

投資信託元年を顧みて

内田 ふじ子

投資信託元年と呼ばれてスタートした今年も残り少なくなった。昨年末に、投資信託研究会（大蔵省証券局長の私的諮問機関）の提言に基づく投資信託市場の具体的な改革案が、大蔵省と証券投資信託協会からそれぞれ提示され、年初から実施されてきた。これまでのところ投信市況に目立っ

た変化は現れてはいないようであるが、環境整備は着々と行われている。現行の証券投資信託法は、一九五一年に制定され、その後六七年に制度改正が行われたものの、基本的には変化がないままに今日に至った。この四四年もの長い年月を思

えば、それらの施策が実効を現すにもいまだばらぐの時間が必要かも知れない。今年実行された主な投信改革を、個人投資家のひとりとして株式投信中心に振り返ってみたい。

一、投資信託市場の現状

九月末現在の全投資信託の純資産総額は四六・一兆円、そのうち株式投信は一四・五兆円である。株式投信の純資産総額は、ピークの八九年一二月末には四五・五兆円だったが、この五年間で設定

額の減少と解約額の急増で約三分の一になってしまった。一方、その間、公社債投信は九二年のMMFの登場で二倍以上に増え、九月末で三一・六兆円になっている。九二年一二月以降、公社債投信の残高が株式投信を上回っている。株式投信の残高の減少は単位型の激減によるもので、追加型は増加している。八九年は株式投信の八〇%が単位型であったが、九三年から追加型が主流となり、九四年には単位型は三六%になっている。

個人の金融資産は千百兆円に達したが、依然としてその五〇%近くが定期性預貯金である。個人の金融資産に占める投資信託の比率は八八年の四・九%をピークに低下傾向となっており、最近は三%にも満たない（アメリカでは八%近くを占めている）。比率だけでなく、金額ベースでも減少している。バブル崩壊のショックから安全性が重視されてきているとはいえ、この超低金利下に

おいてなおかくも投信が忌避される理由は何だろうか？

証券投資信託協会と証券広報センターが普通世帯を対象に行っている面接調査（平成六年版）によると、投資信託を「これまで持ったことがない」「世帯は八〇%、非購入の理由は「投信の知識が充分でないと思ったから」が最も多くなっている。

また、「以前は持っていたが現在は持っていない」「世帯は六・九%で、現在非購入の理由として「値下がりで損をしたことがある」「期待したほど儲けなかった」という運用成績に関する不満が高い比率を示している。また、投信への期待は「最終的に物価上昇を上回る利回りでの償還」が特に高い比率を示した。これらのことから、投信不振の理由として、(1)広報活動が不十分である、(2)運用成績が悪い、あるいは投資家のニーズに答えられない商品を提供していない、(3)元本割れ償還や不適

切販売などで投資家の信頼性を失った、等が考えられている。

本年になってからの運用規制緩和や、七月以降の株式相場の下げ止まり気配で、株式投信の設定額が増加傾向を示すとともに残存額も減少にストップがかかったようである。しかし、中途解約額は依然として高水準となっている。

二、償還期限延長措置の廃止

九二年一月から、元本割れ株式投信約九五〇本の償還期限延長措置がとられていたが、今年になっても大半は基準価額が額面を回復しないままに償還期限を迎えることとなった。証券各社は、新商品へ乗り換える場合には販売手数料を取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ことにした。

投信は元本が保証されている商品ではないから、元本割れでの償還は当然起こりうることである。元本保証と誤解させるような投資勧誘が行われてきたという過去の販売体制に問題があったとはいえ、償還期限の延長は投資家保護の範ちゅうを超えるものである。本来、投資家保護は自己責任原則のもとで行われるべきであるが、わが国の投資家は自己責任意識が乏しいと言われている。自己責任原則の徹底を図るために、今年、ディスクロージャーの充実や運用成績の公開制度の改善、公正取引ルールの整備がなされた。これから投資家に自己責任原則が厳しく求められるようになるう。

三、運用成績の発表と比較広告の解禁

これまでも証券投資信託協会により投信の運用実績が公表されてきたが、あまり注目されなかった。今回、ファンドの分類の細分化、分類毎の利回りランキング等発表形式が改善された。また、同協会の自主ルールが改正され、これまで事実上禁止されていた他社の投信とのあるいは他の金融商品との比較広告が解禁された。これらは、投資家に分かりにくかった投信の運用成績を明らかにし、投信選択の判断材料を提供する意図をもってゐる。併せて、販売・運用・開発面で関係各社の競争が促進され、有能なファンドマネージャーの養成につながることを期待される。

前述の調査によれば、これまでは投信購入の

きっかけとしても参考資料としても、証券会社の広告はあまり利用されていない。九月頃から目立って多くなった大きな新聞広告はグラフを用いて説明文を控え目にしたものであり、宣伝効果が期待できそうである。

運用成績の公開制度の改善は、投信研究会でも提言された第三者的な運用評価機関設立への足がかりともなろう。例えば、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投信評価には、過去の運用実績だけでなく、いくつかのベンチマークとの比較、さまざまな尺度でのリスク評価等の数量的な評価や定性的な分析が署名入りで掲載されている。このような評価には経験や技術的専門的知識が要求されるとはいえ、わが国にも設立が待たれるところである。

四、投信会社でも投信が買える

証券系の投信会社が自ら販売も行うようになって（銀行系の投信会社ではすでに行われている）。これまでの、投信会社は自社が運用する投信を同系列の証券会社を通じて販売してきたため、証券会社の都合が運用に影響を及ぼすこともあったということである。これからは、投信会社が直接投資家に接する機会がふえるため、運用手法や商品設計に投資家のニーズを反映し易くなるというメリットが期待される。証券会社でも系列外の委託会社の投信の販売が可能となり、また、近い将来諸外国のように銀行の店頭でも投信が販売されるようになるかも知れない。このような販売ルートが多様化は、新しい投資家層の開拓につながるであらう。

五、デリバティブを利用した投信

これまでヘッジ目的での使用に限られていた先物・オプションが、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。

今年になって、デリバティブを利用した、株価水準や為替相場をターゲットにしたブル・ベア型投信が相次いで設定されている。デリバティブを活用すれば、株式、債券、為替市場の下落が必ずしも投信の運用成績の下落につながらなくなるため、投資家にとって魅力的である。ただし、ハイリターンにつきもののハイリスクへの配慮を忘れてはならない。今回、募集時に配布される受益証券説明書や決算時の運用報告書、半期報告書の記載内容（ファンドの特色、運用方針等）について

も具体的な指示があり、改善のあとが見られる。しかし、デリバティブの商品内容を、一般投資家に簡潔に分かりやすく説明するのは難しいようである。運用者にも、デリバティブでの運用には専門的な知識と能力が要求されるため、厳しいリスク管理体制も必要となろう。証券投資信託協会では、六月にデリバティブを利用する際のリスク管理の統一基準を提示している（「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」）。

六、海外投資対象市場の規制撤廃

これまで投資対象国は指定された二八カ国、三七市場に限られていたが、その制限が撤廃され、諸外国のように真の意味での国際分散投資が可能

となった。今後はインドや南アフリカ等の発展途上国の上場証券を組み入れた投信の設定が予想される。しかし、近年アジア株を中心とする外国株投信がブームとなる一方で、メキシコ通貨危機をきっかけとする中南米投信の運用成績悪化も記憶に新しい。国際分散投信の販売には、カントリーリスクについての迅速で明解な情報開示が必要である。

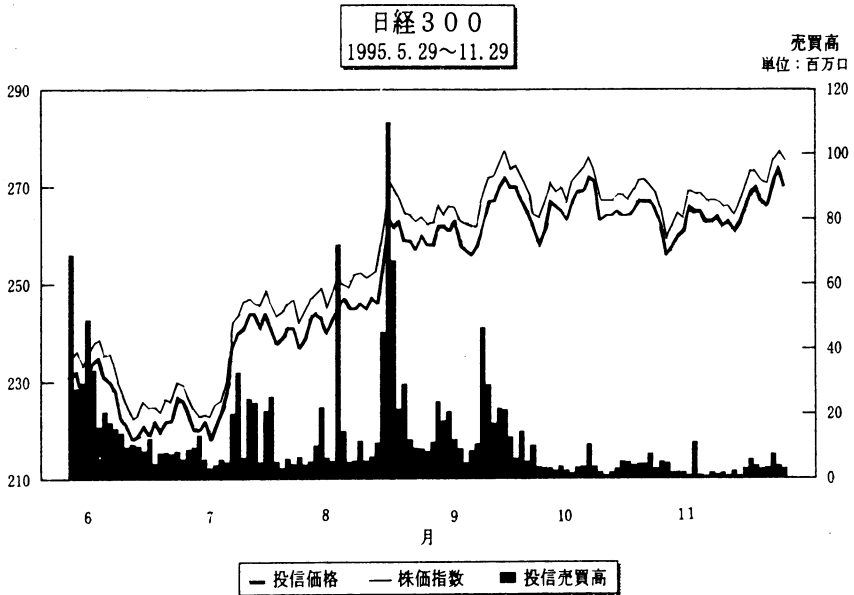
七、日経三〇〇〇投資信託の募集と上場

日経三〇〇〇投信（正式名称は日経三〇〇株価指数連動型上場投資信託）は、基準価額が日経三〇〇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

投資信託元年を顧みて

価格で売買されるところに特徴がある。在来の投信では売却は基準価額での解約であるため、運用成績が上がると解約が増え、その結果残高が減少して、長期安定的な運用が困難になるという問題点を抱えていた。この投信では受益証券に流通市場があるので、そのような問題点が克服されると期待される。また、将来、追加設定されることはあっても、一旦買付けた株式は基本的に売却しない方針なので、株価の下支え効果も期待されている。三〇万円程度で三〇〇銘柄に分散投資ができる等の話題を呼び、五月半ばの募集時には三、六〇〇億円もの資金が集まった。

日経三〇〇投信が上場された五月二九日以降について、市場価格の推移をみると、図のようにつねに現物株の株価指数を下回って連動しており、一二月末現在、上場時に比べて約一九％高くなっている。ただ、期待に反して、上場口数が設定時



(一五億口)の三割弱にまで激減してしまった。というのは、この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ため、一、二〇〇万口以上の大口投資家に保有受益証券と信託財産中の三〇〇銘柄の現物株パッケージの交換を可能としたからである。在来の投信とは異なり、この投信においては残高の減少が運用に及ぼす影響はないが、残高の減少に伴い売買高も減少してしまった。上場廃止基準は上場口数が四〇〇万口未満であるが、会社型投信導入への試金石として上場廃止は避けたいものである。

八、今後の課題

現在、わが国では法律上契約型しか設定できないが、アメリカのミューチュアル・ファンドをはじめ、世界ではオープン・エンドの会社型投信が

主流となっている。金融取引の国際化、グローバル化が進んでいる昨今、このような商品形態の違いは海外との相互販売の障害となろう。会社型投信の導入は投信研究会でも検討され、契約型にないメリットを有するものの、法律(税法、商法、独占禁止法)の改正等解決すべき課題が多いというところで先送りとなった。早急の実現は困難だが、証券投資信託協会でも導入に向けての検討作業が行われ、六月に報告書が発表された(「会社型投信の導入に向けて」)。

商品の多様化という点から、個人年金型投資信託の創設も期待される。高齢化の進展に伴い、投資信託を利用した個人年金型商品が開発されれば一般投資家のニーズにかなう商品となろう。二月から投信業務と投資顧問業務の兼業が認められたが、後者には公的年金や厚生年金基金の資金運用業務がある。ともに長期安定的な運用が必要不可

欠であり、年金資産運用の規制緩和や優遇税制の導入が望まれる。

金融資産が蓄積するにつれて、デリバティブや国際分散投資への関心が高まっている。バブル期に大量に発行された高金利商品の満期償還金の投資先に悩んでいる投資家も多いことであろう。資金量、情報量の面で機関投資家に遅れをとる個人投資家にとって、今後、投信の重要性は高まると思われる。今年の改革をきっかけに、投資家のニーズに合った商品の開発、パフォーマンス優先の運用、適合性の原則に基づく適切な販売がなされるようになれば、今年は名実ともに投資信託元年となろう。

(うちだ ふじこ・当研究所主任研究員)