

投資信託の新しい商品について

内 田 ふじ子

エコ・ファンドなど投資対象にテーマ性をもたせたファンドが人気を集めている。いずれも仕組み自体には目新しさはないがテーマの珍しさ、分りやすさ、洒落たネーミングで若年層を中心とした新規顧客の獲得に成功したようである。他方、昨年末の改正投信法の施行により、契約型の円建て公募投信だけだったわが国の投資信託に、会社型投信や私募投信、外部委託型投信などの新しい仕組みの商品が加わった。これらの新しい商品についての現状を報告したい。

一、運用規制の緩和と投信新商品

投資信託が本格的に設定されるようになってから徐々に規制が緩和され、その都度新しい商品が生み出されてきた。とくに、九五年の投資信託制度の改革で投資対象に対する規制がほとんどなくなっただけで、革新的な商品が相次いで設定されるようになった。先物・オプション取引がヘッジ目的以外にも利用可能となったことで、デリバティブを活用したファンドの設定が盛んになり、

TAA型ファンドやブルベア型ファンドなどが定着した。外国有価証券への運用規制の撤廃で、南アフリカやペルー、韓国、東欧などの株式や債券を組み入れたファンドが登場した。初めてのクローズド・エンド型国内投信が契約型で誕生し、全国八証券取引所に上場された(日経300株価指数連動型上場投信)。未公開株の組み入れも解禁となり、投信の募集・販売手数料の自由化後は手数料をとらないノーロード投信も誕生した。ここ数年で投資家の選択肢は飛躍的に拡大したといえよう。

昨年十二月には、証券投資信託法に抜本的改正が施され、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」(以下では「改正投信法」とする)と改称・施行された。それにより、有価証券以外の資産を組み込むことが可能となり、また、会社型投信(法律上は証券投資法人とされている)、私

ていなかったが、特定のファンドの全部または一部について運用指図の権限を政令で定める者に委託できることが明記され、外部委託型投信も設定可能となった。

二、待望されるクローズド・エンド型会社型投信

わが国ではクローズド期間明け直後や価格の上昇期に解約が集中し、信託財産が大幅に減少するといった問題が指摘されており、かつては会社型投信の導入は運用資産の安定性確保の観点から検討されていた²⁾。しかし、金融取引の国際化の進展にともない、近年では主として国際的整合性の観点から導入が論じられるようになった。ただ、アメリカではミューチュアルファンドなど事実上会社型のみであるにしても、フランスでは会社型が

募投信、外部委託型投信など全く新しい仕組みの商品が設定できるようになった。会社型投信はこれまでたびたび導入が検討されてきたが、改正投信法で、有価証券投資を目的に設立される社団として「証券投資法人」を明示したことで長年の懸案が実現した。改正投信法は従来の三八条から二五三条になったが、そのうち一六三条が会社型投信に關している。旧投信法では「(投資信託は)受益証券を不特定かつ多数の者に取得させることを目的とするもの」と定義されていたため、国内投信は五十名以上を対象とする公募投信に限定されてきたが、たんに「複数の者」と改められ、年金基金などの適格機関投資家や二名以上五十名未満の少数投資家を対象とする私募投信の設定が可能となった。旧投信法は投信会社が自ら信託財産の運用を行うことを前提としており、たとえ関連会社であっても運用を外部に委託することを認め

主流であるが契約型も設定されており、イギリスやドイツではむしろ契約型のほうが主流となっているため、契約型投信がまるっきりグローバルスタンダードから外れているというわけではなく、今後予想される投信販売の相互乗り入れという点で支障があるとは思われない。導入の理由はどうあれ、商品の品揃えが豊富になることは確かである。会社型投信には株主総会に相当する投資主総会があるため、運用に積極的に関与したい投資家には魅力的な商品となる。それがクローズド・エンド型であれば、運用側は資金が安定しているので運用方針に則った運用がしやすくなり、投資家の長期保有を促進するだろう。また、会社型投信では運用対象が、主として有価証券とされているものの、有価証券以外の資産でも投資運用できることが明示されており、商品や不動産などでの運用が可能となっている³⁾。しかし、いまのところ

まだ設立の兆しが見えないのは、オープン・エンド型であれば既存の追加型契約型投信と表面的な違いはないうえ、投資会社の設立コストが大きく、運用上の事務負担も契約型より大きいためである。

三、私募投信による企業年金運用の急増

公募投信の運用には、公正取引ルールなどの行為規制や流動性が乏しい資産の組入れは信託財産の十五%以内に制限されるなどの運用規制がある。前者は受益者保護の観点からすべての投信に遵守することが求められているが、後者の規制は私募投信には適用されないため、投資家の合意さえ得られれば自由な商品設計が可能である。とくに、長期間まとまった資金を運用する年金基金や

機関投資家など大口投資家の多様な資金運用ニーズを反映したオーダーメイドの商品を提供できるものと期待される。本年一月に国内私募投信の第一号が設定されて以来急速に規模が拡大し、六月末でファンド数二六本、純資産総額は三千億円になっている。アメリカでは私募投信の残高は公募投信の二十分の一となっており、わが国でも確定拠出型年金制度の導入に向けて企業年金の運用対象として私募投信へのニーズはさらに高まるものと思われる。

四、リスク分散効果が期待できる外部委託型投信

既存の投信が信託財産のすべてを株式や債券などに直接投資するのに対し、外部委託型投信は、信託財産の一部または全部を別の運用会社が運用

する既存の投信に分散投資する、あるいは、別の運用会社に運用を再委託するファンドであり、いわゆるファンド・オブ・ファンズ（以下FOFとする）やマルチ・マネジャー・ファンドとして欧米で普及している商品である。運用会社は、たとえ自らに運用力や投資対象に対する知識がなくとも、運用力のある他の運用会社や外部の優れたファンドマネジャーを利用して良好なパフォーマンスをもたらすファンドを作ることができる。運用成績が逆相関関係にあるファンドを組み入れれば、リスク分散効果を高め、収益を安定させることも期待できる。国際株式型のファンドなどでは現地の事情や投資環境に通じた海外現地法人などに運用を委託することで効率的な運用ができ、また、時差などの時間的コストおよび通信・事務コストの削減にもつながる。ただ、投資家は当該ファンドと組み入れるファンドに重複して手数料

を支払うことになり、手数料が余分にかかることや運用を外部に委託するためにファンド全体の運用内容が不透明になるといった弊害がある。そのため、証券投資信託協会は、投資家保護と弊害防止のためにFOFについて自主ルールを策定し、七月から実施している。公募のFOFの場合、以下のような規制が設けられている。

(一) 組み入れ可能なファンドは、主として有価証券に投資するファンドであり、国内投信を組み入れる場合は公募ファンドに限定する。

(二) 約款、規約に記載されたファンド以外への投資は認めない。

(三) 複数のファンドに投資し、かつ一ファンドへの投資比率はFOF純資産全体の五〇%以内とする。

(四) FOFが直接投資できるのはCP、CD、コールローンなどで、株式や債券は認められない。

投資信託の新しい商品について

- (五) 外国為替の予約取引はヘッジに限定する。
 - (六) 投資先ファンドが互いに持ち合う「相互保有」や「循環保有」、他のFOFへの投資も禁止。
 - (七) 運用委託先のファンドは有価証券の組み入れ比率など運用内容を半年に一回、投資家に開示する。
 - (八) 信託報酬や募集手数料など主な支払い費用をファンドごとに開示する、等。
- 国内で販売される外国投信については、他の投信証券での運用は純資産の一〇%まで、国内投信については五%まで、とされていた申し合わせが、それぞれ昨年十二月、本年七月に撤廃されたことで、外部委託型投信が全面的に解禁となつた。これまで設定・販売されたのはまだ数本にすぎないが、それらを見ると、ファンド全体を三ないし四分野に分け、それぞれの分野ごとに最適と思われる複数の運用会社に運用を委託するマルチ・

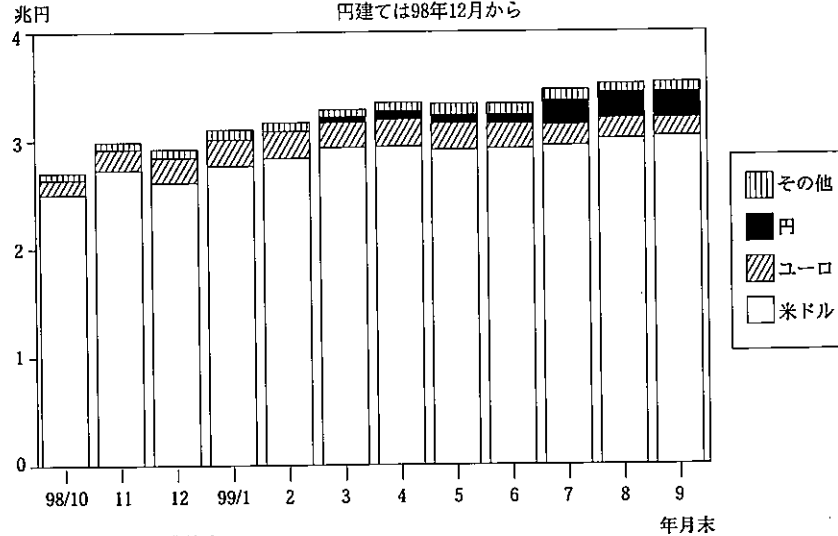
きた。昨年末に、日本証券業協会の外国投信選別基準が緩和されるとともに、円建て外国投信の国内公募が解禁された。国内投信にない仕組みをもち、運用力に優れた外国投信への需要は年々大きくなっており（昨年の「元本確保型投信」ブームは記憶に新しい）、その残高は円換算で三兆円規模になっている。ただ外貨建てだと為替リスクが大きいため、円建て外国投信が待望されていた。解禁後残高を伸ばし、昨年十二月末は十八億円だったが、本年九月末には二〇八五億円となっている（図参照）。外貨建て国内投信も同時に解禁されたが、こちらは九月まで設定されていない。

六、投信ラップ口座——投信を利用し

た証券会社のコンサルティング・サービス

投信を対象としてアセット・アラケーションを

外国投信の通貨別残高
円建ては98年12月から



データ：日本証券業協会

マネージャー・ファンド、やリスクレベルの異なる数コースに分け、それぞれのコースに最適なファンドを組み入れるタイプのもがある。後者はライフサイクルファンドと呼ばれるFOFであり、投資家のリスク選好・許容度やライフステージに合わせて選択できるようになっている。これらはいずれも安定した利回りを期待できることから、アメリカでは確定拠出型年金の受け皿になっている。私募投信とともに、確定拠出型年金制度の導入によって今後設定増加が予想される商品である。

五、ニーズ大きい円建て外国投信

七二年に外国投信の国内販売が自由化されて以来、国内投信への影響に対する配慮から、国内に持ち込まれる外国投信は外貨建てで運用され、円資産の組み入れ比率は五〇%以下のものとされて

行う投信ラップ口座は、昨年投信の販売手数料が自由化され、証券会社による投資一任業務が認可されたことで商品化が可能となった。証券会社に資金を預けた投資家が、その投資目的やリスク許容度などに応じて、運用内容の異なる複数の投資信託を用いた運用方法、資産配分を提示して貰い、その運用の報酬として預けた資金に応じた年間手数料を支払う仕組みである。売買回数に関係なく手数料は一定であるため、年間ある程度の回数の取引を行う投資家には魅力的なサービスとなる。また、従来わが国の投信販売について問題視された、乗り換えによる手数料目当ての回転売買の推奨がラップ口座ではなくなるものと思われる。ただし、提示されるファンドは予め証券会社によって選定されており、それらのファンドがラップ口座の年間手数料(運用資金の二〜三%)を上回る利回りを確保できないと投資家にとって

割高な商品となる。昨年五月にわが国初の投信ラップ口座が開設されたが、その後数社が開設しただけに止まっている。

十月に株式売買委託手数料が完全に自由化されたため、株式等の個別銘柄での資産運用アドバイザーを行うコンサルタント・ラップ口座の商品化も可能になった。

七、人気化するテーマファンド

あるテーマに絞って選別された銘柄でファンドを構成するのは最近に始まったことではないが、テーマが中長期的にみて成長が見込まれる分野となっているのが最近のテーマファンドの特徴である。環境経営、技術革命、経営改革、高齢化社会など、二一世紀へ向けての経済的・社会的問題に對していまから積極的に取り組んでいる企業は、

新たな顧客層が開拓されることになるであろう。

八、おわりに

いずれ高い評価を受けることを見込んでの先行投資である。なかでも、環境問題に配慮した経営を行っている企業に集中投資するエコ・ファンドは、ゼロ・エミッション、二酸化炭素削減、リサイクルなど昨今の環境問題の高まりから、八月に第一号が設定されて以来人気を呼んでいる。これまでに四社が設定し、その販売額の合計は一千億円を超えた。国際的な環境管理規格(ISO 14001)、「環境会計」、「環境格付け」などの導入とともにエコ・ファンドの人氣が企業の環境対策への取り組み強化につながれば社会的意義も大きい。欧米ではエコ・ファンドは「社会的責任投資」としてすでに三、四兆円の規模となっており、その多くがベンチマークを上回るパフォーマンスをあげているそうである。

今後独創的な発想により投資家の共感を得られるユニークなテーマファンドが生み出されれば、

アメリカでは、様々な投資情報がインターネットなどで容易に入手できるようになり、また、オンライン取引で売買手数料も大幅に低下した結果、個人投資家はミューチュアルファンドを回避し、個別銘柄への投資にシフトする現象が見られるという。わが国でもオンライン取引が本格化しつつあるが、確定拠出年金制度の導入やペイオフの解禁を控え、分散投資を原則とする専門家の運用に対するニーズは高まるものと思われる。投信の残高は六月に五十兆円を回復したが、解約も依然として高水準である。投信が長期運用手段として定着し、また、新しい個人顧客層を開拓して市場の厚みを増すために、投資家のニーズをくみ

取った魅力ある商品作りがこれまで以上に望まれる。海外では未だわが国では見られない多様な投信が設定されているのである。

(注)

- (1) 現在の投信制度スタート以前の四八年に、大蔵省の「証券投資会社法案要綱」で会社型投信が提案され、GHQに時機尚早として反対されている。
- (2) 運用資産の安定化のためには、会社型であってもクロスド・エンド型でなければならず、クロスド・エンド型でさえあれば契約型でもよいということで、九四年の投信研究会提言により、契約型のクロスド・エンド型投信である日経三〇〇株価指数連動型上場投資信託創設がされた。ただし、同投信は、基準価額を日経三〇〇株価指数に連動させるといふ運用方針を遵守するために、特例として千二百万円以上の大口投資家に保有受益証券と信託財産中の三百銘柄の現物株パッケージの交換を可能としている。そのため、同投信はクロスド・エンド型ではあるが、九五年五月上場時に一五億口(三六七八億円)だった残高が本年九月末には二億口(五九十億円)へと激減している。
- (3) 証券投資信託の定義は、旧投信法では「特定の有価証券に対する投資として運用することを目的とする信託」とされていたが、改正投信法では「主として有価証券に対する

投資として運用することを目的とする信託」と改正されたことで(それぞれ第一条、契約型投信について有価証券以外の運用が可能となったことが暗示されている。一方、会社型投信では「規約に定める資産運用の対象及び方針に従い、その資産の運用として有価証券以外の資産についてその取得又は譲渡その他の取引を行うことができる」(第一九三条)と明示されている。

- (4) 「日経金融新聞」九九年八月二日
- (5) 「週刊東洋経済」九九年九月十八日号
- (6) 保田圭司「株式新聞」九九年八月十日

参考文献

- 富士総合研究所「日本版ビッグバンによって登場する金融商品の個人金融資産運用への影響」九九年三月
 杉田浩治「ファンド・オブ・ファンズの研究」『FUND MANAGEMENT』九九年春季号、夏季号
 大崎貞和「日本版ビッグバンと証券投資信託制度改革」『投資信託』九九年一月号、二月号

(つちだ ふじこ・当研究所主任研究員)