくだろう。一回走り出せば、非常に相乗的な効果を持つ幼稚産業が我々の目の前に今存在していると認識したいと思うわけであります。

このように、いい商品が、資産の運用や収益の分配について、例えば、余資運用といったものは撤廃します、幾つか強制的に組み込まれていた株価変動準備金といったものについても、それは商品の特性として、こういう準備金を置いておるということが、その商品の特徴づけ、それが投資家に買われるということであるならば、そういうものをおつくりになるのは結構でしょう、しかし、一律にそういうものを用意しなければならないということは余りよくないですね、そういうのはやめましょう等々さまざまな規制の緩和を、商品をつくる段階で導入し、つくられた後はきちんとパフォーマンスを評価する。また、売られる場合は、ちゃんとした公正ルールが遵守されるような売られ方がされる。もちろん、商品の内容についてのディスクロージャーを完備する。

私は、信託約款の個別承認制も含めて、六つの

項目にくくられる広い意味での規制緩和——規制緩和という言葉がアピーリングであれば、そういういたいと思いますし、むしろそうでなかったら、具体的な証券投資信託改革へ向けての施策は一〇〇%すぐにできるわけではないかもしれませんがけれども、今後の方向について、どの一つをとって見ても、着実に前に進む方向で、これから具体的な施策を考えていただきたいと思うわけであります。

今の六つのイシューは、いずれもいわゆる前向きに取り込まれ得る話でありまして、もちろんできるならば、法律の改正があるに越したことはないわけでありますけれども、必ずしも法律の改正を伴わなくても、当事者の皆様方がやろうということになり、また、自主規制機関であると見られる投資信託業界の自主規制としてルールを新たに確立される、一つ一つの証券会社、あるいは

メーカーである委託会社がそうしたことを支持されるということであれば、私は大きな改善に向けての動きは、あすからでも動き出し得ることだろうと思います。

しかし、やはり周囲の環境として、そういう現在の委託会社、あるいは証券会社、いわばメーカーと流通業者で成り立っている市場が、今申したような動きをどうしてもしなければならぬ状況がさらに必要だろうと、私個人は思っております。

その一つは、参入を容易にするということである。たくさん収益を上げているならば、おれもやってやろうと、ほかの産業から容易に参入する可能性があるという緊張関係は非常に大事だろうと思います。何も実際に参入すれば、結果がよくなるということではなく、むしろ参入の脅威があるということが大事だろうと思います。それは、販

売の次元においても、あるいは、生産の次元、すなわち委託会社のレベルにおいても、今のフレームワークを前提にして、そういう参入の脅威を絶えず与えるような仕掛けが必要ではないかと思っておりますが、そういう点に関しては、必ずしもこの研究会の報告書では全面的な賛同は得られませんでした。

投資信託委託業界と一番近い業界は、投資顧問の中の一任業務を担当されておられる投資一任業者ですが、投資一任業者の子会社による参入はある程度進むことになりましたけれども、兼営なしは併営は今回はまとまりませんでした。法制面も含めて、今後検討が進められる必要が望まれるということで、このリポートはくくっているわけです。

しかし、こういう議論をしたこと自体が、もしかしたら将来そうした参入がより容易になるよう

な状況が起きるかもしれないと委託会社のレベルでお考えになるとするならば、それはそれとして、大変歓迎すべきことだ、いい結果を生むのではないかと期待しております。

もう一つ、販売の面での参入ということになりますと、これはなかなか難しい問題があります。アメリカで行われているような銀行による投信販売は議論しなかったのかと詰問されるならば、とてもとてもそれができる雰囲気ではありませんでしたと頭を下げざるを得ません。事実、私も個人的には、銀行の方々からそういうプレッシャーを受けたこともないといったらうそになります。

しかし、現在の委託会社と証券会社との関係を考えて、委託会社に今後も銀行経営といわれる孫委託会社が参入する中で銀行の販売を今の段階で認めることは、ちょうど縦割りのいわば従来の委託会社も、親会社は何であるかということが絶

えず問題になっている、親子の関係を商品の生産、販売の流通の過程の中で壊すこと、改善することがなかなか難しい、そういう現状の中で、銀行の投信販売といったことを認めるか認めないかはともかく、議論することは、私はどうも時期尚早だと思うわけです。それは結果的には、縦割りの状況を助長する可能性が高いと判断されるからであります。

### 三、投資家のニーズに合った投 資信託

販売会社の役割は、もちろんいい投信を投資家に買ってもらうことでありますが、普通の株式や債券と少々違うことは、あとは適当なときに、投資家の皆さん方の判断で、高いと思ったときには、お売りになればよろしいですよ、またそのと

きには私をどうぞお使いくださいというわけではないわけです。債券や株式を売るときには、証券会社が買うわけではなく、証券会社はブローカーとして、それを買いたいという不特定多数の人に売るわけです。しかし、投資信託はそうではありません。投資家が投資信託を売るということは、少なくともその投資信託を発行した投信委託会社が購入することであり、そのための資金をどういうふうに捻出するかはさまざまな方法があります。

しかし、例えば、十分の一売られたからといって、直接ポートフォリオのサイズを、その構成は変えずに十分の一小さくするというふうにはファンドマネージャーは行動しないでしょう。そこに投資信託の裁量の余地が働き、投資信託の持つ経営力が投信受益証券の流動性を保証しているわけです。ですから、証券会社はそのことを十分に考

えてメンテナンスをしなければいけない。いわば投信は売ったら売り切りという商品ではないわけであり、また、買ったがいて、パフォーマンス評価にしても何にしても、買っていただいた投資家に対して持ち続けていただくように、その商品性を絶えずデスクローズし、そして、ある種の判断に関する助言をしていかなければならない。そういうサービスはセールスマンの方が持っている。なければならぬのだと思います。そういう点では、銀行マンと大変タイプが似てくるわけであり、ですから、そういう仕事をしなければならぬ。証券会社は、セールスマンとして、投資家がどういうニーズを持っているかということを委託会社（メーカー）に伝えなければいけない。いわばニーズの伝達役として、商品売る販売者としてメーカーから商品性に関する情報を投資家に伝えるだけではなく、投資家がどういうニーズを

持っているかということをやードバックする役割も、投資信託のセールスを担当する証券会社は持っているはずです。したがって、証券会社の投資家の代弁者としての意見が投信会社の商品生産の場に反映されなければならないことはいうまでもない。

また、既にでき上がった商品について、どうもおかしいということであれば、その商品を違うファンドマネージャーに任せたらどうかということすら、場合によってはあってもいいと思います。しかし、そういうことは必ずしも今まで行われてこなかった。それは、縦割りの関係、親子の関係が非常に強力であって、また、投資家のために投信をつくるという発想も乏しかったからではないかと思います。いわば証券会社のために投信をつくる。投資家の立場に立って、買いやすいのではなく、売りやすい商品をつくる。悪口をいう

ならば、委託売買手数料がふえるような商品をつくるということさえ、いろんな方がそうではないとおっしゃいますけれども、客観的な証拠からいえば、否定しがたいこれまでの経験があると思われる。

会社型にすれば、そうした問題は一挙に解決する。流動性は、市場が与えてくれるものだからというご意見も少なからずあったと私は理解しておりますし、またそれは傾聴に値する意見だと思います。いわば委託会社が流動性を与えるのではなく、市場が流動性を与えるような投信商品が必要ではないか。それは、会社型だというわけです。契約型でも、市場に上場することが不可能ではないはずです。それから、そういう可能性を模索することも一つの方向でしょう。しかし、会社型になれば、もっと容易だというわけであります。

そのほか会社型にすることによって、さらに六

月二九日に株主総会が開かれるとなると、喜ぶのはホテル業界とか宴会場係ということになり過ぎるかもしれませんけれども、会社型投信の株主総会が十全に機能するならば、投資家が株主になるわけでありますから、投資家に顔が向いた投信商品がつくられるようになるでしょう。いわば、コーポレートガバナンスが会社型の投信の場合に、より強力に発揮されるということであります。

そういう点で、会社型投信は非常に魅力のあるアイデアであり、アメリカで広く発達して今日に至っているということは、それなりに注目すべきことでありますけれども、残念ながら、日本の株式会社制度は、そう柔軟にこういうものをつくらせるような状況になっていない。税法、商法、あるいは独禁法等々、調整を要する問題がたくさんあって、現時点での導入は非常に難しいと判断せ

ざるを得ません。

しかし、会社型投信の一つのねらい、市場がそれを欲するならば、市場で流動性を供給できるような体制をつくっていく。その辺の見通しは絶えず頭の中に置いておく必要があるのではないかと思います。市場で不特定多数の人々が売買するような投信も、契約型の今までのフレームワークを踏襲しながら可能ではないかと思われませんが、同時に、投信というのは、そういう不特定多数の人々にさまざまな証券をパッケージして持つてもらうようなものだけなのでしょうか。もう少しオーダーメイドの投信があってもいいのではないか。テラーメイドの投信があってもいいのではないか。投資家として今後成長が予想される年金基金、ある程度の資金を擁している投資家を念頭に考えるならば、あるいは、既存の金融機関の中でも、自分で直接証券市場で運用をすることはで

きないけれども、しかし、自分の資産構成上、証券型の資産をある程度持っていることが、ALM上必要だと考える金融機関もあるでしょう。

現在のシステムでは、そういう投資家のニーズは一応は満たされるようになっていくわけです。

すなわち、投資顧問業から助言を得る。あるいは、その投資顧問業の中での一任業務が可能な投資顧問業者に対して資金の運用を一任する方法があるわけです。しかし、それはあくまでも一対一の関係で行われるわけでありまして、幾つかの年金基金が似たようなものが二、三集まって、そして今度はここに頼もうかという形で、同じような商品をつくってもらって、それを保有するという複数対一という関係の限られた特定少数の、あるいは特定多数の一以外の四九人までの、不特定ではない、特定の少数ないしは多数の人々のある種共通のニーズにこたえるような商品を提供すること

は、今の証券投資信託ではできないわけでありまして、投資一任業者は、それを一つ一つばらばらに分けて契約を結ぶということではなければならぬわけであります。

もちろん、多数の人を念頭に置いたけれども、実際には一〇人だったという投資信託は、つくろうと思えばつくれるでしょうし、事実そういう投資信もないわけではないと思います。しかし、それは、一〇人の人を相手にテラーメイドのものをつくるというものとは本来性格が違ったものであるわけです。結果的に売れなくて、一〇人の人しか持たなかったということでもあります。

そういう私募型の投資信託、特定または少数の投資家を対象に設定される投資信託は、現在日本にはない。あるいは、集合的な投資計画は、日本ではどこの業界からも出されていない。やはり私はこういうものはすき間であって、だれがすき間

を先に埋めるか。一番近い者が早く埋めるのが望ましいのではないかと、安直に思っているわけですが、残念ながら、この私募型の投資信託は、こういうことを認めると、銀行の参入を一層促進することになるからだめという意見が非常に強くて、皆さんそこまではつきりとは申されませんが、私の理解ではそういうことで、私募型の投資信託は今回は見送りということになりました。今後所要の法改正が行われる際には、そうした議論は随分したわけでありますので、議論を踏まえ、検討が行われることが望まれるということになったわけであります。

私募債について証券界は、少なくとも現在のところ、一敗地にまみれております。もっと早くからやっておけばよかったとお思いの方がたくさんおられるのではないのでしょうか。証券界は相對の仕事は苦手だということであれば、アンダーライ

ターはもうおやめになった方がよろしい。アンダーライターほど相對の仕事はないと私は思います。

そういう点で、余り偏見を持たれないことがよろしいんじゃないでしょうか。私募債で一敗地にまみれたということの一つのヒストリカルなりコードを、そのまま外延的、外装的に将来に引き延ばされて私募型の投信を認めると、銀行にやられてしまう。そして、そこを一つの針の穴にして、土手が崩れてしまう。こういう守りの姿勢を私は非常に感じられてならないわけであります。もしもそうでなかったならば、それは私の誤解であって、認識を改めたいと思いますが、どうもそう感じられてなりません。

そういう発想はどこから出てきたのか、私はよくわかりませんが、少なくとも事実をずっと見ていきますと、中期国債ファンドの段階までは、証

券会社は非常に積極的にさまざまな土手を乗り越えて討って出るというイノベティブな活動に熱心だったと思われますが、ある程度の規模になってしまいますと、これが一つの成熟した産業のあらわれなのか、非常に安住の状況になっているように思われてなりません。なかなかイノベティブな試みがない。

実はこういうことが、何も証券界に限ったことではありませんが、日本の金融サービス業の国際競争力の低下の原因であるわけです。私は、証券界で、私募型の投資信託についてもっと根底から議論されて、これを許すことが中長期的に見て証券界に本当に不利になるのかどうか、真剣に議論していただきたいと思えてなりません。

要するに、日本の証券投資信託は、実は証券市場というコンセプトが非常に狭いものですから、本当の意味での証券投資信託ではないわけです。

会社型だからどうか、そういう話ではありません。そうではなくて、不特定多数の人々によってマーケットで広い意味での証券が売買されている。そこに一人一人の人ではアクセスできない資金を集めて、そういう人々にかわって運用することによって、その人々の利益にもつながり、自分たちの専門的な能力を生かしていく。そういう専門家集団、私企業であらうと思うわけであります。

ですから、なぜ商品先物をやっていけないのか。なぜゴールドをやっていけないのか。なぜ土地をやっているのか。もちろん今申し上げたようなそれぞれの市場の成熟さ、あるいは市場としての未整備等々で、投資信託のようなものが入ってくれば、かつての証券恐慌のときのような、「池の中のクジラ」現象を生じさせて、その市場自体をだめにするという理由で、市場の観点か

ら、投資信託がそこに入らないということは、それなりに私は納得できるレギュレーションだと思います。

しかし、日本の証券投資信託の証券投資信託たるゆえんは、そういうところではないのです。そういう発想で証券投資信託としてつくられているのではないわけです。まさにそういうことをやる、ほかの業界が迷惑するからということにほかならないわけです。しかし、ある程度遠い将来を考えると、本当の意味で証券という概念は広くなり、「証券投資信託」は「証券」という字を外して「投資信託」で十分に意味がわかる、そういう時代がいずれは来るだろうと思います。

そういう展望のもとで考えたときに、私募投資信託に関しての見送り、あるいは先ほど触れたような、もっと仲間をふやすという意味で、投資信託委託業務と投資一任業務の併営等に関する検討

に関して、今回結論が出なかったという点に関しては、私はいずれは前向きな回答が出てくるものだろうと思います。

#### 四、グローバル化の推進

最後に、今は証券という範囲が、国内をとってみても狭いということを申し上げました。本来の投資信託というのは、証券という概念を広めて考える必要があると申し上げましたが、それは何も国内の市場に限らず、世界、国境を越えて市場は存在しているわけでありまして、そういう意味では、運用の対象はよりグローバルな証券市場になっていかなければならないわけであります。そうでなければ、本当の意味で投資家の代理人として証券投資信託が存在することにならないでしょう。

しかし、残念ながら、グローバル化の動きは、バブルの崩壊とともに消えてしまいましたといったら大げさでしょうか。大分動きは鈍ってしまいました。イマージングマーケットで、日本の証券投資信託は直接にせよ間接にせよ、どの程度活躍されておられるのでしょうか。

そういう例一つをとってみても、日本の証券投資信託は、全体の日本の金融のグローバル化の退潮とともに、何かしぼんでしまったように思われてなりません。こういう時代だからこそ、日本の証券投資信託は外に向かっていかなければならないわけです。余り日本の国内でうまくいっていると、国内で大丈夫なんだと思われるかもしれませんが、いずれはしっぺ返しを食うというのは、平成好況から不況の中で我々は経験したわけであります。しかし、世界を見れば結構いい。もちろん隕石がぶつかって、宇宙の中で地球がなくなっ

てしまうようなことがあれば、それは話は別です。それは置いておきまして、やはり世界ということを考えてみると、いいところもあれば悪いところもある。やはりいいところも悪いところも、うまく危険を分散することを考えるならば、投資信託はどうしてもグローバル化しなければいけないはずのものであります。

しかも、マーケットというものは、基本的に価格が調整する世界であり、ほかの金融取引に比べてみれば、証券市場は相対的に透明度が高くてしかるべきであり、参入が容易である。色や国籍ではなく、要するにお金を持っているかどうかということだけが参入の条件であるはずであります。

しかし、残念ながら、直接にニューヨークやロンドンで、あるいは香港やシンガポールで、あらゆる投資信託会社が投資家から預かった資金を運用するほどのノウハウをお持ちでないかもしれない

い。それはおいおいキャッチアップするとして、それなりの社外の体制を整えるとして、当面はその方面に長じていると思われる別の専門家の知恵を拝借することはどうしても必要でしょう。

今回投資顧問のサービスを投資信託会社が受けてもよろしいという点での規制緩和をしたというのは、何も国内にのみ目を向けて、お互いの長所を交換しよう、生かそうということだけではない。グローバルな戦略の一環として、これだけ一〇〇兆に及ぶ個人貯蓄の中で重要な一翼を占める証券投資信託の一つの大きな方向は、グローバル化である。そのグローバル化を、大きな危険を冒さずに着実に進めていくためには、海外との連携を具体的な運用のレベルで強化することが必要なわけでしょう。そういう点で、投資顧問との関係は補完的だということであり、それを認める方向であることを示したのは、そういう意味で重要

な言及ではないかと、私個人は判断しているわけであります。

いろいろなことを研究会の報告書にかこつけて申し上げました。最後にお断りしておきますが、きょう申し上げたことは、かつて座長だった者であります。ほとんどが私個人の意見であります。もう既にこの研究会は解散したはずでありまして、他の研究会のメンバーの方々に迷惑をかけることはないと思いますが、その点何分にもあくまで私個人の意見であるということをご了解いただき、ご清聴に感謝したいと思います。

どうもありがとうございます。（拍手）

## 質疑 応 答

小山理事長 それでは、先生からのせっかくのお話でございますので、もし何かご質問なさりたい

ことがございましたら、お受けしていただきたい  
と思います。ございますでしょうか。

問 証券投資信託法という法律がございますね。

正確にはわかりませんが、第一条の中に目的規定  
がございます。それは、今先生がおっしゃったよ  
うな言葉、投資家のためになんていうことは一切  
入ってなくて、たしか「証券市場の発展のために」  
とか、そういう言葉が入っていたような記憶があ  
るんですが、これを変えようとかいう議論にまで  
及んだのかどうか、先生は投資家のためにとおっ  
しゃったのですが、この辺はいかがだったんで  
しょうか。

答 私も正確に条文の中に入れてあるわけ  
はありませんし、こういう点になりますと、きち  
んとしなければなりません。正確に理解をしてお  
りませんので、軽々しくこういうふうに変えるべ  
きだと申し上げることはできませんが、しかし、

証券投資信託法は、昭和二十六年にできて、先ほ  
どちょっと触れましたけれども、設立の経緯が、ま  
さに投資家のためにこういう新しい手段を導入す  
るということではなくて、むしろ当時大量に放出  
された株式の受け皿をどういうふうにつくるか。

こういう市場の観点、あるいは、それを発行して  
いる発行会社の観点というところでつくられたわ  
けでありますから、それなりの制約のある、今か  
ら思えば不幸な経緯で生まれているわけでありま  
す。それがそこかしこに条文の中に出てきてい  
て、現状あるべき姿とそぐわないという面はある  
かと思っています。

そういう点で、証券投資信託法を改正するとす  
れば、現在の証券と密接に関連する法律である証  
取法も改正されましたから、証取法改正に歩調を  
合わせる意味でも、相当な改正が必要なのではな  
いかと思います。しかし、いつ改正が可能かとい

うことになりますと、現在の政治的な情勢、あるいは法律の改正は、国会を通さなければならぬわけでした、この二月には、おそらく元本割れで償還を延長した証券投資信託は何本ぐらいあります、相当数に上っている、それを何とかしてほしいという非常に短期的なニーズにこたえなければいけない、永田町はこういう混乱の時期ですし、そうした強いニーズがあれば、おそらくそれなりの行動をとってくるでしょう。

となると、私は、今証取審を開いて証券投資信託法を改正するということをやるべきではないと思っています。もう少し世の中が落ち着いて、長期的な観点に立っての論理が通るような状況を見て法改正を議論すべきではないか。かつてそのときのニーズに合わせて法律をつくった、それをまた今の時代の短期のニーズに合わせて法律を改正するということでは多少まずいだろうと思います

す。お答えになったかどうかわかりませんが。

**小山理事長** よろしゅうございますか。

それでは、これで本日の講演会を終わらせていただきます。（拍手）

（ろうやま しょういち・大阪大学教授）  
本稿は、平成六年六月二九日に行われた講演会の  
記録で、文責は当研究所にある。