

投資信託制度の本質

国際的に発展しているミューチュアル・ファンドという観点から

田邊 昇*

要 約

(1) このペーパーは、いままではっきりしないところがあった、証券投資信託（以下、投資信託という）とは何か、というコンセプトや機能と、それを取り扱う投資信託業とはどういうものか、という意義や事業分野を明らかにすることを通じて、投資信託制度の本質について述べている。

そして、この制度を十分機能させるための方策や、新しい投資家保護の枠組みづくりを検討している。とくに、国際的にミューチュアル・ファンドと呼ばれる集団証券投資スキームの本質にてらしてという観点から論じたい。

(2) 投資信託制度に40年以上の歴史があるのに、いま改めて、このような本質論を採り上げる理由は、かねがね、投資信託が他の金融商品ほど馴染まれていないとか、その仕組みが分かり難いとか、また、投資信託業が関係証券会社からの独立性を確保していないと言われていたほか、最近、主力商品であった株式投資信託が、一斉に「元本割れ」を発生させて、投資家の信頼を揺るがしているからである。

ただ、日本の投資信託は諸外国の制度に比べてかなり特殊とも言われているので、果たして、これらの現象がすべて制度本来の機能から生ずるのかを確かめるのも、このペーパーの狙いである。できるだけ、各国の事例にてらし、また、関係する法制・税制にてらしてという観点を含めて、総合的に検討している。

(3) 投資信託などミューチュアル・ファンドは、仲々理屈にかなった制度で、アメリカ、フランス、イギリスなどの発展振りを見ると、いろいろと人智の妙を尽くしている。日本も、この制度を導入した戦後混乱期の特殊事情を考慮して、「預貯金類似のもの」に仕組むなど工夫を凝らしている。

(4) 国際的にミューチュアル・ファンドと呼ばれる集団投資の仕組みは、証券市場に直接アクセスすることが難しい大衆小口投資家を、富裕層やプロの機関投資家と共に、証券投資が出来るようにしてくれる。この仕組みの中心は、集団投資の代行手段（コレクティブ・インベストメント・ビークル，C I V）である。

この代行手段は、投資家のために投資家に代わって、証券投資する共同の「投資組合」

* 日本投資信託制度研究所 理事長
大蔵省財政金融研究所特別研究官

このペーパーと後掲「投資信託の税制」については、他の章を執筆されている各氏から貴重なご助言を頂いた。また、今回はとくに大蔵省大臣官房、吉村参事官室を中心として大蔵省内の各局（主税局を含む）から種々のコメントを頂いたことに感謝している。なお、このほか筆者がこれ迄10余年に亘って投資信託制度を研究するに際して、東京大学法学部岩原紳作教授、大蔵省財政金融研究所加藤秀樹研究部長をはじめ内外の多くの方々のご指導やご協力を頂いたことを申し添える。

のような事業主体（エンティティ）である。この場合、「事業」といっても製造業のような事業とは異なり、集団証券投資を行う仕組みであって、各国では取決め（アレンジメント）、計画（スキーム）、組織（アンダーテキング）などと解されている。そして、この事業の主体は、私法上の形態の違いによって、投資信託、投資会社、コモン・ファンドなどと呼ばれる。投資家は、これら事業主体の持分権を持って、集団投資事業に参加する。当然のこととして、この事業のディスクロージャーやパフォーマンスの比較に十分な注意を払う。また、その投資に伴うリスクとリターンは参加者の自己責任と認識する。そして、この事業に対して自由に加入・脱退する。他方、各種の金融仲介機関は、これらの事業主体のスポンサー、マネジャー、オペレーター、トラスティーなどの役割を担う。

日本でも、現行の投資信託制度が創設される前には、いろいろな「証券投資組合」が設立されていた。とくに、本格的なものとして、「証券投資会社」制度（昭和23年）の立法が検討されたことがある。

(5) このような事業主体を中心とする集団投資スキームに比較して、現行の投資信託制度は、かなり特殊で日本的独特なものと言われている。それは、戦後の大衆が証券投資に慣れていなかったため、また、もっぱら銀行などに対する預貯金志向が強かったので、当時の証券会社が兼営していた証券投資信託委託会社に対して、「おカネの運用を委せる」特定金銭信託的なものに仕組んでいるからである。金融商品としても、元本からスタートして大凡の利回りが予想できる「預貯金類似のもの」（日本では、「ユニット型」と呼ばれる）を、一時に大量販売することによって、大衆が買い易く、証券会社が売り易いようにしている。制度創設時の配慮がよく理解でき、また、効率性で優れている仕組みともいえる。

だが、これではリスク・キャピタルに投資する共同の「投資組合」という性格が曖昧にされる。投資家の自主的な判断や選択の入り込む余地を少なくする。また、リスクは高いがリターンも高くなるという有価証券投資の本質が理解されない。投資家を守ろうとするあまり、活力ある市場経済に連結する道を閉ざしているところがある。このような点が、元利保証もないのに「元本割れ」を問題にしたり、当然の大前提とされるディスクロージャーやパフォーマンスの比較が不十分で、きわめて「奇妙な制度」と外国から批判される理由でもある。

今や、時代は大きく変わっている。大衆は豊かな蓄積を持ち、一般的な証券投資知識も普及している。この際、原点に立ち戻り、かつての「投資組合」や「証券投資会社」のほか諸外国のミューチュアル・ファンドのように、リスク・テキングの性格を直視した資産管理（アセット・マネジメント）の手段として、その機能を高める必要がある。

(6) 投資信託は、大衆の小口資金を「プーリング」してファンドを組成することがキー・ポイントになる。これによって 投資のエコノミー・オブ・スケール、 専門家による運用管理、 リスクの分散などが図られる。

このようなブルド・インベストメント・ファンドには、投資信託ときわめて類似したベンチャー投資組合やアジア投資会社などのファンドや、商品ファンドがあり、また、年金ファンドもある。さらに、同じように資産運用に力点を置く間接金融機関の商品として、実績配当型の金銭信託、変額保険や一時払いの養老保険などがある。

他方、小口資金の「プーリング」とは逆に、大口資産の「証券化」による大衆参加の投

資もある。リース・クレジット債権の流動化や不動産の小口化など、新しい証券化関連商品（証券取引法の枠外のもの）である。さらに、銀行の決済機能から分別される新しい金融仲介機能の業務として、証券化に係るポートフォリオ運用の動きもある。

このような「プーリング」と「証券化」は、ともに蓄積が厚くなりリスク・テキングできるようになった大衆投資家に、幅広くアクセスする仕組み・手法である。いろいろと違った金融仲介の媒体（フィナンシャル・インターメディアリィ）が、似たような性格のファンドやポートフォリオを運用している。金融資産形成の多様化と、その選択肢の広がり示す。このような大衆の資産管理（アセット・マネジメント）の動きは、これからの個人金融（パーソナル・ファイナンス）のメイン・ストリームになると予想される。と同時に、従来のタテ割りの金融政策や業者規制が、機能別に括られて、新しい方向に対応するよう求められている。

とくに、投資信託制度としては、これら類似の商品を幅広く包含する集団投資の枠組み（コレクティブ・インベストメント・スキーム）にするよう再検討されることや、年金専用ファンド（現行の勤労者財産形成給付金制度などを含めたもの）の整備・拡大や、さらには、商品性や流通性に制約のある証券化関連商品についても、投資信託制度を活用して、大衆投資家の資産運用に開かれたものとする必要がある。

(7) 日本の金融制度は、これまで、企業の資金「調達」サイドを中心に発展してきた。これに対し、個人・家計の資産「運用」サイドは、まだ十分成熟していない面がある。投資信託は、金融の資金「運用」サイドの重要な柱である。これからも、大衆に顔を向けた金融仲介の媒体として、大きく発展していくことが期待される。そのためにも、この制度が持つ本来の機能・役割を十分生かすよう、基本的な改革が求められる。

日本の投資信託は、いま転換期に直面していると言われている。とくに、これからの「新しい金融」にどう係っていくのか、その場合の「望ましい仕組み」はどのようなものか、これからの方向に対応する現行制度の改善策如何の検討が待たれている。

．投資信託とは

- 1 . 投資信託のコンセプトと機能

投資信託とは、「直接、証券市場に参加することが困難な投資家に対して、間接的な形で簡便・効率的な証券投資への道を開く制度である。そして、証券市場の活性化・安定化に資するという機能・役割を有している。」と言われている（大蔵省証券局、「投資信託研究会」レポート、平成6年6月）。

このコンセプトや機能の意味をよく理解するには、次のような関連する内外の説明や法律規定などを併せみる必要がある。

(1) 制度創設の趣旨と定義 昭和26年（1951年）に創設された日本の投資信託制度は、特殊な生い立ちを示す。

まず、この制度の法律案が国会に提案された際は、次のように説明されている。当時の事情を反映して、戦後復興のための産業金融の環

境整備 とくに、株式市場の供給過剰を是正することを主眼にしている。この点は後述するが（ - 1. 「特殊な生い立ちと、その後の発展・屈折・改革」）、凡そ、現代的な意味での個人・家計の資産管理（アセット・マネジメント）を趣旨とするものではなかった。

「...長期産業資金調達に資するため、証券投資信託の制度を確立し、証券投資信託の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必要がある...」（第10回国会、参議院提出の「議員立法」として上程された法律案の提案理由の説明、昭和26年5月）。

そして、提案された「証券投資信託法」（以下、「投信法」という）では、その目的と定義を次のように規定している。戦前の証券会社を取り扱っていた特定金銭信託的な制度をとり急ぎ補完・整備する特別法としたため、個別信託の法理を前提にした、特殊な法律構成を採っている。本来の集団証券投資を行う「投資組合」的な実態や、諸外国のミューチュアル・ファンドの法制に比較して、いささか分かり難いことが否めない。この点も後述する。

「この法律は、証券投資信託の制度を確立し、証券投資信託の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を目的とする」（第1条）。

「この法律において、証券投資信託とは、信託財産を委託者の指図に基づいて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であって、その受益権利を分割して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をいう。」（第2条）。

(2) イギリスでの説明 日本の投資信託は、イギリスのユニット・トラストをモデルにしている。イギリスの制度は、次のように大変分かり易く紹介されている。

「通常ならば、かなり豊かなそして時間的にも余裕のある投資家にだけ可能な株式、社債などへの証券投資を、小口の大衆投資家にも出来るようにしてくれる仕組みであって、それは高い利回りと元本額の値上がりの可能性を、それに付随する危険を増大することなしに与えてくれる。貨幣価値が下落している間は、確定利付の証券や預金は、投資の実質的な価値を守ってくれない。戦後期におけるユニット・トラストの重要な魅力は、この種の防衛能力であった。」（エグゼター大学、元国際投資信託研究所長、コーナー、D. C. Corner）^(注1)。

(3) アメリカやヨーロッパでの法律規定 投資信託の制度は、もともと、イギリスで生まれた。そして、アメリカに輸入され、そこで「1940年投資会社法」（以下、「投資会社法」という）が制定されてから、大きく発展した。

アメリカの「投資会社法」では、その政策の宣明として、「投資会社は、民間貯蓄の重要な部分が、国民経済に投資される仲介をするものであり、かつ、このような貯蓄の資本市場への流入に重要な影響をもつものである」と、まず、集団証券投資制度の国民経済的機能を規定している（第1条(4)）。

また、投資会社の定義は、「本法において投資会社とは、次の各号に掲げる発行者をいう」（第3条）として、証券法の規制対象である有価証券（投資家のもつ持分証券である株券など）の発行者を規定している。そして、この「発行者」を「自然人または会社をいう」（第2条(28)）とし、さらに「会社」とは、「株式会社、信託、ファンドまたは法人であるかどうかにかかわらず組織された団体または管財人、合衆国法典第11編に基づく案件における破産管財人、もしくはその資格において同様な役目を果たす者、もしくは前記の者の清算代理人である者を

(注1) H.Burton & D.C.Cornier, "Investment and Unit Trust in Britain and America". この日本語版として、日本証券経済研究所、『証券研究』、「英米の投資信託(上)(下)」, 昭和46年4月30日および昭和47年12月25日がある。

いう」(第2条,(8))ときわめて幅広く規定している。

要するに、アメリカの「投資会社法」にいう投資会社とは、その私法上の形態が単に株式会社だけではなく、ビジネス・トラストやリミテッド・パートナーシップなどを含む。すなわち、証券法上の規制対象とする事業主体 投資会社という幅広い「エンティティ, Entity」の概念であり、また、集団証券投資の「取り決め, Arrangement」を意味すると解されている。したがって、アメリカのミューチュアル・ファンドを、一括して、「会社型」と呼ぶのは正確ではない。この点については、詳しく後述する(Ⅴ.「制度上の検討課題と、新しい投資家保護の枠組みづくり」)。

ヨーロッパでは、1985年、EC加盟国の投資信託などの協調化を図るため、これらのミニマム・スタンダードとして、「EC委員会の集団証券投資の事業(組織とも解する。以下同じ。)に関する指令、ユーシツ・UCITS, Council Directive relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities」が出されている。そこでの定義は、次のようにこの制度の性格をよく表わしている(注2)。

「集団証券投資の事業は、公募される資金を譲渡可能な証券に対して集団投資するもので、危険分散の原理に基づいて運用され、投資家の要請があれば、何時でもその持分証券を買戻し償還するというオープン・エンドの投資事業である。」

「この集団証券投資事業の私法上の形態は、契約関係の法律により、または、信託法により、あるいは投資会社法のような制定法によって設立することができる。」

(4) 各国の投資信託などは、国際的には「集団証券投資, Collective Investment in Securities, CIS」と総称される。このうち、オープン・エンドのものは、一般に「ミューチュアル・ファンド, Mutual Fund」と呼ばれている。

そして、中心となる「集団投資の代行手段, Collective Investment Vehicle, CIV」として、信託、株式会社、契約などを使ういろいろな私法上の形態の事業主体(Entitiy)が活用されている。それは、理論的にその是非を検討してというよりも、沿革的理由とか、あるいは、実際に便利とか効率などの観点から選択されている。そして、各種の金融機関がそのスポンサー、マネジャー、オペレーター、トラスティなどの役割を担っている。

この事業主体(以下、分かり易く「ファンド」ともいう)と投資家との法律関係は、たとえば、日本やイギリスなどのように、信託法に基づく取り決め(ArrangementやAgreement)で、ファンド資産は受託者の法的所有権によって保有されるが、別途、エクイティ所有者(投資家)の受益権やユニット所有権に係るとか、アメリカやフランスなどのように、株式会社の形態で、ファンド資産が会社の財産であるとともに株主(投資家)によって保有されるものとか、ドイツやルクセンブルグなどのように、契約による特別財産という仕組みで、法人格はないがファンド資産は一般的にジョイント所有者(投資家)の持分所有権によって集合的に保有されるものなどがある。

したがって、一般的に投資信託と言われるものも、正確には、信託を使う制度(以下、信託型という)は、投資信託とかユニット・トラストと呼ばれるが、別な株式会社の形態を採る制度(以下、会社型という)は、投資会社(Investment Company)とかシカブ(SICAV,

(注2) Council directive of 20 December 1985 on the coordination of Laws, regulations and administrative provisions relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, および, Towards a European Market for the UCITS, Commentary on the provisions of Council Directive85/611 EEC of 20 December 1985.

Societe d'investissement à capital variable) と呼ばれる。また、契約による特別財産の制度（以下、契約型という）も、投資信託と呼ばれるのは適当でなく、正しくは、コモン・ファンド（Common Fund）またはエフ・シー・ピー（FCP, Fonds common placement）と呼ばれることになる^(注3)。

このように、集団証券投資の呼称に、投資信託、投資会社、コモン・ファンドなどあるが、これらの経済的実態やその機能・役割に、基本的な違いは無い。また、金融商品の形としても受益証券、株券、ユニットなどと違うが、みな投資家が保有する集団証券投資事業の持分証券という実質的な性格に、変わりはない。こちら辺りが、日本では十分に理解されていない。

- 2 . 投資信託業の意義と事業分野

日本の投資信託を取り扱う事業（以下、投資信託業という）は、「投信法」において委託会社（一般には、証券投資信託委託会社などと呼ばれる）の業務（第3章）を中心に規定されている。

それは、現行法が制定される前の投資信託（戦前の特定金銭信託的なもの）が、もっぱら証券会社によって取り扱われていたことを踏襲している。また、現行法制定当初暫くの間、証券会社が委託会社の業務を兼営することを前提にしていた。そのため、諸外国では、集団投資の代行手段（ビークル）である共同の「投資組合」のような事業主体（エンティティ）を中心にして、いろいろなスポンサー、マネジャー、オペレーター、受託者、販売業者などが、それぞれ独立の立場から、集団証券投資のスキームを総合的に担うというミューチュアル・ファンド事業であるのに比べて、日本では(1)委託会社

が、独り、きわめて広範な業務を取り扱っていること、(2)その委託会社は、数年前まで国内の証券会社系によって独占的に占められていたこと、(3)国際的に、投資信託、投資会社など代行手段である事業主体のマネジャーやオペレーターとして、このスキームの中核的な役割を担っている投資顧問業者（とくに、投資一任契約に係るもの）が、日本では最近まで、この事業に参入できなかったという特色がある。最近の数年間、国際化などの流れに添って、これらの点についての改善は行われてきたが、今後とも、集団証券投資の本質にてらした枠組みづくりが推し進められなければならない。加えて、(4)幅広いファンド・マネジメント・インダストリーを担うという事業分野や、また(5)新しい個人金融（パーソナル・ファイナンス）の柱としての資産管理業（アセット・マネジメント・ビジネス）のアイデンティティの確立が求められている点について、十分に配慮されなければならない。なお、(6)制度本来の趣旨にてらして、真の純投資を行う受託機関投資家としての在り方も問われているので、この基本的課題にも答えられなければならない。

現行制度は、日本の投資信託制度の特殊な生い立ちを反映している。だが、時代は大きく変わっている。最近の金融環境にてらして、この際改めて次のような基本的な事項の検討が行われて、本来投資信託業とはどういうものか、という意義やその事業分野が明らかにされる必要がある。

(1) 委託会社を中心とした間接金融的な業法規制 日本投資信託業については、スポンサーである委託会社が大量投資家のおカネを集めて、それをプーリングした事業主体（適格なものとして、信託型ファンドだけが規定されて

(注3) このペーパーでは、国際的な観点から投資信託のコンセプトを導き出すため、シバシバ、諸外国の投資信託などミューチュアル・ファンド制度に触れている。海外の投資信託などはいろいろと紹介されているが、その中でも先駆的で網羅的なものとして、(財)日本生産性本部の「アメリカの投資信託」、昭和37年、および「ヨーロッパの投資信託」、昭和40年がある。

いる)を組成し、これをマネジャー、オペレーターでもある委託会社を中心になって運用管理し、その成果を投資家に分配する。また、これらの業務のほか、投資家に関する一切の事務を取り扱っている。本来の証券投資組合的なスキームに比べて、委託会社を中心になって、特殊な特定金銭信託的な証券投資を取り扱う間接金融事業のように構成している。

このような特殊な投資信託業を導入した背景には、次のような事情がある。

(A) 日本でも、現在の制度が創設される前には、いろいろな「証券投資組合」が設立されていた。これらのうちには、イギリスのユニット・トラストをモデルにした「集団投資スキームらしいもの」もあった。だが、この組合について、証券会社を中心になって組合結成の斡旋やその事業運営の助成を行うことは、信託類似の行為として問題にされ、その事業の継続が中止させられたことがある。かつて、イギリスで法律的に信託を使ったユニット・トラストであっても、その行う事業は会社法違反ではないかと訴訟に持ち込まれた例がある。この種の事業を行うに当たって、組合、信託、会社などいろいろな私法上の形態が使われるが、それぞれ機能的に似てくるからであろう。前述のように、アメリカの「投資会社法」やECの「集団証券投資の協調化に関する指令、1985年」では、私法上の形態如何を問わず、投資代行手段としての事業主体に対して、すべて同じルールを適用していることは、このような背景からも理解できよう。

(B) ともあれ、この制度はその後、規制当局の承認の下で「証券会社(委託者)と信託銀行(受託者)の間で特定金銭信託契約を締結し、一旦、証券会社に帰属した受益権を分割して投資家に販売する」という特殊な投資信託制度(昭和16年)に改められた。

その結果、いささか、個別信託の法理にとらわれ過ぎた仕組みになり、肝心の共同の「投資組合」という事業主体性が曖昧になり、投資家が狭い受益者に閉じ込められてしまった。そし

て、制度の実態が証券会社に「おカネの運用を委せる」ような仕組みに変わっている。加えて、証券会社(委託者)が投資家に対して、運用損失の2割を補填するとともに、その利益の1割を受けるという特約をつけている。当時(日中戦争下)、確定利付に慣れた大衆に対するきわめて特殊な株価安定、貯蓄増強の措置であった。この制度は、第二次大戦後廃止された。

(C) 終戦後は、大蔵省が中心になって業界、学界と共に数ヵ月間かけて、本格的な「証券投資会社法案」(昭和23年)を検討した。これは、アメリカの「投資会社法」を参考にしたもので、事業主体の私法上の形態としても会社型のほか信託型を規定している。また、別途、証券会社、信託銀行などの役割をマネジャー、オペレーター、トラスティーなどと明確にしている。集団証券投資制度として、かなり進歩的かつ網羅的なものであった。

しかし、当時の占領軍総司令部(SCAP)は「大衆投資家の成熟度や証券市場の整備状況からみて、その導入は時期尚早」としたので、廃案にされた。

(D) その後も、関係者の投資信託制度導入の努力は続けられた。そして、とり敢えず、戦前の特定金銭信託的なものを補完・整備した現行制度が導入されるに至った。それは、何れ投資信託業務を証券会社から分離するという条件がつけられ、総司令部(SCAP)で本来の担当部局であった経済科局(ES)を通さずに、政治局(GS)の承認を得た「投信法」として「議員立法」の形で国会に提出するならば、経済科局(ES)も黙認するということで成立した、きわめて特殊異例なものであった。わが国で現在施行されている金融法規としては、珍しい生い立ちをもつ(証券投資信託協会、「証券投資信託十年史」、昭和41年9月 参照)。

このような経緯を経た現行の投資信託事業に関し、「投信法」は、次のように規定している。

(A) 委託会社になろうとする会社は、大蔵大臣の免許を受けなければならない(第6条)。

また、(B)委託会社は予め大蔵大臣の承認を得た証券投資信託約款（以下、信託約款という）に基づいて（第12条）、(c)信託銀行などの受託者との間で信託契約を結び（第4条）、(D)その受益権を均等に分割して（第5条）、(E)委託会社が指定した証券会社を通じて、または直接に、投資家に販売する（第12条および信託約款）。

とくに、(F)この事業の中心となる信託財産の運用は、委託会社の指図に基づいて行われる（第2条）ことが注目される。一般の信託では、受託者が信託財産の管理処分の権利を有する（信託法第4条）が、投資信託では制度の「カナメ」である信託財産の運用指図権を、委託会社が保有する。したがって、委託会社が支配受託者（Managing Trustee）的機能を持ち、受託者は信託財産の単なる保管・計算者（Custodian）にすぎないとも言われている。このほか、(G)委託会社は受益証券の募集・売り出し、受益証券の分割、券面の発行から信託財産について生ずる収益金の分配、償還金の支払に至るまで、一般投資家たる受益者に対する一切の業務を担当する（第12条および信託約款）。實際上、これらの業務は指定した証券会社によって取り扱われているが、証券会社の「投信法」上の立場は、あくまでも委託会社の代理人（指定証券会社）としてである。

日本の委託会社は、つい数年前まで日本の証券業界によって独占されていたが、最近自由化されて内外の金融機関が参入している。それでも、委託会社の数は30社（1995年8月末現在）ときわめて少ない。同種のものがアメリカでは300社以上、イギリスでは150社以上あるのと比較して、日本では開業規制の厳しさが目立つ。

本来の「投資組合」的な事業主体を中心とした制度に比較して、委託会社が独りきわめて広範な業務を取り扱っている。また、大蔵省の規制が強い。当初、投資会社は登録制で発足し、昭和28年に免許制になっているが、一貫して、信託約款について大蔵大臣の承認を得なければならないということで、投資信託スキームの細かい点がすべて規制当局の監督の下に置か

れている。また、委託会社の業務方法について準拠しなければならない数多くの基準が設けられている（第17条、第17条の2など）。現行「投信法」は、銀行法、信託業法、保険業法など他の間接金融仲介機関に対する規制法と似たような「委託会社業法」になっている。戦後の大衆投資家が、株式などの有価証券投資に慣れていなかったこと、証券市場も未成熟であったことなどを考慮すると、投資信託に元本という額面金額を設けて大凡の利回りが予想できる「預貯金類似のもの」（日本では、ユニット型という）に仕組み（後述、 - 1. (1), 政策的な制度としてスタート、参照）、また、間接金融の制度や事業のように構成している当時の政策判断を理解できる。金融行政としても、執行し易い委託会社の監督に焦点を置かざるをえなかったのであろう。日本の制度は、ある意味で効率的に仕組みられているともいえる。

だが、このような委託会社の業務を中心とした投資信託業（とくに、ユニット型に係るもの）には、次のような不都合や問題点が出てきている。

(A) まず、委託会社や証券会社が販売オリエンテッドに、市況高値時であってもスポット型（定時・定型でなく、金融環境に応じて、その都度設定するもの）のファンドを数多く設定し、その受益権を一斉に大量販売した結果、これらファンドの多くが「元本割れ」になっている。「ユニット型」には、一旦募集を締め切った後は、新規投資家の参入（ファンドの追加設定）がないので、解約による資金流出で残高を縮小させるだけで、信託期限の終了を待つファンドが多い。

(B) このバラバラに設定され、追加募集もないファンド（事業主体）に対しては、ディスクロージャーに手間暇をかけることや、パフォーマンスを比較しても、所詮、意味がないとされることがある。日本では、ファンドを1つの事業主体として認識するのではなく、別々な金融商品として取り扱っているところがある。

ともあれ、投資家の投資代行手段である事業

主体（ファンド）というものは、バラバラとスポットで幾つも設定されることもあるが、本来は、投資家の付託に応じて、長期的な投資目的や特色ある運用方法をもつ継続的な事業主体（Going Concern）という性格をもつものである。アメリカやイギリスでは何十年という長い歴史を持つファンドが多い。そのような事業に参加する投資家は、この継続する事業主体のディスクロージャーやパフォーマンスをよく比較して、自分で投資する時期や価格を選択する。したがって、日本のように一律に大量な元本割れを発生するようなことはない。その投資損益は、各人ごとの取得原価や販売価格によって違う。

(C) 現行の仕組みでは、「投資家のために」「投資家に代わって」証券投資する代行手段の事業主体性の認識を欠き、また、投資家が自主的な判断や選択でこの事業主体の持分権に対して証券投資するリスク・テッキングの性格を曖昧にしている。

元利保証もないのに、「元本割れ」が問題にされているのは、委託会社に「預貯金類似のもの」としておカネの運用を委せているからでもある。また、委託会社の市況高値時のファンド設定やその大量販売などが、投資家の信頼を揺るがせていると言うが、本来の原因は、そのようなことを可能にする日本の独特な制度の仕組み方に由るといえる。これからは、この事業主体性や持分権者の参加性を、証券法上、税法上、明確に示す必要がある。余り、日本的独特な「元本割れ」にこだわると、この制度の本質やあるべき改善の方向を見失う。

そこで、本来の集団証券投資を取り扱う事業としては、(A)委託会社と、その委託会社に「おカネの運用を委せる」投資家との間の相対的な間接金融のような事業ということではなく、いろいろな市場関係者 たとえば、事業主体を組成するスポンサー、それを運用管理するマネジャーやオペレーター、その財産を管理するトラスティー、その持分権を投資家に販売するアンダーライターやブローカー・ディー

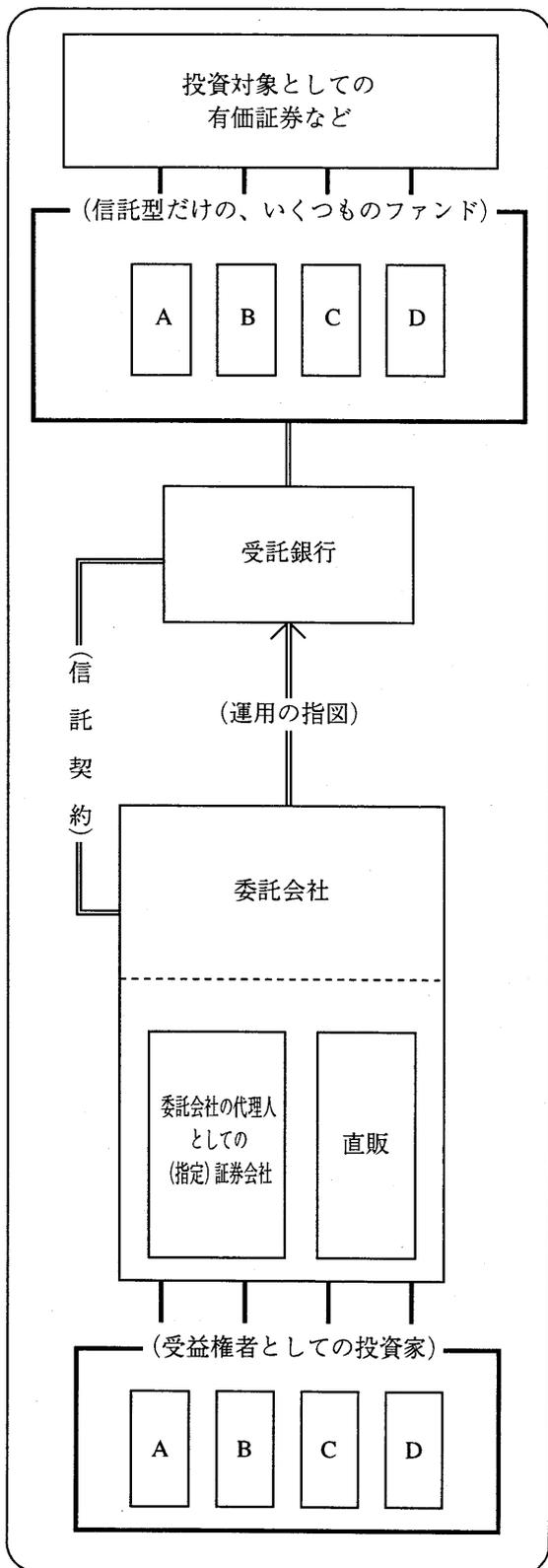
ラー、事業主体（ファンド）ごとの監査を行うことがある会計監査人など多数の者が、それぞれ独自の立場で集団投資スキームを担う「総合的な事業」であること、とくに(B)委託会社に「おカネの運用をお任せする特定金銭信託的な事業」ということではなく、いろいろなマネジャー、オペレーターが投資家の付託に応じて運用管理する「投資組合」的な事業主体（現行の信託型だけでなく会社型や契約型も含む）の「自主的な事業」であること、したがって、(C)委託会社に対する規制監督によって投資家が保護される事業という面が強調されるのではなく、本来は投資家が自分でリスク・テッキングする「有価証券投資の事業」という性格が明確にされる必要がある。それは、日本の戦前の「証券投資組合」がそうであったように、また、戦後改めて本格的に検討した「証券投資会社法案」がそうであったように、さらには、国際的に通用する「ミューチュアル・ファンド」がそのような制度であるということの意味する。他の類似する商品ファンド、証券化関連商品などの仕組みでも、同様に事業主体が中心になっている。そろそろ、ここら辺りが基本的に見直されなくてはならない。

第1図「現行の特定金銭信託的な仕組み」と、第2図「内外の集団証券投資スキーム」とを比較すると、両者の違いがよく分かる。

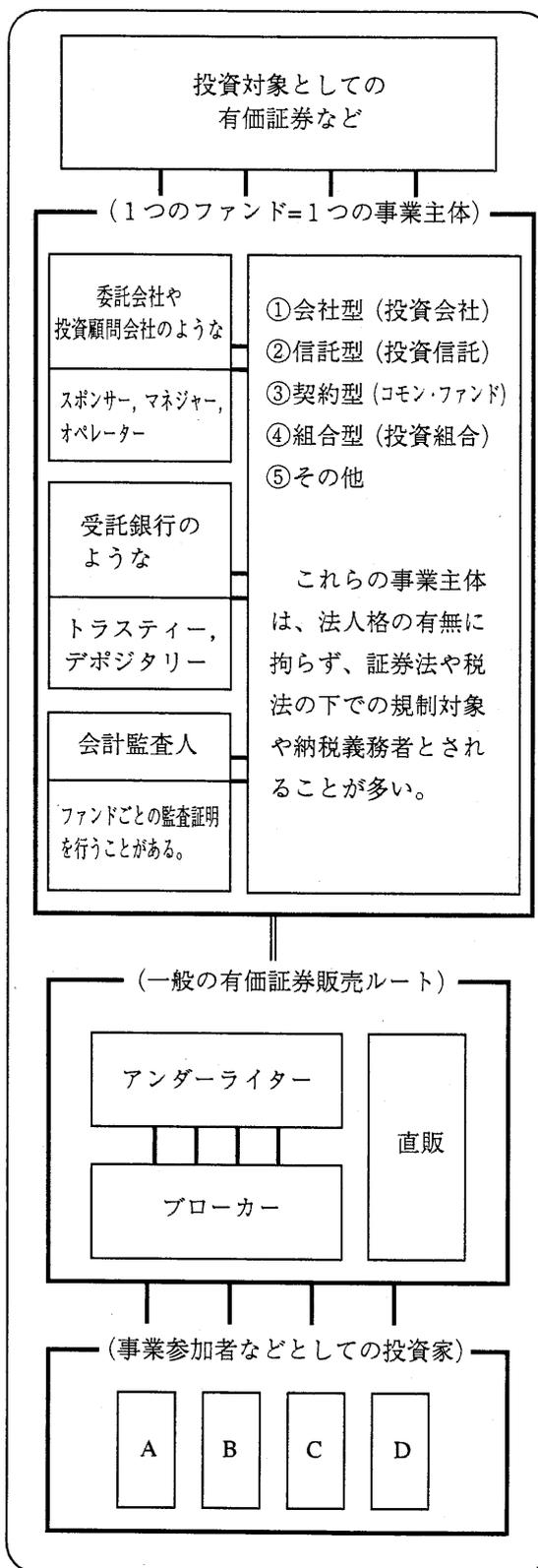
改めて整理してみると、(A)第1図にある日本の制度では、共同の「投資組合」的な集団証券投資スキームというよりも、委託会社という信託銀行的な金融仲介機関が中心になっている。投資家は「投資組合」の所謂パートナーというよりも、委託会社に「おカネの運用を委せ」、受託銀行から「収益の分配を受ける」受益者に閉じ込められている。そして、委託会社はいくつものファンドを設定運用しているが、それらは事業主体ではなく別々の金融商品のように取り扱われている。

これに対し、(B)第2図にある内外の「投資組合」的な集団証券投資スキームでは、一つづつのファンドが、それぞれ投資代行の事業主体

第1図 「日本の特定金銭信託的な仕組み」



第2図 「内外の集団証券投資スキーム」



(投資会社、投資信託、コモン・ファンドなどと呼ばれる)になっている。委託会社や投資顧問会社のような金融仲介機関は、ファンドと締結される契約によってその事業主体の運用を委されるマネジャーやオペレーターである。また、ここでは、集団証券投資事業に参加する投資家が主役である。したがって、投資責任は自分が負う。

(2) 関係証券会社からの独立性 現行制度のような委託会社の業務は、制度創設当初の暫くの間、証券会社そのものが兼営として取り扱われていた。その後、委託会社として分離した後も最近まで、国内の証券会社系統の委託会社によって、独占的に取り扱われてきた。

そのため、委託会社の関係証券会社からの独立性の確立が十分でなく、投資信託制度運営の正常化のために「主体性」の改善が証券取引審議会などで度々指摘され、その具体的改善策として資本面・人事面からの独立性確保の措置(チャイニーズ・ウォール)や公正取引ルールの整備が図られてきた^(注4)。

だが、このところ外資系の資産運用会社や国内金融機関系列の委託会社が参入している。したがって、もはや「関係証券会社からの独立性」といった日本の特殊な論議はなくなった筈である。これまで、外国の関係者は、「日本の委託会社は、投資信託スキームの唯一のスポンサーであり、また投資家の信託を受けて忠実にその財産を運用管理をするマネジャー、オペレーターでもある。それなのに、一体、誰から独立することを、問題にしているのか」と奇妙に思ったかもしれない。ともかく、今や歴とした独立の「投資信託業」を取り扱う者である。

現在、投資信託の受益証券は、証券会社によって販売されているが、その投資信託を仕組

み運用管理する投資信託業は、有価証券のアンダーライティング、ブローキング、ディーリングを行う証券業ではない。また、最近参入してきた銀行・保険といったタテ割りの業法やルールで規制されている金融機関の業務でもない。それは、現行の専門分野別の金融政策・法規制・監督行政を越えて、機能的にヨコ割りの形に再構成される新しい事業分野 たとえば、「資産管理業、アセット・マネジメント・ビジネス」とも呼ばれるべきものである。これからは、「投資家のために」「投資家に代わって」集団証券投資を行う事業として、独自の意義や事業分野が明らかにされなければならない^(注5)。何れは、この事業も現在のように銀行などが子会社方式で参入するのではなく、新しい持株会社の下に、銀行、証券などと並んで置かれるようになるのであろう。

(3) 投資顧問業との関係 投資信託業の分野を確立するに当たって、日本では投資顧問業とくに、投資一任契約に係るものとの関係が問題にされていた。

投資信託業は、現行法上諸外国と同じように誰でも参入できる建前になっている。だが、事実上制限されていた。しかも、この投資信託業に最も類似する投資顧問業の参入や相互の兼業についても、厳しい制限が課されていた。最近になって、ようやく両業務の相互乗り入れが承認されるようになったが、日本には次のような特殊な背景がある。

まず、日本では昭和26年に投資信託業が「登録」業種として創設され、昭和28年に「免許」業種となり、その後、昭和61年に投資顧問業が「登録(助言業務)および認可(一任業務)」業種として導入された。このことは、イギリスやアメリカなどの例に比較して、順序が逆

(注4) 「委託会社の関係証券会社からの独立性が十分でない」という指摘は、最近の大蔵省証券局、「投資信託研究会」レポート、平成6年6月、9頁にも示されている。

(注5) 「アセット・マネジメント・ビジネス」などを機能的に把える必要性については、大蔵省証券局、「株式市場を巡る基本的問題勉強会レポート」、平成5年6月、42頁が触れている。

になっている。これらの国では、まず投資顧問業が、特定の者との信頼関係を基にして、財産管理のアドバイザーとして発生した。その後、投資家のニーズや経済環境の発展に応じて、集団投資のスキームが形成され、投資信託のような業務になっている。したがって、イギリスやアメリカには、このような発展経緯を示すローカルで小さな投資信託などが幾つもある。

次に、日本ではまず投資信託業が、集团的（Collective manner）な投資の代理業務を取り扱うこととされ、その後遅れて導入された投資顧問業は、個別的（Non-collective manner）な投資の取次・代理の業務だけを行うというように、厳しく区分されてきた。また、その後、投資顧問業務のうち一任契約に係る者に対してこの区分が緩和され投資信託業への参入を認められたが、所詮、外国の関係者から見ると、免許制その他の開業条件がきわめて独特な規制であったので、その区分の撤廃がやかましく求められていた。

イギリスやアメリカなどでは、本来個別的であった投資顧問業務が発展して、大きな集団投資業務や年金基金業務のアドバイスへと展開している。それは、投資顧問業の専門性の行き着く最も進んだ形態である。たとえば、最近の投資顧問業は、プロフェッショナルな運用・調査・管理の専門家達によって営まれている。

平成7年1月の改正で、両業務の兼業が認められることとなったが、なお、(A)日本の投資信託業が免許制であること、また、(B)その免許を受けた委託会社が、自分自身で必ずファンドの運用を指図しなければならないことが、国際的に理解される自由な集団証券投資の制度に比較して、規制色が強いと言われている。

今回の改正によって、(A)投資信託業の免許基準が緩和されて、投資顧問業務の自由な登録制に近づいたとも考えられるが、(B)本来は、異なる法制の下での兼業ではなく、両業務が密接に関連する法制、たとえば幅広い「投資会社法」の下で投資顧問業者がそのマネジャー、オペレーターとして位置づけられるよう望まれる。

さらに、(C)今後は、対人的な委託会社などの業者規制もさることながら、より制度の実態を直視して、集団投資スキームの全体またはその中心となる事業主体に対する持分証券の発行・流通・償還に係る投資家保護の枠組みづくりに、焦点が置かれる必要がある。

(4) 幅広いファンド・マネジメント・インダストリーとしての在り方 集団投資の仕組は、大衆の資金を「プーリング」することが、キー・ポイントとなる。そして、この「プールされたファンド、Pooled investment fund」が、専門家によって分散ポートフォリオなどに組み立てられて合同運用される。

日本の投資信託業は、「有価証券」に投資するファンド・マネジメント・インダストリーであるが、その事業分野について次のような検討課題がある。

集団投資の事業は、投資対象を「有価証券」に限る理由はない。他の国のように、実物商品や不動産のほか証券化関連商品（証券取引法の適用枠外のもの）にまで広げられる必要がある。

だが、日本では別に商品ファンド法（商品投資に係る事業の規制に関する法律）、不動産小口化法（不動産特定共同事業法）やリース・クレジット債権流動化法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）が制定されている。本来は、同じようなルールが適用される幅広い「集団投資スキーム法」の中に総合されるものとも考えられる。現在の姿はいささか、日本的なタテ割り行政の所産とも言われている。しかも、これら商品ファンドや不動産、特定債権などの証券化関連商品は、証券取引法に準じた規制が行われているが、実際には大衆投資家保護などという見地から、その商品性（小口化の限度など）や流通性（売買の自由など）に制限が設けられているものがある。小口資金を大口化にする「プーリング」といい、大口資産を小口化にする「証券化」といっても、ともに投資家の資産管理（アセット・マネジメント）について幅

広くアクセスする仕組み・手法にほかならない。これらは、機関投資家や富裕層だけに門を開く商品ではない。最近では、蓄積に厚みができリスク・テイクできる大衆投資家層が台頭してきている。これからは、一般投資家の多様なニーズを満たすという観点から、これら商品も投資信託の対象に組み入れるなど投資信託制度を活用して、これら関係市場の発展・整備に資するような検討が求められている（証券取引審議会、「証券取引に係る基本制度の在り方について」、平成3年6月15日および大蔵省証券局投資信託研究会、「投資信託の改革に向けて」、平成6年6月参照）。

集団投資の事業は、次のような年金専用ファンドの運営や税制上の適格年金商品の取扱にも関連している。

(A) 日本には、「私的年金専用ファンド」として厚生年金基金、適格退職年金基金および勤労者財産形成の給付金や基金の制度がある。

「私的年金専用ファンド」は、たとえば厚生年金基金の理事者など1人が契約当事者として特別ファンド（いわゆる1人ファンド、または、私募ファンド）を設定し、その運用を信託、保険、投資顧問に委任する。これは、不特定多数の投資家を相手にしないので、現在の「投信法」は適用されない。ところが、そのファンドの背景には、多数の掛金拠出者や給付受益者が存在する。実質的に、投資信託と似たところがある。というより、年金運用は投資信託の専門性が向いている世界である。

現にドイツなどでは、「投資会社法」の中に特別ファンド制度を設け、このような私的年金ファンドにも、集団投資に対する法律や税制上のメリットを適用している。そして、この特別ファンドによって資産を運用する方が安く効率的でもあるので、保険、年金、共済などの利用が多い。

日本では、まだこのような段階に至っていない。ただ、年金的な「勤労者財産形成の給付金や基金の制度」（勤労者財産形成促進法第6条の2および第6条の3）については、とくに理

事者や基金自体が委託会社との間で「委任契約」を結び、年金専用ファンドを設定している。これには「投信法」が適用され、また税制上の特別なメリットも与えられている。日本の投資信託制度も、すでに実質的な変容をしている。そこで、前述の厚生年金基金や適格退職年金基金についても、同様に、現行の投資信託制度を活用するよう工夫を凝らす必要がある。最近、論議されているいわゆる「私募ファンド」の在り方については、日本的な業際問題から離れて、このような本質に則した検討が望まれる。

(B) なお、最近「公的年金ファンド」の運用についても、投資顧問会社の新規参入が認められた。具体的には、年金福祉事業団の資金運用に当たって、信託銀行への「指定単」の枠組みの中で投資顧問会社の係る、(a)投資信託に投資する仕組みと、(b)海外にある投資組合「リミテッド・パートナーシップ」に投資する仕組みを活用する案がある。

この海外の投資組合も、今まで述べてきた集団証券投資の代行手段（ビークル）として設立される事業主体である。これは、前述の勤労者財産形成の給付金や基金の年金専用ファンドと同じ性格をもつ。今後、日本の投資信託制度が、より幅広く、公的年金の資金運用についても活用されることが期待される。

(C) 現在、税制上のメリットが与えられる「適格年金商品」としては、保険数理に基づく「確定給付型」（伝統的な企業年金などで、給付額が退職時給与の一定率で確定しているもの）の保険商品だけが認められている。

これからは、既存の「確定給付型」だけでなく、いわゆる「確定拠出額」（「自分が創出する退職年金計画」といわれるように、加入者の自助努力を主とするもので、給付額が掛金の運用実績をベースとするもの）も導入され、銀行預金、投資信託など多くの金融商品を含めた多様な「適格年金商品」に税制上のメリットが適用されるよう求められる。アメリカでは、年金税制上優遇されている「個人退職年金勘定、IRA, Individual Retirement Account」の下で、

株式ファンドに対する長期投資が最も多く選択されている。日本なら、さしずめ「老後の安定資金づくりには、リスクのある株式投資など、とんでもない」と言われかねないが、アメリカでは逆に、「20年、30年後に受け取る年金の実質価値を維持するためには、リスクの時間的分散などを図り、実質的に高い利回りを期待できる株式の長期投資が妥当」と実証され、それが一般投資家にも十分理解されているからである（フランク・ラッセル・ジャパン 取締役、津野正則、「年金と株式市場」、日経金融新聞、1993年11月19日）。

なお、現在でも厚生年金基金や適格退職年金基金には、すでにその投資対象として投資信託が組み入れられている。これからは、一歩進めて、前述のように大衆自らが選択する投資信託そのものが税法上優遇されるよう、基本的な検討が求められる。

イギリスでは、数多いユニット・トラストやインベストメント・トラストのほか、巨大な年金基金に対する運用業務を含めて、幅広く把握する「ファンド・マネジメント・インダストリー」を、従来の銀行、証券、保険、信託などの伝統的な業務から、スピン・アウトさせている^(注6)。

(5) 新しい個人金融（パーソナル・ファイナンス）の柱としての資産管理業（アセット・マネジメント・ビジネス）の在り方 日本投資信託業は、間接金融の一形態とされている（日本銀行金融研究所）。

その理由は、「委託会社が、最終的な貸し手（投資家）に受益証券（間接証券）を発行し、ファンドの資金を調達したうえで、これを信託銀行に委託し、最終的な借り手（国・企業など）が発行する株式・債券など（本源的証券）を購入するという仕組み」なので、その資産変換機能などから間接金融のプロセスとされている^(注7)。

る^(注7)。

この場合、日本の投資信託事業の意義や事業分野を明確にするためには、次のような観点からの検討が残されている。

投資信託業の間接金融機能を、ごく単純化すれば、一般の銀行業務（決済機能に係るデポジット・テーキングを除く）や、その他の信託、保険などの金融仲介の業務と同じようなものといえる。とくに、最近の実績配当型の金銭信託、変額保険、一時払いの養老保険などは、資産の運用管理に重点を置くという点で、投資信託と相互に、きわめて類似している。そして、これらをサプライ・サイドからみると、みな「アセット・マネジメント・ビジネス」である。

だが、委託会社は、銀行のような間接金融機関と違って、本源的証券の運用に伴うリスクを引き受けない。単に、運用多様化などでリスクの分散を図り、大衆投資家の証券投資を代行するだけである。このように考えると、投資信託の仕組みは、(A)間接金融の一形態という側面を有しながらも、(B)その投資家は、一般の預金者と違って、自分でおカネの運用先を選択し、そのリスクを分担する。具体的には、(C)特定の投資目的をもつファンドという事業主体の持分権を購入することによって、その投資事業の「参加者」になる。そして投資家は、持分権を売買することによって、この事業から脱退し、また新規に加入できる仕組みになっている。共同の「投資組合」のようなもので、仲々理にかなった制度である。

日本の金融制度は、これまで資金不足という環境の下で、如何に効率的に資金を調達するかという観点 とくに、企業の資金「調達」サイドを中心に枠組みが作られ、発展してきた。これに対し、個人・家計の資金「運用」サイドは、まだ十分成熟していない面がある。これからは、恒常的な資金余剰を前提に、蓄積された

(注6) James Capel, "The UK Fund Management Industry", 1987年 参照。

(注7) 日本銀行金融研究所、「新版・わが国の金融制度」, ㈱日本信用調査, 昭和61年, 5頁～26頁 参照。

資産を如何に効率的に運用するかというアセット・マネジメントの観点から、従来の枠組みを見直す必要がある。

投資信託のようなアセット・マネジメント・ビジネスは、これからの個人や家計に対する個人金融（パーソナル・ファイナンス）のメイン・ストリームになろう。それは、日本でよく言われるサラリーマン金融（消費者金融）や社員向け住宅ローンという資金「調達」サイドからだけでなく、従来の財政（パブリック・ファイナンス）、企業金融（コーポレート・ファイナンス）、国際金融（インターナショナル・ファイナンス）に併せて、新しい個人金融（パーソナル・ファイナンス）という考え方が必要とされる^(注8)。

(6) 受託機関投資家としての在り方 投資信託は、投資家の資産運用を任されて、その純投資を行う受託機関投資家として、証券市場に登場する。

投資信託は、投資家から付託された資産の運用管理を忠実に実行しなければならない。その付託の忠実義務は、代行手段（ピークル）である事業主体（ファンド）の投資目的ごとに違う。投資信託は、それぞれの投資目的に従って、証券市場での売買や保有株式の議決権行使が求められている。

とくに、議決権行使の在り方はこれからの重要な課題であるが、これまで突っ込んだ検討は

なされていない。1995年、10月にパリで行われる国際投資信託協会会議では、「株主としての投資ファンド」という議題で検討されるようである。これからは、他の年金ファンドとともに、幅広いファンド・マネジメント・インダストリーとしての議決権の行使について、新しい観点からの検討が求められる。後述するように、最近のアメリカでは株式や公社債の相当部分が大衆の直接投資のほか巨大なミューチュアル・ファンドや年金ファンドによって保有されている。それは新しい「資本市場での民主化の実験」として、報道されている。そして公開会社の株式の過半数がこのような機関投資家群によって保有されているので、その議決権の「慎重ではあるが、積極的に行使される」ことが注目されている（ - 2. 「各国の発展振り」(1)アメリカ 参照）。

なお、投資信託の受託機関投資家としての現実の姿は、「証券会社の営業政策もあって、必ずしも期待される役割を果たしているとは言えない。これからは、投資家の多様なニーズに応える商品の開発、運用実績の向上等が必要である」と指摘されている^(注9)。

また、生保、信託など他の機関投資家も、政策投資と純投資の区分が曖昧であると指摘されている。そして、前述の投資信託の現状にてらし併せて、日本には法人投資家はあるが、真の機関投資家は存在しないとも言われている。

(注8) 日本では、未だ定着していない「パーソナル・ファイナンス」というコンセプトについては、John Matatko & David Stafford, “Key Development in Personal Finance”, 1985年 参照。

なお、この「パーソナル・ファイナンス」を紹介しながら、日本の投資信託を含めた「個人の金融資産形成」について述べたペーパーとして、田邊 昇, “(3)個人の金融資産形成という観点から思うこと”, 「日本のアセット・マネジメントあれこれ」, 『月刊資本市場』No.40, (財)資本市場研究会1988年12月, 14頁～22頁 参照。

(注9) 前掲(注4)「投資信託研究会」レポート, 32頁以下 参照。

・ 制度としての投資信託

- 1 . 特殊な生い立ちと、その後の発展・屈折・改革

日本の投資信託は、第二次大戦後の特殊な環境の下で創設された。そして前述したような経緯を経て、とり敢えず戦前の特定金銭信託的なものを補完・整備したものであった。その後半世紀近く、規制当局の幅広く手厚い関与とともに発展してきたが、その途中何回かの屈折に対応し、幾つかの改革がなされてきた。これに対して、イギリスやアメリカの制度は、もともと私的な投資家のニーズに基づいて、自然発生的に出来上がった共同の「投資組合」のようなもので、経済社会の環境条件が熟するにつれて、徐々に「投資管理の機能」などを採り入れて集団投資の制度として発展してきている。両者の間には、似て非なるところがある。

(1) 政策的な制度としてスタート 日本の投資信託は、戦後草々の間に、初めから一つの公的な制度として創設された点に特色がある。

まず、投資信託制度は、昭和26年、1951年という戦後の混乱がまだ収まらない時期に導入された。当時、株式市場には財閥の解体、財産税の物納、戦時機関の閉鎖、企業再建整備法の半強制的増資などによる放出株が、あふれていた。だが、従来の富裕な投資家層は厳しい財産税、農地解放、インフレーションなどによって壊滅していた。他方、新しい投資家層である戦後の大衆はきわめて蓄積が薄く、また殆どが銀行の預金者であって、証券市場の株式投資には全く慣れていなかった。したがって、株式市場には極端な供給過剰があった。また、ドッジ・ラインの実施によって、急激かつ強力なデフレ政策が採られたことも影響して、株価は大幅に

下落し、株式市場は極度に沈滞していた。このような需給アンバランスを是正し、戦後復興のために緊要であった産業の長期資金調達のため環境整備を図ろうとしたのが、この集団投資の仕組み 投資信託であった。

それは、「証券民主化、ピープルズ・キャピタリズム」の旗印の下で、過剰株式を吸収し、大衆の間接的保有に繋げる政策的な制度として立案された。ただ、問題はこのリスク・キャピタルに対する投資を、如何にして一般大衆に受け入れられるように仕組むかであった。当時の関係者は、格別知恵を出し、工夫を凝らすことが求められた。

この場合現行制度が、とり急ぎ戦前の特定金銭信託的な形を踏襲したので、また当時の大衆は蓄積が薄く銀行などの預貯金指向であったので、できるだけ「大衆が買い易く、証券会社が売り易い」という意味の「預貯金類似のもの」の仕組みを採用した。具体的には、価格変動の激しい株式ファンドであっても、各社統一の商品とし、無記名で5千円（現在は、1万円が多い）というラウンド・ナンバーの元本価格で、次々と一括・大量に売出し、その売出し後はファンドに追加設定を行わず、また、その運用は、2年（現在は、3～7年程度）という短い信託期間で、元本価格からスタートして、一応の利回りが予想できるようにした。このような独特な仕組みを、日本では「ユニット型」と呼ぶ。

そして、税制上も、一定のファンド（安定運用を行うものなど）に対しては、他の預貯金などと同様に適格貯蓄手段として認め、この収益の分配に利子非課税措置を適用するなど優遇してきた。

日本の投資信託の実態は、大蔵大臣の厳しい監督を受ける証券会社（当初、委託会社の業

務を兼営昭和34年，1959年に分離）や委託会社に対して，一定の期間「おカネの運用を委せる」仕組みといえる。

大衆の貯蓄が，このような金融仲介の媒体（フィナンシャル・インターメディアリイ）によって，株式，公社債など本源的証券に投資されるが，大衆が購入するのは，これら証券会社や委託会社の発行・販売する受益証券という間接証券である。したがって，投資家は本来ファンドのディスクロージャーに注意しなければならないが，実際にはセールスマンに勧められて，また証券会社のブランドや大蔵省の規制を信頼して，投資信託を購入することが多かった。前述のような性格を有する「ユニット型」は，数年前まで主力商品として投資信託の成長を支えてきた。

このほか，日本の株式ファンドなどには，国際的な標準形態に近いものすなわち，とくに元本価格というものが無く，ファンドの純資産価額で自由に売買され，追加設定のあるものもある。日本では，「オープン型」と呼ばれるが，このタイプの株式ファンドには前述のような「預貯金類似性」は仕組まれていない。最近，「ユニット型」は「元本割れ」が生じたことなどで不振となり，この「オープン型」が「ユニット型」を上回る残高を示している。

(2) 急激な成長と屈折 このような日本的な誕生をした投資信託は，当時の環境を考えれば，かなり工夫を凝らした政策判断の所産と言える。また，その歴史的役割も十分評価される。

とくに，投資信託を「預貯金類似のもの」として仕組んだことは，個人・家計の資産蓄積のレベルやリスク負担能力が低く，他方でリスクはあるが高い成長性を有し，資金需要の旺盛な企業が多く存在していたという戦後の経済発展の過程で，銀行が個人・家計と企業の間で立ってリスクを負担して，円滑な金融仲介を果たしてきたことと，軌を一にしている。

投資信託は，制度創設後次のように急速に成長したが，その間苦しい経験も味わっている。

まず，昭和26年，1951年に創設されたこの制度は，戦後の証券民主化の波に乗って，スタートから好調な道を辿り，その後の高度成長経済なども反映して，発足後10年程の間は若干の時期を除いて，いささか急速すぎるといわれる程の発展を遂げた。また，投資信託は当時の株式市場における唯一巨大な機関投資家でもあったので，その株式の売買取引は「池の中の鯨」といわれるほどの変動要因でもあった。

しかし，昭和36年（1961年）以降，日本経済は引締め政策の実施により，またアメリカのケネディ・ショックも重なって，株価の下落

投資信託募集の不振 その解約の増加
投資信託手持の株式の売却，更に，市況の下落
ファンドの純資産著減 その資金繰りの逼迫
償還期限の延長という下落の悪循環が続き，証券界は極度の不振に転じた。そして，遂には，日本銀行のバックアップを受けて市中の過剰株式の買上機関（昭和39年，1964年発足の日本共同証券株式会社）や投資信託などの保有株式の棚上機関（昭和40年，1965年発足の日本証券保有組合）の設立や，経営破綻に瀕した山一証券株式会社と大井証券株式会社に対する日本銀行の特別融通という異例の措置を必要とした，誠に深刻な証券不況をもたらした。

この間の経緯について，「日本銀行100年史」は，次のように述べている。

(A) 「この証券市場の不振は，ただ単に当時の景況の反映とはいいい難く，むしろ証券市場内部における構造的ともいべき事情があった。すなわち，証券会社の(a)有価証券の運用預りの乱用や，(b)株式投資信託を通じての無理な株価形成などにより，業務拡大を急ぎすぎた体質や，また(c)公社債投資信託に，不安定なホット・マネーを取り入れているにも拘らず，支払準備の不足などがあり，これが投資信託の大量設定

市況高騰の原因 更に，投資信託募集の好調 証券市場の拡大となり，それが，何らかの原因で，株価等が一度下落し始めると，逆に縮小のメカニズムとして働く可能性を内包していた。

そして、この株価低迷、投資信託不振というメカニズムが動き出すと、投資信託以外の一般株式投資もまた、消極化した。反面、当時の増資はきわめて高水準であった。こうした市場の需給関係は、急にバランスを崩し、その後このアンバランスを根本的に変えなければ、問題は解決しないという認識が高まり、過剰株式買上機関の構想を生むこととなった。」

(B)「有価証券の運用預りとは、証券会社が一定の品借料(運用料)を払って、不特定多数の顧客から債券を預る制度であるが、当時、証券会社は資金繰りが苦しくなると、この運用預り債券を増加させ、それを担保として、主として系列の投資信託からコール・ローン資金を取り入れ、あるいは中小金融機関から借入を行っていた。」

(C)「日本銀行による特別融通の実施は、大正期から昭和初期にかけて、危機に瀕した銀行に対しては少なからぬ事例があったが、戦後は初めてであり、しかも対象が証券会社であったことも特異な例であった。」

本来、証券投資にリスクはつきものであり、その点で、証券会社の経営破綻は銀行の場合と比較して、その性格や影響がかなり異なる筈である。しかし、昭和30年代に急増した有価証券の運用預りや投資信託は、広く国民大衆を相手とした取引で、その点は事実上銀行預金と類似した面があった。

したがって、山一証券株式会社や大井証券株式会社の経営破綻が明らかになれば、それは単に一部の投資家に対する影響に止まらず、広く信用秩序の混乱を招く危険を内包していたし、そこに日本銀行がきわめて異例な措置を講じなければならなかった背景があった。」

このように、第二次大戦後の未だマーケットが成熟していない段階での短期間の拡大は、他の要因とも相俟って昭和40年の証券不況の一因となり、またそれによって多大な影響を受けた結果、この投資信託制度について大幅な改善と、その商品性格の安定性を高めることが求められた。たとえば、ファンドに対して、(A)株式の組入れを制限するとか、(B)ファンド設定当初の2年程は、解約できない「クローズド期間」を設けるとか、(C)税制上利益留保の認められる株価変動準備金を積むことなどであった^(注10)。

この「クローズド期間」は、日本の特殊な仕組みで、国際的にミューチュアル・ファンドと呼ばれるもののオープン・エンド性を制限する。詳しくは後述するが、このような日本の投資信託は「セミ・オープン・エンデッド」とも解されている(Harvard Law School, Prof. Howell Jackson. なお, Noboru Tanabe, “Japan’s Investment Trust—A Vehicle of Savings for Tomorrow”, Indiana International & Comparative Law Review, Vol.2, No.2, Spring 1992参照)。また「株価変動準備金」も、国際的に余り例をみないきわめて特殊な仕組みである。後者は、現在、原則として廃止されている。

やがて、日本の証券市場が量・質ともに拡大発展するのに従い、また大衆も貯蓄の厚い投資家に成長し、その投資選好が多様化したことなどを反映し、1980年代の10年間に、投資信託は純資産を10倍程伸ばした。

全体としてのポート・フォリオも、かつての国内株式中心から、その後の公社債の組入れ増を経て、新しいコマーシャル・ペーパー、株価指数先物やオプションなどに投資対象を広げた。そして、外国証券も積極的に含まれるよう多様

(注10) (1)昭和40年の証券不況と投資信託の関係については、①日本銀行、「日本銀行百年史」第6巻、昭和61年、および②高橋亀吉監修、「日本の投資信託」1966年 参照。

(2)この苦い屈折の経験などを反映した、日本の投資信託の「預貯金類似の貯蓄性」については、田邊昇、「日本の投資信託の貯蓄性についての一考察」、『証券投資信託月報』第358号、平成2年および、同書の英語版として、Noboru Tanabe, “Japan’s Investment Trust—A Vehicle of Savings for Tomorrow”, Indiana International & Comparative Law Review, Vol.2, No2, Spring 1992参照。

化し、かつてないオープン・マーケットの変貌を背景に、次々と新しいタイプの商品開発がなされた。

また、昭和40年証券不況後は全体として極端な「安定運用」に偏っていた点を是正するため、委託会社に対する信託報酬に運用効率が反映される「実績報酬制」が導入された。

これは、委託会社の運用管理会社（Management Companies）としての機能を、より高めることを期待した措置といえる（現在は、廃止されている）。日本の「ユニット型」に、前述のような元本価格、短い信託期間、クローズド期間（投資家にとっては、機会損失の受忍によって、期待収益率に対する保険料を支払ったともみられる）、大凡の予想利回り、株価変動準備金、実績報酬制などを仕組むことは、一種の「ポートフォリオ・インシュアランス」的手法を使って運用しているかともみられたこともある（UK, University of Exeter, Prof. John Matatko, なお、『月刊資本市場』, 「日本のアセット・マネジメントあれこれ」1988.12 (No. 40), (3)個人の金融資産形成という観点から思うこと, および前掲, “Japan’s Investment Trust-A Vehicle of Savings for Tomorrow” 参照)。規制当局は、日本の投資信託について厳しい監督などを行っているといわれているが、他面、ポートフォリオ運用上いろいろな工夫を凝らしていることも注目される。

その後、リスク水準の違う成長型・安定型や様々なシステム運用型など数多い品揃えが提供され、また、きわめて預貯金に似ているMMF（マネー・マネジメント・ファンド）が開発される反面、レバレッジを効かせるデリバティブ利用ファンドもあり、大衆投資家のリスク許容度に応じた、金融資産の選択に応えられるようになってきている。また、外国ファンドも国内で積極的に販売された。

とくに、世界的視点での貯蓄不足が、日本に対して資金の思い切った海外へのリサイクル

を求め、それが外国証券市場に投資するカントリ・ファンドの日本での上場となり、内外を通ずる集団証券投資制度の国際金融的機能をクローズ・アップしている^(注11)。

なお、今後もアジアなどエマージング・マーケットへの資金フローについて、投資信託などのインベストメント・ビークルを幅広く活用することが検討されよう

(3) 最近の不振と制度改革 ところが、1990年代に入ってから、次のような厳しい状況の推移を示し、最近の制度改革に繋がられている。

まず、急激な証券市場の不振に遭遇した。

かつての主力商品であった「ユニット型」の株式ファンドに、元本価格を割り込むものが続出し、その償還期限の延長が余儀なくされた。加えて、これらがまた新しいファンドの販売不振をもたらしている。株式ファンドは、ピーク時（平成元年、1989年末）の純資産残高45兆円に対し、平成6年、1994年末は、半分以下の約19兆円に減少している。

最近の投資家は、投資信託というものについて、本来、価格変動のあるリスク商品であるという本質を、改めて認識させられている。

この日本的な「ユニット型」は、そもそもが運用に安定性を求めている仕組みであるが、とかく、株式市場の好況期に大量に設定され、その低迷期には少なく設定されるという販売オリエンテッドな面があり、それが市場の公正な価格形成に対して変動性（ボラティリティ）を高めていると指摘されていた。

そして、マーケット低迷期には、多くの投資者が一斉に「元本割れ」や償還期限の延長に直面し、日本的な社会問題として新聞紙上を賑わすこととなった。日本の「オープン型」のように、本来売買自由な国際的標準形態の仕組みでは、投資家ごとにその取得価格や売却時期が違い、当然その売買損益も各人ごとに異なるので、日本の「ユニット型」の「元本割れ」

(注11) 大蔵省外国為替審議会（中間報告）, 「わが国資本流出をめぐる諸問題について」, 1990年6月 参照。

は、他の国の関係者にとって、奇異な感じを与えている。

他方、金融の自由化・国際化の時代を迎え、投資信託業と競合する銀行、保険、信託などの業界における類似商品の出現、年金基金の急成長、小口預金の自由化などや、外資系の資産運用会社や国内の金融機関が系列の委託会社を設立し参入してくるといった環境変化に対応して、投資信託の競争環境は厳しくなっている。

このところ、投資信託業界はこのような当面の低迷脱却と、中・長期的な競争力向上という二つの課題に直面している。

このような環境の下で、大蔵省証券局は平成5年、1993年11月、「投資信託研究会」を設置した。そして、1年有余の検討を経て、次のような3つの柱からなる一連の制度改革案を示した。すでに、所要の省令・通達や、証券投資信託協会の「自主ルール」も改正され、久方振りの「投資信託の改革」が動き出した。関係者は、平成7年を「投資信託元年」と称している。

第1は、大幅な規制緩和である。とくに、運用規制を「原則自由」としている。これによって、先物・オプションの利用がヘッジ目的以外についても認められ、また、外国有価証券運用に係る指定市場制度が廃止された。第2は、投資信託市場における競争の促進である。これには、投資信託協会の行ってきたパフォーマンス公開制度がより一層充実されることや、新たに認められる投資顧問業（投資一任契約に係るもの）と投資信託業の兼業が含まれている。第3は、投資信託の透明性・信頼性の向上である。従来から指摘されていた投資家の信頼回復のためのディスクロージャーの大幅な充実や公正取引ルールの整備が行われた。

基本的な制度の枠組みとして、これまでの(A)

厳しい公的な規制と(B)緩やかなディスクロージャーという日本的なバランスを、かなり思い切って、反対の方向に移すことすなわち、(A)出来るだけ規制当局の介入を緩和し、その反面、(B)投資者が自主的に選択できるようディスクロージャーの徹底やパフォーマンス資料の公開が示されている。なお、法律改正を伴う事項として、新しく会社型の事業主体（ファンド）や私募ファンドを導入する是非も検討されている^(注12)。

- 2 . 本来は、投資組合的なスキーム

日本の現行制度は、戦前の特定金銭信託的な仕組みを踏襲していることもあって、免許を受けた金融仲介機関・委託会社を中心に据え、投資家を「おカネの運用を委せる者」のように取り扱っている。これに対し、内外の集団証券投資スキームは、前掲の第2図（ - 2 . 「投資信託業の意義と事業分野の(1)の末尾の表 参照）に示すように、リスク・テッキングする投資家の「投資組合」的な事業主体を中心に据え、委託会社のような運用管理会社は、もっぱらマネージャー、オペレーターとしての役割を担っている。

日本の投資信託を、そのモデルにしたイギリスの制度や、またアメリカなどで普及している「ミューチュアル・ファンド」と比較すると、次のように両者の違いがよく分かる。

もちろん、日本の制度も(1)大衆のおカネを集めてプーリング (pooling) し、(2)専門家の投資管理の技法 (Portfolio Management) を使い、(3)証券投資に伴うリスクを分散するという観点からみれば、ともに同じような集団証券投資の仕組み (Arrangement) であって、現行制度は

(注12) 最近の投資信託研究会の審議結果および投資信託改革の概要ならびに参考資料については、(財)資本市場研究会、「魅力ある投資信託をめざして」、平成7年1月 参照。

なお、より基本的な観点から、現行の「投信法」の枠組み自体を幅広く見直す必要があるとする意見がある（岩原紳作，“集団的投資事業関連の法律改正は必須の課題”，『投資信託事情』第38巻第10号，1995年10月号，投資信託事情調査会 参照）。

創設当時の投資家の成熟度や証券市場の整備状況に合わせたバリエーションといえる。その意味では、最近、市場経済を導入して新たな発展を目指す旧ソ連、東欧諸国アジアのエマージング・マーケットなどの国々にとって参考になるものかもしれない。それは、自前の貯蓄で必要な投資を賄おうとする努力の構えであり、かつて借入金に頼り過ぎた累積債務国の重い負担を避ける仕組みだからである。

(1) モデルにしたイギリスの制度 投資信託制度の母国イギリスのユニット・トラストは、次のような経緯を経て発展してきた。それをモデルにしたと言われる日本の制度は、戦前・戦後の特殊事情を反映して、かなり仕組みを変えている。だが、創設当時の姿を、時代が大きく変わった今日でも、そのまま残しているところに問題がある。

イギリスのユニット・トラストは、個人の資産運用や財産管理を弁護士や会計士などに委ねることから発展した制度で、もともと共同の「投資組合」のようなものであった。それが、大衆の蓄積が豊かになるにつれて、徐々に「投資管理の機能」などを採り入れた集団投資の制度になっている。

とくに、世界で最も古い投資信託といわれる「フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト、1868年」(最近では、Foreign & Colonial Investment Trustと改称している)は、海外証券投資の代行手段(ピークル)であった。大衆の海外投資は危険を伴う。そこで、(A)資金の集団パッケージ化、(B)専門家による運営管理、(C)ポートフォリオの分散投資を3つの基本要素として、これらを法的に結合させる手段がトラスト(Trust、信託)であった。トラストは、イギリスとくに、スコットランドで古くから普及していたので、この仕組みのカナメとなる事業主体(ファンド)を設立するために利用された。

当時(日本の明治元年頃)のイギリスは、国内的には資本蓄積の過剰と金利の低下が続き

(公定歩合は、2.5%前後)、他方、海外とくにヨーロッパや新生アメリカでは産業革命などによる膨大な資金需要があり、その内外投資利回りの著しい相違を背景に、大衆の有力な投資手段として開発されたものであった(実績利回り、8%のファンドもあった)。最近の日本の貯蓄過剰や超低金利(平成7年10月1日現在、公定歩合0.5%)と海外の旺盛な資金需要などとよく似ている。だが、日本の投資信託制度は、依然としてドメスティックなところが対比される。

現在、イギリスのユニット・トラストは、新しい「金融サービス法」で「集団投資を行うスキーム、Collective Investment Scheme」と規定されている。注目すべきは、投資家をそのスキームの「参加者、Participants」としている点である。そしてこのスキームの特質は、参加者の出資金や参加者に支払う利益などを共同計算すること(プーリング、Pooling)などとされている(第75条)。昔と同じような共同の「投資組合」の実態を示している。

(2) アメリカなど世界で普及している「ミューチュアル・ファンド」 イギリスの制度は、アメリカに導入され、そこで大きく発展した。そしてアメリカの1930年代の恐慌の経験が、次のようなオープン・エンド性を特色とする「ミューチュアル・ファンド」を生み出した。このオープン・エンド性は、イギリスに輸入され、また現在のヨーロッパにおける協調化・ユーシッツの考え方のベースにもなっている。

「ミューチュアル・ファンド」という用語は、主にアメリカで使われているが、最近ではヨーロッパでも一般的なコンセプトになっている。

その意味するところを広く解すると、(A)大衆が、お互いのカネをプールして「ミューチュアル・ファンド」をつくり、それで証券投資を集団で行う取り決め(アレンジメント、Arrangement)である。具体的には、(B)その投資の代行手段(ピークル)として、ビジネス・トラス

ト、株式会社、リミテッド・パートナーシップなどの事業主体が設立される。この事業主体がファンドを組成し、その運用管理を行う。アメリカでは、これら事業主体を私法上の形態の違いに拘らず、「投資会社」法の上の「投資会社」と広く呼び、これらに株式会社の管理機構（ガバナンス・ストラクチャー）や投資家保護の枠組みを求めている。それぞれに法形態の違いはあっても、その実態に共通するものは、前述のイギリスにおける共同の「投資組合」のようなものと考えているのであろう。

また、(C)主役の大衆投資家は、この事業主体の持分権を購入して、集団証券投資事業の運営に参加する。その名称が、受益者、株主、組合員などと変わっても、みな同じように、この事業の持分権者または参加者である。そして、(D)持分権者の加入・脱退は自由である。とくに、脱退に当たって、「その持分権が、不利益な取扱いを受けることなく、何時でも、ファンドの純資産価額で買戻し償還請求できる（リディーマブル、Redeemable）」ように仕組みられている。

この「リディーマブル、Redeemable」という機能は、オープン・エンド性と呼ばれ、ミューチュアル・ファンドの基本的な特性と説明されている。

各国の「投資会社法」などの冒頭で規定され、前述の「EC委員会のユーシッツ指令」にも、定義として示されている。制度の本質を示し、素晴らしい仕組みになっている。かつて、アメリカの投資家が恐慌前後のファンド経営の乱脈さに不信感をもったことを反省して、この工夫を生み出したようである。だが日本では、基本的なオープン・エンド性が明確にされていない。この問題は、「制度上の検討課題と、新しい投資家保護の枠組みづくり」で、詳しく述べられている。

投資家は、ファンドを運用管理する事業主体の法形態の違いによって、信託型の場合は受益証券、会社型の場合は株式などと異なった形の金融商品を持つが、これらはともにこの事業主体の「参加者」の持つ持分証券であることに変わりはない。

したがって、当然その投資リスクを分担する。ただ、この事業のパフォーマンスが悪ければ脱退し、良ければ新規加入する。それは、持分証券の償還または売買を通して行う。投資家は、事業内容のディスクロージャーやパフォーマンスを注意深く検討することが、投資の大前提とされる。日本の現行制度とくに「ユニット型」と、かなり違う。

金融商品としての投資信託

- 1 . 投資家のリスク許容度に応じた商品体系

(1) リスク水準の違う多様な品揃え 投資家は、ある特定の投資信託事業の持分権を購入して、選択的に証券投資プロジェクトに参加する。

この持分権は、法律的には、信託の受益証券という形を採り、経済的には、リスク水準の違う多様な投資信託商品となる。そして、

それを保有している期間は、収益の分配を受け、それを処分することによって、キャピタル・ゲインやキャピタル・ロスを実現する。この投資のリスクとリターン程度は、ファンドの投資目的や性格によって違う。

投資信託の商品体系は、アセット・ミックス運用を行うバランス型ファンドのほか、一方に、きわめてリスクのあるデリバティブ商品や株式そのものような成長型ファンドから、他方に、銀行預金にきわめて似ているMMF

までというように構成されている。誠に、バラエティのある金融商品を提供する。このような投資家のリスク許容度に応じた品揃えは、従来の伝統的間接金融商品にみられない。投資信託は、最近のオープン・マーケットの自由化を反映して、きわめて弾力的な商品開発を示している。

投資信託は、委託会社の予め仕組んで提供する商品のうちから、投資家によって選択されるので、「レディ・メイド・パッケージ型」の商品とも言われている。これは、投資顧問業者が顧客の指示に応じて運用する「オーダー・メイド・パッケージ型」商品と対比される。また、一般の金融商品のように、貸し手（本源的な貯蓄運用者や金融仲介機関）が借り手（最終的な資金需要者や金融仲介機関）に、おカネの運用を一切お任せするという意味の債務証券とも異なる。

(2) 株式投資信託と公社債投資信託の区分が意味するもの 投資信託の種類は、まず「投資対象として、株式を含むかどうか」の基準によって、株式投資信託と公社債投資信託に区分される。この区分は、単に投資対象が違うということの意味するだけでなく、次のように日本の金融・資本市場の発展の経緯や、投資信託自体の性格の変化を示している。

まず、少しでも株式を組み入れて運用するものを、株式投資信託といい、全く株式を含まないで公社債だけで運用するものを、公社債投資信託という。したがって、株式投資信託のポートフォリオには、株式だけでなくそれ以外の長期・短期の公社債がかなり含まれている。

このような株式投資信託と公社債投資信託のそれぞれに、「ユニット型」（単位型）と「オープン型」（追加型）がある。最近の残高は、第1表「元本状況」に示す通りである。また、各ファンドのポートフォリオの内容は、第2表「純資産総額の構成」のようになっている。

日本の投資信託は制度が創設された際、株式投資信託だけでスタートし、その後10年遅れて

公社債投資信託が導入された。日本では、一般的な推移として、株式投資信託のウエイトが高かった。だが、最近では株式市場の不振や「元本割れ」の問題もあり、公社債投資信託の増加が目立つ。とくに、MMFが堅調である。また、不振の株式投資信託の中で、最近では「オープン型」（追加型）が増加し、かつての主力商品「ユニット型」（単位型）を追い抜いている。なお、第2表「純資産総額の構成」の「全投信」の欄に見られるように、日本の投資信託は、株式、公社債、CDなどに対する投資配分が、全体としてバランスのとれた姿を示している。

日本の投資信託は、前述のように株式市場の極端な供給過剰を解消することを狙っていた。また、公社債市場も発達していなかったため、当初暫くの間は、株式投資信託だけであった。日本の公社債投資信託の誕生は、昭和36年、1961年で、制度創設から10年遅れている。

ここで注目すべきは、投資対象がようやく公社債にまで拡大されたということもさることながら、この新しい公社債投資信託は、(A)それまで未発達であった社債金融の拡大、(B)社債消化先として大宗を占めていた金融機関以外の個人分野の積極的開拓、(C)従来、形式的なものと指摘されていた証券業界の「アンダーライティング機能」の充実などを狙って開発された、大変意欲的なものであった。また、商品性格としては、有利・安全かつ便利な貯蓄商品であり、また、小額貯蓄非課税制度の利用者を含む累積投資をベースとして、広く大衆に定着するものであった。

このような狙いや特色をもつ公社債投資信託の登場は、日本の投資信託 すなわち、株式投資信託だけの特殊な「生い立ち」に比較すると、「投資信託らしい投資信託」の出現ともいえる。昭和40年、1965年の証券不況期も残高を伸ばし、一時期（昭和43年、1968年）の元本残高は、当時の主力商品「ユニット型」（単位型）株式投資信託の残高を上回るに至った。ただ、流通市場が未整備のままスタートしたことなどもあって、発足後暫くの間は、いろいろな問題

投資信託制度の本質

第1表 「元本状況」

(平成6年12月末)
単位：10億円

区分	タイプ	ファンド名	月末元本額		合計
株式 投信	追加型	オープン インデックス セレクト	14,897 (30.9%)		22,410 (46.5%)
		単位型	ファミリー・ファンド ユニット	1,149 (2.4%)	
	スポット		6,364 (13.2%)		
公社 債 投信	追加型	中期国債ファンド	2,710 (5.6%)		25,818 (53.5%)
		長期公社債投信	4,887 (10.1%)		
		MMF	9,173 (19.0%)		
	追加型 又は 単位型	ジャンボ, その他	9,048 (18.8%)		
元本総合計					48,228 (100.0%)

(「証券投資信託月報」, 日本証券投資信託協会)

第2表 「純資産総額の構成」

(平成6年12月末)
単位：10億円

	株 式	公 社 債	CD・CP コールローン等	合 計
全 投 信	11,670 (26.9%)	19,163 (44.2%)	12,487 (28.9%)	43,320 (100.0%)
株 式 投 信	11,670	1,522	4,238	17,430
公 社 債 投 信	—	17,641	8,249	25,890

(「証券投資信託月報」, 日本証券投資信託協会)

(注) 第1表は、元本金額を示すので、この第2表の純資産価額と異なる。

を発生させたことは否めない^(注13)。

その後、昭和50年、1975年代に入ってから
の国債の大量発行、昭和55年、1980年の中期国債
ファンドや平成4年、1992年のMMFの発売も
重なって、公社債投資信託の残高は、全投資信
託のなかでかなりのウエイトを占めた。さら
に、株式投資信託のポートフォリオに含まれて
いる公社債残高を加えたものの、日本の全投信
の運用残高に占める割合は、きわめて大きい。
このような公社債投資信託の導入と発展は、日
本の投資信託の商品性格やその成長の歴史に、
画期的な変革をもたらした。

同じようなことが、短期金融市場の新しい
商品 とくに、オープン・マーケットのC
D、CP、無担保コール、割引手形などを組み入
れたMMF（マネー・マネジメント・ファンド）
の開発と、その急進的な発展についても言える。
集団証券投資は、アメリカのMMF（マネー
・マーケット・ファンド）の開発によって、本
質的な変化を遂げたとされる。日本でも、同
じような性格をもつ中期国債ファンドやMMF
の導入が、投資信託の性格に大きな変化をもた
らした。

最初にスタートした株式投資信託は、もとも
と、大衆が自分で直接できる株式投資を、規模
の経済性や専門家の投資能力を活用すること
によって、リスク分散などを図りより効率的な集
団投資を行えるようにした仕組みといえる。こ
れに対して、中・長期の公社債投資信託や短期
のMMFは、本来、大衆投資家が直接参加す
ることの難しかった公社債の流通市場や短期金
融市場へのアクセスを、間接的ではあるが可能
にした点が注目される。最近の金融資本市場の自
由化、国際化に即応して、人智の妙を尽くして
いる。

これからも投資信託の仕組みを通じて、大衆
が参加する証券投資の範囲を拡げ、健全な証券
市場の裾野拡大が期待されている。

(3) 投資信託のリスク商品性 投資信託は、
間接金融の一形態に分類されているが、銀行預
金などと違って、元利支払いの保証はない。こ
の投資信託のリスク商品性は、中期国債ファン
ドやMMFの出現によって、次のようにいろい
ろな変化を表わしている。

(1) 投資信託は、リスクのある有価証券に投
資する金融商品である。この点は、集団的な
間接投資であっても、個別的な直接投資と変
わりはない。そして、委託会社は金融仲介機
関といってもその機能は、一般の個人のおよ
び自らリスク・プーリングできるだけの資金
と情報力を持たない投資家に代わって、資産
選択やポートフォリオ運用を行うだけである。
このことによって、大衆の投資をレス・リス
キーなものへ転換しても、委託会社はリスク
分担そのものには関与しない。

他方、銀行の預貯金は元利金が保証されて
いる。このうち、当座預金などの要求払預金
は安全性のほかに利便性も重視されているの
で、投資家が選択して投資する金融商品とい
うよりも、決済手段として利用される面が強
い。そして、一般の銀行など預金取扱の金融
仲介機関は、決済機能という一国の貨幣シス
テムの中心的役割を担い、信用制度全般のカ
ナメになっている。銀行などは、資金とリス
クをプールして最終的に消去できなかったリ
スクを自ら肩代わりし、預金証書という安全
性のきわめて高い金融商品を提供する。

(2) 投資信託と預貯金の間には、このよう
な金融商品としての本質的な違いがあるが、最
近それが曖昧にされているところもある。

たとえば、リスクのある投資信託について
は、元利保証があるような錯覚を与える預貯
金類似の仕組みがあり、また、本来予想され
る筈の「元本割れ」という日本的な現象が、

(注13) (社)証券投資信託協会、「証券投資信託二十年史」、昭和50年、および「証券投資信託三十五年史」、昭和
62年 参照。

社会的な問題にされている。他方、元利を保証する預貯金に関しては、本来の決済機能の役割を遥かに超える高利資金の受け入れや、放漫な貸付が行われ、支払不能に陥ったり公的資金が導入されるという事例が内外で起きている。

投資信託はそのリスク商品性を直視すべきであり、預貯金はその決済機能と信用仲介機能を区分すべきという意見がある。これらのうち、投資信託の問題点の指摘やこれからの改善策については、このペーパーや他の章で述べられている。他方、預貯金の放漫な運営については、それを預金保険の弊害、いわゆるモラル・ハザード（倫理の欠如）の問題として捉える理解がようやく一般化してきている。また、預貯金の元利保証についても、本来、「契約上または履行上」のものであって、今後はともに実行されないこともあると説明されるようになってきている^(注14)。

さらに、今後の銀行業の目指すべき方向とくに決済機能と区分される新しい信用仲介機能については、「プロジェクト・ファイナンスや金融の証券化の管理者となり、従来存在しなかった金融サービスの構成要素や組み合わせを発見することによって、銀行が新たに報酬を得る“フィー・ビジネス”を取り扱うとともに、資金の供給者と需要者の間で、事前にリスクの評価や管理の方法について、より明示的、特定化された同意がなされれば、情報の非対称性の緩和に繋がるもりのと期待される」という考え方がある（日本銀行金融研究所^(注15)）。このような銀行の新しい業務は、投資信託の本質がもつ金融仲介の媒体機能とかなり近接してくる。きわめて、注目に値する。

(3) 他方、内外のMMFの発展経緯をみると、両者の本質を区分する境界線そのものが動いている。そして、相互に乗り入れが行われているようにみえる。

たとえば、アメリカで開発されたMMFは、銀行などの預金金利の上限規制（レギュレーションQ）の下で急成長した。その後、規制の撤廃で鈍化した。最近再び増加している。これが大衆に受け入れられている理由は、ファンドの組入証券がTB, CD, CPなど、きわめて安全性や流動性の高い投資物件であること、小切手決済やカード使用とリンクされていること、他の複合ファンド（ファミリーなど）の基軸（コア）として、金融環境の変化に応じた投資スイッチの際の一時滞留ファンドに使う場合、きわめて便利かつ有利であることなどが挙げられている。

最近、アメリカでは貯蓄貸付組合（S & L）の破綻という苦い経験もあってか、MMFは普通の預貯金より有利・安全なところがあるとみられている。そして、「進捗著しいミューチュアル・ファンドは、株、債券、その他企業の発行した負債証券の実質的な保有手段を、大衆に提供してきた。ミューチュアル・ファンドは、分散ポートフォリオのおかげで、相対的に低いリスクと高い流動性を提供している。今日では、かなり小規模の貯蓄者でも短期金融市場、債券・株式市場、これら市場の任意の組合わせに投資できる。ミューチュアル・ファンドは、黒字主体から赤字主体へ金融資源を移す手段として、銀行にとって代わりつつある。このプロセスは疑いもなく永続的に続くであろう。」とされている^(注16)。

(注14) J.L. ピアス、「銀行業の将来」、平成5年、および、大蔵省銀行局「預金を考える懇談会報告書」、平成7年5月29日 参照。

(注15) 岩村 充，“金融システム活性化のために”，「日本銀行金融研究会・金融システム活性化のための諸方策」、平成7年、および「銀行の経営革新」、東洋経済新報社、平成7年9月。

(注16) 前掲（注14）、J.L. ピアス、「銀行業の将来」参照。

フランスでは、より積極的に銀行自体が、新たな金融規制によって付利が禁止された要求払預金を、別の有利なMMFへ誘導している。それは、同じ系列会社のファンドへである。加えて、そのMMFに対して、ファンド段階での収益の再投資や、そのキャピタル・ゲインについて、課税上の優遇措置を与えている。フランスのミューチュアル・ファンドが、最近10数年で世界第2位の地位を示すに至ったのは、このようなMMFが70%程占めるからでもある。

他方、日本やイギリス、ドイツでは、銀行業界との利害調整もあって、MMFは最近になって、やっと認められている。この場合、日本ではアメリカ程には至らないが、いろいろと商品性格の改善が続けられている。他方、イギリスでは利回り面のメリットはあるとしても、MMFは決済機能やカード使用とのリンクが認められないので、「遅すぎた、そして、余り価値がないもの」と言われている。

また、ドイツでは、中央銀行が準備預金制度の空文化を恐れて、長い間、その認可に反対していた。一般の銀行預金に対しては、コストのかかる無利子の準備預金求められるのに対して、実質的に預金と同様な機能をもつMMFには、それが適用されないからである。だが、最近解禁せざるをえなかった理由として、ルクセンブルグなど、外国のMMFに吸収されて、ドイツの国内投資資金が外国に流出する懸念があったこと、MMFに比べてコストのかかる準備預金制度についても、その大幅緩和によって銀行側のコスト負担が軽減されたこと、また、MMFに対しても準備預金回避に悪用されるインセンティブが弱まったこと、ユニバーサル・バンキング下のドイツの銀行としても、別に子会社で取り扱うMMFの業務によって十分な手数料収入を得られること（もっとも、最近、大銀行によるユー・シツを取り扱う子会社株の保

有を制限すべしとの論議はある）、ドイツを競争力の強い国際金融センターにするためには、たとえ問題があるとしても、国内のMMF解禁を認めざるをえなかったことが挙げられている。

(4) このところ、日本の金融構造は急速な変革過程にある。また、顧客のニーズの変化や金融機関の活発な商品開発を反映して、今までの常識的な区分による決済用商品と投資商品との仕切りが、すでに曖昧なものになっていると言われている。たとえば、銀行預金の総合口座、自動的に普通預金から定期預金へのスウィング・サービス、第二地銀、信用金庫、信用組合などと証券会社の提携による普通預金と中期国債ファンドとの振替サービスなどで、いわば決済機能と投資機能を併せもつ金融サービスが相次いで出現している（日本銀行金融研究所、^(注17)）。

- 2 . 各国の発展振り

投資信託のようなミューチュアル・ファンドは、各国で次のように、きわめて多面的でダイナミックな動きを示している。

それは、(1)大衆の金融資産形成に寄与し、また、(2)柔軟な金融仲介の媒体として機能し、そして、(3)内外の経済各部門に、選択的に投資する役割を果たしている。加えて、(4)ヨーロッパでの協調化と、それを受けてのアメリカの国際化や、主要国間の法制の標準化協議が目立つ。

日本にとって、大変参考になる事例が多い。ただ、各国のミューチュアル・ファンドの業務分野には、動いている面があり、また適用される証券法や税法の領域でも、違った取扱いがなされているところもある。まだ、かなり「新しいコンセプトづくり」が行われているともいえる^(注18)。

(注17) 前掲(注7)参照。

(1) アメリカ

世界一の規模をもつ（日本の4.6倍、1994年11月末）が、なお成長を続けている。前述のように、個人の金融資産の銀行預金離れとミューチュアル・ファンドへのシフトは、後戻りできないと報じられている。

また、「私的年金プランの個人退職年金勘定、IRA」で、ミューチュアル・ファンドが活発に利用されていることも目立つ。なお、このところ銀行業界が、投資家に対する販売代行として許容される範囲で、積極的にミューチュアル・ファンドの販売を行っている。

最近のアメリカでは、巨大なミューチュアル・ファンドや年金ファンドの投資行動が目立つ。かつて、労働組合の巨額な保有財産が金融・資本市場に投資され、それがアメリカの新しい証券民主化の流れとして採り上げられたことがあった。最近では、再び株式や公社債の相当部分が、大衆の直接投資のほかミューチュアル・ファンドや年金ファンドによって保有されている。これは、新しい「資本市場での民主化の実験」として報道されている。そして、公開会社の株式の過半数がこのような機関投資家群によって保有されているので、その議決権行使がいろいろと注目されている。過般のIOSCO（証券監督者国際機構）東京総会で、「慎重では

あるが、積極的に行使されている」と披露されている^(注19)。

ヨーロッパでミューチュアル・ファンドが協調化されて以来、アメリカのファンド業界は、精力的に国際化対策を検討してきた。また、証券取引委員会（SEC）も投資会社制度についての国際化その他の包括的な改善策を検討し、その成案「投資家保護のあり方投資会社規制の半世紀」（Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation, May, 1992）を得て、現在逐次実施中である。改善策の一環として、外国の投資家が受け取るファンド収益の分配に対する30%源泉所得税の課税を思い切って撤廃する改正案も提出されている。

(2) フランス

ここ10数年で、主として会社型ファンド（SICAV）を急増させ、現在アメリカに次いで世界第2位の規模を示す。

だが、短期のMMFが中心である。したがって、株式ファンドなどの運用成果を競う事業（パフォーマンス・ドリブン・インダストリー、Performance-driven industry）になっていない。この点は、アメリカ、イギリス、日本などと違う。

(注18) ①最近における諸外国のミューチュアル・ファンドの動きと背景については、前掲(注8)、「日本のアセット・マネジメントあれこれ」、1990年9月、No.61以降 参照。

②最近の主要国のミューチュアル・ファンド規制については、次のような調査・研究報告がある、(財)資本市場研究会編の投資信託研究会・証券取引審議会などの報告書 参照。

(A)神田秀樹，“欧米における投資信託制度について”，平成7年1月 参照。

(B)神田秀樹，“アメリカにおける証券投資信託規制——販売チャンネル、投資形態、外国投資信託規制を中心として——”，平成4年10月。

(C)森田 章，“英国の投資信託制度——投資形態、販売チャンネル、外国投資信託規制を中心として——”，平成4年10月。

(D)山下友信，“EC・ドイツ・フランスにおける証券投資信託規制”，平成4年10月。

(注19) ①「資本市場での民主化の実験」については、Financial Times，“Experiment in Democracy”，1994年2月4日 参照。

②機関投資家群の議決権行使については、Robert C. Pozen，“Institutional Investors: the Reluctant Activists”，Panel discussion No.5 on Changing behavior of institutional and retail investors: Adequate investment management to respond to these changes, IOSCO Tokyo Conference, October 21, 1994 参照。

MMF急増の理由として、前述のように銀行の要求払預金に利子をつけることが禁止されたためのシフトのほか、ファンドで複利運用する場合の課税が軽減されることが挙げられている。これは、ヨーロッパでミューチュアル・ファンドの協調化が行われた後、フランスに入ってくるタックス・ヘイヴンのルクセンブルグ・ファンドに対抗するための措置とも言われている。

なお、フランスでは政権交替があっても、長期貯蓄の奨励や株式投資の促進を狙ったインセンティブ税制の継続が目立つ。現在も、「株式貯蓄プラン、PEA」を推進している。だが、フランス人はリスク投資嫌いで、仲々株式や株式ファンドへ投資しないようである。

最近、ニュー・ライト政権は、MMFの増加だけでは満足していない。そこで、国営企業の民営化促進やフランス企業の国際競争力強化を図るため、さらに株式や株式ファンドに対する投資を優遇するよう、政策転換を行っている。

(3) イギリス

このところのユニット・トラストの活況は、税制上優遇される「個人株主プラン、PEP」によって支えられている。

イギリスのユニット・トラストは、「金融サービス法」の下で「集団投資のスキーム、CIS」と規定されている。その特色の一つとして、いろいろな自主規制機関による機能的な投資家保護が注目される。

最近では、ヨーロッパの協調化ユーシッツに対応して、新しく「オープン・エンドの会社型ファンドを導入する案」を公開して、関係者の意見を求めている。

ユニット・トラストは、日本と同じ信託型ファンドであるが、これに法人税が課税される。また、投資家の段階で再度課税され、税額控除によって統合・調整（インテグレーション、Integration）が行われている。税制として一つの理屈を通してはいるが、イギリス内部では国際

競争上不利ではないかと論議されている。

(4) ドイツ

ドイツでは、投資組合的な共有特別財産型のコモン・ファンド（FCP）が多い。だが、国内では会社型（SICAV）のルクセンブルグ籍MMFがかなり売られていた。

最近、注目されることは、1993年に新たに利子源泉課税を導入した際のキャピタル・フライトと、その回帰をもたらしたドイツ系のルクセンブルグ籍ファンドとの関係である。これは、ドイツ人の強いマルク志向にもよるが、国際的なミューチュアル・ファンドの柔軟な金融仲介機能を示している。なお、このような動きは銀行による大規模な利子源泉課税回避システムとして、問題にされているようでもある。

従来、本格的なMMFは認められていなかったが、前述のように最近になって中央銀行ブンデスバンクの反対が撤回された。ドイツを競争力の強い国際金融センターとする「第2次金融市場育成法」の一環として、その導入が認められたと報じられている。

なお、MMFが認められてもドイツでは投資対象が少ないため、短期国債を発行すべしとする民間の主張と、短期国債の発行は中央銀行の金利調整を困難にするというブンデスバンクの反論がある。日本でも短期金融市場をより国際的なものにするためということ、同じような論議がある。

ドイツは、かつて外国ファンドの国内販売について苦い経験（IOS事件）を持つためであろうか、いろいろと外国ファンドに対して厳しい規制や税制を適用している。

なお、ヨーロッパではミューチュアル・ファンドの協調化が行われても、その後の標準形態ユーシッツの相互販売はなかなか円滑にいかないといわれている。その理由の1つが、各国における税制の違いとくに、タックス・ヘイヴンのルクセンブルグ・ファンドが攪乱要因になっていると指摘されている。だが、フランスやドイツの税制をよくみると、それぞれ硬軟の

第3表 「個人の金融資産残高」

(各年、年末現在)
単位：1,000億円
カッコ内：%

	昭和50年(1975)	昭和60年(1985)	平成5年(1993)	
現金	101(5.6)	202(3.5)	356(3.3)	
要求払預金	196(11.0)	358(6.2)	643(6.0)	
貯蓄性預金	851(47.6)	2,782(48.5)	4,925(45.8)	
信託	104(5.8)	394(6.9)	788(7.3)	
保険	214(12.0)	887(15.4)	2,577(24.0)	
有価証券	319(17.8)	1,094(19.1)	1,457(13.6)	
(内)	国債	9(0.5)	164(2.9)	42(0.4)
	金融債	66(3.7)	198(3.4)	257(2.4)
	株式	177(9.9)	486(8.5)	709(8.9)
	投信	29(1.5)	170(3.0)	353(3.3)
その他	3(0.2)	25(0.4)	5(0.0)	
(合計)	1,788(100.0)	5,742(100.0)	10,751(100.0)	
金融負債残高	679	1,911	2,993	

(「資金循環勘定」, 日本銀行)

違いはあっても、ともに内外ファンドを同じ課税上のポジションに置くことによって、国内マーケットでは同じ条件で競争させているという面がある。

ドイツには、前述したように公開ファンドと特別ファンド(Special funds)の2種類がある。公開ファンドは一般のミューチュアル・ファンドのように不特定多数の投資家を相手にするが、特別ファンドは保険、年金、財団など特定の機関投資家向けである。ともに、証券法上同じように取り扱い、税制上のメリットも同じである。ドイツの特別ファンドのウエイトは、公開ファンド並みに高い。

- 3. 個人金融資産としての地位

日本の投資信託は、銀行預金や株式など他の

金融資産ほど馴染まれていない。また、投資信託は証券会社のセールス・マンの勧めで買われることが多く、投資家が自分で選択するようになっていないところがある。それは、投資家の信頼を十分かち得る商品として育っていなかったからと指摘されている。

(1) 個人金融資産の中でのウエイト ミューチュアル・ファンドと呼ばれるものは、本来が理屈にかない仲々柔軟な商品なので、国際的にみても素晴らしい発展を示している。だが、日本の投資信託の個人金融資産に占める地位は高くない。

第3表「個人の金融資産残高」に示すように、最近若干の伸びを示したが、それは3%程度のウエイトに止まっている。アメリカでは、10%近いといわれている。

日本では、投資信託を含めた全体の有価証券そのものの保有が少ないのかもしれない。それは、このところ増加の傾向にあり、最近13%前後の水準にあるが、アメリカではその3倍程のようである。

他方、日本では銀行、信託、保険で取り扱われる伝統的な金融商品の圧倒的ウエイトに揺るぎはない。ただ、このところ大衆の蓄積の厚さや投資選好の多様化を反映して、徐々にアメリカやイギリスなどのタイプに近づいている。すなわち、第3表「個人の金融資産残高」に示すように、流動性の高い現預金の比率が低くなる傾向にある一方、信託や保険のウエイトが高くなっている。そして有価証券投資も、その直接保有から保険、年金、投資信託を通ずる間接保有に、切り換えられているようである。

だが、基本的には個人の金融資産が1千兆円を超えるというのに、大衆はもっぱら「預ける」ことを主眼に置き、依然として低金利に甘んじているようである。おカネの運用は銀行などに一切お任せし、一寸した目先の変化（懸賞金付など）に大きく揺れる。他方、自分で直接運用先を選択し、おカネや財産を「貯める」から「増やす」という運用や有価証券投資となると、必要とされるリスク判断の知識や時間的コトリがない向きが多いと言う。

(2) 投資家の信頼を十分かち得る商品として、育ってこなかったこと 最近、証券団体協議会は「新時代を迎えるわが国投資信託」（平成7年、1995年3月7日付）を発表した。これには、「アメリカのミューチュアル・ファンドが順調に拡大しているのに、日本の投資信託は何故不振なのか。勿論バブル崩壊後の証券市場の低迷が、1つの大きな原因であろうが、それだけではない」として、次のように問題点を率直に挙げている。これらは、今後の投資信託発展のために解決されなければならない本質的な

課題を示している。

投資家の信頼確保 日本の投資信託が、投資家の信頼をかち得て、投資家が積極的に投資信託を購入したという時期は、わが国投資信託の歴史上殆どみられない。

換言すれば投資信託の販売は、証券会社の営業マンの努力によるところが大きかった。その理由として、たとえば日本の制度が投資家のニーズに基づいて自然発生的に生まれたのではなく、戦後の資金不足の時代における産業資金調達のためという目的でスタートしたこと、証券会社の経営政策の一環のなかで成長し、委託会社が分離独立したといっても、完全に独立性を確保できるようになるまで時間を要したこと、投資信託の運用も委託会社の総力を挙げての運用という面が強く、ファンド・マネジャーの責任体制が整備されていなかったこと、投資信託のパフォーマンス評価制度などが整備されておらず、運用実績面での競争が十分に行われる環境になかったことなどが指摘されている。

投資信託に関する知識の普及 アメリカに比較して、日本の投資信託の発展が遅れている原因の一つは、投資信託に関する一般投資家の知識が十分でないことによる。

たとえば、証券広報センターが行った平成6年、1994年度の世帯調査によると、投資信託を購入したきっかけとして「証券会社に勧められた」とする世帯が49%と、最も高い比率になっている。また、投資信託を購入したことがない理由として、56%が「投資信託の知識が十分でない」と答えている。日本には、現在、6,325本ものファンドが存在し、関係者でもそれらの内容を正確に理解するのが難しくなっている。

その他の問題点 見劣りする運用成績、ファンド・マネジャーのインセンティブ欠如、商品開発の遅れや優遇税制の未整備などが指摘されている。

・投資信託の法制と税制

投資信託に関する法制と税制については、別な章で詳しく述べられている。したがって以下に述べるところは、あくまでも投資信託の本質に関する論議を理解するための限度に止めている^(注20)。

- 1. 適用される証券法など

(1) 日本の投資信託は「投信法」に基礎を置く。その実際的な運営は、同法のほか関係の省令、信託約款、大蔵省の行政指導および証券投資信託協会の自主規制に基づいて行われている。証券取引一般に関することは、「証券取引法」や「外国証券業者に関する法律」などが適用される。

なお、日本の投資信託法制は「信託」にとらわれ過ぎているため、欧米のものに比較して、その定義や構成が「狭い」と言われている。この点については何れ詳述するが、次に掲げる外国の関係者の指摘も、参考になろう。

「...そもそも投資信託という考え方は、国際的な例にもみるとおり、商品設計、投資対象、会社型・契約型を含む法律的存立形態等の変数の定義づけ次第では、非常に広範囲な金融商品や市場を包含させることが可能である。法人であれ個人であれ、多くの投資家の運用ニーズと、何らかの形のファイナンス需要を結びつけ

るものとしての投資信託という考え方は、きわめて融通性に富み、かつ効率的な手段として活用可能なものである。

この投資信託という手段が、どのように具体化するかは、各国での規制内容の関数といえる。日本での投資信託の定義は、国際的にみて最も狭いものの一つであるといわざるをえない。この点は、国際的業際問題を超越して、その改善の具体的検討が進められ、実現されることが期待される」、シェアソン・リーマン・ハットン・アセット・マネジメント会長、J. P. ルノワール^(注21)

(2) 日本で販売されているルクセンブルグ・ファンドなど外国籍投資信託については、日本の「投資法」は適用されない。代わりに、証券取引一般に関する「証券取引法」が適用される。たとえば、(1)会社型ファンドの持分証券は「外国法人の発行する証券で、株券等の性質を有するもの」として、また、(2)契約型ファンドの持分証券は「外国法人の発行する証券で投信受益証券の性質を有するもの」として取り扱われている。

国内で発行・募集される投資信託のように、大蔵省による免許、信託約款の承認などの手続きは必要とされない。ただ、その販売について、(1)オープン・エンド型のものは「外国投資

(注20) 日本の投資信託の法制・税制の問題点を、とくに国際比較の観点から総合的に扱えたものとして、この特集号のほか次のペーパーを参考にされたい。

① 田邊 昇、「日本の証券投資信託の法的構造などへの課題—その国際比較を通じて」、『証券投資信託月報』第370号、平成3年、およびこの英語版、Noboru Tanabe, “Japanese Investment Trust—Its legal structure and other related issues in international perspective”, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law”, February–April, 1992。

② 田邊 舜、「日本の投資信託の発展と租税政策(その1)」, 日本投資信託制度研究所『ファンド・マネジメント』No.3, 1995年秋季号。

(注21) 『金融財政事情』, 「投信研報告を評価する」, 1989年6月19日号。

信託証券の選別基準」(日本証券業協会の自主ルール)があり、またディスクロージャーについては「特定有価証券の内容等の開示に関する省令」が適用される。他方、(2)クローズド・エンド型のもは通常の外国株式と同様に取り扱われ、東京証券取引所の規則(外国の株式に関する「有価証券の上場基準」や「外国の会社型投資信託の上場取扱いについて」)が適用され、イギリスの“The Foreign & Colonial Investment Trust”などが上場された。

- 2. 税法上の規定

日本には、投資信託に関する税法規定として、体系的なものがない。所得税法、法人税法、租税特別措置法などに次のような条文はあるが、これらは、いわば個別的な規定に止まる。

アメリカには、「適格投資会社」に関する特別規定、Sub-chapter M(内国歳入法851条～860条など)がある。そこには、ミューチュアル・ファンドなどに対する体系的な税制の考え方が示されている。その他の国でも、同様といえる。日本のように、「現行の信託型ファンドなら、ファンド段階をパス・スルーして投資家段階だけの一重課税だが、会社型ファンドを導入すると、ファンドと投資家の両方に対する二重課税となる」という奇妙な論議はなされない。詳しくは、「投資信託の税制」に述べられている。

(1) オープン型の証券投資信託の定義(所得税法第2条14)、ならびに、公社債投資信託および株式投資信託の定義(所得税法第2条15、第24条 および法人税法第2条29)。

(2) オープン型の証券投資信託の収益の分配のうち非課税とされるものの規定(所得税法第9条11)およびオープン型の証券投資信託の収益の分配に係る収入金額の定義(所得税法施行令第59条)。

(3) 公社債投資信託の収益の分配に係る所得を

利子所得とし、株式投資信託の収益の分配に係る所得を配当所得とする規定(所得税法第23条 および第24条)およびその配当所得に対しては、当分の間利子並みに分離課税を行うとする規定(租税特別措置法第8条の2)、ならびに、株式投資信託の収益の分配については、所得税法第92条の配当控除は適用しないとする規定(租税特別措置法第9条)。

(4) 信託財産に係る収入および支出の帰属に関する条文を適用除外する規定(所得税法第13条 および法人税法第12条)および信託財産に係る利子等の課税の特例(所得税法第176条)。

(5) 老人等の少額預金の利子所得等の非課税(所得税法第10条および同法施行細則第5条)。

(6) 勤労者財産形成給付契約に係る信託の業務を行う内国法人が、申告・納付する特別法人税(法人税法第88～第91条)。

- 3. 分析的仮説による問題の提起と、本質論の整理

日本の投資信託制度は、かなり特殊と言われている。だが、特殊だと指摘されるだけでは、「それは、それなりの理由があつてのこと」と済まされてしまう。そして、肝心の「制度の実態を示すコンセプトや、本来の機能・役割」が十分理解されないままで終わる。それでは、少し突っ込んで「何に対して特殊か」、「どうして、その特殊性がまずいのか、どういう不都合があるのか」となると、話が難しくなる。何故ならば、説明がきわめて専門的な領域におよび、またそこに国際的な比較や、ややこしい本質論が絡むからである。

これらの点に関しては、既に現行制度の特殊な生い立ち、諸外国と違う独特な仕組み、最近指摘されている不都合な点や問題の所在、そして今後の在り方などをいろいろと述べてきた。

加えて、以下では事柄の性格をさらに明確にするため、改めて(1)制度の実態をクローズ・アップし、(2)法制や税制の在り方を探り、そして、(3)日本の投資信託制度の本質を総合的に把握できるよう整理したい。若干、前述までのところと重複することを予めお断りする。

この分析的仮説は、投資信託その他の国際的に「集団的な証券投資、Collective Investment in Securities」と総称される制度で、オープン・エンドの「ミューチュアル・ファンド、Mutual Fund」と呼ばれるものなら、どこの国でも同じような経済的実態をもつので、同じように証券法で規制され、また、同じように課税される筈であるという類似性を前提にしている。そこには、(1)共通する基本的考え方が在り、そして、(2)各国で若干違うところがあるとしても、それはバリエーションといえる。このペーパーで日本の投資信託を、敢えて、「日本のミューチュアル・ファンド」と呼ぶ理由は、たとえ日本の制度に特殊な点があっても、その本質をできるだけ国際的に共通するミューチュアル・ファンドというコンセプトで考え、また、それに対する証券法制や税制として、統一的・包括的に把握したいからである。

これからは、日本の投資信託もアメリカ、フランス、イギリスなどで発展しているように、真のミューチュアル・ファンドを目指して、その機能を高めることが期待される。

(1) 第1に、日本の投資信託の制度は、大衆

が、「直接的に、自分で証券投資」することに代えて、そのおカネをプールし、専門家を使ってリスク分散などを図り「間接的に、集団で証券投資できるようにするスキーム、Collective Investment Scheme」であり、その目的を具体的に実現する代行手段(Collective Investment Vehicle, CIV)として、信託型の事業主体を規定し、大衆投資家は、この事業主体の実質的な持分権(金融商品としては、受益証券の形をとる)を持つ。そして、何時でもファンドの純資産価額で買戻し償還請求できる(Redeemable)というオープン・エンド(Open ended)の建前を採っている。日本の投資信託は、これらの点にてらして国際的にミューチュアル・ファンドと呼ばれるものと同じ性格を持つ^(注22)。

だが、日本の投資信託は第二次大戦後の異常な環境の下で創設された。そして、前述のように戦前の特定金銭信託的な制度をとり急ぎ導入した。また、本来はリスクのある証券投資であるにも拘らず、当時の大衆が株式投資に慣れていなかったことや銀行預金など間接金融商品への貯蓄選好が強かったことに併せて、金融商品としても「預貯金類似のもの」とするよう工夫が凝らされ、事実上、「おカネの運用を証券会社や委託会社にお任せする」仕組みとしてスタートしている。その結果、国際的に集団投資の制度と理解されるものに比較して、かなり特殊で奇妙なものとも言われている^(注23)。また、最近では元本保証がないにも拘らず、株式投資信託の「元本割れ」や償還延長が、投資家の信頼を

(注22) 「ミューチュアル・ファンド」という用語については、次の点に留意されたい。

①この呼称は、もともとアメリカで使われていた。それは、アメリカの投資会社の3つのタイプ(額面投資会社、ユニット投資信託および管理型投資会社)のうちの管理型投資会社(Management company)でオープン・エンド型のものが最も普及しており、これが実務では「ミューチュアル・ファンド」という名で呼ばれている。前掲(注18) ②(B)神田秀樹、「アメリカにおける証券投資信託規制」参照。

②その理由として、「投資会社法」の制定以前にいろいろと問題のあったクローズド・エンド型と対比させるために、このオープン・エンド型の「何時でも、投資家はその持分権をファンドの純資産価額で買戻し償還請求できる、Redeemable」という共同の「投資組合」的性格が強調されている。

③この「ミューチュアル・ファンド」の呼称は、ヨーロッパでも般的に使われるようになっている。

日本では未だ定着していないが、日本の投資信託も一応オープン・エンドの建前を採っているのので、外国の関係者は同じように「日本のミューチュアル・ファンド」と呼ぶことが多い。

揺るがせていると問題にされている。

(2) 第2に、このような経済的実態に対して、日本の「投信法」は 大衆に公募される証券の適正な発行、そのためのディスクロージャーの手續、プールされたおカネの専門家による忠実な運用管理、それを支える公正取引ルールその他投資家保護の枠組みとして欠くところがないよういろいろと規定している。これらの点では、集団証券投資を規制する証券法として、他の国のもの、たとえば、アメリカの「投資会社法」やEC委員会の「ユーシツに関する指令、1985年」と同じような基本的骨格を示す。

だが現行法は、戦前の証券会社が取り扱っていた特定金銭信託的な古い制度を踏襲しているため、当時の証券会社を委託者とし、信託銀行を受託者とする特殊な他益信託の契約の下で、その受益権を分割して投資家に販売するので、肝心の投資の代行手段（ビークル）である事業主体（エンティティ）の性格を曖昧にし、その事業の参加者である投資家を、狭い意味の受益者に閉じ込めてしまうなど、きわめて特殊な法律構成をとっている。したがって、凡そ現代的な「集団証券投資法」としては、程遠いものと言われている。国際的に集団証券投資の枠組みを示すものとして、最近の証券監督者国際機構（IOSCO）における「集団投資スキームに対する法規制の考え方、Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes, October 1994」や、かつてのOECDにおける「集団証券投資の運営に関するスタンダード・ルール、Standard Rules for the Operations for Collective Investment in Securities, 1972」などがある。そこに示されている姿にてらすと、日本の現行制度はたとえ導入時の環境条件に合わせて調整されたとしても、

如何に他の国のものとかげ離れているかが、よく分かる。

(3) 第3に、このように独特な仕組みと証券法規制の下であっても、日本の投資信託に対する税制は、直接的な証券投資と間接的な証券投資の間のバランスを図り、証券に対する個別投資と集団投資を、ともに課税上同じようなポジションに置いている。たとえば、投資信託制度は通常ならば富裕な投資家にだけ可能なリスクのある証券投資を、小口の投資家にもできるようにしてくれるが、その場合税制上、当然問題になる 集団投資の代行手段（ビークル）である事業主体（エンティティ）に対する課税を、パス・スルーすることによって投資家段階との重複課税を排除し、国際的に共通する1回限り課税の考え方（Principle of One-Tier Taxation）を採用している。また、この事業主体が行う外国証券投資や、非居住者が行う国内ファンド投資について発生する外国との間の二重課税を排除することや、租税条約のメリットを適用する点でも、基本的には各国と同じような構えを示している。

だが、現在の税制は株式投資信託の収益の分配に対しても「預貯金並み」に利子所得としての課税を行い、他の類似金融商品と同じように20%源泉分離課税を行っている。これは、関係業界の長年の念願にも添っているが、税制としては本来のリスク商品性を直視していない。たとえば、「元本割れ」に伴うキャピタル・ロスが、自分で直接投資する場合には控除されるのに、その直接投資を代行する集団での間接投資の場合には控除されないなど問題が指摘されている。この点は、別な章「投資信託の税制」で詳述されている。

(注23) 最近、日本の投資信託を奇妙な制度だと批判しているものとして、ニューヨーク・タイムズの記事、“New Leaf for Japan’s Mutual Fund?”, 1994年1月2日がある。その簡単な紹介は、田邊 昇，“これからの証券投資信託”，CaMRIレポート, No.15, 「証券投資信託制度の将来」, (財)資本市場研究会平成6年, 参照。

・ 制度上の検討課題と、新しい投資家保護の枠組みづくり

- 1. 基本的な事項の見直しと、真のミューチュアル・ファンドの方向

前述のような現行制度の独特な仕組みや、証券法や税法の規定は、日本的なバリエーションともいえる。だが、いささかその程度を超え、日本の投資信託を本来の姿に比べて、似て非なるものにしてしているところがある。

そして、いろいろな不都合や問題が出ていることは、前述の通りである。また、今や制度が導入された頃に比べて、時代が大きく変わっている。大衆は豊かな蓄積をもち、一般的な証券投資知識も普及している。したがって、これら金融環境の変化に相応しい資産管理（アセット・マネジメント）の手段が求められている。

できるだけ早く、その経済的実態や本来の機能・役割を正しく生かせる現行制度の改善が必要とされる。そして、真に投資信託らしい法制や税制に繋がられなければならない。とくに、次のような基本的な事項の見直しが急がれる。

(1) 多様な投資手段の活用 日本「投信法」は、集団投資の代行手段（ビークル）である事業主体（エンティティ）の一つだけ（信託型）を、非常に特殊な形で規制している。したがって日本の集団投資の制度はきわめて狭いスキームになっている。

換言すれば、凡そ、この種の制度として本来の機能を十分発揮できるようになっていない。それどころか、逆にこのような現行法は、折角の集団証券投資の良さを助成する意味もあるのに、反っていろいろな問題を発生させている。

この点は次の項で述べる。

日本のように一つの代行手段だけしか認めない証券法規制は、珍しい。アメリカやヨーロッパでは、集団証券投資というものの目的達成のためには、多様な投資代行手段を活用させている。

すなわち、各国とも私法上の形態として、日本のように信託を使う事業主体のほか、株式会社とか組合の形態や共有持分財産という契約を使う事業主体を認めている。したがって、投資家の持つ金融商品 この事業主体に対する実質的な持分権としても、日本のような受益証券のほか、株券、ユニットなどとなっている。

これら多様な代行手段は、もっぱら集団投資の狙いを達成するために、どのような私法上の形態で事業主体を仕組むのかが便利であるとか、効率がよいとか、投資家保護に適するとかいう、主として実際上の観点から柔軟に選択されている。たとえばアメリカの「投資会社法」の下では、証券取引委員会（SEC）に投資会社として登録されるものの私法上の形態は問われず、株式会社のほかビジネス・トラスト、リミテッド・パートナーシップなどが自由に使われている。アメリカでは、いろいろな私法上の形態で集団的な証券投資を行う取り決め（Arrangement）や事業主体（Entity）を、広く「投資会社」と呼んでいる^(注24)。また、ヨーロッパのEC委員会の「ユーシッツに関する指令、1985年」では、集団証券投資の代行手段として、会社型、信託型、契約型という三つの私法上の形態の事業主体を挙げているが、凡そユーシッツとしての要件・本質を備えている限り、その形態の違いは問題にならないとしてい

(注24) Tamar Frankel, “The Regulation of Money Managers: the Investment Company Act and the Investment Advisors Act”, 1978年

る^(注25)。イギリスは、現在オープン・エンドのものとして信託型だけが認めていないが、最近ユーシツの協調化方針に添って、会社型も導入するよう具体案を公開し、各方面からの意見を求めている。

日本でも集団証券投資の制度を十分に機能させるためには、また現行制度の本質を正しく反映するためには、本来、信託型のほかに会社型、契約型、組合型などの事業主体を自由に選択できるようにする必要がある。そうすれば、発展するエマージング・マーケットに対する投資には、「カントリー・ファンド」（クローズド・エンドの投資会社）を、また、リスクなデリバティブ投資には、「有限責任の会社型ファンド」を、さらに、今後の民営化株式の放出や公的厚生年金の運営に関しては、より長期保有をする「組合型ファンド」の選択というように、多様な投資代行手段としての事業主体が活用できる。

これまで、何回となく会社型ファンド導入の検討が行われてきた。だが、証券市場が活況を取り戻すと、忘れ去られるというきらいがあった。これからは少し発想を変えて、それが賛成とか反対とかいう問題ではなく、また商法上、独禁法上、税法上いろいろな障害があるから難しいという事柄ではなく、本来、この種のスキーム本来の目的実現のため、またこの制度のカナメとなる事業主体の管理機構（ガバナンス・ストラクチャー）の機能向上のためという観点などから、改めて問題解決への本質的接近が求められる。

最近、関係業界から投資信託制度改革の一環として、「会社型投信の導入に向けて」（会社型投信専門委員会報告、平成7年6月、(社)証券投資信託協会）が発表された。今後のさらなる具体化が見守られている。

- (2) 同じようなスキームには、同じような規制
日本のように、信託型の事業主体（ファン

ド）だけを規定する証券法規制の下では、仮にアメリカ、フランス、ルクセンブルグなどでポピュラーな会社型の事業主体（ファンド）の金融商品が入ってくると、おかしなことになる。

すなわち、これら会社型ファンドの経済的実態が日本の投資信託と同じであっても、投資家の購入する会社型ファンドの持分権（金融商品としては、株券の形をとる）には、現行の「投信法」が適用されない。

その理由は、これらの株券は日本の「投信法」上の投資信託の受益証券に該当しないからである。これは、一般の有価証券すなわち、株券そのもの（外国株券）として取り扱われ、別な証券法すなわち、証券に関する一般法である「証券取引法」が適用されることになる。そして、同じオープン・エンドのミューチュアル・ファンドという性格をもっている、そのディスクロージャーについて資産金融型商品として「投信法」の規定が適用されず、一般の企業金融型商品やその他の特定有価証券並みに「証券取引法」の規定が適用されてしまう。また、販売ルールも違ってくる。

さらに、問題は課税上の取扱いを異にする。これらには、日本の投資信託税制は適用されない。その収益の分配に対しては、20%の源泉分離課税でなく、日本の株式の配当と同じように一般の証券税制が適用される。したがって、利子並みに軽減されない。だが、問題になっている「元本割れ」に伴うキャピタル・ロス、日本の株式と同じように一定の条件の下で控除される。

また、日本国内で投資信託と同じような集団証券投資の事業を、民法上の任意組合の形で行っているものもあるが、それにも「投信法」は適用されない。また、その投資家に対する課税も、投資信託の投資家課税と違う。一般の任意組合の課税と同じように、組合段階で発生した収益は、「それが分配されるかどうかにかかわらず、すべて組合員に帰属するものとして、発生

(注25) 前掲(注2)参照。

収益の区分に応じて」、持分課税される。

おかしなことに、外国の会社型ファンドに対する課税や、日本の組合理型ファンドに対する課税のほうが、より国際的に理解され易い。その反面、現在の投資信託課税のほうが、特異なものとされている。やはり、日本の投資信託の仕組みや証券法規制の適用が、真の経済的実態を反映していないからかもしれない。

このように、日本ではたとえ投資信託と同じような性格をもつ集団証券投資であっても、内国ファンドと外国ファンドとに対する証券法や税法の適用が違っている。望ましくは、国内で販売される外国籍ファンド商品に対しても、それが同じような経済的実態をもつなら、日本の「投信法」というか、より幅広い観点から改善・制定される「集団証券投資法」というものが適用され、それぞれの違いを踏まえたうえでの整合性ある規制が行われる必要がある。また、同じような考え方から、国内の投資信託類似のファンド商品についても、より投資家保護の充実を図るためいずれ改正されるであろう「投信法」などの対象に含められることも検討されよう。そして、このような証券法規制の抜本的な改正に併せて、税制面でも、同じような経済的実態をもつファンドならば、たとえどのような私法上の形態が採られようと、同じような課税上のポジションに置かれるという改正が期待される。これらの点については、大蔵省の「投資信託研究会」や「証券取引審議会」でも検討されている^(注26)。

(3)事実上の組合理型や会社型の活用 日本の「投信法」は、信託型ファンドだけを規定しているが、それは戦前の制度がそうであったとい

う、もっぱら沿革的理由による。実際には、以下のように日本でも会社型や組合理型の活用が考えられている。

まず、第二次大戦後の現行法が制定される前には、日本も最初から会社型ファンドでスタートすることを予定していた。具体的には、前述のように「証券投資会社法案」(昭和23年、1948年)が検討された(- 2 . (1)委託会社を中心とした間接金融的な業法規制 参照)。だが、当時は戦後の混乱がまだ収まっていない時期であり、占領軍の「時期尚早」という理由で、廃案にされた。そこで、関係業界はとり敢えず戦前の特定金銭信託的な仕組みを補完・整備した「議員立法」で、現在の信託型を導入したという経緯がある。その後も何回となく会社型が検討されているが、とくに具体的な導入案として「証券投資会社の要綱」(昭和44年)がある^(注27)。

また、現に、組合理型で活発に運用されているベンチャー・ファンドがある。これも信託型でないため、現行の「投信法」は適用されないが、その実態は投資信託のようなものである。

要するに、日本でもそれぞれの時代のニーズに応じて信託型、会社型、組合理型を考えているので、本来は諸外国と同じように、投資信託など国際的にミューチュアル・ファンドと呼ばれる集団投資スキームの機能を、十分に生かそうとしている。ただ、現行の「投信法」は、いろいろなタイプのファンドに対して整合性ある規制を行っていない。換言すれば、本来この種のスキームが求めている多様な集団投資の手段を十分に活用していない。

したがってこれからの投資信託制度に関する

(注26) たとえば、大蔵省証券局、投資信託研究会のレポート「今後の投資信託の在り方について——投資家の立場に立った改善の方向」、平成元年7月や、大蔵省、証券取引審議会「証券取引に係る基本的制度の在り方について」平成3年6月が、外国投資信託に関する情報公開・運用・販売などの規制などについて、今後の在り方を述べている。

(注27) かつて、大蔵省で検討された「証券投資会社法案」(昭和23年)や「証券投資会社の要綱」(昭和44年)は、前掲(注8)、「日本のアセット・マネジメントあれこれ」、1989年9月号、No.49、「日本の投資信託の法的基本構造(その2)——会社型の検討経緯」の末尾に掲げてある。

法制や税制の見直しに当たっては、「現在の信託型のほかに、会社型や組合型などを導入することが、制度本来の機能を高めるために当然必要と考えられ、また、その場合の課税関係は、現在の信託型の下で採用されているファンド段階をパス・スルーする取扱いが、同じように会社型や組合型にも適用される筈である」ということになろう。日本でよく論議される「会社型を導入する場合の難しさとして、商法上、独禁法上などの障害があるとか、税法上ファンド段階と投資家段階が二重課税される問題がある」という点を、今一度新しい観点から考え直す必要がある。本当に改正するニーズが強ければ、これらの障害や問題を立法によって解決することになろう。

なお、平成7年、1995年5月から「日経300連動型上場投資信託」がスタートした。これは、税法上新しく「特定株式投資信託」として規定され、既存の投資信託と同じ信託型であってもその実質的な持分証券（受益証券）が上場され、取引所で売買されるとともに、これに対する配当課税やキャピタル・ゲイン・配当控除などの課税上の取扱いも、一般の株式並みになるという画期的なものである。事実上、クローズド・エンドの会社型ファンド（カントリー・ファンド）に似たような機能をもつが、新たに会社型ファンドを導入する前の一つのステップになろう。ただ、超長期の信託期間内の事情変更やそれについての投資家の声を、どのように委託者や受託者に反映させるかについて、現行制度のような個別信託の法理では対応しにくいという問題が残されている。ともあれ、今回と同じような柔軟な発想で、これからは投資信託委託業と投資顧問業（投資一任契約に係るもの）とが相互に参入できることとなったことを契機として、委託会社が投資一任業務の兼業承

認を受けて、信託型のほかに現行私法の下で設立する会社型や組合型などを活用することの検討も期待される。

(4) 投資家の基本権である買戻し償還請求権の明確化 日本では、投資家の実質的な持分権を示す受益証券が、「何時でも、不利益な取扱いを受けることなく、ファンドの純資産価額で買戻し償還請求できる、リデーマブル、Redeemable」という大切な点が、曖昧にされている。したがって、この基本的な事項について、下記のような検討が必要とされよう。

ミューチュアル・ファンドの投資家は、集団証券投資事業の持分権を持つことによって、この事業に「参加」する一方、何時でもそれを償還または売却して、この事業から「脱退」できる。

投資家が、ファンドの運用・管理を行う事業主体に対して持分権の買戻し償還請求できることは、一般に「オープン・エンド性」と呼ばれ、ミューチュアル・ファンドの特性であり、また、投資家の基本的な権利と説明されている^(注28)。したがって、各国のいろいろな「集団証券投資法」の冒頭で、この点が定義などとして規定されている。

だが、日本の「投信法」ではこの基本的な点が明確に規定されていない。

一応、信託約款上の特約的なものとされているが、きわめて曖昧なオープン・エンド性になっている。というのは、この大切な投資家の基本権が、日本では制度的にはっきりされていないほか、クローズド期間とか特別解約料によって、しばしば制限されてるからである。それは、主力商品であった「ユニット型」に多い。このような制限は、ミューチュアル・ファンドの性格を根本的に変更する。諸外国では、恐ら

(注28) 「オープン・エンド性」というミューチュアル・ファンドの基本的特性を、とくに、投資家の権利という観点から説明するものとして、IOSCO, “Principles for the Regulation of Collective Investment Scheme”, 1994年の「9. Investor Rights」およびOECD, “Standard Rules for the Operations for Collective Investment in Securities”, 1972年参照。

く法律改正を必要としよう。

また、日本で最近増加してきた「オープン型」は、一応償還または売買自由とされているが、これも次に述べるような現行制度創設時の背景やその法律的性格にてらしてみると、凡そ国際的に理解される償還請求権付持分証券 (Redeemable share) とは、みなされ難いところがある。

集団証券投資の投資家は、そのスキームの持分権を持つことによって、この事業運営に「参加」する。そして、集団投資の代行手段としての事業主体が会社型であれば、株主として当然に、投資方針や手数料の変更、マネジャーの交替など、凡そ事業運営の重要事項について株主総会で「発言」できる。また、訴訟などで株主権を行使できる。

だが、一般の信託型や契約型では、そのチャンスが与えられないことがある。そこで、この買戻し償還請求権 すなわち、「何時でも、不利益な取扱いを受けることなく、自分の判断で投資事業への参加を解約する権利」を行使することが、投資家にとってきわめて重要な意思表示となる。とくに、日本の制度のように投資家の「発言」のチャンスが全くないものには、この「脱退」の権利が不可欠となる。これらは、集団投資スキームという「投資組合」的な団体を組成する上で基本的に必要とされる2つの要素 すなわち、投資家の「脱退、Exit」と「発言、Voice」というオプションを示す^(注29)。

このオープン・エンド性は、仲々理屈にかなった素晴らしい仕組みであって、他の金融資産にはみられない。アメリカの苦い経験 とくに、1930年代の金融恐慌前後に、投資家が

ファンド経営の乱脈さに不信感を持ったことを反省し、この工夫が生み出されたようである。この「オープン・エンド性」は、イギリスに輸出されている。また、最近ヨーロッパで協調化されたユーシッツの考え方のベースにもなっている。そして買戻し償還請求権は、持分権に「参加性」と「流動性」を与え、投資家から格別の信頼を得ている。これらは、一般の有価証券投資について言われる「投資リスクの自己責任性」というもの以上の、より積極的な意味合いをもつ。

ちなみに、ミューチュアル・ファンドの投資家はその所有する持分権の形態の違い (株券・受益証券・ユニットなど) に拘らず、機能的に扱われて、すべて株主 (Shareholders) とか、参加者 (Participants) として規定される例 (アメリカ・イギリスなど) がある。

どうも、ここら辺りの本質が、日本では余り詰めて考えられていない。

というより逆に、現行制度の創設当時 (ユニット型だけでスタートした際)、証券会社がファンドを組成し運用・管理するに当たって「凡そ、証券会社で取り扱う有価証券で、売った当初から買戻すことを条件にするものは無い」という考え方があった。また、法律論からしても、「投資家の持つ受益証券は、信託法上の受益権の性格にてらして、何時でも受託者に買戻し償還請求できるものではない」と解釈されていた (この解釈は、現在でも変わりがない)。

これでは、逆な方向に走ってしまう。そこで、当時としては、モデルにしたイギリスのユニット・トラストのオープン・エンド性に見習い、とり敢えず投資信託約款上、証券会社が

(注29) アメリカの「投資会社法」が規定したミューチュアル・ファンドの持分権の「脱退」と「発言」の意味を、別な側面から理解するのに参考になるものとして、それから約30年後に発表されたAlbert O. Hirschman, "Exit, Voice and Loyalty", Harvard University Press, July 1969, (日本語文として、ハーシュマン著、三浦孝之訳「組織社会の論理構造」ミネルヴァ書房、1975年、1月)がある。書名のように、「企業や団体が衰退する際に、不満や異議をもつ消費者や投資家の反応としてのExit, Voice, (告発と訳されている)and Loyalty」を経済学、政治学、心理学の各分野から総合的に分析している。

「買い取ることができる」という特約を規定することからスタートしている。その後、オープン型が導入されたことなどもあり、約款改正で「買い取る」とし、さらに投資家は「直接解約を請求できる」こととなっている。

すべてが、きわめて特殊でわが国独特のものと言えよう。昔の制度を踏襲して、証券会社が取り扱う特定金銭信託的な仕組みや、現行法の狭い個別信託的な構成に引きずられている。日本の制度は、最早バリエーションという域を越え、ミューチュアル・ファンド本来の姿に比較して似て非なるものとも言えよう^(注30)。

ミューチュアル・ファンドは、本来、投資家の加入・脱退が自由な制度であり、それは持分権の償還または売買を通じて行われるので、当然に持分証券売買に伴うキャピタル・ゲインやキャピタル・ロスを生ずる。ところが、日本では前述のような独特な背景があるためか、株式投資信託(ユニット型)の「元本割れ」があっても、それは「投資家が、投資信託事業から脱退する際、持分証券売却に伴うキャピタル・ロスを発生させるもの」という性格が正しく理解されていない。したがって、そのロスが実現された後に課税上控除されなくても、余り問題にされない。

日本では泥棒に入られたり、災害にあつたりした場合の偶発ロスでも、課税上「雑損控除」される。だが、より頻発する有価証券投資によるロスで、担税力が減殺されているのに、税法上の控除がない。日本で投資信託の受益証券を売却して、そのキャピタル・ロスの控除が認められない点は、オープン型も同じである。

なお、このようなミューチュアル・ファンドの「オープン・エンド性」をファンド側からみると、それは「常時、ファンドの基金が増減するもの variable capital type」であって、他のカントリー・ファンドなどの「クローズド・

エンド性」の「ファンドの基金が、原則として、固定されているもの fixed capital type」に対比される。

この「オープン・エンド」のファンドには、常に解約が行われるので、その純資産を増加させるためには、解約以上の新規加入が必要とされる。余程、ファンドのパフォーマンス自体に魅力をもたせるとか、または格別の商品開発力やマーケット拡大の営業力がなければならない。日本の主力商品であった「ユニット型」のように、短いクローズド期間が経過すると、一斉に解約があり、その純資産が減少したままでファンドに追加設定がなく、数年というきわめて限られた信託期間で終了するというミューチュアル・ファンド制度は、諸外国では珍しい。

また、このような追加設定がない制度には、新規加入者もないので、そもそもディスクロージャーやパフォーマンスの比較に、余り手間ひまかけても致し方がないとも言われていた。おかしな論議になってしまう。さらに、最近問題にされている「元本割れ」の発生も、この「オープン・エンド性」を曖昧にしたままで、持分権に元本や大凡の予想利回り・短い信託期間などの貯蓄性を仕組み、一斉に大量販売するという日本の特殊性に由来する。外国では、投資家ごとに持分権の購入の時期や価格が違うので、日本のような一斉の「元本割れ」が社会問題にされることはない。どうも、日本的なバリエーションということでは説明できない、基本的な仕組みの違いといえる。

(5) 投資家の法的地位の再検討

日本の「投信法」で最も強く見直しが求められる問題は、前述のような重要な持分権をもつ投資家が、現行法上特殊な信託契約の下で、狭い受益者という立場に閉じ込められている点である。出来るだけ早く次のような基本的な事

(注30) 日本の投資信託の「オープン・エンドの建前」については、前掲(注8)、「日本のアセット・マネジメントあれこれ」、1990年1月、No.53 の“日本の投資信託の法的基本構造(その6)”，72頁～80頁に、詳しく述べられている。

項の再検討が求められる。

日本の現行制度は、戦前の制度を前提とした立法であったため、(A)従来からの取扱い証券会社(現在は、分離独立した委託会社)を委託者とし、(B)信託銀行などを受託者とする特別な信託契約の下で、(C)受益権を分割して販売するという、きわめて分かり難くまた特殊な法律構成を踏襲している。

現行法の立法前は、民法・信託法など一般法を根拠として構成されていたので、何かと無理な点、不完全な点があった。たとえば、(A)委託者である当時の証券会社に受託者の機能を持たせることや、(B)信託法に無い受益権の分割を要件とすることなどの難問があったので、これらを取り急ぎ特別法の制定によって解決し、とも

かくも一つの制度として法的に確立しようとしたのが、現行の「投信法」である^(注31)。

この場合、実質的には投資家こそ集団投資の委託者と考えられるべきなのに、この特殊な信託契約の下で狭い受益者に閉じ込められている。その結果、信託法理上カストディアンである受託者(信託銀行など)は投資家との間の法律関係をもつが、肝心のおカネを運用指図する委託者すなわち、当時の証券会社(現在は、委託会社)は投資家に対して直接的な法律関係に立たない、義務や責任を負うこともないということとなっていた。

誠におかしな法律で、このような点はかねがね厳しく批判されている。とくに、鈴木竹雄教授は「現在の投信法で、その中心に置かれてい

(注31) 現行法が特殊な法律構成をとるようになった制定経緯については、前掲(注20)、「日本の証券投資信託の法的構造などへの課題」に詳しく述べられているが、その主な点は次の通りである。

①第1は、通常の信託と異なり、委託者(当初は、証券会社を指す)が運用の指図をする特殊な信託であることを明文化した点に大きな意義があるとされていること。

すなわち、特別法の無かった戦前の投資信託としては、委託者が信託財産の運用方法および目的物を具体的に特定し、または、指図する「特定金銭信託」という考え方で、委託者の指図権を根拠づけていたが、この法律構成では委託者の受ける信託報酬の性格をどのように解するか、また委託者が受益権を分割し譲渡した後も委託者としての地位に止まりうるかなどの問題が起らざるをえなかった。現在は、特別法である「投信法」によって、委託者が運用の指図をし、受託者の機能も持つ特別な信託であると規定されているため、これらの問題は解決されている。

②第2に、現行法は戦前の制度と同様に、受益権分割の考え方を導入したが、それについても特別規定によって整備を図ったほか、分割された受益権を不特定多数の者が取得することを投資信託の不可欠の要件としたこと。

だが、受益権の分割という概念は、本来、日本の信託法には存在しない。したがって、戦前の投資信託では証券会社(当初は、現在の委託会社の業務を兼営していた)は、信託契約上、当初、自らを受益者として指定し、取得した受益権を分割して一般投資家に譲渡するが、それは債権としての受益権の分割と考え、一般投資家には記名式受益証券を発行し、その譲渡には民法の指名債権譲渡(民法467条)の方式によるはかなかつたうえ、このような法律構成自体に、いろいろと信託法や民法のような一般法では解決困難な面があった。現在は、「投信法」が特別法として、受益権の分割、その無記名証券化などを規定し、これらの問題点を解決している。

③なお、このように補完・整備したが、依然として現行「投信法」には、いろいろな問題点が残されていること。

そこで、昭和35年から昭和39年にかけて、(社)証券投資信託協会を中心にして法律学者、実務家等の間で密度の濃い改善案の検討が行われ、二度に亘って「法制研究会報告書」が作成されている。これらの内容は、現行法が前述のような特殊な信託契約の法理に基づくとしても、なお(A)信託約款の意義や効力などの法律的性質——とくに、大蔵大臣の承認の対象となる信託約款が委託会社と受益者の間でいかなる法的意義を有しているかなど、(B)受益権の分割・帰属の過程、(C)受益権の買取り・一部解約の性格、(D)委託者の指図権の範囲(E)信託法上の受益者の権利の適用の有無、(F)帳簿閲覧権に関する問題などを早急に整備すべきとしている。

る委託者・受託者間の信託契約は、大衆投資家のおカネを第三者に管理させるという投資家保護のための措置であって、いわば政策的で二次的な意味しかない。それなのに、本来中心となる投資家をこの信託契約の受益者にすぎないものとみなし、実質的にみればそれこそ証券投資信託の本体と認められるところの投資家と委託者との間の法律関係を、全く考慮の外に置いているのは、いかに法律的立場に立つとしても決して妥当なものとし難い。

それでは、重点の置き方が狂っているばかりか、証券投資信託の法律関係を真に全面的に把握することができない。投資家とすれば、委託者に託したものが、委託者によって実現されているにほかならないから、委託者・受託者間に信託契約が結ばれる結果、委託者に対し何らの権利を有しないこととすれば、投資家の保護を一層確保するために信託財産の管理を他に担当させるという仕組みが、その点において逆に投資家の不利に働くことになる」という趣旨で現行法の問題点を厳しく指摘している^(注32)。

この点に関してはその後、昭和42年、1967年改正で、委託会社の投資家に対する「忠実義務」が追加的に規定された（投信法第17条）。この規定は、委託会社に公法上の義務を課するとともに、私法上の義務をも規定するものであるから、これに違反した場合には「投信法」上の行政処分の対象になるとともに、私法上も債務不履行ないし不法行為責任を生ずると解されている。だが、このような改正がなされても、全体としての法律構成が変わっていないところの辻褃合わせに止まっているため、依然として、前述のような投資家の法的地位に関する基本的な不備は改善されず、またこの新しい規定についても、不特定多数に互る投資家サイドから損害賠償責任請求をする具体的手続を欠くと指摘されている。会社型ファンドならば、委託会社

の「忠実義務」違反で被害を受けた投資家は株式代表訴訟権を使えるのだが、信託を使った契約型ファンドという狭い器に押し込められた投資信託では、受益者の権利をどう実現していいか分からないからである^(注33)。

どうも、基本的な考え方の転換が求められる。これからは、新しい現代的な「集団証券投資法」を制定するという発想で、本格的な見直しが必要とされる。とくに、「投資家のために、投資家に代わって」集団投資を行う制度という本質を見据え、余り「投資信託、Investment Trust」という狭い個別信託の用語にこだわらず、信託、会社、契約、組合など私法上の法形態を幅広く活用する集団証券投資制度の策定が急がれる。この場合、(A)まず、スキームの全体像を把握することと、(B)その中心となる事業主体をどのように規制するかということが区分して検討される必要がある。日本の「投信法」では、委託会社を中心とする信託型ファンドを間接金融制度のように規定しているため、全体の集団証券投資スキーム像がはっきりしないうえに、肝心のファンドの事業主体性が曖昧になっている。

また、法律の性格としても、本来の「証券法的機能」もさることながら、免許制度が適用される委託会社の組織・行為の規制の多い「事業法的機能」が強い^(注34)。

(6) スキームの全体像と、その中心となる事業主体との区分 これからの集団証券投資法制の検討にあたっては、次のように、そのスキームを全体として把握する視点と、そのカナメである事業主体を規制する視点とを区分した「新しい投資家保護の枠組み」づくりが必要である。

まず、第一に集団証券投資というものの全体のスキームを明らかにする必要がある。この

(注32) 鈴木竹雄、「証券投資信託約款の法的性質」、『経済法』No.4, 昭和36年ならびに、前掲(注8)、「日本のアセット・マネジメントあれこれ」, 1989年, 8月号(No.48) および1989年12月号(No.52)「日本の投資信託の法的基本構造(その1) および(その5)」参照。

(注33) 現行「投信法」の法律的問題点については、次を参考にされたい。

①平成6年の大蔵省証券局の「投資信託研究会」で検討された事項——神田秀樹，“わが国の証券投資信託制度”CaMRIレポート, No.15, 「証券投資信託制度の将来」, 平成6年10月。

②かねがね指摘されていた事項——前掲(注20)の「日本の証券投資信託の法的構造などへの課題」(24頁～25頁)や前掲(注12)岩原紳作，“集团的投資事業関連の法律改正は必須の課題”，『投資信託事情』に述べられているように、現行の「投信法」には、投資信託業務の本体と認められる委託会社と投資家との間の法律関係について、委託会社の投資家に対する忠実義務と投資家の書類閲覧権のほかは、とくに規定を設けていない。この点については、次のような検討課題があるとされている。

(A)現行法は、投資家が受益権の取得を申し込む段階、すなわち委託者と受託者の間の信託契約が「締結される前」の法律関係を考慮の外に置いていること。

投資家は、投資信託に分割された受益権を取得することによって、信託契約上の受益者としての地位を得て、委託者の指図に基づく信託財産の運用によって生じた結果を全面的に享受する(投信法第1条および第2条)。この場合、「分割された受益権を取得する」のは、投資家が投資信託の募集または売り出しに必ずという申し込み段階の受益権取得契約によってである。それは、委託会社と受託銀行等の間の信託契約が「締結される前」の、投資家と委託会社(実際上は委託会社の代理人としての証券会社)の間の受益権取得契約である。

だが、現行の「投信法」はこの段階の両者間の法律関係について、とくに直接的な規定を設けていない。したがって、この投資家と委託会社との間の「信託設定前」の受益権取得契約の性格が如何なるものかについては、売買の予約・請負・委任などといろいろな見解が出され、また、それに関する諸問題が検討されている(前掲(注31)③の「法制研究会報告書」, 昭和39年6月, 1頁～8頁参照)。なお、勤労者財産形成促進法(昭和46年)においては、「証券投資信託の設定の委任に関する契約」との文言を用いて「委任」と扱っている(第6条の2および第6条の3)。

(B)現行法は、信託契約が「締結された以後」においても、投資信託業務の中核をなす委託者の運用指図などに関して、委託者と受益者の間の法律関係を、ほとんど規定していないこと。

信託契約が「締結された以後」の投資家は、受益権を取得した受益者として信託財産上の権利を有し、受託銀行等に対して債権を有するが、委託会社に対しては、信託契約に関する限り直接の権利を有していない。現行の「投信法」は、受益者の委託会社を直接監視する規定として僅かに帳簿書類の閲覧請求権を設けているだけであって(投信法第20条③項)、大部分の両者間の法律関係は信託約款の規定に任せている。

したがって、現行法が制定されてから暫くの間は、委託者は受益者に対して実定法上明確な責任を負う建前になっていなかった。しかし、委託者は実質的に信託財産の処分権を有し、いわば受託者とともに共同受託者に相当する地位にあり、このような委託者と受益者の関係については、委任関係が存在するという解釈なども行われてきたが、所詮、明確さを欠いていた。

そこで、昭和40年の証券不況時の苦い経験を踏まえた「投信法」改正の際、委託会社の受益者に対する「忠実義務」を明確にし、受益者の保護を図る規定が設けられた(投信法第17条)。この規定は、委託会社に公法上の義務を課するとともに、私法上の義務をも規定するものであるから、これに違反した場合には「投信法」上の行政処分の対象になるとともに、私法上も債務不履行ないし不法行為責任を生ずることになるとされている(戸田嘉徳, 「改正証券投資信託法および省令の解説」昭和43年)。

だが、このような改正が行われたとしても、なお、不特定多数に亙る受益者の損害賠償責任請求の具体的手続を欠くほか、基本的に現行の「投信法」上最も重要な投資家と委託会社との間の法律関係の不明確さが残されたままになっていることは否めない。会社型ファンドならば、委託会社の「忠実義務」違反で被害を受けた投資家は株主代表訴訟権を使えるのだが、信託を使った契約型ファンドという狭い器に押し込められた投資信託では、受益者の権利をどう実現していいかわからない。

(C)一般法である信託法の規定する受益者の権利を、特別法による投資信託に適用する場合には、実際の行使に関して種々の問題があること。

たとえば、受益者の保護という観点から、信託法に規定する異議申立権・損失補償請求権・書類閲覧請求権・引継立会権などを適用しようとしても、具体的な手続など、立法的に解決されなければならない事項が余りにも多いとされている。

種の制度は、本来、日本のような委託会社と「おカネの運用を委せる」投資家との関係を中心とする相対的なものではない。より幅広く、集団証券投資の事業を支える市場関係者で総合的に構成される^(注35)。

それは、前掲の第2図「内外の集団証券投資スキーム」(- 2. 「投資信託業の意義と事業分野」, (1)の末尾の表 参照)にみられるように、スポンサー、マネジャ「オペレーター」、受託者などのほか、現行の「投信法」で規定されていないアンダーライター、独立の販売業者、名義書換や支払の代理人、ファンドの監査証明を行うことがある会計監査人などが、この制度運営の当事者になる。

これらの者は、(A)投資家の集団証券投資を代行するという付託に応えるため、相互に密接な法律関係にある。この点、アメリカでみられるようにマネジャー、オペレーター、カストードリアンの資産管理(アセット・マネジメント)の基準として、(a)個々のPrudent Investor Ruleである判例的なRestatement of the Law Third, Trustsのようなものを積み重ねるか、それとも、(b)幅広い制度運営の基準として、エリサ法、「従

業員退職所得保障法, ERISA, Employee Retirement Income Security Act」にある当事者間の信認関係, Fiduciary relationshipのようなものを規定することが検討されよう。そして、(B)中心となるスポンサー、マネジャー、オペレーターは、日本のように予め免許制で規制されるか、あるいは他の国のように個別の集団投資スキームの届出制や、ファンドを組成する段階での登録制、公認制などが適用されるかのバリエーションがある。また、(C)ファンドの運営管理を行う者は、その機能を正しく示す「マネジャーやオペレーター」として規定される。実質的な委託者は投資家なので、現行制度のような紛らわしい「委託者」という名称を避ける。と同時に、現行制度のような委託会社自身で必ず「運用の指図を行わなければならない」という制限が改められ、柔軟に外部の運用プロを使えるようになる。そこで、(D)プールした資産を分別管理する資産管理者(TrusteeやDepository)も、日本のように単なるカストードリアン(Custodian)に止まらず、イギリスのように、このスキーム全体の投資計画や事業運営についても積極的役割を持つ者として規定されよう。

(注34) ①日本の「投信法」が、「事業法的機能」が強いなど特色ある構成をとっている点については、境野實、「証券投資信託と受益者保護」, 野村証券投資信託委託(株), 「資産運用」, 1976年6月号 参照。

②現行法は、個別信託の法理で構成されているが、投資信託のような集団信託は、通常の個別信託に無い特質や傾向をもつといわれている。それは「受益者の受益権が全受益権に対する均分の持分として表され、金銭信託の場合は預金債権に接近し、非個性化の極致として、証券化の傾向を内在させていること」や「多数の受益者の受託者ないし信託財産からの疎隔——監視的機能の困難さ、弱化、事実上不可能に近いこと」等であり、これらの特質は信託という制度の特色の一つである「二重性格」——すなわち受託者への信頼という個人的要素のほかにあるその超個人的要素(信託財産のもつ実質的法主体性, “nobody’s property”といわれるもの)をよりクローズ・アップしていると説明されている(四宮和夫, 「信託法(新版)」, 有斐閣, 平成元年)。これらの点は難解な信託法理が絡むが、日本の「投信法」について、投資家保護に関する行政庁の介入が多い点などを理解するうえで、きわめて参考になる。

(注35) ①集団証券投資のスキームを全体として把える場合、アメリカの例としては、M. L. マクハーグ, “日本の投資信託規制改革のための米国ミューチュアル・ファンドからの教訓”, CaMRIレポート, No. 15, 「証券投資信託制度の将来」, 平成6年の図解が分かり易い。

②イギリスやヨーロッパの例は、前掲(注20)「日本の証券投資信託の法的構造などへの課題——その国際比較を通じて」に述べられているが、より正確な説明としては、この英語版“Japanese Investment trusts—Its Legal Structure and Other Related Issues in International Perspective”, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law/February-April 1992 参照。

さらに、(E)日本では、信託契約の当事者でないとして、現行「投信法」上の表面に出てこない証券会社も、重要なアンダーライターや独立の販売業者として位置づけられる。現行法の下で、証券会社は信託約款上、委託会社の代理人（指定証券会社）または副代理人（取次証券会社）として、恰も直販エージェントのような形で位置づけられているが、これもきわめて奇異な構成である^(注36)。本来の姿に戻って、独立のアンダーライターや一般の販売業者が規定されれば、諸外国のように、いろいろなファンドがいろいろな販売業者によって取り扱われることにもなる。このようになれば、最近論議されている各ファンドのパフォーマンス比較の意味も、よく理解されよう。もちろん、自らも直販を行う。

なお、(F)別に、独立の名義書換、支払の代理人や、ファンドの監査証明を行う会計監査人を必要とするのかも規定されよう。日本では、大蔵大臣の規制・監督が強い制度になっているためであろうか、ファンドは外部の専門家による会計監査を受けていない。これからは、規制当局の行政指導が緩和されるに伴って、また投資

代行手段の事業主体性が明確になるに従って、ファンドのディスクロージャーが会計監査人の監査証明を受けたものを基礎にして行われることも検討されよう。

この点については、最近多数の年金基金の資金をプールして大型のポートフォリオを運用する年金ファンドの合同運用について、個々の年金基金に代わって、公認会計士による監査制度証券の売買に伴う決済、利子・配当の受入れ、新株引受権の行使、運用記録の管理などに対すチェックの導入が望まれているのが注目される（厚生年金基金連合会常務理事寺田徳氏、「運用インフラの整備を急げ」平成7年10月9日、日経金融新聞）。

ともあれ新しい「集団証券投資法」では、以上のような幅広い当事者の規定はもちろんのこと、より基本的事項として、このスキームの投資対象、組織・運営に関する事項、広告・販売のルールその他とくに、ディスクロージャー、公正取引ルール、運用受託者の忠実義務、保有株式の議決権の行使などが、投資家保護に欠くところがないよう整備されることはいうまでもない。

(注36) 集団証券投資のスキームで重要な役割を果たす証券会社が、日本では、きわめて特殊な「指定証券会社」として位置づけられている。本来は、本文前掲第2図「内外の集団証券投資スキーム」に示すように、たとえばアンダーライターや独立のブローカーなどとして規定されるべきであった。

日本の「投信法」が制定された当時は、委託会社の業務は証券会社の兼営であったので、このような位置づけが、さほど奇異ではなかったかもしれない。その後、委託会社が証券会社から分離・独立（昭和35年から昭和36年）した際、その趣旨に一層合致するよう、投資信託を専門に販売する証券子会社が4社設立された。だが、その経営が順調でなかったため、暫くして一般の証券会社に組織替えしている。他方、昭和40年証券不況後、投資信託制度改善策の一つとして、全国多数の証券会社に公開販売する方策が推進された。これは、その後の「公開販売専用ファンド」（昭和57年）や「公開販売単独ファンド」（昭和61年）の導入によって、かなり活発に行われるようになっていく。

なお、現行「投信法」上、何ら販売面の規定がなくて、信託約款上で証券会社を委託会社の代理人などとする規定は、恰も委託会社が全面的に直販体制（Direct Marketing）で支えられ、母体証券会社や公開販売会社を、諸外国における直販のエージェントのように傘下に置いているともみられる。しかし、制度運営の実態はこのようなことではなく、委託会社は自ら受益証券を販売するチャンネルを持たず、また自らその販売を取り扱う証券業務の免許も受けていなかったため、いわゆる直販体制とは違う。その後、平成4年4月の投資信託業務の免許運用基準の改正を受けて、最近（平成5年秋以降）自ら直販を行う委託会社が出てきた。当面、収益面への貢献は厳しいとされているが、これからのスポンサー兼マネージャーとして、投資家ニーズを吸い上げて、新しい営業企画・商品開発と販売チャンネルを総合したマーケティング力の発揮が期待されている。

このような全体のスキームは、アメリカでは「広義の投資会社という取り決め、アレンジメント、Arrangement」と呼ばれ、イギリスでは「集団投資の計画スキーム、Scheme」と規定され、EC委員会では「集団証券投資の組織、アンダーテキング、Undertaking」として指令されている。そして、全体の法律関係をきっちり押さえている。そうすると、現行法で欠けている投資信託契約締結前の証券会社と投資家の法律関係も、当然整備されることになる^(注33)。

第2に、このスキームのカナメである事業主体の規定が整備されなければならない。

この点も、前掲の第2図「内外の集団証券投資スキーム」に示すように、(A)この事業主体は信託型であっても、日本のような狭い個別信託の法理にとらわれた特殊な他益信託的なものではない。本来の信託型の事業主体として、たとえばアメリカの「投資会社」としてのガバナンス・ストラクチャーを求められる事業会社のビジネス・トラスト（事業信託）や、あるいはイギリスの集団投資計画のカナメとして構成されているユニット・トラストのようなものが参考になる。また、信託型のほか会社型契約型、組合型などが自由に選択されることはいうまでもない。

ちなみに、EC委員会の「集団証券投資の事業に関する指令、1985年」を忠実に織り込んだルクセンブルグ「投資ファンド法」（第1条）は、次のようにファンドという事業主体の本質を分かり易く規定している（Price Waterhouseによる原文フランス語からの英訳文）。

「集団証券の仕組み(Organisme de Placement Collectif en Valeur Mobilières, OPCVM)とは、一般から広く募集される資金を、有価証券に集団投資することを唯一の目的とし、リスク分散の原理に基づいて運営されるファンド」で、「その持分証券は、所有者の請求があれば、何時でもファンドによって直接または間接に買

い戻さなければならない」、また、「これらファンドは、契約型、信託型、会社型の何れかで組成される」。

(B) これらの事業主体は、それぞれの関係私法に基づいて自由に設立されるが、所定の集団投資事業を行う者としては、別途の観点から証券法規制が適用される。とくに、マネジャーやオペレーターに対しては事業運営の責任者としての適格性の審査や、承認や登録の手續、利益相反の禁止その他公正取引ルールの適用などが、厳しく問われることになる。

(C) この事業主体の運営責任者に対する規制については、いくつかの考え方がある。一つは、日本やヨーロッパのように、一応それぞれの事業主体の法形態に応じてそのマネジャーやオペレーターを規制対象にする考え方である。他はアメリカの考え方で、事業主体の私法上の形態に拘らず、すべて「投資会社」として把握、株式会社の管理機構（ガバナンス・ストラクチャー）を前提として、その運営責任者を規制対象にする。

第一の考え方によれば、たとえば日本の「投信法」の下では、特殊な信託型事業主体のマネジャーやオペレーターである委託会社が規制の対象になる。また、ヨーロッパのユーシツ指令の下では、契約型、会社型、信託型などそれぞれの法形態に応じたマネジャーやオペレーターが規制の対象になる。ただ、契約型（コモン・ファンド）は運用管理会社（Management Companies）を設けなければならないとされているので、その運用管理会社が規制の対象になる。ドイツでは運用管理会社を投資会社と呼び、それを規制する「投資会社法」を設けているが、アメリカとは違った意味で使われていることに留意する必要がある。

第二の考え方を示すアメリカの「投資会社法」の下では、広い意味の「投資会社」の取締役会、受託者理事会、取締役、受託者やオフィサー（社長、副社長、財務役など役職者）を規

(注37) 前掲(注33)参照。

制対象にする。そして、取締役や受託者の少なくとも40%は、利害関係の深い投資顧問やアンダーライターの関係者であってはならないとか、その過半数は1つの銀行関係者であってはならないと禁じている。實際上、「投資会社」は外部の投資顧問会社と運用管理契約を結んでいるため、その社員が運用責任者になることが多いという事情を反映している。

なお最近、イギリスではオープン・エンドの「会社型ファンド導入案」が公表されている。これによると、(a)最低3人の役員が必要であるが、とくにその1人を指定業務執行役員 (Designated corporate director) とし、(b)日々の事業運営は、この指定業務執行役員に委される。また、別に(c)会社型事業主体であっても、必ず独立の資産管理会社 (Depository) を設置しなければならないとし、アメリカの「投資会社」規制と違って、実質的には従来の信託型ユニット・トラスト規制と同じような考え方を示していることが注目される^(注38)。

かつて、アメリカとECの間のミューチュアル・ファンド相互販売について、二極間協定締結の可能性が長く協議され、そこでの論議は「国際化戦略のモデル」になるともいわれていた。だが、前述のような規制の考え方 換言すれば、投資家保護の哲学の違いがあるためか、二極間協定は実現されなかった。

日本も、信託型のほかに会社型その他の代行手段である事業主体を導入する場合には、どのようにマネジャー、オペレーターに対する規制の考え方を適用するかが、問われよう。

(D) なお、日本の委託会社の場合はスポンサー兼マネジャーという役割のほか、投資家に対する一切の業務を分担している。実際には、

指定証券会社の代行する部分もあるが、建前としてきわめて広範、強力な業務を担う。間接金融の信託銀行的役割を考えての構成であろうが、このような制度では「大衆投資家に代わって行う有価証券投資事業を、いろいろな市場関係者で担う」という、本来の総合的スキームとしての機能が見失われる。

- 2 . 主要国にある二つの考え方

アメリカやヨーロッパのミューチュアル・ファンドに対する証券法や税法の考え方は、これから日本で制度問題を検討するうえで、大変参考になる。

とくにアメリカやイギリスのように、 集団証券投資の代行手段 (ピークル) である事業主体 (エンティティ) を、その法人格の有無や私法上の形態を問わずに、 証券法上の事業主体である「会社」として把えたり、または、 税法上も法人税を課税する納税主体として把える考え方と、その他のヨーロッパの国のように、そこまで事業主体性を強調しない考え方との間の違いが注目される。日本は、特殊な特定金銭信託的な仕組みを採っているために、ここで問題にされている投資代行手段の事業主体性のはっきりしていない。したがって日本では、殆ど論議されていない領域であるが、投資信託など集団証券投資制度にとって基本となる重要なポイントである。

まずアメリカでは、各種の証券法規制のうちミューチュアル・ファンドなどに対する「投資会社法」が、最も厳しいと言われている。1930年代の苦い経験を反映している。ただよくみると、厳しいだけではなく、はっきりした一つ

(注38) アメリカのマネジャー・オペレーター規制の例については、前掲(注35)参照。また、アメリカの考え方を含めて、ヨーロッパ・日本などのマネジャーやオペレーターの適格性などを述べるものとして、前掲(注28)のIOSCOの「3. Eligibility To Act As An Operator」参照。

なお、最近イギリスが検討している新しい会社型事業主体の役員 (Director) や資産管理者 (Depository) に対する規制については、最近 (1995年5月) 大蔵省が公表している“Second consultation Document on Open Ended Investment Companies and Draft of the Open-Ended Investment Companies Regulations to be made under the European Communities Act 1972” 参照。

の理屈を貫いている。

たとえば、「投資会社法」という名称の法律を適用するといっても、その「投資会社」は既述したように必ずしも株式会社だけを意味していない。アメリカで所謂「投資会社」とは、そういう名前を使った幅広い集団証券投資スキームの取り決め(Arrangement)を言うことされている。あるいは、こういう名前で総称する広義の事業主体を言うことされている。したがって、個々の事業主体の私法上の形態は問われない。現実に、株式会社(Corporation)だけでなく、信託(Business trust)の形態が多いほか、組合(Limited partnership)も使われている。そして、(A)「投資会社法」上、これら信託型や組合型の事業主体は、会社型と同じように一括して「会社」(Company)として機能的に扱われている(第2条(a), (81))。また、信託型や組合型であっても、このスキームの目的実現のため、株式会社形態に準じて、受託者理事会、役員会、オフィサーなどの機能や株主総会その他投資家の意見を重視するような組織・運営の構成(ガバナンス・ストラクチャー)が求められる。

アメリカでは、長い歴史と経験をもつ株式会社組織の管理機能が優れているという考え方が強い。ちなみに、数年前、アメリカにもイギリスや日本のような信託型スキームの組織・運営の仕組みを導入し、時間や経費のかかる株主総会の手続き(とくに、白紙委任状の獲得)などを省略する案(Unitary Investment Fund, UIF)も検討されたが、結局、現行の「投資会社法」による株式会社の運営の方がガバナンス・

ストラクチャーで優れているとして、この案は採用されなかった。換言すれば、信託型スキームを導入すると、株主総会や取締役会に代わるモニターシステムを新たにつくる必要が出てくるが、それだとしても日本のように行政庁の介入を許すことになる。イギリスではトラスティーに監視機能を期待しているが、それでも監督官庁の影響力からは免れない。アメリカは、こうした点はかえって非効率を招くものになると判断したようである。要するに集団投資事業を営む場合の選択肢である会社型と信託型の根本的な違いは、事業が公平に行われているかどうかの監視について、会社型が私的自治で解決しようとするのに対し、契約型はそれにこだわらないというところにあり、基本的なフィロソフィーの違いがあるとも言われている^(注39)。

なお、(C)税法上も、これら信託型、組合型などの事業主体の段階(エンティティ・レベル)はすべて、会社型の事業主体と同じように法人税が課税される社団(Association)とされていることに注意する必要がある。

要するに、アメリカでは集団投資を代行する事業主体すなわち、広義の「投資会社」を、その私法上の形態如何を問わず、すべて機能的に「会社」として扱え、株式会社の運営を求め、そして原則的に法人税を課税するという二重課税の建前を採っている。ただ、その事業主体である広義の「投資会社」が、税法上の「適格投資会社」としての条件を満たす「選択」をすれば、パス・スルー課税が適用され、そうでなければ「投資会社」が信託型、組合型

(注39) アメリカにおける新しい信託型ファンド(Unitary Investment Fund U I F)導入の検討経緯については、U. S. SEC, “Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation, May 1992”参照。

このSECを中心として論議された会社型と信託型の比較検討については、前掲(注8)、「日本のアセット・マネジメントあれこれ」、月刊『資本市場』, No.61, 62, 1990. 9. 10. で、日本の制度と比較しながら紹介しているが、他にもWallace Wen Yen Wang, “Corporate versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance”, Washington Law Review, Vol. 69: 927, 1994参照。

なお、前掲(注12)岩原紳作, “集団的投資事業関連の法律改正は必須の課題”, 参照。

であっても、二重課税の対象となることがある。

日本では、「投信法」上は信託型のファンドだけを認め、しかも、その事業主体性に対する投信法や税法の規定が、別途詳述したようにきわめて曖昧である。そして、アメリカや多くのヨーロッパの国の考え方と違って、「現在の信託型なら、ファンド段階をパス・スルーする1回限り課税だが、新しく会社型が導入される場合は、税法が改正されない限り、ファンド段階と投資家段階の二重課税が行われる」という奇妙な論議がなされている。どうも、日本の「投信法」や税法では、集団証券投資の代行手段（ビークル）である投資信託について、その事業主体性（エンティティ）を明確に把えていない。

なお、アメリカの「適格投資会社」の投資家段階の課税は、恰も投資家がファンドのポートフォリオを自分で所有しているかのように、ファンド段階の発生所得の区分に応じて課税される。そして、各種の税額控除などはすべて投資家段階に移されてそこで適用される。

ヨーロッパの集団証券投資に対する証券法規制は、EC加盟国に存在するいろいろな違いを超えて、できる範囲で協調化するという緩やかなミニマム・スタンダードとして、EC委員会の「ユーシッツに関する指令、1985年」が示されている。そして、この指令に基づいて改正された各国の「投資ファンド法」などの下で公認されたファンドは、原則としてシングル・パスポートで域内各国における自由な相互販売が許されている（ただし、各国の販売規制は受ける）。

この指令では、会社型、信託型、契約型という事業主体の自由な選択を認めている。だが、これら事業主体のすべてが、アメリカのように「会社」として把えられていない。また、この指令は税制には一切触れていないので、これら事業主体がすべてアメリカのように法人税が二重課税される建前にもなっていない。そして、証券法規制と税法との繋げ方でも、各国の考え方に委せている。ただ、(A)基本的には、アメリカ

で二重課税を建前とするのと違い、ヨーロッパではファンド段階課税をパス・スルーする考え方（Fiscal Transparency）を原則とするようであり、(B)投資家段階の課税については、ファンド段階の発生所得の区分に応じて課税する国が多い。

なお、ヨーロッパではタックス・ヘイヴンのルクセンブルグ籍ファンドが攪乱要因になっているため、「折角、証券法制として協調化したユーシッツであっても、域内各国の税制の違いが、その円滑な相互販売を阻害している」と言われている。だが、前述したようにフランスやドイツの税制をよく見ると、両国とも意識的に、ルクセンブルグの税負担軽減ファンドに対して、国内ファンド課税の魅力化や外国ファンドの差別化を行うことによって、内外ファンドのコストの平準化を図り、自国内市場では平等な競争をさせるよう　そして、できるだけ自国籍ファンドに投資されるよう、措置しているようにみえる。

他方イギリスでは、基本的にはEC委員会の「ユーシッツに関する指令」の枠内にあるが、具体的にはヨーロッパ大陸の国やアメリカ、日本に比較して、やや異なる証券法や税法の考え方を採っている。

たとえば、証券法として幅広く投資物件を規定している「金融サービス法」において、まず、「集団投資スキーム、Collective Investment Scheme, CIS」という大きく全体を把える章を設け、その持分権（ユニット、Unit）をこの法律の対象である「投資物件」の一つとして規定している。そして、この集団投資スキームの具体的な代行手段である事業主体として、従来は信託型のユニット・トラストだけを認めていたが、新しくオープン・エンドの会社型の根拠規定を設け、最近その具体的導入に当たって、各方面から意見を求めるなど最終的な詰め段階に入っている^(注40)。

また、イギリスのユニット・トラストに対する課税は、その事業主体（ファンド）が信託型で、本来独立の法人格がなく、また税法上の納

税主体にもなっていないが、とくに「会社」として取り扱い、そこでの発生所得に対して受託者を納税義務者として法人税を課している。この点は、アメリカの税制に似ているが、アメリカのように「適格投資会社」に対するパス・スルー課税の特例規定はなく、イギリスではすべて事業主体（ファンド）段階で原則的な課税を行い、再び投資家段階で重複課税している。ただ、投資家段階で税額控除を行うなど完全ともいえる統合・調整（Integration）を行っているので、結果的には各国と同様に1回限り課税の原則（Principle of One-Tier Taxation）を貫いている。

なお、国際間の二重課税を排除する租税条約のメリット適用の面でも、たとえば、「公認ユニット・トラストの運用者（Manager）や受託者（Trustee）は、ファンドが取得する配当や利子の受益者（Beneficial owners）である居住者に代わって、租税条約による軽減や税額控除（Tax credit）の手続きをとることができる」よう措置している（日英租税条約第28条A）。したがって、国際競争上比較されるルクセンブルグの税負担軽減ファンドであっても、³⁸ 租税条約のメリットが適用されないこと（たとえば、ルクセンブルグの居住者以外の者が、税負担を不当に免れることがあるルクセンブルグ・ファンドを利用しているとして適用されないこと）を考慮すれば、実質的にはイギリス・ファンドの方が有利とも解されている。

イギリスは、日本と同じ信託型を採用しているというだけでなく、この種の集団投資の証券法規制や税制の考え方について、大変参考になる実例を示している。

前述のアメリカやイギリスの例をみると、ファンドという事業主体の段階を、(A)その法人格の有無や、納税義務者であるかどうかにかかわらず、(B)すべて「会社」として扱え、また法人税を課税するという建前を採っている。そして、

投資家段階で再度課税するが、アメリカでは事業主体段階の支払配当控除で、イギリスでは投資家段階の税額控除で、それぞれ二重課税を調整している。アメリカの考え方では、株式会社の管理機能を仕組むことによって、集団投資に対する証券法規制の適正さが確保されると強調しているようである。だが、税法上の二重課税の建前はそもそもアメリカが正統方式（Classical Method）といわれる法人・個人の二重課税方式を採るところに由るのかもしれない。他方イギリスの考え方は、証券法の規制上「会社」として扱えるというより、主としてこの種の集団投資スキームに対する課税上の適正さを貫くという理由で、ファンドや投資家に対する二重課税とその統合・調整について、ヨーロッパで普及しているインピュテーション方式（Imputation Method）を適用するのを妥当としているように見える。

だが、日本やヨーロッパ大陸の多くの国では、それ程強く事業主体性を意識していない。とくに、日本は前掲の第1図「日本の特定金銭信託的な仕組み」を採っているので、そもそも事業主体性が曖昧になっている。

ともあれ、これらの国はアメリカやイギリスと違う考え方を採る。たとえば、集団証券投資を行う場合、その「投資代行の手段としての事業主体」にいろいろな法形態のタイプがあっても、それは便宜とか効率などの観点から選択されるので、それらについて集団証券投資の代行手段としての機能を生かすための証券法上の工夫はあるとしても、これらをすべて「会社」として株式会社のガバナンス・ストラクチャーを求める程ではないとする。また、課税上も、ファンド段階で不当に利益留保がされるなど適格ファンドと認められない理由がない限り、敢えて事業主体に法人税を課税する必要がなく、このような事業主体をパス・スルーさせるのが実態に合うとしているようでもある。そして、

(注40) 前掲(注38)に示すイギリスの新しい会社型ファンドについては、近く内国歳入庁(Internal Revenue Service)から会社型ファンドに対する課税案も示されるようである。

この事業主体の段階で発生した収益が、投資家に分配され帰属された時に、はじめて課税しているところが多い。

このように、集団証券投資に対する証券法や税法の考え方には、二つの態様があるといえる。そして、各国の税法では究極的に1回限り課税という点では同じだが、この事業主体の段階と投資家の段階で重複課税を行おうとする場合、それをどのように排除するかについて統合・調整の仕方が違う。

たとえば、問題の一つは、集団投資の手段としての事業主体の段階（エンティティ・レベル）に留保される所得を、税法上容認するのかしないのか、また仮に容認するとすれば、それに対してどのような課税を行うか。たとえば、ファンド段階での再投資に対する課税の繰り延べを認めるのか、それとも利子課税的な特別法人税を課するのか、である。この点、(A)アメリカでは、税法上の「適格投資会社」に対しては、所得の留保を認めないよう厳しい支払配当要請テストを課し、また(B)イギリスでは、配当の有無に拘らずファンド段階で全面課税するとともに、ファンド段階での発生所得は原則と

して投資家に配当されるものと考えている（最近の会社型導入案では、すべての発生所得を投資家に分配するよう求めている）。これらに対し、(C)日本では勤労者財産形成の長期ファンド（7年もの）に特別法人税1%を課税する例外はあるが、原則として行政当局の裁量で数年程度のファンド段階での所得留保すなわち、再投資の課税の繰り延べ（最近、再検討が報じられている）や、また利益留保の「株価変動準備金制度」（現在は廃止）が認められてきた。また、(D)フランスでは、MMFに対して全面的なロール・アップを許している。だが、このようなファンド段階でのロール・アップによって、収益の留保や課税の繰り延べをある程度以上に認めると、その証券法規制や税制は、もはや本来の「集団証券投資の代行手段」に対するものを離れて、別な違った実体に対するもの。たとえば、一般の銀行や株式会社のような事業主体に対する規制や課税とどう違うのかという問題を提起することにもなろう。ここら辺りは、各国における税制の建前と金融・資本市場育成の政策的配慮とが交錯する領域であろう。詳しくは、別な章「投資信託の税制」で述べられている。

参 考 文 献

和 泉 満 男 (1984)

『現代の投資信託』（日経文庫）日本経済新聞社。

岩 原 紳 作 (1990)

「証券化関連商品に関する諸外国のディスクロージャー制度とわが国における在り方について」『「金融の証券化」に対応した法制の整備等について』（証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告）、（財）資本市場研究会編。

岩 原 紳 作 (1995)

「集团的投資事業関連の法律改正は必須の問題」『投資信託事情』、第38巻第10号、pp.4 - 8、投資信託事情調査会。

岩 村 充 (1995a)

「金融システムの活性化のために」、金融研究会・金融システム活性化のための諸方策」『金融研究』第14巻第1号、日本銀行金融研究所。

岩 村 充 (1995b)

『銀行の経営革新』、東洋経済新報社。

上 田 明 之 (1994)

『投資信託、何が問題か』、東洋経済新報社。

江 口 行 雄 (1932)

『投資信託論 証券投資会社の研究』森山書店。

- 河本 一郎 (1975)
「投資信託」『アメリカと日本の証券取引法』
(下), 第9章, [(財)日本証券経済研究所], (社) 商事法務研究会。
- 神田 秀樹 (1992)
「アメリカにおける証券投資信託規制 販売チャンネル, 投資形態, 外国投資信託規制を中心として」『証券市場における適正な競争の促進等について』(証券取引審議会報告)『相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』(証券取引審議会, 不公正取引特別部会、中間報告), (財) 資本市場研究会編。
(1994)
「わが国の証券投資信託制度」, 「証券投資信託制度の将来」『CaMRIレポート』No.15, pp.1 - 10, (財) 資本市場研究会。
(1995)
「欧米における投資信託制度について」『魅力ある投資信託をめざして』pp.113 - 135, (財) 資本市場研究会編。
- 小山 賢一 (1962)
「証券投資信託契約と受益権利取得契約 伝統的仕組みの擁護のために」『証券投資信託月報』第21/22号, (社) 証券投資信託協会。
- 境野 實 (1976)
「証券投資信託と受益者保護」『資産運用』, 野村証券投資信託委託 (株)。
- 佐々木 功 (1977)
『証券投資信託法』(特別法コンメンタール), 第一法規出版。
- 澤村 正鹿 (1955)
『投資信託の実際』, 実業之日本社。
- (社) 証券投資信託協会 (1966)
『証券投資信託十年史』。
(1975)
『証券投資信託二十年史』。
(1987)
「証券投資信託三十五年史」
- 鈴木 竹雄 (1961)
「証券投資信託約款の法的性質」『経済法』No.4, (社) 商事法務研究会。
- 高橋 亀吉 (1966)
『日本の投資信託』, 千倉書房。
- 高橋 寿男 (1961)
「証券投資信託の法的構造大要」『投資信託事情』第5巻第6号, 投資信託事情研究会。
- 垂水 公正 (1989)
『投資信託』(日経産業シリーズ) 日本経済新聞社。
- 田邊 昇 (1988)
「日本の証券投資信託 その金融・資本市場における発展の経緯の国際比較」, 内部資料。
(1988-1990)
「日本のアセット・マネジメントあれこれ」『月刊資本市場』Nos.38 - 63 (1988年10月号 1990年11月号, 各月連載), (財) 資本市場研究会。
(1990)
「日本の投資信託の「貯蓄性」についての一考察」『証券投資信託月報』第358号, pp.10 - 41, (社) 証券投資信託協会。

- 田 邊 昇 (1991)
「日本の証券投資信託の法的構造などへの課題 その国際比較を通じて」『証券投資信託月報』, 第370号, pp.5 - 34, (社)証券投資信託協会。
- (1994a)
「証券投資信託と証券市場」, 館龍一郎編『金融辞典』, pp.478 - 481, 東洋経済新報社。
- (1994b)
“これからの証券投資信託 各国で発展している, 真のミューチュアル・ファンドを目指して”, [証券投資信託制度の将来] 『CaMRIレポート』 No.15, pp.33 - 47, (財)資本市場研究会。
- (1995a)
「改革が検討されている日本のミューチュアル・ファンド」『証券投資信託月報』第413号, pp.5 - 17, (社)証券投資信託協会。
- 戸 田 嘉 徳 (1968)
「改正証券投資信託法および省令の解説」, 別冊『商事法務研究』No.6, (社)商事法務研究会。
- 日 本 銀 行 (1986)
『日本銀行百年史』第6巻, (株)日本信用調査。
- 日本銀行金融研究所 (1986)
『新版・わが国の金融制度』, (株)日本信用調査。
- (財)日本生産性本部 (1962)
『アメリカの投資信託』。
- (1965)
『ヨーロッパの投資信託』。
- (株)日本投資信託制度研究所 (1995)
季刊『ファンドマネジメント』, No.1 - 3。
- 野村證券(株)調査部 (1942)
「投資信託の実証的研究」, 東洋経済新報社。
- 野 村 證 券(株) (1951)
「投資信託の諸問題」, 野村證券叢書, 第2巻。
- ピアス, J. L. (1993)
『銀行業の将来』, 東洋経済新報社。
- マクハーグ, マーシャル. (1994)
“日本の投資信託制度改革のための米国ミューチュアル・ファンドからの教訓”, 「証券投資信託制度の将来」 『CaMRIレポート』 No.15, pp.11-32, (財)資本市場研究会。
- 森 田 章 (1992)
「英国の投資信託制度 投資形態, 販売チャンネル, 外国投資信託規制を中心として」『証券市場における適正な競争の促進等について』(証券取引審議会報告), 『相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』(証券取引審議会, 不公正取引特別部会, 中間報告), (財)資本市場研究会編。
- (1995)
「証券投資信託の将来 商品ファンド法も視野に入れて」『現代企業立法の軌跡と展望』, 鴻常夫先生古稀記念, (社)商事法務研究会。
- 山一證券(株)投資信託本部 (1955)
『証券投資信託論』, 至誠堂。
- 山 下 友 信 (1992)
「EC・ドイツ・フランスにおける証券投資信託規制」『証券市場における適正な競争の促進等について』(証券取引審議会報告),

- 『相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』（証券取引審議会，不公正取引特別部会，中間報告），（財）資本市場研究会編。（1985b）
"Towards a European Market for the UCITS, Commentary on the Provisions of Council Directive."
- 吉田 昂・長島 秀雄（1953）
『逐条解説 証券投資信託法』，野村證券（株）。
- 渡 辺 豊 樹（1960）
「証券投資信託における受益権の分割とその帰属について」『商事法務研究』第193号，（社）商事法務研究会。

（1961）
「法律面からみた証券投資信託の問題点」『法律時報』第373号，日本評論新社。

（1963 - 64）
「コンメンタール証券投資信託法[1]～[19]」『投資信託事情』第6巻第1号 - 第7巻第9号，投資信託事業調査会。
- Burton, H. & D. C. Corner（1968）
Investment and Unit Trust in Britain and America, Elec Books.
- Committee on Financial Markets, OECD（1972）
"Standard Rules for the Operation of Institutions for Collective Investment in Securities."
- Division of Investment Management, SEC（1992）
"Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation," SEC.
- European Communities（1985 a）
"UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)," EC Council Directive, December.
- Frankel, Tamar（1978, 1980）
The Regulation of Money Manager: the Investment Company Act and Investment Advisers Act, Vols.1 - 4, Boston: Little, Brown and Company.
- FT Business Information（1993）
The Unit Trust Year Book 1993, London.
- Hirshman, Albert O.（1969）
Exit, Voice and Loyalty, Harvard University Press.
- International Organization of Securities Commissions（1994）
"Principles for the Regulation of the Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum," Report on Investment Management at the 19th Annual Conference, Tokyo, October.
- Investment Company Institute（1990）
Mutual Fund Fact Book, Washington, D. C.
- James Capel & Co.（1987）
"The UK Fund Management Industry," October.
- Japan Securities Research Institute（1992）
Capital Markets and Financial Services in Japan - Regulation and Practice, Tokyo.
- Kawamoto, Ichiro（1983）
"Investment Trust," in Louis Loss, Makoto

- Yazawa & Barbara Ann Banoff (eds.),
Japanese Securities Regulation, Tokyo /
Boston: University of Tokyo Press/Little,
Brown & Co.,
- Lipper Analytical Services International Corp.
(1994)
European Fund Industry Directory,
Vols.1 - 2,UK: Martins Printing Group.
- Matatko, J. & D. Stafford (1985)
Key Development in Personal Finance,
Oxford : Basil Blackwell.
- O E C D (1987)
"International Trade in Service, Securities," OECD.
- Tanabe, Noboru (1992 a)
"Japanese Investment Trusts - Its Legal
Structures and Other Related Issues in
International Perspective," *Butterworths
Journal of International Banking and
Financial Law*, **Vol.7,Nos.2 - 4** (pp.78 - 83;
pp.118 - 124; pp.169 - 174), London.
- Tanabe, Noboru (1992 b)
"Japan's Investment Trust - A Vehicle of
Savings for Tomorrow," *Indiana Inter-
national & Comparative Law Review*,
Vol.2, No.2, Spring, pp.384 - 414.
- Tanabe, Noboru (1992 c)
"Japan's Investment Trust: The Current
Evolution and Issues Towards the Future,"
in Japan Securities Research Institute (ed.)
Capital Markets and Financial Services in
Japan Regulation and Practice, pp.
101 114.
- Tanabe, Noboru (1994 c)
"Projet de réforme des Fonds Communs
Japonais," *Gestion Collective Internati-
onale*, **N° 11**, November, pp. 62 - 70,Paris:
FICOM.