

第1章 自己責任投資時代の資産運用

第1節	家計金融資産の現状と今後	2
	1. わが国の家計金融資産 (2) 2. 自己責任投資とは何か (6)	
	3. 自己責任投資時代の資産運用 (9)	
第2節	投資信託の現状と今後	12
	1. わが国の投資信託の変遷 (12) 2. 投資信託制度改革とそのねらい (15)	
	3. 海外の投資信託事情 (19)	
第3節	投資信託が担う役割	23
	1. 金融市場における役割 (23) 2. 金融商品としての機能、特性 (26)	

第2章 投資信託とは

第1節	投資信託の定義	30
	1. わが国における投資信託の位置づけ (30) 2. 契約型・委託者指図型投資信託 (31) 3. 契約型・委託者非指図型投資信託 (33) 4. 会社型・投資法人 (35)	
	5. 外国投資信託・外国投資法人 (36) 6. 上場投資信託 (ETF) (37) 7. 不動産投資信託 (39) 8. インフラ投資信託 (40)	
第2節	投資信託の代表的な形態	41
	1. 単位型と追加型 (41) 2. オープン・エンド型とクローズド・エンド型 (43)	
	3. 公社債型と株式型 (45) 4. ライフ・サイクル・ファンド (45)	
	5. ファンド・オブ・ファンズ (FOF) (46)	
第3節	公募投資信託と私募投資信託	49
	1. 私募投資信託の定義 (49) 2. 私募投資信託の活用 (50)	

第3章 契約型ファンドの運営（公募証券投資信託）

第1節	投資信託契約の締結	52
	1. 関係当事者とその役割 (52) 2. 投資信託約款 (54) 3. 受益証券 (57)	
第2節	運用ルール	58
	1. 投信委託会社の資格に関するルール (58) 2. 投信委託会社の行為に関するルール (59) 3. 運用のアウトソーシング（外部委託） (61)	
	4. 運用に関するルール (61)	
第3節	収益分配と換金	65
	1. 収益分配金の支払形態 (65) 2. 収益分配の時期と原資 (65)	
	3. 中途換金の方法 (66) 4. 償還 (68)	

第4章 契約型ファンドの運用設計（公募証券投資信託）

第1節	株式型ファンドの運用方針	70
	1. 基本方針 (70) 2. 運用対象財産に関する方針 (71) 3. 運用対象国に関する方針 (75) 4. 運用手法に関する方針 (78) 5. その他の方針 (85)	
第2節	公社債型ファンドの運用方針	88
	1. 基本方針 (88) 2. 運用対象財産に関する方針 (89) 3. 運用対象国に関する方針 (91) 4. 運用手法に関する方針 (92) 5. その他の方針 (94)	
第3節	投資信託協会による商品分類	98
	1. 新しい商品分類 (98) 2. 具体的な商品分類の基準 (100)	
第4節	運用プロセス	102
	1. 運用の流れ (102) 2. 意思決定の方法 (104) 3. 組入有価証券の売買 (106) 4. 組入株式の議決権行使 (107)	
第5節	組入資産の評価	108
	1. 評価の方法 (108) 2. 基準価額の算出 (113) 3. 外貨建資産の評価 (115)	

第5章 会社型ファンド（投資法人）

第1節	投資法人の意義	120
	1. 投資法人制度の導入としくみ (120) 2. 投資法人の活用 (124)	
第2節	投資法人の設立	127
	1. 関係当事者とその役割 (127) 2. 規約 (129) 3. 投資口と投資証券、投資主名簿 (130)	
第3節	運用ルール	131
	1. 運用・管理・一般事務の分離 (131) 2. 資産運用会社の資格に関するルール (132) 3. 資産運用会社の行為に関するルール (134) 4. 運用対象に関するルール (134)	
第4節	収益分配と換金	136
	1. 投資法人の計算と評価 (136) 2. 決算と金銭の分配 (136) 3. 投資口の払戻し (137) 4. 合併と解散 (138)	

本コースは、原則として、2017年1月末時点で施行されている法令等にもとづいて解説しています。

第 1 章

自己責任投資時代の資産運用

ねらい



自己責任時代の到来——これによりわが国の資産運用はどう変わるのか。とくに金融商品として重要性を増すと期待される投資信託はどう変わるのか、また、どう変わらなければならないのか。

国際化、各種規制緩和、情報化、投資技法の高度化のなかで、投資家のニーズはますます多様化してくる。投資信託はこれに応える最適の金融商品とみなされ、相次ぐ法改正により、設定形態や投資対象が大きく拡がってきている。問題は新しい入れ物に内容がついていけるのかである。運用する側も当然のことながら、投資家が自己責任原則を十分に認識するような啓蒙・教育活動も要求される。

第1節

家計金融資産の現状と今後

key
word

- ▶ 各経済主体間の資金の流れ
- ▶ 投資家の自己責任原則
- ▶ 家計の金融資産構成
- ▶ 金融持株会社
- ▶ おまかせ運用と自己責任運用
- ▶ 銀行窓口で投資信託販売
- ▶ リスクの認識
- ▶ 投資目的の設定

1. わが国の家計金融資産

(1) 家計は資金の出し手

資本主義経済の健全な発展にとって、「家計の余剰資金をどのような経路で価値創造主体である民間企業に流すか」ということは非常に重要なことである。家計の主要な構成員である個人は、個々人のミクロで見ると、資金余剰である人もいれば、資金が足りなくて困っている人もいるが、マクロの総体で見ると、一定期間で得た所得は同期間ですべて消費してしまわずに、将来や、不慮の事故等に備えて貯蓄するものである。そしてそれを金融機関による仲介を経て、企業部門に流すことになる。

家計の余剰資金は、民間銀行での預金や郵便貯金などとして貯えられたり、株式、債券、投資信託などの有価証券に投資される。あるいは、貯蓄者本人の意識はないかもしれないが、企業年金などのようにその運営機関が個々人に代わって有価証券等に投資している。その際、銀行、郵便局、保険会社、証券会社等の金融機関はその流れをスムーズにする仲介機関としての役割をもつことになる。

それでは、仲介機関から先への資金はどのような形で流れ、資金の出し手である家計に還流してくるのだろうか。資本主義経済における「最も典型的な流れ」は、家計から金融機関へ、金融機関を通して民間企業へと流れるパターンであろう。なぜなら企業が営む事業（ビジネス）が最も効率的に新たな付加価値を創造すると考えられているからである。したがって、銀行に集められた資金は企業に貸し出され、企業がビ

ビジネスで生んだ付加価値の一部から貸し出された資金に対する金利が支払われる。また、株式という形で企業に投下された資金に対しては配当という形で、企業が生み出した付加価値の一部が支払われるのである。

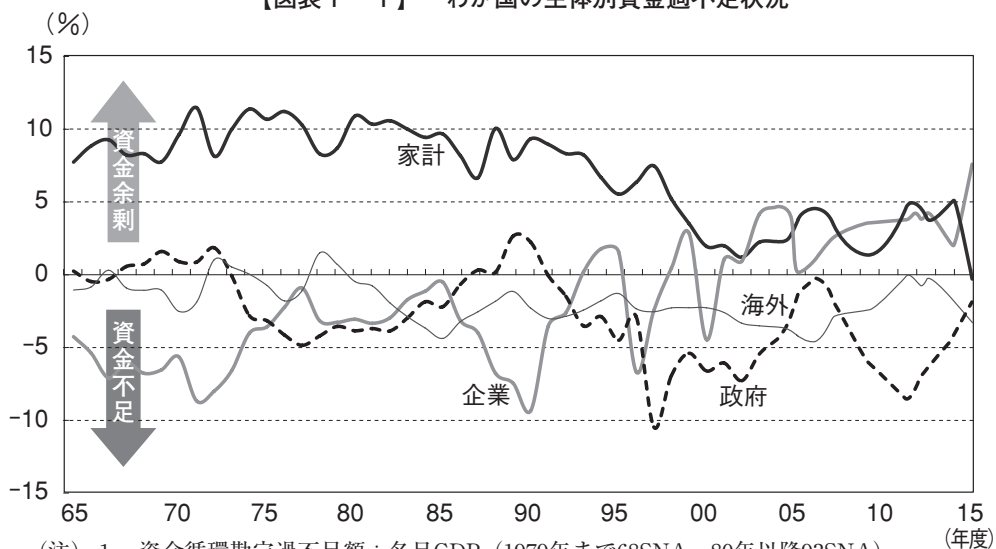
(2) 企業が資金不足状態になるのが正常な姿

わが国における現実のお金の流れをみたのが、**図表1-1**である。わが国の経済のプレイヤーである経済主体を、それぞれ、家計、企業（民間非金融法人企業）、政府、海外に分け、それぞれの資金過不足額をその時期の名目GDP額に対する比率で表したものである。図表の上半分が資金余剰、下が資金不足となっている。こうしてみると、家計は高度成長期以降ずっと資金余剰主体であり続けているのがわかる。最近になってその余剰額が相対的に小さくなっている。

ところが、資金不足主体であるのが普通といわれる企業部門が、1990年代半ば以降概して資金余剰主体になってきている。こういうパターンは成長を続ける資本主義経済では稀なことであり、わが国でも日本銀行が資金循環勘定の作成を始めた1954年以来初めてのことであった。近年では、02年以降14年連続してこの状態が続いている。

この状況は一体何を意味しているのだろうか。理由はさまざまあって、そのうちの1つは、企業が過去の資金調達、投資の蓄積が過剰になり、その調整に走ってきたこ

【図表1-1】 わが国の主体別資金過不足状況



- (注) 1. 資金循環勘定過不足額÷名目GDP (1979年まで68SNA、80年以降93SNA)
 2. 2005年度から独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構が中央政府に分類された。2004年度まで旧道路関係四公団は公的非金融法人企業（グラフにはない）に分類されていた。継続性を重視するため政府からこれを除いた。

(出所) 過不足額は日銀「資金循環統計」。

と（いわゆるストック調整）であろう。銀行の不良債権問題もこのなかに含まれる。また、新たな付加価値を生み出す新規事業や設備投資が少なく、事業や設備の縮小過程に入っていることなども考えられる。

企業が資金余剰主体に陥る一方で、代わって資金不足主体に躍り出たのが政府部門である。政府はバブル崩壊以降のわが国経済を支えようと、1992年から2000年まで公共投資の増大等の財政政策をとってきた。その後、公共投資は抑制されたが、社会保障費の拡大、税収不足などが資金不足の要因となった。

以上をまとめると、

- ① 通常に発展する資本主義国では、家計の余剰資金が常時資金不足主体であるはずの企業に流れる
- ② 現在のわが国は、企業が資金余剰主体になり、代わって政府が大きな資金不足主体になっている

ということである。

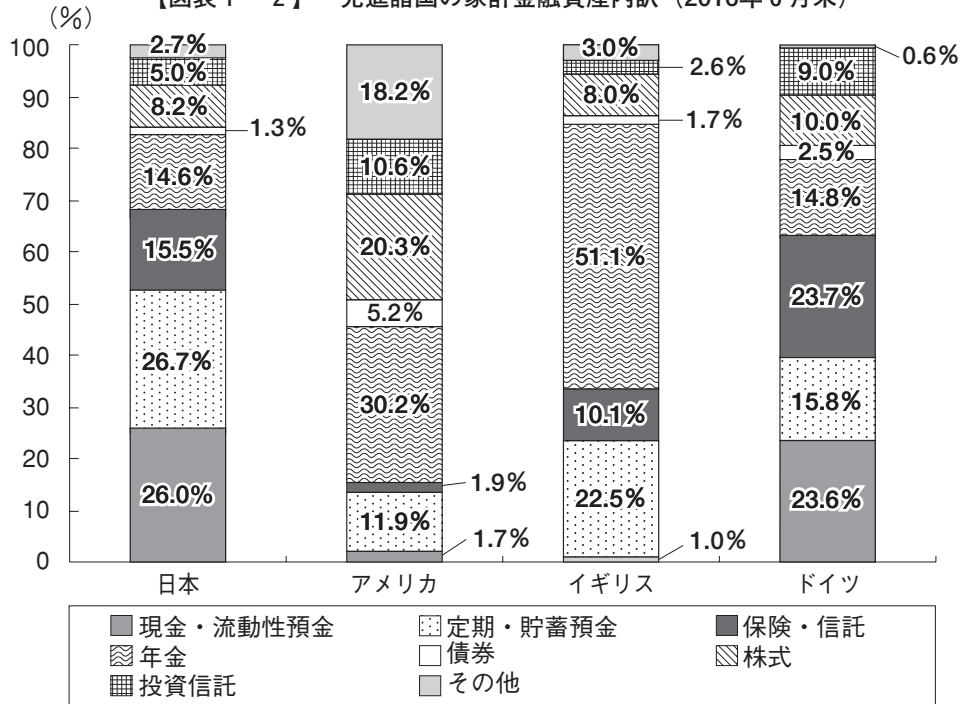
近年政府が推進している「日本再興戦略」は、最も効率的に付加価値を創造する企業部門が新たな投資先を見出し、家計の余剰資金をさまざまなルートで調達し、調達した資金にプラスのリターンを付加して次の投資を可能にするという、好循環過程に入ることを目指している。

(3) 変化の兆しが表れはじめた家計の金融資産構成

さて、家計の金融資産の構造はどうなっているのだろうか。わが国の家計金融資産は約1,700兆円にのぼり、絶対額としてはアメリカに次いで第2位である。その構成は図表1-2のようになっている。参考のために、主要先進諸国の状況も示した。家計の金融資産残高は一朝一夕にできたものではなく、その国の家計の蓄積の歴史を表している。したがって、良い悪いの判断ではなく、ましてこれがベストであるという割合もない。たとえばイギリスでは、公的年金の制度がほかに比べて充実しているとはいえないため、私的年金を含む保険・信託・年金のウエイトが最も高くなっているというような、歴史、社会的背景を表しているのである。

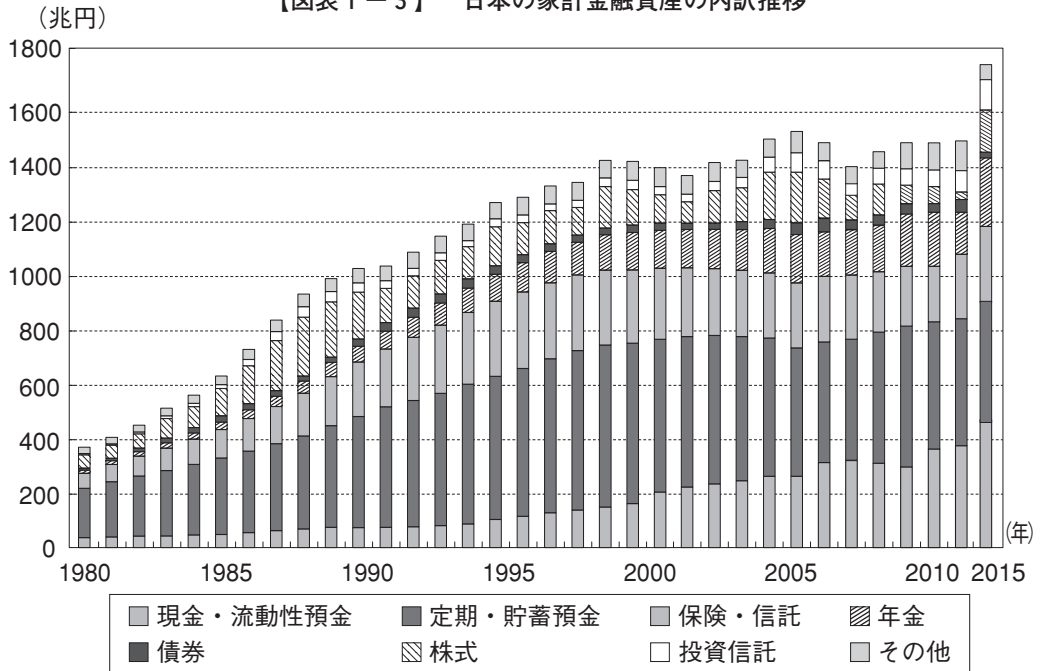
しかし、欧米諸国の内訳に比べると、わが国は次の点で極端な姿を呈している。

【図表1-2】 先進諸国の家計金融資産内訳 (2016年6月末)



(出所) 日本：日銀 (資金循環統計)、 アメリカ：FRB (Flow of Funds)、
イギリス：ONS (Financial Statistics)、 ドイツ：Bundesbank (Monthly Report)

【図表1-3】 日本の家計金融資産の内訳推移



(注) データは各年度末を使用。 (出所) 日本銀行

- ① 流動性預金、定期・貯蓄預金を合計したいわゆる預貯金の比率が50%超と際立って高い
- ② その分、債券、株式、投資信託といった有価証券投資の比率がきわめて小さい

この金融資産構成にも変化の兆しが表れはじめた。超低金利の長期化、ペイオフの実施、「貯蓄から投資」への流れを意識した証券税制改革、株式売買手数料の自由化やインターネット取引の広まりなどのさまざまな環境変化に加え、景気の回復やそれに伴う日本株市場の上昇もあいまってリスクマネーが動き出し、投資信託を中心とする有価証券投資に向かう比率が徐々にではあるが、増えてきたのである（図表1-3参照）。

2. 自己責任投資とは何か

(1) 「おまかせ運用」と「自己責任投資」

最近、「自己責任投資」あるいは「自己責任運用」の時代といわれている。「自己責任投資と対照的なのが「おまかせ運用」であると考えれば、おのずとその性格が具体的に変わってくる。

つまり、運用や投資に関するリスク・リターンが、資金の出し手に帰属するのが「自己責任投資」であり、「自己責任運用」ということができる。反面、運用や投資の成果であるリスク・リターンが、資金の最終的な出し手ではなく、資金の最終的な受け手である企業、産業ないし国家、あるいはその中間にある金融機関に属するのが「おまかせ運用」である。

前者の代表が有価証券投資であり、後者の代表が預貯金であると考えれば一層区別が鮮明になろう。有価証券投資のリターンは、有価証券の保有者が受け取る配当金や債券の利子といったインカム・ゲイン（ロス）と、有価証券そのものの価格変動に伴うキャピタル・ゲイン（ロス）の2つからなることは周知のとおりである。そして、資金の出し手にとっての最大の問題は、価格変動に伴うキャピタル・ゲイン（ロス）が不確定であり、インカム・ゲインとキャピタル・ゲイン（ロス）を合わせたリターンがあらかじめ判らないということにある。

一般に、リターンの不確実性を「リスク」とよんでいる。有価証券投資ないし売買

は、その行為に伴う手数料や、投資信託に特有の信託報酬などのその他のコストはあらかじめ確定できるのに、リターンがいくらになるのか、その確実性はどの程度あるのかがあらかじめ判らないところに特色がある。そのうえで、投資や運用の成果はすべて資金の出し手に属することになる。

一方、「おまかせ運用」の代表である預貯金はどうか。預貯金として集められた資金はいったん銀行や系統金融機関の債務となり、そこから企業等への貸出しや有価証券投資となる。預貯金者にはあらかじめ決められた利息を支払い、元本も制限付きで保証されるが、それ以外の預貯金者に対する見返りも負担もない。預貯金によって集められた資金を銀行等が企業等への融資や有価証券投資に投下するが、そこからあがる収益や貸倒れ等の損失は、すべて銀行がとることで成り立っているのである。預貯金者は、どこに貸し付けるのかどこに投資するのかはすべて銀行に「おまかせ」するのである。

「おまかせ運用」を銀行や系統金融機関の預貯金に代表させたが、郵便貯金も、生命保険も、損害保険も同じである。銀行や系統金融機関の預貯金者も、郵便貯金の貯金者も保険の加入者もあらかじめ決められたリターンが確保できれば、何も文句はないのである。

(2) 「おまかせ運用」から「自己責任投資」へ

高度成長時代のわが国の資金の流れは、「おまかせ運用」が主流であった。先進国に追いつこうとする国家政策は、広く国民（＝家計）から預貯金という形で資金を大量に集め、その資金を国家が重要と考える産業に重点的に投入していった。それが「傾斜生産方式」であり、のちの「重化学工業化」戦略を効率的かつ迅速に推し進めることを可能にしたといわれている。戦争ですべてを失ったわが国が復興するための最も効率的な方式であった。資金の配分は国家、ないし銀行が決めることなのである。したがって、広く預金者（＝家計）は自分達の資金がどこにどのように配分されるかに興味をもつよりも、あらかじめ定められたリターンが確保でき、元本が保証されれば、それ以上のことは望まなかったのである。もちろんそこでは、資金の出し手に対する教育・啓蒙など必要はない。ただ、儉約、貯蓄が美德であるというキャンペーンが重要であった。

しかし、ここ10数年来のわが国経済の動向をみると、この方式がどうも上手くいかないのではないかという疑念が、資金の出し手に芽生えはじめている。

そこで脚光を浴びてきたのが、「自己責任投資」なのである。せっかく苦勞して余

裕資金を作ったのだから、これを他人任せにせずに（この投下先を資金の出し手である家計がコントロールし）、リスク・リターンのもろすべてを受け取ることはできないのだろうか、という考えである。もちろんお金の運用に関してまったくの素人である個人（＝家計）が、国家や銀行や保険会社になりかわって運用し、すぐに成果をあげられるほど簡単な世界ではない。しかし、少しずつ勉強や経験を積み重ね、自分でリスク・リターンを負担しながら余裕資金を増殖させる方法がないのだろうか。これが、自己責任投資の原点なのである。

2001年から確定拠出年金制度が発足した。従来の確定給付年金制度はプールされた資金を信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社などが運用を受託していた。一方、確定拠出年金は、加入者が退職までの年数や、保有資産、年間の収入などを考慮しながら、自分に合った金融商品、貯蓄商品を組み合わせていくのが基本である。確定拠出年金の採用企業も急速に拡大する見通しで、年金運用の世界にも自己責任運用の波が押し寄せているといえる。

(3) 自己責任投資のために必要なインフラ

「おまかせ運用」から「自己責任運用」へ一気に変換するわけではない。たとえば投資対象先である民間企業が、投資資金の出し手である投資者を満足させる収益・リターンをあげるといふ確信がもてなければ、貯蓄を株式や社債に変えるということはないであろう。しかし、民間企業や産業もリストラの断行や新規事業の拡大を虎視眈々とねらっている。構造改革が上手く行き、企業の収益も上昇してくるといふコンセンサスができれば、わが国の資金循環も大きく変わってくるだろう。すなわち、わが国の構造改革が進行するに従い、現在の不況からの脱出の道筋がみえ始めると、1998年以降資金余剰に墮していた民間企業部門はあらためて資金を調達してくることになる。その際、従来のように家計の資金がほとんど預貯金に集まり、間接金融経路で企業に流れるしくみにはならないであろう。直接金融ないしは投資信託のようなしくみを通して資金を必要とする主体に流れ込むようになると考えられる。

これまで間接金融で成り立っていたわが国の金融システムも、1998年、2000年を機に大きく変更を迫られてきた。証券取引法（当時）や投資信託法などの法制度改革が大急ぎで進められたのは、こういった新しい金融の流れを予見してのことであった。

しかし、いかに法制度改革が進み、新しい制度や商品が出現しても、その運営の一端を担う人間の意識が変らなければ、新しいシステムはうまく機能しない。金融に携わる人間の意識で最も大切なのは、投資家が自己責任投資をするためには、さまざま

な情報を得なければならないということである。金融機関がすべてのリスクとリターンをとって、資金の出し手にはあらかじめ約束された金利と元本を保証するのであれば、資金の出し手に対して説明することはあまり多くはない。しかし、自己責任投資の場合は、金融商品の提供者が説明責任を果たさなければ健全な投資とはならないのである。金融に携わる者、投資家と直接接する者が果たすべき役割を遂行してはじめて、わが国は自己責任投資の時代に入ったといえるのである。

3. 自己責任投資時代の資産運用

(1) 拡大する投資機会

投資機会はここ数年で飛躍的に拡大した。具体的には以下の諸点である。

- ① 地域分散（グローバル投資）
- ② 通貨分散（国内においても多様な外貨預金、外債投資、外国投資信託の購入が可能）
- ③ 豊富な金融商品
- ④ 多種多様な投資方法の利用
- ⑤ インターネット取引によるアクセス先の豊富さ（土、日曜日でも受付可能）
- ⑥ 手数料自由化、有価証券取引税撤廃等による取引コストの軽減
- ⑦ 格付機関や投資コンサルティング会社からの豊富な情報提供

これらは、5年前、あるいは10年前と比較すると様変わりしたとあってよいほどの前進である。日用品がコンビニエンス・ストアにより24時間供給されるのと同様のサービス形態が金融商品においても行われるようになってくる。預金者や投資者にとっては、便利な時代の到来といえるのである。

本コースの主題である投資信託においても、上記の投資機会の拡大はすべてあてはまるのはいうまでもない。

(2) さまざまなリスクの概念を十分に認識する必要性

投資機会の拡大は、その裏側をみればリスクの拡大ともなる。リスクにもさまざまな種類があり、十分に注意を払う必要がある。

まず、カントリー・リスクがある。1998年9月のロシア危機発生の際のロシア国債の暴落が好例であろう。これにより、ノーベル賞学者が経営陣に加わっていたヘッジ・

ファンドが破綻に追い込まれている。2001年のアルゼンチン国債のデフォルトも記憶に新しい。

海外投資には為替リスクがつきものである。円高の場合は為替差損により、インカム・ゲインはもちろん、キャピタル・ゲインまでも、あっさりと吹き飛ぶケースも少なくない。為替レートは主要国間の政治力学が働く「政治商品」的な性格もあるので、ファンダメンタルズ以外の読みも要求されてくる。

信用リスク（クレジット・リスク）も無視しえない。2001年に、わが国ではマイカルの破綻で同社の社債がデフォルトとなり、アメリカではエンロン社の破綻が世界の金融市場に波紋を残した。投資対象が確定利付証券だからといって必ずしも安心はできないのである。さらに、ペイオフが完全実施され、預金者1人あたり1,000万円を超える部分とその利息等については保証がなくなった。有価証券投資ばかりではなく、預金についてもクレジット・リスクには注意を怠れない。

リスクのうち、不可避といえるのが価格変動リスクである。株式や投資信託はもちろん、国債といえども、価格は時々刻々と変動して止まない。なかでも株式は、ハイリスク・ハイリターンである。ただ、価格変動リスクについては、過去50年間に、アメリカを中心として世界中での研究が進み、組み合わせによるリスクの低減や分散効果などが実証されている。

流動性リスクのチェックも重要である。買いたい時に買えないのは困るが、売りたい時に売れないのはさらに困るからである。

(3) 投資目的と自己責任原則の確立

「何のために投資をするのか」「どの程度のリスクなら許容できるのか」「最終的な投資決定は自己責任で行えるか」など、あらためて自問自答する必要がある。これは巨大な機関投資家から個人投資家にいたるまで、共通する基本的な事項といえる。

投資目的は投資ニーズと表裏一体化しているはずであり、投資行動を起こす前に明確にしておかなくてはならない。リスクについては、最悪のケースを想定しておくことも必要であり、そのためには金融資産の分散（地域、通貨、商品、満期日の長短、投資タイミングなど）を心掛けるべきであろう。

そして最後は、甘えのない自己責任投資の確立である。そのためには、それ相応の努力が怠れない。少なくとも、投資対象に対する理解がなければ、自分の意図する投資にマッチするかどうかの判断さえできないのである。

以上のことを、投資家と向き合う販売者サイドからみると、おのずと自己責任投資

時代の販売者のあり方がわかってくる。金融商品取引法（2007年9月30日から証券取引法は金融商品取引法に改正され施行された）における「適合性の原則」、「顧客に対する誠実・公正義務」、「損失補填の禁止行為」等は、投資家が自己責任による投資を行う際の前提をなすものである。金融商品取引法、投信法に盛り込まれた「ディスクロージャー規定」も同様に投資家の自己責任投資を担保するものである。



個人情報の取扱いと管理について

株式会社経済法令研究会（以下、弊社）は、個人情報の重要性を認識し、その保護の徹底を図るため、通信教育事業における個人情報の厳格なる取扱いおよび管理に努めています。

1. 個人情報利用の範囲

弊社通信教育受講お申し込みにより知り得た個人情報については、通信教育の実施・運営（教材、添削レポート、修了証等の発送および成績管理、受講料の入金管理等）および通信教育情報の提供に限った利用としています。

2. 個人情報の管理

弊社が所有する個人情報については、適切・厳重に管理し、第三者の不正なアクセスによる漏洩、流用、改ざん等を防止するため、万全のセキュリティ対策を講じています。原則として、受講者ご本人または教育ご担当者の同意なしには第三者に開示することはありません。

なお、業務の運営上必要な範囲において第三者へ業務委託する場合には、業務委託会社と契約を締結し、個人情報についての法令等を遵守し、適切な管理を行うよう義務付けています。

株式会社 経済法令研究会

とう し しん たく 投資信託アドバイザーコース text 1

発行人 金子幸司
発行所 (株)経済法令研究会
〒162-8421 東京都新宿区市谷本村町3-21
代表 03(3267)4811 企画・制作 03(3267)4814
受講手続・変更連絡等 03(3267)4813

営業所／東京 03(3267)4812 大阪 06(6261)2911 名古屋 052(332)3511 福岡 092(411)0805

表紙デザイン・本文レイアウト／風草工房 イラスト／森下昌彦 制作／宇津木千恵 印刷／富士リプロ(株)

“経済法令研究会グループメールマガジン” 配信ご登録のお勧め

当社グループが取り扱う書籍、通信講座、セミナー、検定試験情報等、皆様にお役立ていただける情報をお届け致します。下記ホームページのトップ画面からご登録いただけます。

☆ 経済法令研究会 <http://www.khk.co.jp/> ☆