

二十訂版はしがき

本書は、1998年に初版が発行されました。当時は日本の金融制度の大改革に向けて、金融・証券のあらゆる分野で抜本的な改革が急ピッチで進行していた時期で、投資信託は今後の個人金融資産運用の主要な柱になるものと期待されました。1998年12月には半世紀ぶりに投資信託法が全面的に改正され、新しいタイプの投信の導入や大幅な運用規制の緩和、投信業務の自由化が行われました。

なかでも画期的な改革は、銀行等金融機関による投信窓販の解禁です。投信窓販はそれまで証券界だけの商品であった投資信託を、広く金融機関が取り扱う商品に変身させたのです。これによって、投資信託購入者は株式投資家層から銀行預金者層に広がることになり、「貯蓄から投資へ」の流れが大きく加速されました。

1998年以降今日までの間に、投資信託は販売面だけでなく商品、運用、ディスクロージャーの面でも様々な改革や規制緩和が行われてきました。1998年の投資信託法改正による会社型投信、私募投信の導入、2000年の改正による運用対象の拡大を受けた不動産投資信託の創設、2001年の上場投資信託（ETF）の導入、2004年の目論見書制度の改正など、投資信託を投資家に魅力のある投資商品とする施策が次々と打ち出されてきました。そして、2006年には、金融（投資）商品の販売や運用、サービスを横断的に規制する「金融商品取引法」が成立、その後2012～2014年には、国内外の経済・社会情勢の変化に対応して投資信託制度の抜本的な見直しが行われ、投信法・金商法の大規模改正が行われました。そして2015年以降においては、政府の「日本再興戦略」のもと、投資信託を通じた家計の資産形成の促進策が打ち出され、数々の制度改正が行われてきています。さらに2022年には「新しい資本主義」実現のための「資産所得倍増プラン」

ii 二十訂版はしがき

が決定され、その柱として「NISA」（少額投資非課税制度）の拡充・恒久化が打ち出されました。

本書は、このような投資信託の法律改正や制度の改革、運用・販売慣行の変革、業界を取り巻く環境の変化などを反映して改訂を重ね、今回 20 回目の改訂を行いました。

二十訂にあたっては、2014 年に施行の改正投資信託法ならびにそれにもとづいた制度改正の内容、および日本再興戦略にもとづく 2015 年以降の制度改正について、それぞれ一節を設け、実務の観点から詳述しました。また、2024 年から導入される「新しい NISA」（少額投資非課税制度）および投資運用面が改正された確定拠出年金制度の内容、投資信託の役割りについても詳しく解説しました。

日本の投資信託は、抜本的な制度改革の効果と近年の証券市場の回復により、90 年代からの長期にわたる不振期を脱して 2000 年代に新しい発展期を迎え、2023 年 7 月末の投資信託残高は 188 兆円に達しています。少子高齢化が進むなか、投資信託が今後とも個人金融資産の形成・運用における「貯蓄から投資へ」の流れの主流となっていくことは間違いありません。本書がそうした投資信託の発展のために少しでも貢献できれば幸いです。

最後に、本書の改訂・編集に多大のご尽力をいただいた経済法令研究会の西牟田隼人氏、櫻井寿子さんに心から御礼申し上げます。

2023 年 10 月

田 村 威

はじめに

わが国の投資信託は2001年に制度開始後50年を迎えます。2001年といえば、時を同じくして金融大改革（日本版ビッグバン）の達成が予定されており、その目標に向けて、目下、金融・証券のあらゆる分野で抜本的な改革が急ピッチで進んでいます。

中でも投資信託は金融大改革の一つの目玉と目されており、半世紀にわたる歴史の中でも、かつてないほどの抜本的な制度改正や大幅な運用規制の緩和、業務の自由化が行われてきています。そうした改革を受けて、国内・国外の金融機関や資産運用会社が競って投資信託ビジネスに参入してきています。

バブル経済の崩壊、深刻な証券不況の打撃を受けて、現状は非常に厳しいにもかかわらず、投資信託が今日、各方面から注目を集めているのは、21世紀の個人金融資産の運用の中核となるのは投資信託であると考えられているからであります。

高齢化社会の到来で自助努力による年金への依存度が増大する一方、経済成長率の鈍化や金利の低水準が予想される中、家計の金融資産の効率的運用は何にも増して重要であり、従来の預貯金一辺倒から投資商品への運用が求められています。

「投資信託はあらゆる投資家の投資ニーズを満足させられる商品である」と欧米では言われています。それは投資信託が「仕組み商品」であり、仕組み方いかんによって、ハイリスク・ハイリターンファンから、ローリスク・ステディ（着実な）リターンファンまで作り出すことができ、個人金融資産の多様な運用を可能にするからです。

21世紀にわが国の投資信託がどのような姿に発展していくか、その将来展望にあたっては、投資信託の基本の正しい理解と、わが国の投資信託

の現状の十分な認識が欠かせません。

本書はそうした観点から、わが国の投資信託の仕組みや運営の実際について解説しています。記述にあたっては、できるだけ具体的に、事例を多く取り入れて、実務の即戦力となるよう心がけました。同時に、ただたんに制度やルールの解説だけでなく、なぜ、そのような商品やサービス、運用や販売手法が開発され、実施されるようになったか、その背景や考え方についても多くの紙幅を割きました。

本書は投信ビジネスに携わる人はもとより、投資信託に関心のある一般読者にも理解されるよう、できるだけ平易に記述したつもりです。しかし内容は、最新の内外の投資信託に関する論調や筆者のこれまでの研究等も随所に織り込んでありますから、専門家の参考にもなり得ると信じます。

本書の執筆時点では、日本版ビッグバンに関する金融システム改革法案はまだ成立しておらず、投資信託制度の改革も全容は明らかではありません。したがって、本書では制度の解説は現行の法規によるものであることをお断りしておきます。ただ、改革の方向については、証券取引審議会の討議経過等をふまえて記述してありますから、おおよその輪郭はつかめるものと思います。改革法案が成立した後に、機会があれば改めて加筆したいと考えています。

本書の執筆にあたり、各種の資料の提供や助言をいただいた、日本投資信託制度研究所の杉田浩治取締役はじめ研究員の皆様に心から感謝の意を表する次第です。

最後に、本書の刊行についていろいろとご配慮いただいた経済法令研究会の吉川和美さんにお礼申し上げます。

1998年3月

田 村 威

CONTENTS

はしがき

I 投資信託の仕組み

1 投資信託と預金	2
1 金融仲介機関	2
2 金融仲介の性格	3
3 リスクの負担	3
4 ディスクロージャー	4
5 時価評価	5
6 スプレッド収入とフィー収入	5
2 直接投資と間接投資	6
1 直接投資と間接投資の比較	6
2 投資信託と投資顧問	7
3 資産変換	7
3 投資信託の特質	9
1 投資信託の特質	9
2 わが国の投資信託の定義	10
コラム 名は体を表わす	14
4 投資信託の形態	15
1 契約型と会社型	15
2 オープン・エンドとクローズド・エンド	15
3 世界の投資信託の分類	16
4 オープン・エンド投資信託のメリット	17
5 日本の投資信託の仕組み	20
6 投資信託の運営機構	23
1 委託会社	23
2 受託会社	25

- 3 販売会社（証券会社および登録金融機関） 26
- 4 受益者 27
- 5 信託約款の届出制 28
- 6 関係会社の破綻と信託財産の保全 29

II 日本の投資信託の歴史

- 1 概 観34
 - 1 最初の投資信託 34
 - 2 現行の投資信託の発足 35
 - 3 投資信託の成長の軌跡 36
- 2 商品の変遷45
 - 1 単位型・追加型株式投資信託 45
 - 2 公社債投資信託の発足 46
 - 3 ファミリー・ファンド方式の採用 46
 - 4 スポット型の増大 47
 - 5 中期国債ファンドの創設 48
 - 6 MMF・MRF の登場 50
 - 7 新しいタイプの投資信託 51
 - 8 日本の投資信託商品の特徴 51
- 3 運用の変遷53
 - 1 運用制度の変遷 53
 - 2 運用内容の変遷 55
 - 3 運用パフォーマンス 58
 - 4 日本の投資信託運用の特徴 58
- 4 販売面の変遷60
 - 1 証券会社が運用・販売 60
 - 2 公開販売 61
 - 3 直接販売の導入 62
 - 4 販売チャネルの拡充 63
 - 5 日本の投資信託販売の特徴 64

5	制度の変遷と投信改革	66
1	委託会社の登録制から免許制への移行	66
2	委託会社の分離・独立	66
3	40年証券不況と投資信託法の改正	68
4	投信委託業務への新規参入	69
5	1994年の投信改革	70
6	証券市場の総合的改革と投資信託の整備	72
7	1998年の投資信託法改正	73
8	2000年の投資信託法改正	78
9	2001年から2005年の制度改正	80
6	金融商品取引法の成立と投資信託法の改正	82
1	金融商品取引法の成立	82
2	金融商品取引法の基本観	82
3	2006年の投資信託法改正	85
4	2008年の金融商品取引法・投資信託法の一部改正	87
5	2009年から2012年の制度改正等	89
6	2013年成立・2014年施行の改正投資信託法に基づく制度改正	93
7	金融・資本市場の活性化政策による2015年以降の制度改正等	101

Ⅲ 投資信託商品の種類

1	形態による分類	118
1	単位型投資信託	118
2	追加型投資信託	118
3	株式投資信託	119
4	公社債投資信託	122
5	ファンド・オブ・ファンズ	127
6	上場投資信託 (ETF)	127
2	投資方針等による分類	130
3	投資家のタイプに適合したファンド・バラエティ	133
1	一任型投資家向け	134

viii 目 次

2	自己運用型投資家向け	139
3	積極値上がり益追求型	142
4	成長重視型	144
5	成長・安定志向型	146
6	利回り重視型	146
7	安定重視型	148
8	海外投資型	148
9	不動産投資型	150
10	法人・機関投資家向け	151
11	企業の従業員向け	153
12	税優遇の対象	158
13	投資期間対応	162
14	ESG 投資	163
4	会社型投資信託	164
1	1998年投信法改正の最大の目玉	164
2	半世紀にわたる懸案	164
3	会社型投信の仕組みと特徴	168
4	実体はペーパーカンパニー	172
5	契約型との相違点	172
5	私募投資信託	174
1	私募投資信託の導入	174
2	私募投資信託の定義	176
3	私募投資信託のメリット	179
4	私募投資信託の商品バラエティ	180
5	海外の私募投資信託	182
6	外国投資信託	184
1	外国投資信託とは	184
2	外国投資信託の国内での販売	184
3	外国投資信託の特徴	186
4	外国投資信託と国内投資信託の規制一本化	187

5	外国投資信託の選別基準	188
6	外国投資信託売買の実際	189
7	不動産投資信託	190
1	不動産投資信託の定義	190
2	不動産投資信託の形態	191
3	不動産投資信託の仕組み	191
4	不動産投資信託の上場	193
5	不動産投資信託の種類	193
6	ヘルスケアリート	194
7	不動産投資信託のメリット	195
	コラム ウォールストリート・ルール	196
8	インフラ投資信託	197
1	インフラ投資信託導入の経緯	197
2	インフラ投資信託の定義と位置づけ	197
3	インフラ資産等	198
4	インフラ投資信託の形態	199
5	インフラ投資信託の仕組み	199
6	インフラ投資信託の上場制度	201
7	インフラ投信とインフラファンド	202

IV マーケティング

1	販売チャンネル	204
2	証券会社経由のチャンネル	206
1	指定証券会社	206
2	金融商品仲介業者	207
3	金融サービス仲介業者	207
4	証券外務員	209
3	投信会社の直販チャンネル	210
1	受益証券の発行者	210
2	直販のルート	211

4	銀行等金融機関経由のチャネル	212
1	二つの販売チャネル	212
2	店舗貸し方式	212
3	銀行等金融機関本体による窓販	213
4	郵便局による投信販売	216
5	販売の方法	217
1	募集, 売出し, 売買	217
2	目論見書の交付	219
3	販売単位	220
4	販売価額	221
5	募集・販売手数料	222
6	解約と買取りの方法	227
1	換金性	227
2	クローズド期間	227
3	買取りと解約	228
4	換金手数料および信託財産留保額	230
5	換金の形態	231
6	換金の申込と決済	231
7	投資信託振替制度	232
7	販売・広告のルール	233
1	投資勧誘の原則	233
2	証券会社による募集・販売のルール	239
3	投資信託会社による直販のルール	243
4	銀行等金融機関による募集・販売のルール	243
5	販売用資料に関するルール	245
6	広告・宣伝に関するルール	248
7	金融サービス提供法のルール	250
8	「重要情報シート」の導入・活用	252
8	投資家サービス	254
1	ファンドの仕組みに組み込まれたサービス	254

- 2 ファンドに付随したサービス 255
- 3 証券総合口座 255

V ポートフォリオ運用

- 1 投信ポートフォリオ運用の特徴258
 - 1 忠実義務・善管注意義務・公正取引ルールの遵守 258
 - 2 明瞭な投資目的・投資方針 259
 - 3 意図せざる資金の流出入 260
 - 4 日々の時価評価 260
 - 5 経費負担の影響 261
- 2 運用のプロセス262
 - 1 運用の流れ 262
 - 2 ファンドマネジャー制と委員会制 263
- 3 株式投資信託の運用265
 - 1 アクティブ運用 265
 - 2 パッシブ運用 269
 - 3 システム運用 271
 - 4 ファンドマネジャーの役割 272
 - 5 リサーチの役割 274
- 4 公社債投資信託の運用276
 - 1 パッシブ運用 276
 - 2 アクティブ運用 278
 - 3 アセット・アロケーション 279
 - コラム 敗者のゲーム 280
- 5 運用のルール281
 - 1 委託会社の行為準則 281
 - 2 運用対象 286
 - 3 投資手法 288
 - 4 投資制限 291
 - 5 運用の外部委託 293

6	議決権等の指図行使	294
7	運用者の倫理規程	296
6	組入証券の評価	297
1	組入有価証券等の評価の方法	297
2	外貨建資産の邦貨換算	299
3	外貨建証券の評価と基準価額	299
7	運用収益の分配と償還	300
1	収益分配のルール	300
2	分配型と無分配型	301
3	収益分配金の支払方法	302
4	償還	302
8	信託報酬	304
1	信託報酬の内訳	304
2	信託報酬の決め方	305
3	実績報酬	305
4	信託報酬の計上と配分	306

VI ディスクロージャーとファンドの評価

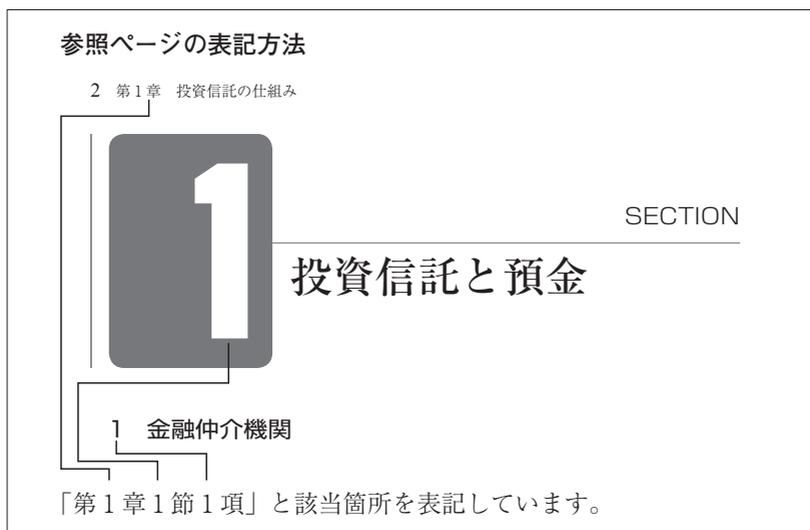
1	ディスクロージャーの位置づけ	308
1	投資家保護の中核	308
2	ディスクロージャーの準拠法	308
3	ディスクロージャーの種類、時期、頻度	310
2	目論見書の内容	313
1	目論見書の記載事項	313
2	交付目論見書の作成に関する規則	315
3	目論見書の見方	320
3	運用報告書の内容	324
1	交付運用報告書の表示事項	324
2	表示内容に関する自主ルール	325
3	MMFの月次開示	329

4	MRFの月次開示	329
5	適時開示	329
6	運用報告書の見方	331
4	パフォーマンス評価	333
1	パフォーマンス評価の意義	333
2	パフォーマンス評価手法の開発	334
5	パフォーマンス評価の基礎	335
1	リスクの測定	335
2	リスク調整後リターン	337
3	ランキングとレーティング	341
6	定量評価と定性評価	343
1	定量評価, 定性評価の役割	343
2	定性評価の方法	344
3	定性評価の利用	345
	コラム マイベンチマーク	346

VII 投資信託の税制

1	投資信託税制の考え方	348
1	二重課税の調整	348
2	米国方式と英国方式	348
3	日本の投資信託税制の考え方	350
2	契約型公募証券投資信託の税制	354
1	ファンド段階での課税	354
2	個人受益者に対する課税	354
3	追加型株式投資信託の個別元本方式	357
4	非課税の特例	362
5	少額投資非課税制度(NISA)	362
6	法人受益者に対する課税	366
7	消費税	367

3	会社型投資信託の税制	368
1	ファンド段階での課税	368
2	投資家段階での課税	369
4	ETF（上場投資信託）・J-REIT（上場不動産投資信託）の税制	371
1	ETF	371
2	J-REIT	371
5	私募投資信託の税制	372
1	ファンド段階での課税	372
2	投資家段階での課税	372
6	外国投資信託の税制	374
1	契約型	374
2	会社型	375
	参考文献	376
	事項索引	378



CHAPTER 1

投資信託の仕組み



直接投資と間接投資

1 直接投資と間接投資の比較

銀行預金も投資信託も、金融仲介機関を通じた資金運用の一形態であるが、このような機関投資家を通じた間接投資という点では、生命保険や年金も同様である。

生命保険は、加入者の保険料を一括して保険会社が投資運用し、加入者の死亡時または満期時に約束された保険金を支払う仕組みであるし、年金は、加入者の拠出金をプールして基金を設け、これを専門家が投資運用して、確定または変動の年金を受給者に給付する。また、信託銀行の実績配当金銭信託、商品ファンドなどもこの範疇に入る。

これに対して、金融仲介機関を通さず、投資家（貯蓄者）が自ら直接に投資運用を行うのが直接投資である。

直接投資では、投資家は自分で投資情報を入手し、調査・分析し、自らの判断で投資を行う。したがって、投資の知識や経験が必要である。自ら選択し、決断して投資するのだから、投資のパフォーマンスは自分の責任であり、どのような成績をあげようとも納得せざるを得ない。

一方、間接投資では金融仲介機関に投資運用を任せることになる。情報の入手、調査・分析、投資対象の選択・管理に投資の専門家のサービスを受けるが、その反面、サービスに対するフィーを負担しなければならない。その分だけ、収益率が低くなるのは止むを得ない。もちろん、専門家であ

るから自分で直接投資した場合よりも高パフォーマンスを期待するだろうが、必ずしもそうなるという保証はない。投資コストにくらべ、パフォーマンスが納得できないという事態もあり得よう。

2 投資信託と投資顧問

金融仲介機関を通ずる投資には、投資家一人ひとりに個別勘定を設けて行う形態と、多数の投資家の資金を一つの勘定にまとめて行う集団投資の形態の二つがある。前者は投資顧問であり、後者の典型が投資信託である。

投資顧問のサービスには、①投資のアドバイスだけを提供し、投資決定は投資家が行う「非一任勘定」と、②投資家から投資運用のすべてを任せられる「一任勘定」とがある。前者は投資家の直接投資と言ってもよいであろう。

では、投資顧問の一任勘定と投資信託の差異はどこにあるのだろうか。

通常、投資顧問は1対1のあいたい相対関係のサービスである。顧客一人ひとりの個別勘定で、その顧客のニーズに応じた投資運用を行う。これに対し投資信託は、多数の投資家の資金を一つのプールにまとめて、集団として投資運用を行う。

一人対多数、これが投資顧問と投資信託を分別する基準とも考えられるが、はたしてそれで十分だろうか。というのは、投資信託の一種に私募投信という投信形態がある。外国では広く認められており、ドイツではスペシャル・ファンドという一人ファンドが存在している。多数に対する少数という概念をつきつめていけば、一人ファンドがあってもおかしくはない。とすれば、投資信託と投資顧問を分ける基準を人数に求めるのは無理であろう。

3 資産変換

投資顧問と投資信託を分別する要因は、金融仲介手段の中で「資産変換

機能」が働いているかどうかにも求められよう。

投資顧問の場合は、投資家ごとの個別勘定で投資しており、投資している株式や債券の銘柄ごとに投資家の持分がはっきりしている。

これに対し投資信託では、各投資家の資産を一つにプールした共同の勘定で株式や債券に投資する。そして、投資家はその共同の勘定の持分を表す持分権を取得する。この持分権を証券の形態にしたものが、投資信託証券である。換言すれば投資信託は、投資している株式や債券を分割して投資家に取得させるのではなく、投資している株式や債券をベースにした新しい証券を発行し、それを投資家に取得させる仕組みなのである。この過程を「資産変換」という。最近の言葉で言えば「証券化」と言ってもよいであろう。投資家は、株式や債券に直接投資をする代わりに、投資信託という証券化商品を購入しているのである。

このため、たとえば投資顧問を利用した事業会社の「特金」では、保有ポートフォリオの個々の銘柄について期末には損益を計上する必要があるが、同じポートフォリオを持つ投資信託を保有すれば、投資信託証券一枚の評価（基準価額）でよく、個々の銘柄の損益を考慮する必要はない。

著者略歴

田村 威 (たむら たけし)

投資信託コンサルタント

1958年 早稲田大学政治経済学部卒業，野村證券株式会社入社（投資信託部）。1960年 野村證券投資信託委託会社設立と同時に同社に移り，調査，企画，運用，海外の各部門を歴任。1988年同取締役。1991年 日本投資信託制度研究所専務取締役，1992年同社長。1994年同常任顧問，1995年退任。2001年5月モーニングスター・アセット・マネジメント（株）代表取締役社長，2004年12月ゴメス・コンサルティング（株）監査役。2010年6月退任。

主な著作に「ゼミナール投資信託の商品・サービス革命」（共著）東洋経済新報社，「プロフェッショナル投資信託実務」（共著）経済法令研究会，ほか論文多数。

二十訂 投資信託 基礎と実務

1998年5月15日 初版第1刷発行

2023年11月30日 二十訂版第1刷発行

著者 田村 威

発行者 志茂 満仁

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

電話 代表 03(3267)4811 制作 03(3267)4823

<https://www.khk.co.jp/>

〈検印省略〉

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

カバーデザイン／清水裕久 制作／櫻井寿子 印刷／新日本印刷(株) 製本／(株)ブックアート

© Takeshi Tamura 2023 Printed in Japan

ISBN 978-4-7668-2500-8

☆ 本書の内容等に関する追加情報および訂正等について ☆

本書の内容等につき発行後に追加情報のお知らせおよび誤記の訂正等の必要が生じた場合には、当社ホームページに掲載いたします。

(ホームページ [書籍・DVD・定期刊行誌](#) メニュー下部の [追補・正誤表](#))

定価はカバーに表示してあります。無断複製・転用等を禁じます。落丁・乱丁本はお取替えします。