

変貌する公社債投資信託

内田 ふじ子

公社債投資信託の制度改革が進行中である。追加型公社債投資信託は、実際には様々なリスクを抱えているにもかかわらず、これまで安定的に預貯金金利を上回る利回りを提供してきたため、預貯金類の安全な商品として販売されてきた。ファンドに組み込まれている非上場債を時価とはかけ離れた取得価格で評価してきたからである。ファンドの透明性の観点から、本年七月に規則が改正され、時価評価が導入されることになった。また、四〇年近く予想分配型で販売されてきた長期公社債投資信託が二〇〇一年には実績分配型に変身するこ

とになった。市場では、近年短期公社債投資信託に元本割れが増加していること、長期公社債投資信託の予想分配率が高まっていること、拡大傾向にあったMMFの運用会社間の利回り格差が急速に縮まってきたことなど、公社債投資信託にはかつてない変化が見られる。変貌を遂げようとしている公社債投資信託についてレポートした。

一、公社債投資信託の種類

公社債投資信託では六一年に長期公社債投資信託（たん

に公社債投信と呼ばれることがある)が創設されて以来、多様な商品が開発され、残高を伸ばしてきた。(表)現在、残高で見ても中心となっているのは、MMF、長期公社債投信、短期決算ファンド(正式名称は追加型内外債券ファンド。以下短期公社債投信と呼ぶ)など追加型のファンドである。とくに、九二年に登場したMMFは、バブル崩壊後安全志向を強めた投資家に、その安全性、利便性、収益性が受け入れられ、不振の株式投信に代わって公社債投信を投資信託のリード役とした。本年四月末の公社債投信の残高は約三六兆円、その半分がMMFであり、MMFだけで株式投信全体を上回る規模となっている。MMFと短期公社債投信は運用実績に基づいて分配金が支払われるが、長期公社債投信は募集時に決められた分配率に則って分配金が支払われるというわが国固有の分配方式をとっている。最新商品のMRF

は、九七年にスタートした証券総合口座の専用ファンドである。

二、非上場債の時価評価導入

投資信託保有資産の評価方法は、証券投資信託協会の「定款・諸規則集」に明記されている。本年七月一日から、取引所に上場されていない有価証券等で残存期間が一年以上のものは、原則として①日本証券業協会発表の店頭基準気配値段、②証券会社、銀行等の提示する価額、③価格情報会社の提供する価額、のいずれかから入手した価額で評価する、と変更された。(九月三〇日まで猶予期間がある。)以前は「非上場の有価証券は取得価額で評価する」とされていたため(ただし、MMFは例外)、時価が変動してもその動きがファンドの基準価額に反映されずにきた。投資信

表 公社債投信の残高と新商品

純資産総額		新商品	純資産総額		新商品
(年末)	(億円)		(年末)	(億円)	
1961	1,560	長期公社債投信	1987	123,001	短期公社債投信
1965	2,275		1988	136,448	
1970	6,033		1989	130,999	
1975	14,280	財形給付金ファンド	1990	109,218	
1980	20,227	中期国債ファンド	1991	129,114	MMF
1981	32,231	新国債ファンド	1992	221,975	
1982	45,459	ジャンボ、利金ファンド	1993	311,900	
1983	79,372		1994	259,568	
1984	102,851	単位型内外債券 ファンド	1995	332,755	MRF
1985	95,936	フリーファイナン シャルファンド	1996	358,883	
			1997	306,630	
			1998	312,432	
1986	129,570	長期国債ファンド	1999.4	357,657	

託における非上場債の時価評価導入の問題は、ディスクロージャー充実策が検討された九六年にも議論されたが、見送られた。しかし、その翌年三月から日立製作所などの事業会社が保有している公社債投信を大量に解約しはじめたことや同年五月に日興投信(当時)がファンド間の利益付け替えて行政処分を受けたことがきっかけとなって、翌九七年六月に急遽早期導入が決議された。それらの事件は投資信託の運用実態の不透明さに起因しているところから、時価評価の必要性が高まったためである。

投資家にとって、元本を割ることもまれで、概して安定的に預貯金金利を上回る収益をもたらした公社債投信は、とくに、昨今の金利低下局面では他に得難い商品だったといえる。しかし、そのメリットは、ファンド運用によって生じた運用実績がすべて受益者に還元されなかったことによる

ものであった。また、取得価格で評価された基準価額からはファンドの実態はつかめない以上、まだ経験したことはないが金利が急騰するなどの環境変化に直面した場合、解約が殺到してファンドの存続が不可能となるリスクもあった。わが国では国債を除けばほとんどの債券が非上場であり、時価評価の導入は公社債投信の商品性を変貌させるほどの大きなインパクトがあるものと予想される。ファンドの透明性と引き替えに貴重な商品を失うことになった投資家には、当分不満も残りそう。少なくともリスクが表面化するまでは。

三、長期公社債投信の収益分配方法の変更

長期公社債投信は、調整金勘定を設けて評価損益の調整ができるとの規則によって、実際の運用

込まれており、予想分配率に含み益を反映させるファンドが相次いでいる。

長期公社債投信以外の予想分配型投信も二〇〇一年を目処に実績分配型への移行が検討されている。

四、短期公社債投信の元本割れ

現在、公社債投信は課税上の制約から決算時に元本を割ると追加設定できないことになっていて⁽²⁾。追加設定できないと残高は減少する一方で運用に支障を来すことになりかねないため、運用者にとって元本維持は至上命題となっていると思われる。しかし、それでも九七年頃から短期公社債投信に元本割れが目立つようになった。基準価額が一万円未満の短期公社債投信は、九六年四月末で一九二本のうち一五本であったが、九九年四月

利回りが予想分配率と合致するように債券の売買が行われる仕組み（調整売買と呼ばれる）となっている。そのため、昨年六月に発表された「非上場債券の時価評価の実施要領」でも、長期公社債投信など予想分配型のファンドは、本年七月からの時価評価導入の対象外（先送り）とされている。しかし、日本証券業協会が実勢から離れた価格での債券売買を本年四月一日で全面的に禁止したため、調整売買が不可能となり、長期公社債投信は二〇〇一年四月から実績分配型へ収益分配方式を変更することになった。実績分配型に移行するまでは、非上場債券の時価評価の適用除外とされ、また、予想分配率に基づいて計算された額に基準価額を合致させることを目的として必要と認められる範囲で組入れ非上場債券の簿価替えも行えることとした。長期公社債投信には、九〇年代前半の高金利時代に発行された債券が時価で組み

末では一六三本のうち三八本となっている。元本割れの原因は、概して利回りを確保するためにリスクの高い運用を行ったことにある⁽³⁾。短期公社債投信は、原則としてCPや残存期間五年未満の債券など内外の公社債を運用対象とするため、近年の短期金利低下期においてはそれらで運用する限りにおいては運用利回りも低下傾向となる。それを潔しとせず利回りを高めて、他のファンドと差別化をはかろうとするファンドは、残存期間の長い債券や格付けの低い債券を組み入れたり為替ヘッジをせずに外国債券の組入比率を高めるなどでリスクをとった運用を行うことになる。そのようなファンドの中に、昨年夏のロシア経済危機とその後の急激な円高（ドル安）などで大きな損失を被ったものが出た。時価評価導入後は含み益を利用して損失をカバーすることもできなくなるため、今後は元本割れリスクが高まると予想され

る。さらに、来年四月に追加型投資信託の課税方式が変更され、個別元本方式が採用される予定となっている。その際には公社債投信も基準価額が一万円を割っても追加設定が可能となり、運用者に元本割れに対する忌避感が薄れて元本割れの増加に繋がることも考えられる。

元本割れの増加は、これまでの短期公社債投信の安全性のイメージを壊すことになるが、ハイリスク・ハイリターンとローリスク・ローリターンに二極化された商品としての新しいイメージが生まれようとしている。

ただ、現状では安定した利回りを提供できないとして、繰上償還するファンドも昨年から相次いでおり、短期公社債投信の残高は減少傾向となっている。

変貌する公社債投資信託

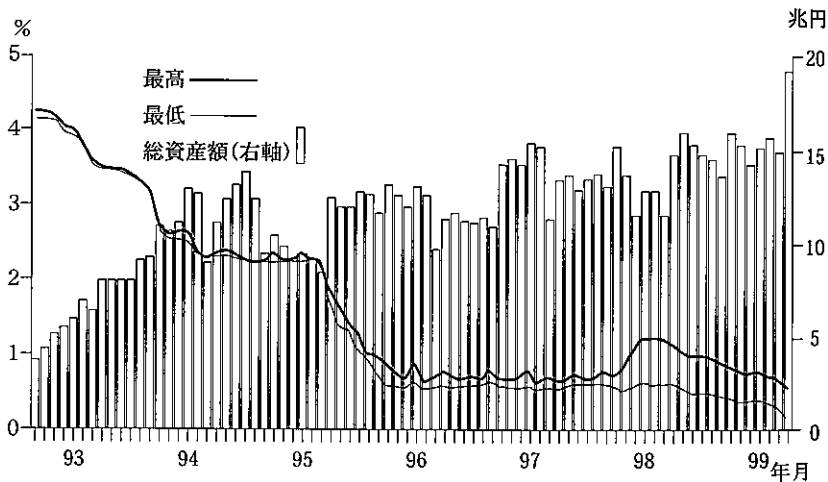
証券化関連商品の組み入れ禁止や先物取引をヘッジ目的での使用に限るなどの規制はあるが、「短期公社債を中心に投資し、安定した収益の確保を目指す」、限りにおいて運用者の裁量に任されている部分が多い。九七年後半からMMFを運用する一五社の間で利回り格差が拡大したのは、利回りを犠牲にしても安定運用を最優先させる方針のファンドと利回りを確保するために多少にリスクを受け入れる運用を行ったファンドがあったことを示している。(図) これまでもMMFに組み込まれている非上場債は、償還日までの残存期間が一年超であれば日本証券業協会が公表している店頭基準気配を用いて時価評価されており、一年未満の債券もアキユム・アモチ方式で評価されることになっているため、今回の時価評価導入の影響はない。しかし、昨年九月以降日銀の短期金利誘導目標が切り下げられてきており、各社のMMF

五、MMFの現状

アメリカでは七一年のMMF(マネー・マーケット・ファンド)の登場が、景気回復を背景に個人投資家に受け入れられ、今日のミューチュアルファンド隆盛のきっかけとなった。約二〇年後にアメリカのMMFをモデルにして、わが国に登場したMMF(マネー・マネージメント・ファンド)も個人投資家の人気商品となったが、両者は会社型と契約型という違い以外にも運用方法などに違いがある。アメリカのMMFは証券総合口座に組み込まれていることもあって、SECが安定運用につねに目を光らせており、投資対象を「適格証券」に限定したり、リスク回避のための対策を提案したりデリバティブでの運用に規制を加えたりしている。一方、わが国のMMFは私募債や

図 MMFの残高と運用会社の利回り

92年9月～99年4月
年換算利回り、三洋投信のMMFを除く



の運用利回りも低下し、利回り格差は縮小しつつある。一方、昨年一二月に金融機関の窓販解禁や法人資金の流入で四月末の残高は過去最高の一九兆円となった。いわゆる「運用のミスマッチ」状態となっている。いまや預貯金と比肩する安全な商品としての評価が定着したMMFの元本割れが及ぼす影響は測り知れないほど大きいため、なんとしても避けるべきであろう。

六、おわりに

公社債投信に組み込まれている大量の非上場債が時価で評価されることになり、公社債投信の運用成績にもリスクが反映するようになった。公社債投信の安全神話が崩壊したことを投資家に周知徹底させる必要がある。しかし、運用対象となる債券の「残存期間」「格付け」「為替ヘッジ

の有無」などがディスクローズされている限り、公社債投信のリスクは株式投信に比べれば限定的であろう。来秋にも予定されている確定拠出型年金の導入や二〇〇一年四月のペイオフ解禁はまず公社債投信へのニーズを高めることになる。

(注)

- (1) そのほかに、中期国債ファンド、利金ファンド、フリーファイナンシャルファンドも予想分配型である。
- (2) 追加型公社債投信は、一律に一万円を課税上のみなし元本とし、それを超える部分に対して課税するシステムになっている。
- (3) 「岐路に立つ短期公社債投信」日経公社債情報九九年二月一五日参照。
- (4) 田村威「アメリカにおける投資信託の制度改正の最近の動向(続)」『証券投資信託月報九五年一月号』参照。
- (5) アキュム・アモチ方式による評価とは、取得価額と償還価額の差額を日割計算した金額を日々帳簿価額に加算または減算した額で評価する方式。

(つちだ ふじこ・当研究所主任研究員)