

投資信託・投資法人法制の見直しに関する意見書

2012年（平成24年）6月15日
日本弁護士連合会

第1 意見の趣旨

投資信託・投資信託法人法制の見直しにおいては、一般投資家に販売される投資信託について、一般投資家に適さない複雑な仕組みの商品やリスクの高い商品が販売されることのないよう、商品規制（商品の内容を画する運用規制を含む。）に関する規定を整備すべきである。

第2 意見の理由

1 はじめに

2012年1月27日、金融庁・金融審議会に投資信託・投資法人法制の見直しに関する諮問が行われ、現在、同審議会の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」において、議論が行われている。諮問事項では、投資信託法制の見直しを図る観点として「国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭においた適切な商品供給の確保等」などの指摘がされており、一般投資家に販売される投資信託のリスクについて一定の制約を課すことの是非等、投資信託の商品内容についての規制が重要な論点となっている。

投資信託は、高齢化・人口減少社会における、高齢者を中心とした資産運用の手段として重要性が増している。反面、1990年代以降の規制緩和により、商品の仕組みの複雑化、リスクの複合化・高度化が進行していることを背景に、投資信託に関する苦情や紛争が近年急増しており、金融サービスの中でも特に対応が必要な分野となっている。

当連合会は、これまで投資家保護と公正かつ健全な市場を実現するという観点から、金融サービスについて繰り返し制度整備の提言を行ってきたところ、今回の投資信託・投資法人法制見直しに際して、これまでの当連合会の意見を踏まえ¹、投資信託²に関して、「一般投資家を念頭においた適

¹ 当連合会の「金融審議会金融分科会第一部会投資サービス法制定に関する『中間整理』に対する意見書」（2005年8月26日）。同意見書では、「仕組み行為は、金融商品の製造ともいうべき行為であり、集団投資スキーム等において金融商品としての適格性を欠く商品が粗製濫造され投資家に被害が生じた場合には、仕組み行為自体の適法性が問われる必要がある。その意味で、仕組み行為についても行為規制が必要であり、『中間整理』がこの点についてやや消極的な記述がなされているのは問題である。とりわけ、仕組み情報の開示ルールは必ず盛り込むべきである。」と提言している。

² 「投資信託」とは、「委託者指図型投資信託及び委託者非指図型投資信託」（投資信託及

切な商品供給の確保」の観点から意見を述べる。

2 投資信託の現状とその問題点について

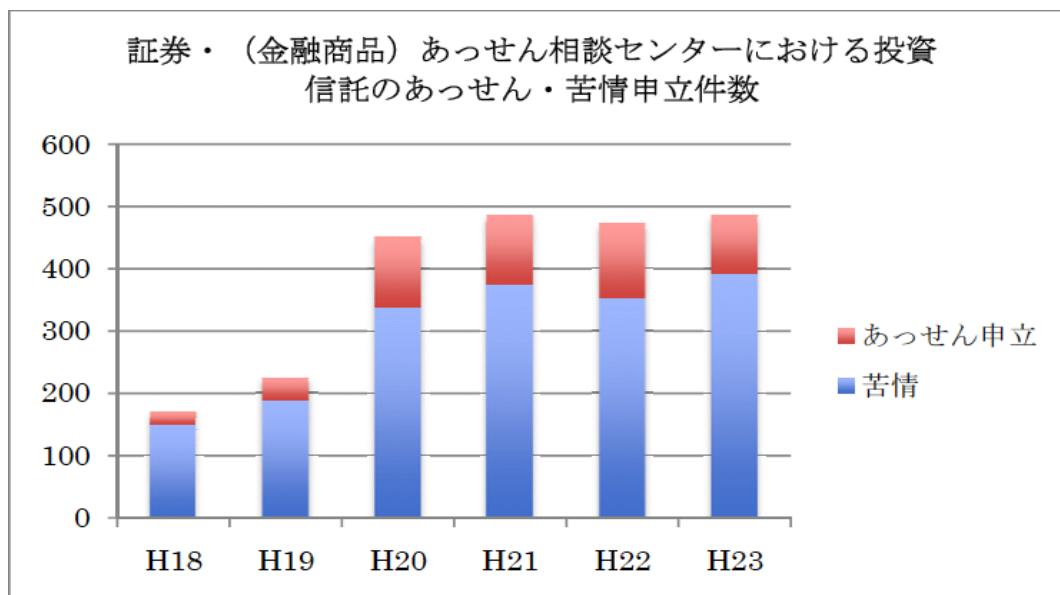
(1) 投資信託に関する相談等の増加

独立行政法人国民生活センター（以下「国民生活センター」という。）の調査によると、P I O – N E T に寄せられた投資信託に関する相談は、ここ5年間で約2倍に増加している。

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011
相談件数	993	1112	1795	1558	1859	1912

※国民生活センターHPより。相談件数は2012年3月31日現在

証券・あっせん相談センター、証券・金融商品あっせん相談センターによると、同センターが受け付けたあっせん、苦情件数は平成18年度から平成20年度以降にかけて、約3倍に増加している。

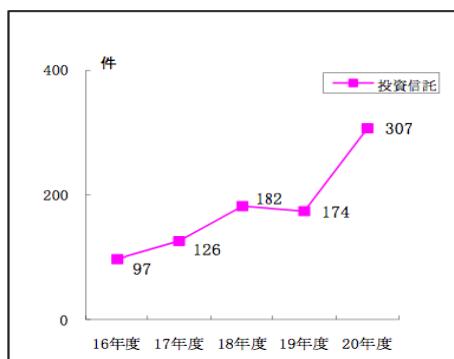


※日本証券業協会（JSDA）のホームページに公表されている件数に基づき作成。

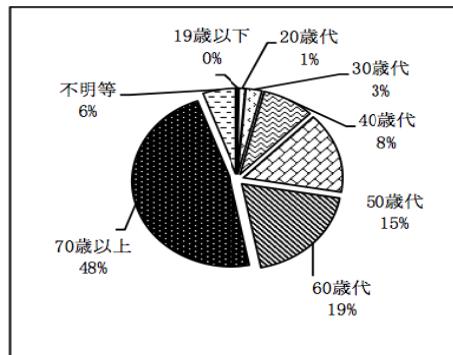
東京都の消費生活相談においても、投資信託に関する相談は、平成16年度から平成20年度にかけて、3倍以上に急増している。

び投資法人に関する法律第2条第3項）であるが、本意見書では、主として、「証券投資信託」（委託者指図型投資信託のうち主として有価証券に対する投資として運用するものであって、政令で定めるもの。投資信託及び投資法人に関する法律第2条4項）を念頭において意見を述べるものである。

【図- 12】「投資信託」相談件数の推移



【図- 13】「投資信託」の契約当事者年代別割合(平成20年度)



※東京都消費生活相談（「平成20年度消費生活相談概要」、(5)件数の増減が目立つ相談内容）

(2) 近時の被害相談の特徴

ア 投資信託に関する被害相談で近時特に増加しているのは、デリバティブを組み込んだ複雑な仕組みの投資信託に関する被害相談である。

このような投資信託は、例えば日経平均リンク型投資信託の場合、デリバティブを組み込んだ特殊な債券（仕組債）を投資対象とするものであり、株価観測期間中に定められた「ノックイン価格」を一度も下回らなければ、投資家は一定の利回りを得られるが、1度でも下回ると元本が原則として毀損され、償還額が日経平均株価に連動することになるなど、商品の仕組みが複雑でリスクの高いものとなっている。

さらに、デリバティブ取引を行う投資信託として、日経平均先物取引に資産額の2倍投資する投資信託や、資産額の5倍のトータルリターンスワップ（株価の騰落と配当を受け渡しするデリバティブ取引）をする投資信託など、レバレッジをかけた投資信託も存する。

デリバティブを組み込んだ複雑な投資信託は、従来一般的であった、株式・債券投資の運用成績に対応した利回りが得られる投資信託とは根本的に異なるものであり、プロである委託会社等に資金の運用を委ねるという一般投資家がイメージする投資信託の在り方ともかい離した仕組みになっている。

なお、国民生活センターは、2009年1月8日、「ローリスクと勧誘されたが、想定外に大きく元本割れする可能性が生じた『ノックイン型投資信託』」と題して、「ノックイン型投資信託」の被害が増加していることに注意喚起している。

イ また、一般投資家に人気が高かった毎月分配型投資信託について、

分配金が必ずしも運用収益を反映したものでなく、元金が取り崩される仕組みであることに基づく苦情等も増加している。

ちなみに、2011年11月に社団法人投資信託協会（以下「投資信託協会」という。）が行った「投資信託に関するアンケート調査」では、投資信託の現在保有層・保有経験者層において、「分配金が支払われた額だけ基準価額が下がる」と正しく認知している人は、僅か17.4%しかいないことが明らかとなっている。

(3) その他の問題

我が国における投資信託の販売手数料及び信託報酬は、2003年を底として年々上昇の一途をたどっており、複雑な仕組みの投資信託ほど、こうした費用が高いという指摘もなされている³。

また、投資信託の運用において、必ずしも有意な成果を上げることができていないという問題も指摘され得る⁴。

(4) 複雑な投資信託の問題

現在、我が国における投資信託の購入者の多くの部分は、老後生活資金としての蓄えの運用を図るべき高齢者が占めているところ、こうした高齢者が多様化、複雑化、高リスク化した商品を購入し不測の損害を被った場合には、その老後の生活が脅かされることになりかねない。特に、デリバティブを積極的に組み込むことより商品構成における投機的度合いを強めることは、こうした懸念を増大させる。

また、複雑な投資信託による資金供給が企業への中長期的な資金供給よりも短期的な利益を目標としたり、資金供給よりもデリバティブ取引等による投機的収益を重視したりするときは、社会的な資金の配分・リスクの配分という金融商品としての社会経済的な存在意義にも疑問が生じ得る。

3 投資信託に関する商品規制・販売規制

(1) 商品規制の緩和の中での投資信託の多様化・複雑化・高リスク化

投資信託に対するいわゆる商品規制は、以前は当局による個別約款の事前承認制により行われていたが、1998年の投信改革により届出制に変更され、大幅な規制緩和が行われた。

³ 金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ」（第9回）におけるモーニングスター株式会社の報告、「投資信託・投資法人制度の見直しに関するワーキング・グループ」（第2回）における各報告等。

⁴ 注3の報告によると、2006年～2008年、2009年～2011年の各3年間の収益率は、上位10パーセンタイルにおいてもマイナスである。また、積極的な投資方針を持つ投資信託の運用について、時期にもよるが市場指標よりも成績の悪い投資信託も多い。

現行の投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）では、約款を届け出るべきこと、及び約款の記載事項等が定められているのみであり（投信法第4条）⁵、投資対象については一定の定めがあるものの極めて広範なものとなっている（投信法第2条第1項、投信法施行令第3条、投信法第2条第4項及び5項、金融商品取引法（以下「金商法」という。）第2条第1項）。

次に、運用財産の運用に関する規制は、実質的に投資信託の商品性を規律することとなる。この点、かつては、デリバティブのヘッジ目的以外の使用は禁止されていたが、1994年12月の投信改革において解禁された。現在デリバティブに関する規制は、金商法において、デリバティブのリスクについて合理的方法により算出した額が、運用財産の純資産額を超えてはならないとする規制（金商法第42条の2及び金融商品取引業等に関する内閣府令第130条1項8号）があるのみである。また、投信法は、運用の指図の制限（投信法第9条）、同一法人の発行する株式の取得割合制限（投信法施行規則第20条）を規定するのみで、これら以外に特段の規律を設けていない。

このように、投信法及び金商法は、投資信託の商品性について、一般的な規制をおいておらず、また、個々の規制も極めて限定されたものとなっている。

他方、投資信託協会は、「投資信託等の運用に関する規則」を設けており、投資信託については、公募の証券投資信託、私募の証券投資信託、及びファンド・オブ・ファンズについて、投資対象及び運用方法について自主規制を行っている。もっとも、デリバティブについては、金商法の規制を具体化する規定（第17条）、ヘッジ目的以外で利用する場合の約款への投資態度の記載（第18条第1項）、長期公社債投信・中期国債ファンド・財形株投等におけるヘッジ目的以外の利用の禁止（第18条2項）等を定めるのみである。

以上のような商品内容に関する極めて緩やかな規制を前提として、デリバティブを組み込んだ複雑な投資信託を始めとして、多様化・複雑化・高リスク化した投資信託が次々と生み出されているのである。

（2）投資信託の勧誘・販売規制による対応

投資信託の勧誘・販売規制は、他の金融商品と同様に、金商法により行われる。すなわち、適合性の原則、説明義務、虚偽説明・断定的判断等の禁止等の規制（金商法第36条から第40条の3まで）を受ける。

⁵ ただし、投信法第7条（証券投資信託以外の有価証券投資を目的とする信託の禁止）、投信法第8条（金銭以外の委託者指図型投資信託の禁止等）がある。

なお、投資信託は、デリバティブを組み込んだ複雑な投資信託も含め、不招請勧誘禁止（金商法第38条第4号）の対象となっていない。

金融庁は、2012年2月、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改定し、投資信託に関する説明態勢の整備、投資信託分配金に関する説明、通貨選択型ファンドの販売に関する確認書の受入れ等を求めている⁶。なお、2011年3月の監督指針改定では、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の勧誘について、合理的根拠適合性（商品の特性を十分に把握し、当該商品に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない。）及び個人への勧誘に際しての勧誘開始基準の整備を求めていた⁷。

しかし、前項及び次項にも述べるとおり、勧誘規制は、投資信託商品の多様化、複雑化、高リスク化の問題に追いついておらず、また、これらの問題を解決し得るものではない。

4 商品規制の必要性

(1) 勧誘規制とともに商品規制が必要である

上記のとおり、最近の十数年間、投資信託は、商品規制が極めて緩やかな中に置かれ、投資信託を含めた金融商品の勧誘規制の整備が行われてきた。

勧誘規制の充実は必要であり、特に当連合会が繰り返し指摘しているとおり、不招請勧誘の禁止は、投資信託（特にデリバティブを組み込んだ複雑な投資信託）においても必要である⁸。

しかし、現状では、投資信託商品が余りにも多様化・複雑化・高リスク化している反面、投資者が高齢者を中心とした消費者というべき層（専門的知識や経験等が十分でない一般顧客）に広がっていることに鑑みると、不招請勧誘の禁止とともに、商品規制に踏み込んだ規律が求められ

⁶ 監督指針の改定を受けて、投資信託協会は「店頭デリバティブ取引に類する投資信託に関する規則」を定めた。

⁷ 監督指針の改定を受けて、日本証券業協会は「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を改定した（同規則第3条第3項）。

⁸ 当連合会の「『平成22年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について』に対するデリバティブ取引に関する不招請勧誘規制等の見直しについての意見」（2010年11月15日）。同意見書では、「1 個人を相手方とする店頭デリバティブ取引だけでなく、法人を相手方とする店頭デリバティブ取引についても、不招請勧誘を禁止すべきである。2 デリバティブ取引を社債に組み込んだ仕組み債や、デリバティブ取引を預金に組み込んだ仕組み預金、仕組み債に投資するノックイン型投資信託（以下これらを『仕組み商品』という。）を販売する場合についても、不招請勧誘を禁止すべきである」と提言した。

ているといわざるを得ない⁹。

かつての投資信託は、投資者から集めた資金を、株式市場や債券市場で運用し、リターンを投資者に返していく商品構造が主流であったが、現在、デリバティブを組み込んだ複雑な投資信託が増大し、また、投資対象も海外の投資信託やヘッジ・ファンド等にも広がっている。このように商品が複雑化しているため、投資者にとって理解困難なだけでなく、販売会社の販売担当や委託会社にとっても理解困難な投資信託が増えている。これでは、適合性の判断や説明義務を尽くすことも容易ではない。

他方、投資信託の市場に消費者というべき層が多数参加している状況にあるが、多様化・複雑化・高リスク化した商品が多数を占める中で、こうした層が適切な判断を行うことは極めて困難である。このように現在の投資信託の購買層の特質に対応した商品の在り方が求められる。

もとより、商品の複雑化は費用の高額化を招かざるを得ない。投資信託が必ずしも投資家にとって有意な運用成果を上げることができないとの指摘があることに鑑みると、投資家にとって複雑な商品を選択する経済的合理性の有無は、慎重に検討する必要がある。また、投資家にとってだけでなく、投資信託が、金融商品として、社会的な資金の配分（やリスクの配分・移転）の機能を担っていることに鑑みると、複雑な商品の社会経済的な合理性についても、慎重に検討されてしかるべきである。

以上のような観点から、投資信託の商品規制が検討される必要がある。

(2) 一般投資家に適した商品

投信法は、その制度の趣旨を「投資者の資金を主として有価証券等に対する投資として集合して運用し、その成果を投資者に分配する制度」と表現している（同法第1条）。

また、一般に、投資信託又は投資法人の主な利点は、①少額で分散投資ができること、②専門家による運用ができること、③毎日時価評価額が分かり、資産価値を容易に把握できることなどにあるといわれている。

一般投資家に販売される投資信託は、こうした法の定めや一般的な商品特性等に鑑みて、一般投資家に適した商品はいかなる商品かを検討するべきである。

⁹ 不招請勧誘の禁止という勧誘規制だけでは足りず、それに加えて商品規制をもする必要がある理由として、①電話訪問勧誘によらない取引においても、商品が複雑すぎると適合性原則の順守や説明義務の履行が困難であること、②近年多数のトラブルが報告されている銀行の窓口販売においては、仮に不招請勧誘が禁止されても、預金に訪れた顧客に投資信託を勧誘することが禁止対象となるとは限らない上、禁止対象となつても現実には商品ごとの実効性を確保するのが困難であることなどが指摘できる。

(3) 投資信託の適切な運営のための投資対象規制

現状、我が国の投資信託は、投資者が投資信託を換金する方法として投資信託契約の解約を認めるオープンエンド型が主流である。こうした商品実情に鑑みれば、運用財産の運用は、流動性があり、かつ、市場価格情報を入手できる資産を対象として行われる必要性が高い。

解約に応じるためには運用財産を機動的に売却して、投資者に対する支払の原資を得る必要がある。また、投資者が投資信託の日々の基準価格を正しく知るためには、運用財産の純資産価額が市場価格に基づいて正しく算出される必要がある。もし、規準価格が市場価格とかい離した評価価格により算出されているときには、例えば、評価価格より市場価格が相当低い資産が運用財産に残っている場合、解約をした投資者と残った投資者に不公平が生じてしまうからである。

なお、投資信託協会の「投資信託等の運用に関する規則」も、流動性と市場価格情報に鑑みて、投資対象についての規定を定めており、例えば、投資対象となる証券化関連商品については、「流動性に考慮し、時価の取得が可能なものに限る」（第13条）と定めている。

(4) デリバティブについて

デリバティブは、一般投資家（特に一般の消費者）にとって、その内容やリスクについての理解が必ずしも容易でない。一般投資家に販売される投資信託にデリバティブを組み込むことの合理性については、一般投資家の理解可能性、理解に要する知識や時間、デリバティブやデリバティブが商品に組み込まれることによる一般投資家のバイアス等の観点から慎重に検討すべきである。また、資金の融通やリスク配分への影響という社会経済的な観点からもその合理性が検証されるべきである。

(5) 投資信託のガバナンスについて

投資信託の商品規制の在り方は、投資信託のガバナンスとの関係においても検討する必要がある。現行法において、投資信託のガバナンスにおける投資家の役割は限定されているが¹⁰、今後、その重要性は増すものと考えられる。特に、自らの資金の行方に関心を持つ投資家の増大や社会的責任投資への関心の高まりの中、一般投資家からも投資信託への一層の関与を求める声は高まるものと思われる。ここにおいて、一般投資家が投資信託のガバナンスの観点から一定の役割を果たし得るためには、投資信託が一般投資家にとって理解可能なものである必要がある。こうした観点にも配慮して、投資信託の商品の在り方を検討すべきである。

¹⁰ 現行投信法では、帳簿閲覧権（投信法第15条第2項）、投資信託約款の変更等における書面決議・反対受益者の買取請求権（投信法第17条～第20条）が定められている。

5 導入が検討されるべき具体的規制内容について¹¹

(1) 概要

デリバティブを組み込んだ複雑な投資信託等については、そもそも一般投資家に「投資信託」として販売すること自体に疑問がある。そこで、投資信託・投資法人法制の見直しにおいては、一般投資家に適さない複雑ないしリスクの高い商品が販売されることがないよう、投資信託の商品規制（商品の内容を画する運用規制を含む。）の規定を投信法において整備すべきである。以下、検討されるべき具体的規制内容について述べる

(2) 具体的規定

ア 一般的な規定

商品組成に関する一般的義務を定めるべきである。例えば、商品組成において、当該投資信託が想定する顧客層に当該投資信託の特性やリスクが適合する合理的根拠を求めること、こうした合理的根拠について規準となるべきガイドラインを検討すること、などが考えられる。

イ 商品組成に関する具体的な規定

具体的な規定としては、例えば、運用対象（投信法における「特定資産」（投信法第2条第1号）については、流動性がありかつ日々の市場価格情報を入手できるものに限定すること、特に消費者（専門的知識や経験等が十分でない一般顧客）が購入する投資信託については、市場における売却が可能で、一般投資家が客観的な市場価格を容易に確認することのできる上場有価証券等に限定することなどが考えられる。

また、運用方法については、投資リスクの低減という観点から合理性が認められる範囲において分散投資を義務付けることが、考えられる。

さらに、デリバティブ取引については、リスクの量を一定の範囲で制限すること、特に消費者が購入する投資信託については、デリバティブ取引の利用をヘッジ目的に限定すること、などが考えられる。

ウ その他

¹¹ 国際的な動きとしては、2011年4月、金融安定理事会、国際決済銀行、国際通貨基金が、相次いで上場投資信託の商品やリスクの在り方に警鐘を鳴らす報告書を公表している。各機関は共通して、商品の透明性の向上、デリバティブのリスク規制等を提案している。また、米国SECは、2010年3月以降、デリバティブを積極的に活用する上場投資信託の設立を認可していないと報告されている。

販売手数料及び信託報酬の増加は、一般投資家が当該投資信託において負担しなければならない費用が増加していることを意味しており、これは受けられるリターンを減少させるものである。それにもかかわらず、これまで販売手数料及び信託報酬が増加してきたのは、この部分に競争原理がはたらかなかったためであるといえる。そこで、販売手数料や信託報酬に、投資者の選択による市場競争が働くような、一定の規制を設けることが考えられる。

具体的な定めとしては、①販売手数料については、販売価格・規準価格に含めずにこれとは独立の費用として明示すること、②信託報酬については、委託会社、受託銀行、販売会社毎の取得額を明示することに加えて、その明細を開示すること、③販売手数料や信託報酬についてガイドラインや上限規制を設けることなどが考えられる。

信託報酬については、委託会社の報酬の一部、受託銀行、販売会社の報酬は投資信託の管理に対する手数料的な性格を有するのに対して、委託会社の報酬の一部はまさに専門家としての運用に対する対価としての性格を有することを踏まえて検討すべきである。

なお、現在問題となっている毎月分配型の投資信託については、実際は単に元金の一部を投資者に返還しているに等しいものであるにもかかわらず、高率の運用成果が得られているかのように誤信させるおそれが大きいものであることが苦情の一因となっている。誤解を防ぐために、分配金の名称は運用成果を原資とするものに限定すること、元本を取り崩して返還する場合は、元本取り崩し金など、性質を把握しやすい別の呼称を用いることなどが考えられる。

以上