日本における投資信託の現状と今後の課題

――制度，商品構成の変化と投資者保護のあり方を中心に――

〔要　　旨〕

1　投資信託については，1990年代以降，投信委託業への外資系運用会社や銀行系，保険系子会社の参入が進み，98年の金融システム改革において銀行等の窓販や私募投信，会社型投信の認可，運用の外部委託の解禁等が行われ，さらに99～2000年にかけてファンド・オブ・ファンズの設定も可能となるなど，さまざまな制度改革が行われてきた。

　こうした制度改革に加えて，国内の超低金利の長期化などもあり，比較的利回りの高い海外先進国の国債を中心に投資する毎月決算型のファンドや，BRICsなどの新興国を含む外国の株式に投資するファンドなどが増加し，投信純資産残高は，07年度末に106兆円に達するなどこの５年間で倍増している。

2　投資信託は，80年代までは本邦証券業界が提供する商品の一つといった性格のものであったが，上記のような制度改革等を経て，銀行系，保険系投信会社が設定するファンドや銀行等を通じた投信販売のシェアが大きく増加し，投信は銀行業や保険業等を含む金融業界共通の商品に変貌している。

　また，外国証券を主たる運用対象とするファンドの増加にともない，運用の外部委託やファンド・オブ・ファンズ方式の利用が増えるなど，投信委託会社の事業内容にも変化が見られる。

3　投資信託の主要な投資者は個人であり，なかでも，50歳代以上の年齢層が多い。投信は株式と並ぶリスク商品であり，上記のような制度改革が行われる一方で，投資者保護規制も強化されてきた。投信法や金融商品取引法などにおいては，業者の顧客に対する忠実義務や利益相反行為の禁止，書面交付義務や適合性の原則などが規定され，実践されてきている。

4　投資信託は，グローバル化時代の個人の対外投資の手段として有力なものの一つである。今後投信がさらに成長していくためには，投信に対する信頼感向上に向けた努力が引き続きなされることや，投信商品に対する投資者の理解を深めるための投資者，業者双方の努力，手数料に関する負担感の軽減，投資者層のすそ野を広げるための金融投資教育の拡充などが課題であろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

目　次

はじめに
1　投資信託の仕組みと法制度の変遷
⑴　投資信託の仕組み
⑵　投資信託をめぐる法制度の変遷
2　90年代以降の投資信託の構造変化
⑴　投資信託純資産残高の長期推移
⑵　株式投信の増加とその要因
⑶　90年代以降の構造変化の特徴
3　投資信託の投資者層の特徴と投資者保護
⑴　投資信託の投資者層の特徴
⑵　投資者保護ルールの進展
4　今後の課題

はじめに

近年，種々の金融商品のなかで，投資信託（以下固有名詞等を除き「投信」という）への資金流入が際立っている。投信への資金流入増加には，投信委託業への参入規制緩和や銀行等金融機関の投信窓販の認可などの制度改革に加えて，経済のグローバル化を背景にした運用環境の変化などの要因がある。

本稿は，こうした日本の投信について，制度改革や商品構成の変化，投資者保護規制の進展等を中心に考察するとともに，今後についての課題を整理したものである。

1　投資信託の仕組みと法制度の変遷

⑴　投資信託の仕組み

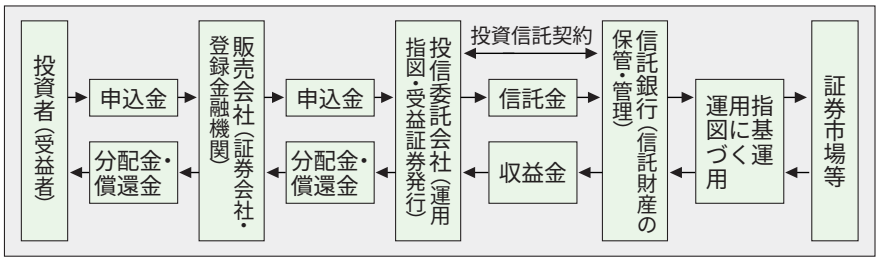
投信とは，投資者から集めた資金を，資産運用の専門家が証券や不動産などへ分散投資し，その成果を受益者である投資者に分配する仕組みである。投資者が拠出した資金は，販売会社である証券会社等を経由して，運用の専門家である投信委託会社によって運用されるが，資産の管理は，投信委託会社からの運用指図に基づいて，信託銀行によって行われる（第１図）。

投信委託会社は，自らを委託者とし信託銀行を受託者とする投資信託契約を締結し，信託契約の受益権を均等に分割した受益証券を発行するが，投資信託契約を締結する前に，投資信託約款を内閣総理大臣（その権限を委任された金融庁長官）に届け出る必要がある。こうした仕組みによる投信が契約型投信である。日本では，受益証券を不特定多数に販売する契約型公募投信が主流であるが，特定少数を対象とする私募投信が98年に認められ，その後残高も順調に増えている。

契約型投信に対して，資産運用を目的とする投資法人（投資会社）を設立し，投資法人が発行する投資証券によって投資者から資金を集めて，運用成果を投資者に分配する仕組みをとるものが会社型投信である。会社型投信も，上記の私募投信と同様に98年の投信法改正によって認められた。(注1)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

第1図　契約型投資信託のスキーム



資料　日本投資信託制度研究所編著（1997）『投信窓販ハンドブック』20頁などを参考にして作成

投信は，資金の運用対象によって，証券を対象とする証券投信や不動産を対象とする不動産投信などに分けられる。契約型証券投信には，株式を運用対象に含む株式投信，株式を含まず公社債などで運用する公社債投信，公社債投信の一つであるが主として短期金融商品に投資をするＭＭＦ（Money Management Fund）がある。（注２）なお，会社型投信についても，証券を運用対象とする証券投資法人や不動産を対象とする不動産投資法人などがあるが，大半が不動産投資法人（REIT）である。

投信の運用資産は，運用方針に基づいて投信委託会社により運用されるが，資産は日々時価評価される。時価評価された運用資産残高から未払収益分配金などの負債残高を控除したものが純資産残高であり，これを受益権の総口数（受益証券の発行数）で割ったものが基準価額である。基準価額は追加設定や解約の際の計算価格となる。

（注１）世界的にみると，世界最大の投信市場を持つ米国では会社型投信が主流である。英国，ドイツ，フランスなどの欧州主要国は，日本と同様に契約型投信が主流であるが，これらの国でも，近年，会社型投信が増える傾向にある。

（注２）株式投信や公社債投信において，投信設定後追加設定が可能なものが追加型（オープン型）であり，追加設定が認められないものが単位型（ユニット型）である。解約は両者とも可能であるが，単位型では一定の制限を設けているものが多い。90年代前半までは単位型が多かったが，90年代後半以降追加型が主流となっている。ＭＭＦは追加型投信に属する。

(2)　投資信託をめぐる法制度の変遷

現在，投信の設定等を規制するのは，「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」という）である。また，投信商品は，「金融商品取引法」（以下「金商法」という）に定める有価証券の一つであり，運用業者である投信委託会社や，販売業者である証券会社や登録金融機関（銀行や協同組織金融機関など）は金商法の規制を受ける。このほかに，販売業者にかかる「金融商品の販売等に関する法律」（以下「金融商品販売法」という）や投資信託協会の自主ルールによる規制がある。

戦後の日本の投信は，51年制定の「証券投資信託法」（2000年に投信法に名称変更）に基づいてスタートしたが，当時，投信委託業務は証券会社の兼営であった。60年に投信委託会社が分離独立したが，基本的には，証券会社のグループ会社の一員であり，親会社の強い影響下にあった。こうした状況が大きく変化したのは90年代になってからである。

90年に，それまで本邦証券会社の子会社に限られていた投信委託業への外資系運用会社の参入が認められ，93年には銀行業や

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

保険業など証券業以外の業態の子会社の参入も認められた。さらに，95年に投資顧問業（投資一任業務）と投信委託業の併営が認められると，国内の各業態や外資系などからの投信委託業への参入が一段と進むこととなった。しかし，この段階でも投信商品の販売は証券会社に事実上依存していたため，証券会社の影響力は依然大きかった。

日本版ビッグバンの一環としての98年の金融システム改革法の成立は，投信商品の位置づけを大きく変えるものとなった。まず，投信委託会社の設立は免許制から認可制へ移行し，販売業者として銀行などの金融機関や保険会社などが新たに認められた。また，前記のように，私募投信や会社型投信が新設され，証券総合口座の開設（当時は受け皿口座としてMMFを利用）も可能となった。さらに，委託会社における運用指図の外部委託が解禁され，99年から2000年にかけて投資信託協会の自主ルールが変更され，他の投信に投資するファンド・オブ・ファンズの設定も可能となった。

01年にはREIT（不動産投信）やETF（現物出資型株価指数投信）が開始され，投信が運用手段の一つとなる確定拠出年金制度もスタートした。2000年の投信法改正では，委託会社の各種禁止行為などを定めた受託者責任規定が設けられたが，これらは大部分が07年施行の金商法に引き継がれた。また，金商法では，投信委託会社の設立が認可制から届出制に移行される一方で，投資者保護のための業者規制が強化された（第１表）。

第1表　投資信託に関する主要な制度改革

年次	内　　容
1951年	証券投資信託法施行
60	投信委託会社が証券会社から分離独立
67	証券投信法一部改正 ・委託会社の受益者に対する忠実義務規定 ・ファミリー・ファンド制度の導入等
72	外国籍投信の国内販売認可
90	外資系運用会社の投信委託業務参入
93	銀行，生保等金融機関系の投信委託業務参入
94	運用規制緩和（デリバティブ取引等）， ディスクロージャー充実などの投信改革
95	投信委託業務と投資一任業務の併営認可
98	金融システム改革法施行 ・委託会社が免許制から認可制に移行 ・銀行，生保等金融機関の投信窓販認可 ・私募投信，会社型投信の導入 ・投信の運用指図の外部委託解禁
99～2000	ファンド・オブ・ファンズの解禁
00	投信法における受託者責任規定
01	REIT，ETF設定開始 確定拠出年金法施行
05	日本郵政公社投信窓販開始
07	金融商品取引法施行 ・投信委託会社が認可制から届出制に移行 ・投資者保護規定の強化

資料　投資信託協会資料などを参考にして作成

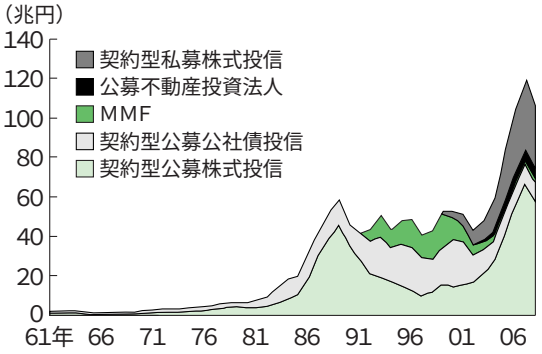
2　90年代以降の投資信託の構造変化

(1)　投資信託純資産残高の長期推移

日本で設定された投信の純資産残高を長期的にみたものが第２図である。純資産残高は，80年代後半に公募株式投信を中心に急増し，バブル崩壊により89年をピークに90，91年にかけて減少した後は，02年ごろまでほぼ横ばいで推移した。この間，92年から97年にかけては，公募株式投信が大き

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

第2図　日本の投資信託純資産残高の推移



資料　投資信託協会『投資信託』
（注）1　08年のみ3月末，その他は12月末。
2　上図の区分以外に，契約型私募公社債投信，公募・私募証券投資法人が存在するが，残高が小さいため，上図では表示されていない。

く減少したが，公募公社債投信の増加や92年にスタートしたMMFの増加がこれを補った。

一方，98年から02年にかけては，公募株式投信が2000年にやや減少したものの総じて増加傾向となり，99年にスタートした私募投信も増加したが，MMFが大きく減少したため，全体の残高は横ばいで推移した。MMFの減少は，当時発生したエンロン事件によってMMFの元本割れが生じ，資金流出が増加したためである。

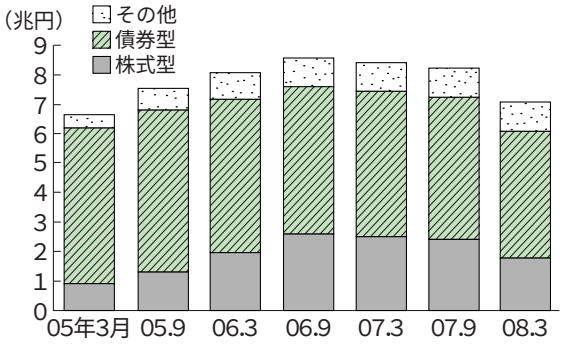
投信純資産残高が本格的に増加に転じたのは03年以降である。この時期には公募公社債投信やMMFは減少したが，公募株式投信の大幅増加が投信全体の増加を牽引し，また，私募投信も株式投信を中心に増加した。純資産残高の増加は，04～07年前半に大きかったが，サブプライムローン問題の影響もあり07年10月末をピークに直近では減少している。

08年３月末の投信純資産残高は106兆円に達しており，バブル期の89年12月末と比べて倍近くの水準にある。このうち，契約型公募株式投信が58兆円と過半を占め，契約型公募公社債投信とMMFは合計して12兆円であり，公募不動産投資法人が４兆円程度，契約型私募株式投信が32兆円の残高となっている。なお，公募私募合計した株式投信の残高は89兆円であり，投信全体の84％を占める。（注３）

以上は日本で設定された投信の純資産残高であるが，このほか外国で設定され日本で販売された投信（以下「外国籍投信」という）がある。外国籍投信は，ルクセンブルグやケイマン諸島などのタックスヘイブン地域で設定され，海外の有力運用会社によって運用されるものが多い。後記のように，日本の投信でも外国債券や外国株式を中心に運用するものが増えており，こうした動きとともに外国籍投信の保有も増え，第３図のように，08年３月末残高は債券型を中心に７兆円程度の水準にある（日本の投信と合計すると113兆円程度となる）。

（注３）株式投信は，投資信託約款で定める投資対象に株式を含むものをいい，株式への投資がわずかで大半が債券等へ投資するものであっても，株式投信に含まれる。

第3図　外国籍投信の純資産残高



資料　日本証券業協会「公募外国投資信託証券の状況」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

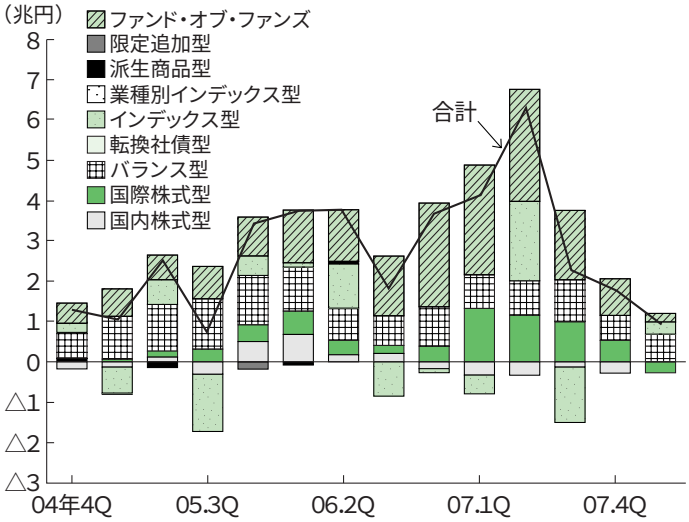
(2) 株式投信の増加とその要因

日本で設定された投信についてみると，バブル崩壊後は，株価低迷などを背景に公募株式投信の純資産残高は減少傾向にあったが，前記のように，98年以降は2000年にやや減少したものの総じて増加傾向となった。90年代後半以降の公募株式投信の純資産残高の増減を純資金流入部分と運用等増減部分に分けてみたのが第４図である。純資金流入額は98年以降プラスが続いたが，99～2000年には株価上昇が追い風となった。一方，01～02年には株価下落にも関わらず純資金流入額が増加したが，当時は国内金利が超低金利状態にあったことから，比較的金利が高く信用リスクの小さい海外先進国の国債を中心に分散投資する毎月決算型ファンド（毎月分配型を含む）(注４)などへの資金流入が増えたためである。

公募株式投信の純資金流入額は04年から急増したが，その大部分を占める追加型株式投信についてみたのが第５図である（商品分類は投資信託協会による）。04～05年にはバランス型やファンド・オブ・ファンズへの資金流入が増えている。バランス型は，約款上の株式組入限度が70％未満で，株式・公社債等のバランス運用あるいは公社債中心の運用を行うファンドである。前記の海外先進国の国債などを中心に運用する毎月決算型ファンドなどがこれに含まれる。ファンド・オブ・ファンズは，他の投信に投資するファンドであり，分散投資効果（運用会社を分散）や運用の効率性向上などに狙いがあるが，投資対象となる投信は，海外で証券運用を行う外国投信や海外REITなどが多かった。

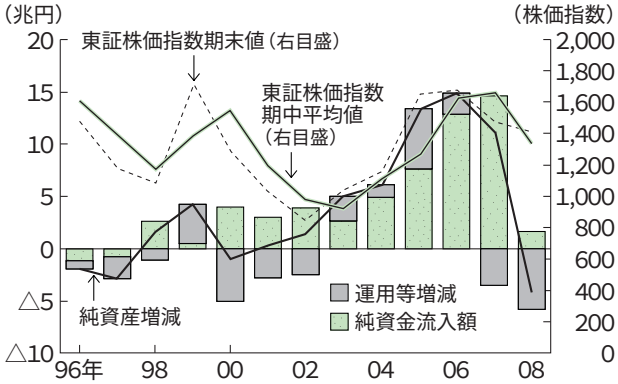
06～07年の時期には，国際株式型の増加やファンド・オブ・ファンズのさらに一段の増加がみられた。国際株式型は，約款上の株式組入限度が70％以上で主として外国

第５図　追加型株式投信の資金流入額



資料　投資信託協会『投資信託』

第４図　公募株式投信の純資産増減と株価の推移



資料　投資信託協会『投資信託』
（注）１　純資産増減＝純資金流入額＋運用等増減
２　純資金流入額＝設定額－解約額－償還額
３　96～07年は年間実績，08年は1～5月実績。
４　株価は東証株価指数を用いているが，NYダウなど海外の株価も方向性はほぼ同じである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

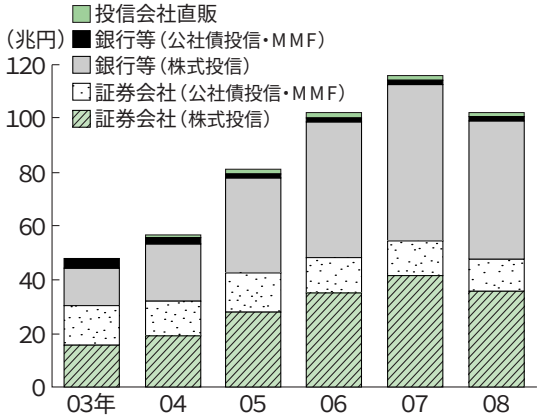
の株式に投資するファンドであり，BRICsに代表される新興国の株式に投資するものなどが増加した。ファンド・オブ・ファンズの増加は，引き続き，外国投信や海外REITなどに分散投資するものが多かった。（注５）

なお，残高は小さいが，独立系のベンチャービジネスなどが，ファンド・オブ・ファンズを利用して，独自の投資方針に基づいたファンドを組成する事例などもでてきている。（注６）

04年から07年にかけて資金流入額が大きかったバランス型ファンドや国際株式型ファンドは，外国債券や外国株式を主たる運用対象としているが，これらのファンドを設定する投信委託会社では，外国証券の運用をその分野で運用ノウハウが豊富な外資系運用会社に再委託するケースが多い。こうした外部委託ファンドの広がりや，他の投信で運用するファンド・オブ・ファンズの増加は，投信委託会社のビジネスモデルにも影響を与えつつあり，たとえば，運用の中核的部分は外部委託し，営業の主体を投信全体の管理や販売を行う登録金融機関へのセールス活動や投資セミナーの開催などに注力するような動きもみられる。

一方，90年代以降新たに参入した外資系運用会社や銀行系，保険系投信委託業者は，自ら販売力を持たなかったため，98年に銀行等の登録金融機関による窓販が認可されると，これらの登録金融機関を通じた投信販売が大きく増えることとなった。第６図は販売態別の契約型投信純資産残高の推移であるが，銀行等の登録金融機関が販売した投信の純資産残高は急速に伸張し，08年３月末でのシェアは52％に達している。登録金融機関が取り扱う投信商品は株式投信のシェアが圧倒的に大きい。

第６図　契約型投資信託の販売態別純資産残高



資料　投資信託協会『投資信託』
（注）１　契約型公募，私募投信の合計。
２　投信会社直販は合計値のみ表示。
３　銀行等にゆうちょ銀行は含めていない。
４　03～07年は12月末，08年は3月末。

（注４） この代表的なものとして，国際投信投資顧問（株）が設定したグローバル・ソブリン・オープン（略称グロソブ）がある。グロソブは08年３月末純資産残高が５兆円を超えており，日本で設定された投信では最大のファンドに成長している。

（注５） この時期に資金流入額が大きく増加したファンド・オブ・ファンズとして，ピクテ投信投資顧問（株）が設定したピクテ・グローバル・インカム株式ファンド（毎月分配型）がある。これは電力・ガス・水道などの世界の高配当の公益企業株で運用するファンドに投資するもので，08年３月末の純資産残高は２兆円を超え，前記のグロソブに次ぐ規模のファンドとなっている。

（注６） たとえば，浪花おふくろ投信（株）が設定した「浪花おふくろファンド」や，楽知ん投信（株）が設定した「らくちんファンド」などがある。いずれも，長期投資をコンセプトとするファンドである。なお，ファンド・オブ・ファンズではないが，さわかみ投信（株）が設定する「さわかみファンド」も，こうした性格のものとして位置づけられよう。

(3)　90年代以降の構造変化の特徴

前項までにみたように，日本の投信は，

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

90年代以降，特に，ビッグバン以降大きく変化してきた。これまでの変化の特徴として，次の３点をあげることができる。

第一は，投信商品が，証券業だけでなく銀行業や保険業等を含む金融業界共通の金融商品としての意味合いを持ってきたことである。投信商品は80年代までは本邦証券業界が提供する商品の一つといった性格のものであったが，93年以降，投信委託業に銀行業や保険業等からの進出が可能となり，これらの系列会社の設定するファンドが増えた。また，98年に銀行等による投信販売が認可されると，これらの登録金融機関を通じた投信販売が急増し，そのシェアは過半を超えるに至っている。

第二は，外債ファンドや外国株ファンドなどのように外国証券を中心に運用する商品が増加し，投信が個人の対外投資の手段としての位置づけを増してきたことである。少子高齢化の進展や人口減少社会の到来で，日本経済の成長力は低下し，超低金利状態が長引いている。個人が運用資産の投資効率の向上を図るには，海外の高成長地域の活力を取り込んでいく必要があるが，個人が自ら外国の特定銘柄の債券や株式を購入し運用することは現実的には難しい。これらを運用対象とする投信商品であれば，投資も比較的容易となる。実際に，前記のように，海外先進国の国債に分散投資するファンドや，BRICsなどの新興国株式に投資するファンドへの投資が増えている。

第三は，運用の外部委託やファンド・オブ・ファンズの解禁により，投信商品の設定の幅が広がり商品の多様化が進んできたことである。これまで述べてきたように，2000年代には外国債券や外国株式で運用するファンドが増えたが，これらの投信商品の設定は国内投信委託会社が行ったものであっても，外国証券の運用は外資系運用会社に再委託される場合が多い。また，ファンド・オブ・ファンズ方式により，一定のコンセプトのもとに内外のさまざまなファンドを組み合わせた投信を設計することも可能となっている。投信商品の多様化は，前記のように投信委託会社の事業内容にも影響を及ぼす一方で，投資者にとっては，個別の投信商品の内容をより深く理解する必要性を高めているものといえよう。

3　投資信託の投資者層の特徴と投資者保護

(1)　投資信託の投資者層の特徴

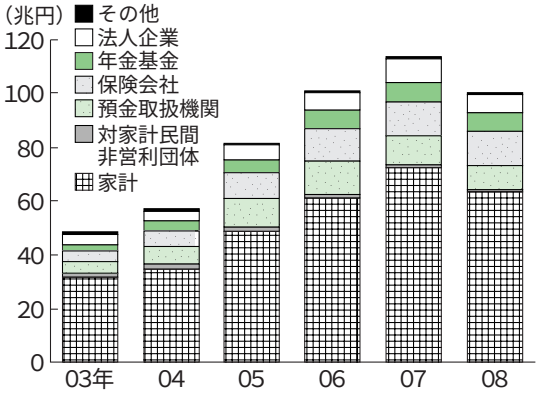
投信とは，株式や債券などへの分散投資を専門家に委託して行うものであり，投信の投資者は大半が個人である（第７図）。日銀「資金循環勘定」によれば，08年３月末時点の個人金融資産残高に占める投信のシェアは4.7％である。預貯金や保険商品に比べればシェアは低いが，５年前（03年３月末シェア2.0％）と比較すると倍以上に上昇している。

投資者が資産運用を専門家に委託するにはコストがかかり，投資者は委託会社や信託銀行に支払う信託報酬や販売業者に支払

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

う販売手数料などを負担する。資金運用を専門的に行う機関投資家であれば，自ら内外の株式や債券に投資し，ポートフォリオを構築すればよく，投信を購入する必要性は薄い。したがって資金運用のノウハウや資金運用に費やす時間が乏しい個人が投信を購入することになる。なお，第７図において，近年，保険会社の投信保有残高が増加しているが，これは変額年金保険の資金運用として私募投信の利用が増えていることなどを反映したものである。

第７図　投資信託の保有者別残高



資料　日本銀行「資金循環勘定」
（注）　03～07年は12月末，08年は3月末。

第２表　個人保有投資信託の年齢構成と保有内容

（単位　%）

年齢層	年齢別保有シェア	保有内容				
		株式投信	公社債投信	外国籍投信	不動産投信	ETF
20代	6.5	30.0	40.0	10.0	20.0	－
30代	11.8	50.0	44.4	44.4	5.6	11.1
40代	13.7	38.1	28.6	33.3	9.5	9.5
50代	26.8	63.4	48.8	39.0	24.4	7.3
60代	27.5	59.5	26.2	21.4	11.9	2.4
70代	13.7	76.2	38.1	28.6	28.6	9.5
全体	100.0	56.9	37.3	30.7	17.0	6.5

資料　投資信託協会『投資信託に関するアンケート調査報告書』（2007年11月）
（注）　保有内容のシェアは重複回答があるため，合計が100%にならない。

個人の投信保有についてみると，比較的年齢の高い層が保有する割合が大きい。投資信託協会が行ったアンケート調査（第２表）では，年齢層50歳代以上で投信の約７割が保有されている。総務省の「家計調査」や貯蓄中央委員会の「貯蓄に関する世論調査」などにおいても，ほぼ同様の結果がでている。投信の保有が比較的年齢の高い層に偏っているのは，20～40歳代では，子育てや住宅ローンの返済などにより家計の余裕資金が乏しく，投信の購入までには資金が回らないためとみられる。

投信保有者全体の保有内容についてみると，株式投信の保有が56.9%と過半を占め，年代別では高齢層の保有が多い。公社債投信の保有は37.3%と株式投信に次いでいるが，年代別では比較的若い層が多い。外国籍投信は30.7%が保有しており，年齢層では30～50代で高くなっている。不動産投信は比較的高齢層での保有が多い。ETFは全体の6.5%が保有している。

株式投信と外国籍投信は，公社債投信に比べると価格変動リスクや為替リスクなどのリスクが大きい。株式投信と外国籍投信を加えた投信の保有シェアはかなりのものとなり，比較的年齢の高い層でリスク資産を多く保有しているということができる。

(2)　投資者保護ルールの進展

前項で述べたように，株式投信や外国籍投信などリスクの大きい投信は，比較的年齢の高い層が中心となって保有している。これらの年齢層には，リスク商品に対する

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

知識や投資経験の豊富な個人もいるが，一方で，知識や経験の乏しい個人も存在している。

個人を念頭に置いた場合の投資者保護に関する考え方は，金融商品への投資は投資者自らが判断し，その結果に責任を負うという自己責任原則が基本ではあるが，現実には，業者と投資者の間には情報格差などが存在するため，的確な投資者保護ルールを設けていくということであろう。投信商品に関する現行の主要な投資者保護規定を整理すると第３表のようになる。

投信法では，67年に委託会社の受益者に対する忠実義務規定が設けられ，2000年には委託会社の各種禁止行為などを定めた受託者責任規定が設けられたが，これらのうち業者に関する規制は，大半が07年施行の金商法に引き継がれた。現行の投信法では，委託会社の責任規定（注7）や運用報告書交付義務などが定められている。

金商法では，運用業者に対するものとして，顧客に対する忠実義務や善管注意義務，利益相反行為の禁止などが規定されている。販売業者（登録金融機関を含む）を含む金融商品取引業者全体に対するものとして，広告規制や書面交付義務，虚偽説明や損失補てんの禁止，適合性の原則などが定められている。

広告規制では商品にかかるリスクの表示の適正さ，書面交付義務では契約締結前および契約締結時の書面交付が求められている。適合性の原則については，チェックシートの作成などを通じて，顧客の収入や財産の状況，および投資経験などから適合性がチェックされ，そうした顧客の適合度に対応した商品説明の実施とその面談記録の保管などが行われている。

金融商品取引業者等検査マニュアルでは，こうした規定に沿って内部管理態勢等が整備され，業務が行われているかどうかがチェックされることになっており，上記の投資者保護規定は，検査マニュアルに沿った態勢整備や金融当

第3表　投資信託に関する主要な投資者保護規定

関係法律	販売業者	委託者（運用業者）	受託者（信託銀行）
投信法		・投信委託会社の責任規定（21条） ・運用報告書交付義務（14条）	
金融商品取引法	・顧客に対する誠実義務（36条） ・広告等規制（37条） ・書面交付義務（37条の3, 37条の4） ・虚偽説明等の禁止（38条） ・損失補てん等の禁止（39条） ・適合性の原則（40条）	・顧客に対する誠実義務（36条） ・忠実義務，善管注意義務（42条） ・利益相反行為の禁止（42条の2） ・分別管理義務（42条の4）	
金融商品販売法	・顧客への説明義務（3条）		
信託法・信託業法			・受益者への忠実義務，善管注意義務（信託業法28条，信託法29条, 30条） ・利益相反行為の禁止（信託法31条） ・分別管理義務（信託法34条）

資料　関係法律を基にして作成
（注）1　法律の内容は08年1月までに公布されたもの。
　　2　広告等規制，書面交付義務，虚偽説明等の禁止，損失補てん等の禁止，適合性の原則は，金融取引業者全体にかかる規制であるが，上表では特に関係が深いと思われる販売業者の欄に記載している。金融商品販売法の顧客への説明義務も委託業者の直販業務には適用される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

局による検査の実施などを通じて検証されることになる。

このほか，金融商品販売法では，販売業者に対して，相場変動における元本欠損の可能性などの重要事項について説明することが義務づけられている。また，受託会社（信託銀行）に対しては，信託法や信託業法において，受益者に対する忠実義務や善管注意義務，利益相反行為の禁止，分別管理義務などが定められている。

07年９月末に金商法が完全施行され，銀行などの登録金融機関を中心に，上記の適合性の原則の実践や商品内容の説明などにおいて，金融当局の求める内容と金融機関の窓口との間での認識のギャップなどもあり，販売が落ち込むなどの混乱もみられた。こうした問題は，今後，さまざまな試行錯誤を通じて，時間の経過とともに共通認識が醸成され，解消されていくものと思われる。

（注７）委託会社の責任規定は，再委託先運用業者にも適用される（投信法第21条）。

４　今後の課題

これまでみてきたように，日本の投信は，規制緩和の進展や運用環境の変化などを背景に，03年以降投信純資産残高が急増するとともに，商品内容も海外運用を主体としたものが多くなるなど，大きく変化してきた。投信純資産残高の増加は，日本だけでなく，米国はもとよりフランス，ドイツ，英国などの欧州主要国，オーストラリアや香港などにおいて世界的にみられる現象である。これらの国でも，自国の市場以外での運用を主体とする商品が増えており，いわば，経済のグローバル化が，世界的に投信の増加を支えてきたということができる。昨年後半以降サブプライムローン問題の影響もあり，純資産残高はやや減少しているが，グローバルな運用に支えられた投信の拡大の構図には，今後も大きな変化はないものと思われる。

もちろん，これまで投資効率の良かったBRICsなどの新興国株式も足元では下落しており，こうした未成熟な市場への投資リスクにも考慮する必要がある。しかし，前述のように，日本は，人口減少社会を迎え国内の経済成長には限りがあるため，個人の運用資産の投資効率を上げていくには，海外の高成長国の活力を取り込んでいかざるを得ない。投信は，専門家が市場調査や銘柄選択を行って分散投資するものであり，グローバル化時代の投資商品として有力なものの一つといえる。

これまで行われてきた制度改革によって，投信は，個人にとって身近な商品となってきたが，今後さらに個人の資産運用手段として成長していくには，次のような課題を克服していくことが必要と思われる。

第一は，投信に対する信頼感の向上についてである。上記のように投信は身近な商品となってきており，委託会社の責任規定や販売業者の規制など制度上の投資者保護規定も整備されてきている。今後も法令遵守の姿勢の下で着実に業務を進めていくこ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

とにより，投信に対する信頼感を向上させていくことが重要であると思われる。

第二は，ファンド・オブ・ファンズの増加など投信商品の多様化が進むなかで，投資者が個別商品の内容をより深く理解する必要性が従来以上に増していることである。金商法の施行等により販売業者の商品説明義務がより厳しいものとなっているが，投資者の理解を深めるためには，投資者本人の努力とともに，販売業者だけでなく委託会社なども含めて分かりやすい商品説明や投資セミナーなどの実施，そのための担当者教育など業界全体としての取組みが求められよう。

第三は，手数料にかかる投資者の負担感についてである。投信の保有に関連して発生する販売手数料や信託報酬などのコストに対する負担感は，特に，運用効率が低下した時などに大きくなる。運用業者や販売業者は，手数料率の低いインデックスファンドなどの品揃えとともに，顧客に対する丁寧なサービスなどを通じて，投資者の負担感を和らげる努力が求められよう。

第四は，投資者層のすそ野の拡大とそのための金融投資教育の充実についてである。投信の保有者は50歳代以上の比較的年齢の高い層に偏っている。20〜40代は子育てや住宅ローンの支払いなどで余裕資金はそう多くはないが，01年にスタートした確定拠出年金の活用や積立型投信商品の販売促進などを通じて，比較的若い年齢層の投信保有を広げる必要がある。そのためには，学校教育も含めて，さまざまな場で金融投資教育を普及させていくことが効果的であろう。

＜参考文献＞

・岩崎薫里（2007）「個人の金融資産選択の現状と課題」日本総研『Business & Economic Review』11月号
・鈴木博（2008）「米国における投資信託の成長と日本への示唆」『農林金融』４月号
・田村威（2007）「投資信託販売の歴史と展望」野村アセットマネジメント『Fund Management』夏季号
・投資信託懇談会（2008）『「投資信託懇談会」報告書』投資信託協会，３月
・日本投資信託制度研究所編著（1997）『投信窓販ハンドブック』金融財政事情研究会
・林皓二・五月女季孝（2007）「家計貯蓄の中心を担い始める投資信託」野村アセットマネジメント『Fund Management』春季号

（専任研究員　鈴木　博・すずきひろし**）**

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。