



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

### 寄稿 英国と米国の投資信託の歴史から学ぶ

Foster Forum 良質な金融商品を育てる会  
事務局 永沢 裕美子

<はじめに>

この度、岡本さんをお願いして、英国と米国で投資信託という制度がどのような歴史を辿ってきたのかを、その形態(法形式)の変遷に焦点を当てつつ紹介させていただく機会をいただきました。

その前に、なぜ今歴史なのかという点について、少し長くなりますが、お話させていただきたいと思います。出発点は、投資信託は社会的な制度であり、経済社会の発展とともに生まれ形成されてきたものであり、社会の要請に応じてまだまだ進化しうるものだということです。世界を調べてみると、分類の必要から会社型と契約型に大別されるのが一般的ですが、実に様々な法形式のものが存在していることが分かります。実際、投資信託の母国である英国や米国では、その歴史の中で様々な形態が試行されてきたし、今でも試行が継続しています。この原動力となっているのが、投資信託におけるガバナンスはどうあるべきかという視点です。

専門家に投資を委ねるという仕組みに加えて、投資信託においては零細な投資家から資金を集めて行われることが多いこともあって、専門家が投資家の信任を裏切るということが起りやすい構造にあると言われています。英米とりわけ米国においては、そうした懸念や実際に起きた事件の原因究明を通じて、この仕組みのあり方に関する議論が続けられていると言っても過言ではないでしょう。

それでは、わが国ではどうでしょうか。2000年の投資信託法の改正により会社型に分類される投資法人と呼ばれる形態(法形式)が導入されましたが、不動産に専ら投資を行うための器であり、一般に投資信託と呼ばれるものについては、引き続き契約型と呼ばれる形態が使われています。

わが国の契約型は、投資信託会社を委託者とし信託銀行を受託者とする信託契約を基礎として組成されるものです。戦時中、大蔵省の強い要請を受けた野村證券が、当時の英国で盛んに行われるようになっていたユニット・トラストと呼ばれる形態を参考にして1941年に作ったものがその始まりと言われています。(少し難しい話になりますが、わが国の民法典はドイツを手本として作られた大陸法を基本としており、英米法のような信託の考え方が存在していません。したがって、この最初の投資信託は、外見こそ英国のユニット・トラストですが、それぞれの当事者が果たす役割を比べてみると実際には似て非なるものであったとも言われています。)



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

戦後の1951年に証券投資信託法が作られた際に、わが国で行う投資信託は、1941年に作られた投資信託を原型とする形態で行うことが定められました。これ以降、私たちは、わが国で行う投資信託はこの契約型と呼ばれる形態で組成するものだと考えてきましたが、受益者である投資家の地位が不明確であることや、信託銀行が受託者として機能しているとはいえないといった構造上の問題点がずっと指摘されていることも事実です。金融ビッグバンによって投資信託においても運用規制の緩和が行われ、多種多様な商品開発が行われるようになっていますが、今一度、そのような投資対象や投資手法に現行の契約型という形態が適しているのかということ、商品の組成者は立ち止まって考えてみる必要があるのではないかと感じています。

ここでは、上記のような問題意識から、10年前にまとめた修士論文の一部を、意識の高い投資家の集まりであるインベストラ이프の皆様と共有させていただきたいと思い、恥をしのんで紹介させていただくことにしました。それでは、前置きが長くなりましたが、本論に入らせていただきます。

### <英国のインベストメント・トラストから始まった>

世界最初の投資信託は、1860年代の英国で普通信託の形で生まれたといわれています。インベストメント・トラストという名称の通り、信託という英国固有の制度を利用し、投資の練達者で信頼に足る人が受託者となり、近隣や知人の信任を受けて共同出資金の運用にあたるという仕組みとして誕生しました。当時の英国は金利が低下していたことから、金利の高い大陸や米国の証券への投資は、投資顧問を雇うことができる富裕層の特権であったところ、そうした投資を中産階級の人々に可能にしたのが、このインベストメント・トラストであったと伝えられています。

草創期のインベストメント・トラストは投資対象をあらかじめ決め、その約束通りに投資を実行するものでしたが、実際の運用では硬直性が災いすることが起こり、1870年代に入ると投資管理者にある程度の裁量権を認めることを信託証書に書くものが登場することになりました。しかし、どの時代も同じで、投資管理者が財産を管理していたのでは詐欺的な行為が行われる虞れがあります。そうした疑念を解消し、投資家の安心を得るための仕組みとして、資産運用者が委託者となり、投資家を受益者、銀行を受託者とする形態が開発され、以後広く行われるようになっていきました。

19世紀後半の英国では会社法が成立していました。1879年に訴訟事件が起こり、「二十人以上の共同組織(Association)でありながら、会社法による登録がなされていないのは違法である」との判決が下ったことから、信託型として組成されていたインベストメント・トラストは全て会社法に準拠した投資会社に転換させられることとなりました。

インベストメント・トラストは、会社型となったことにより、資金の永久的な固定化や社債等の発行に



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

よりレバレッジを高めた運用が可能となり、結果的によりリスクを取った運用を行う投資信託へと変質していくこととなりました。上記判決は1930年に撤回されましたが、インベストメント・トラストはかつての信託型に戻ることはなく、主として中産階級のための、投資顧問の代替手段としての位置づけを獲得していくこととなりました。

どこの時代にも起っていることですが、インベストメント・トラストの投資管理者の中にも、投資家の利益よりも投資管理者自身の利益を優先したり投機的な投資を行う者が現れました。1890年のペアリング恐慌や1929年の世界大恐慌は、そうした暴走や不正を露見させることとなり、投資家の信頼は失墜したかに見えましたが、こうした中でも、信託形態の時代からの伝統である「受託者精神」を大事に守って堅実な運用を続けていたものは、株価下落の打撃を比較的小さなものにとどめていたことが後日明らかになり、投資家に再評価されることとなりました。こうして、英国のインベストメント・トラストにおいては、投資家から評価されるものが残るという整理統合が行われていったと伝えられています。

ところで、冒頭でも紹介させていただいたように、日本の投資信託の範となったのは英国のユニット・トラストといわれていますが、これは、英国でかつて行われていた信託型のインベストメント・トラストが1930年代の米国で固定的単位型投資信託(Fixed Unit Trust)として復活し、それが、信託型が合法となった英国に再輸入されたものでした。

### <ユニット・トラストの登場>

米国で固定的単位型投資信託がこの時期に人気化した背景には、世界大恐慌を機に投資管理者の不正や過失が明らかになり、投資管理者に対する信頼が失墜したことが大きく影響していたと言われています。投資管理者の裁量を認めることを嫌う傾向が投資家の間に強まったことから、投資対象を予め決めておいて入替を許さない固定的単位型投資信託が米国で開発されました。投資される証券が予め投資家に提示される点や、債券のようにインカム収入が予測できる点が投資家から支持されたと伝えられています。この固定型単位型投資信託が英国でも行われるようになり、その後米国で開発されたオープンエンド(追加的に購入が可能)の仕組みが加味され、ユニット・トラスト(信託期間は10年程度、期間延長可能)として商品化され、小口の投資家の関心を集めることとなっていきました。当時の英国は富の大衆化が進んでおり、ユニット・トラストは小額からの購入が可能であったことから、婦人が購入したとの記録も残されています。

英国では、世界大恐慌後の投資信託の被害が米国ほどには深刻ではなかったこともあり、投資家も概ね寛大であったようです。ユニット・トラストは、当初は投資対象を厳格に規定していましたが、次第にリストにない銘柄も売買できる自由裁量型へと変容していきました。また、当初は追加設定のできない単位型でしたが、設定後の資金の受け入れを行う基金型(=追加型)へと変態するものも現れ、インベストメント・トラストのトラストと同様に、ユニット・トラストのユニットという言葉



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

は、過去の歴史の名残を表すものとなっていきました。

1930年代後半になると、ユニット・トラストが大衆投資家の間で人気を集める中で、会社法の規制を受けるインベストメント・トラストと違って、信託法に準拠して設定されるユニット・トラストは、スキームの運営に関わる事業主体を規制する法律がないが、投資家保護上問題があるのではないかという議論が起きました。1939年に詐欺的投資防止法が成立すると、ユニット・トラストはその規制を受けることとなり、貿易産業省の監督下に入ることとなりました。こうして、ユニット・トラストは、公衆に対して募集販売される場合には、事前に同省の認可を得なくてはならないこととなった。一方、取引所に上場しているインベストメント・トラストは、会社法だけでなく取引所規則の規制を受けているということで、政府の規制がかけられることは行われませんでした。なお、この時期の英国のユニット・トラストを野村證券が調査し、それに基づいて、1941年に日本最初の投資信託が組成されたことは、冒頭で紹介させていただいた通りです。

ユニット・トラストは大衆投資家への浸透によって、1980年代の半ばには資産額でインベストメント・トラストを逆転することとなりました。1986年、同じような投資商品には同じ規制を課すべきであるという考え方を基本理念とする金融サービス法が成立し、ユニット・トラストは「集団投資スキーム」に指定されることになりました。これにより、ユニット・トラストは「集団投資スキーム」としての規制を受けることとなり、公衆に広く販売しようとするユニット・トラストは、貿易産業省(1992年より大蔵省)から権限を委譲された証券投資委員会(SIB)が認可した事業者が設定したものに限定されることとなりました。また、個々の商品についても、その商品性を決定する信託証書をSIBに届出し、その認可を受けなくてはならないこととなった。こうして、同法の投資家保護規制を受けることとなったユニット・トラストは、大衆投資家の投資商品として、英国の投資信託の主流となっていきました。なお、会社型となったインベストメント・トラストは、ユニット・トラストとは異なる投資家層を対象とする投資信託としての地位を確立しており、また、会社法と取引所規則の規制を受けているため、同法の規制は直接受けないこととされ、投資家自治の枠組みが維持されることになりました。

1997年、英国では会社法と金融サービス法の改正が行われ、オープンエンド型投資会社(OEIC)の設立が可能となりました。背景には、EC統合により域内販売が可能となる中で、英国のユニット・トラストの販売が低迷したこと、そして、その原因として、信託型は大陸国には理解しにくく受け入れられないという認識に至ったためであると言われています。英国固有の投資信託と言われてきたユニット・トラストは、国際的に普及しつつあるミューチュアル・ファンド型に淘汰されつつあると伝えられています。(なお、上記は2004年時点のものです。)

### <米国における展開>

一方、米国に投資信託とみなせるものが誕生したのは1920年代といわれています。第一次世界大戦により米国は債権国となり、資本の蓄積が進みました。加えて、戦時中に政府が小額の額面



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

金額の自由公債(Liberty Bond)を米国民に売り出したため、2000万人もの米国民が投資について何がしかを学んでいました。こうしたことが、1920年代の米国における投資信託ブームに繋がったと言われています。1924年にはクローズドエンド型会社型投資信託の株式が取引所に上場され、取引が盛んに行われるようになりました。この時期のクローズドエンド型会社型は投資銀行によって設立され、彼らが引受けた新規発行証券の流動化機構として積極的に利用されるようになっていました。

### <1929年の大暴落が改革を推進>

世界大恐慌以前の米国では、投資活動を規制する法律はなく、各州の法律(会社法)に基づいて投資会社が設立されていました。米国では、英国のインベストメント・トラストのようなクローズドエンド型会社型にとどまらず、多種多様な形態の投資信託が創り出されていました。1923年には、後に英国に伝えられることとなる固定型単位型投資信託(Fixed Investment Trust)が創られています。しかし、当時の相場環境にそのスタイルは合わず、1926年には解散されたとの記録が残っています。また、1924年には、後にミューチュアル・ファンドという名称を与えられることとなるオープンエンド型のファンド(主として株式会社型)が開発されています。オープンエンド型は投資家の途中退出を随時認める形態で、今日の投資信託では広く行われているものですが、投資家からの解約請求に随時応じることができるようにするために、流動性の高い米国内の優良大企業の普通株に主として投資を行うなど、クローズドエンド型会社型に比べると保守的な運用スタイルであったため、当時の熱狂的な株式市場の中ではパフォーマンスが出遅れ、クローズドエンド型会社型の人気に隠れてしまっていました。

こうした状況に転機をもたらしたのが1929年秋のニューヨーク証券取引所の株価大暴落とその後の世界大恐慌です。米国の投資信託は大きな打撃を受けることになりました。特に、優先株や社債を発行してレバレッジを高め、新規公開株式等への投資を行っていたクローズドエンド型会社型の受けた打撃は大きかったと言われています。クローズドエンド型会社型に対する投資家の信頼失墜に反比例する形で、1920年代に開発されていた固定的単位型投資信託やミューチュアル・ファンドが投資家の人気を集めることとなりました。ただし、固定的単位型投資信託については、その運用の硬直性が嫌気され、その後人気は下火となっていくと伝えられています。

1932年に民主党のフランクリン・ルーズベルトが大統領に選出されると、投資活動に対するレッセ・フェールの思想の破棄と、投資活動を全国統一ルールで取り締まるための連邦法制定に向けて政治が動き始めました。まず1933年に連邦証券法が、1934年に連邦証券取引所法が制定されました。

1920年代のバブルの陰で、投資管理者の中には投資家の利益よりも自己の利益を優先する取引を行ったり詐欺的な行為をする者も少なくありませんでしたが、市場の下落によりこうした不正



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

は白日の下に晒されることとなりました。

連邦議会は、SEC に対して米国全土で行なわれていた投資信託事業の徹底した実態調査を命じました。この調査の結果、投資会社の取締役や投資会社に雇われている投資顧問の経営ミスや詐欺が数多く行われているという事実が明らかとなっていきました。これを受けて 1940 年に連邦法として投資会社法が制定されました。同法は、投資信託の投資家を「自己の財産を個人ではできない専門的管理の下におくことや、投資の分散化を図る目的で、他人に資産を委託する投資家」と捉え、こうした投資家の保護を目的として制定されたと伝えられています。

1940 年投資会社法は、米国で行われていた多種多様な投資信託を前提として法律が考えられており、その特徴は、その形態(法形式)を問わず、投資信託事業を主体となって営むものを投資会社(Investment Company)とみなし、その行為を規制することによって、米国経済と投資家の利益の保護を図ろうとした点にあります。同法は、国の公益や投資家の利益を損なうおそれのある 8 種類の問題のある慣行を想定し、それらを防止するために投資会社が遵守すべき行為あるいは禁止される行為を次のように具体的に規定しました。

### <1940 年投資会社法が想定した 8 つの問題行為>

- ・ 株主に十分な情報開示を行わないこと。
- ・ 投資会社の経営が株主の利益を犠牲にして自らの利益を追求すること。
- ・ 既存の株主に不公平となる、または利益を守ることができない証券の発行。
- ・ 投資会社の誤った管理または支配の集中と濫用。
- ・ 第三者によるチェックを受けない不健全または誤解を生ぜしめる会計を実行すること。
- ・ 株主の承認を受けることなく投資会社の構成を変えること。
- ・ 過度な借入れ、上位株主の発行、下位証券の投機化。
- ・ 十分な資産または積立金がない状態で投資会社が運営されること。

さて、ミューチュアル・ファンドは 1936 年の内国歳入法(税法)によって、一定の条件を満たせば、会社形態であってもファンド段階での課税を行わないという優遇措置を受けることとなっていました。ファンドが得た利益は投資家レベルで総合課税されることになるわけですが、こうしたパス・スルーが可能となったことから、ミューチュアル・ファンドは投資代行の手段という位置付けが与えられることになりました。こうしたことが追い風となって、1943 年には資産額においてクローズドエンド型を追い抜いたのです。

### <ミューチュアル・ファンドの成長と再検討>

第二次世界大戦後のミューチュアル・ファンドが成長を続けたことは皆さんがご存知の通りです。その原動力の一つとなったのが、米国経済の拡大を所得の拡大という形で享受していた被雇用



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

者層です。彼らが、資産形成にミューチュアル・ファンドを利用し始めたことが大きかったと言えます。

米国の株式市場が「永遠の繁栄」に沸いていた 1960 年代、SEC はミューチュアル・ファンド業界の調査を行っています。投資会社は投資顧問によって設立され実質的に支配されていることが多く、その特殊な関係が、ファンドに過剰な投資顧問報酬を支払わせているとの疑惑が背景にあったからです。この調査の結果、1970 年に投資会社法は改正され、投資会社の取締役の 40%以上を、投資顧問やマネジメント・カンパニーとは一切利害関係のない、公正で独立した取締役で構成しなくてはならないという規定が新たに追加されました。

1970 年代は米国の株式市場にとっては苦難の時期でしたが、ミューチュアル・ファンドにおいては、MMF を始め、投資対象、投資手法等の点で商品開発が進み、多様化が進んでいきました。また、被雇用者の退職制度に関する法整備もミューチュアル・ファンドの資産の拡大に大きく貢献することになりました。

1990 年、SEC は、投資会社法が制定されて半世紀が経過したことから、各界から意見を募り、「投資家保護：投資会社規制の半世紀」と題する報告書を発表しました。この過程で、取締役会や株主の議決権を廃止するユニタリー・インベストメント・トラストの導入の是非に関する議論が始まりました。ここでは、1940 年投資会社法は、ミューチュアル・ファンドのような管理型 (Management Type) の投資会社に取り締役会の設置と年に一回以上の株主総会の開催を義務付けているが、このコスト負担がそこから得られる利益を凌いでいるという指摘や、ミューチュアル・ファンドはオープンエンド型であり、投資家はいつでも手数料なしで退出できるのであるから、投資会社の運営に不満のある投資家はファンドを売却して退出すればよく、株主総会は不要である等の意見が出されたといいます。しかし、SEC は取締役会や株主総会の廃止には消極的でした。その理由としては、取締役会が責任を持つという米国特有のガバナンス構造が優れているという積極的な理由よりも、むしろ次のような消極的な理由でした。つまり、それらを廃止してしまうと誰が投資家に対して責任を負うのかということが問題となり、結局はそれを担うのは監督官庁ということになるが、米国民は、そのような社会的コストを税金で負担することを許さないであろうというのが議論の末の結論であったそうです。

米国で行われたこうした議論については、昨年金融庁の金融審議会の下に設置された「投資信託及び投資法人法の見直しに関するワーキング・グループ」の最終回において、座長の神田秀樹先生からも紹介があり、日本の投資信託においてどうガバナンスを考えていくかは今後の課題といった趣旨のご発言がありました。今回のワーキング・グループでは、投資信託における投資家(受益者)のためのガバナンスは積極的なテーマとして取り上げられませんでした。投資家の信頼を得られる器としていくためには、こうした視点からの議論も必要な時期にきているのではないかと思います。