

野畑証券役員研修

# 投資信託制度の歴史

(THE HISTORY OF INVESTMENT TRUST)

2021年10月1日（金）

野畑経済研究所教授

畠山久志

# 本日のポイント

1. 投資信託制度とは何か（定義）  
目的と特徴
2. 投資信託制度の承継
3. オランダ<sup>o</sup> 投資信託の嚆矢
4. イギリス 信託契約型と会社型
5. アメリカ  
ユニット・トラストとミューチュアルファンド
4. 日本の投資信託制度

# 投資信託の定義

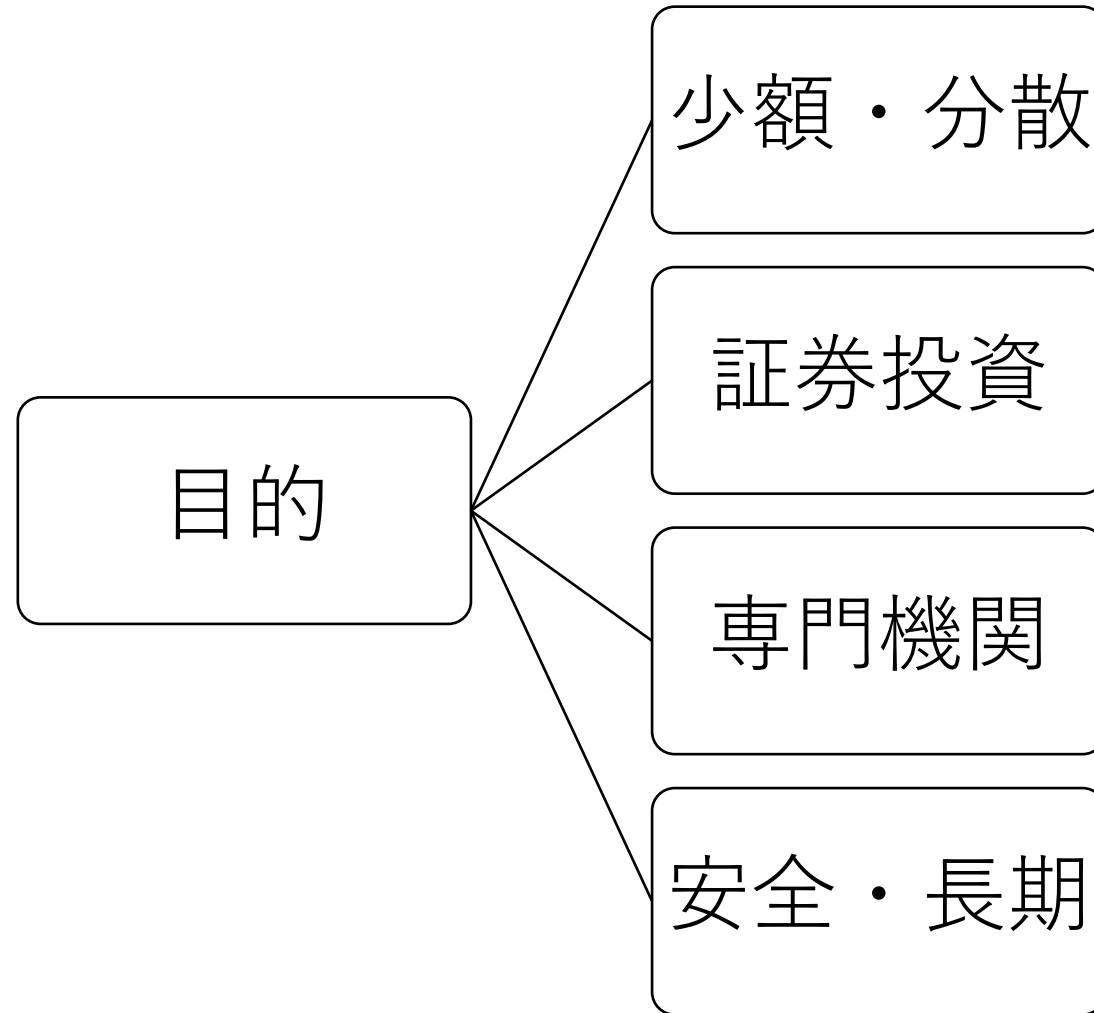
○投資信託とは、証券代位による証券投資代行制度である。



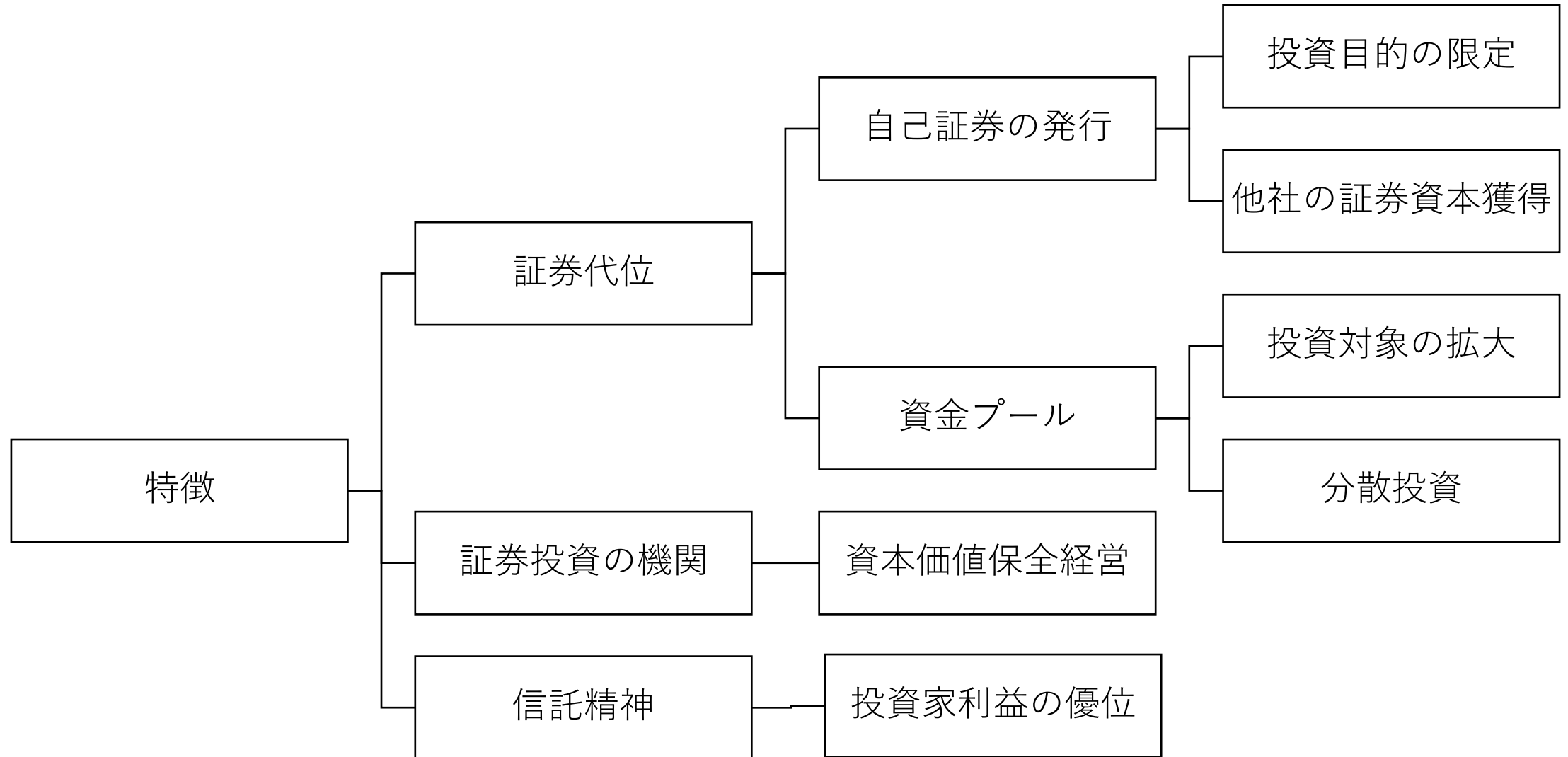
江口行雄(『投資信託発展史論』)

資本価値保全経営を経営上の指導原理とする、中産階級的中小投資家のための、職業専門管理による証券投資代行制度

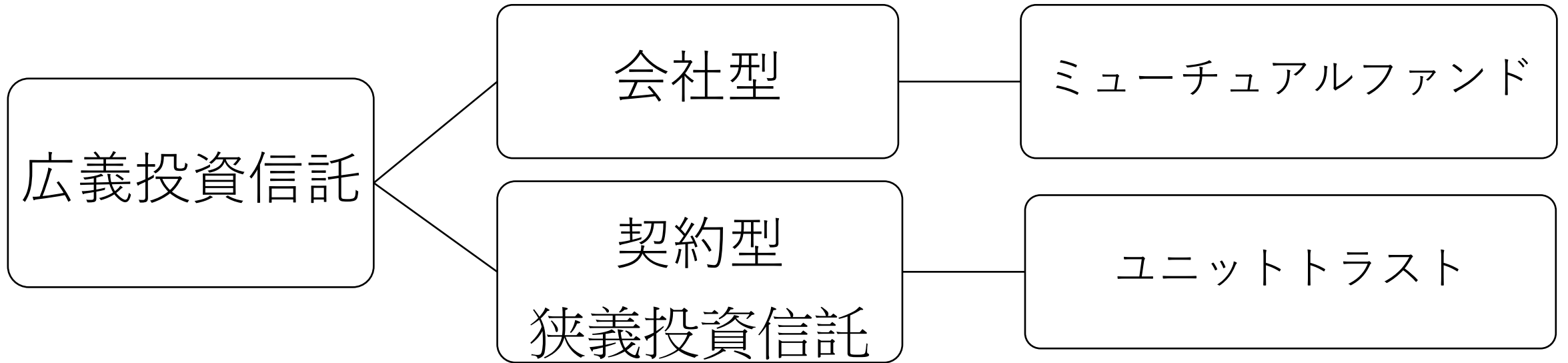
# 投資信託の目的と特徴



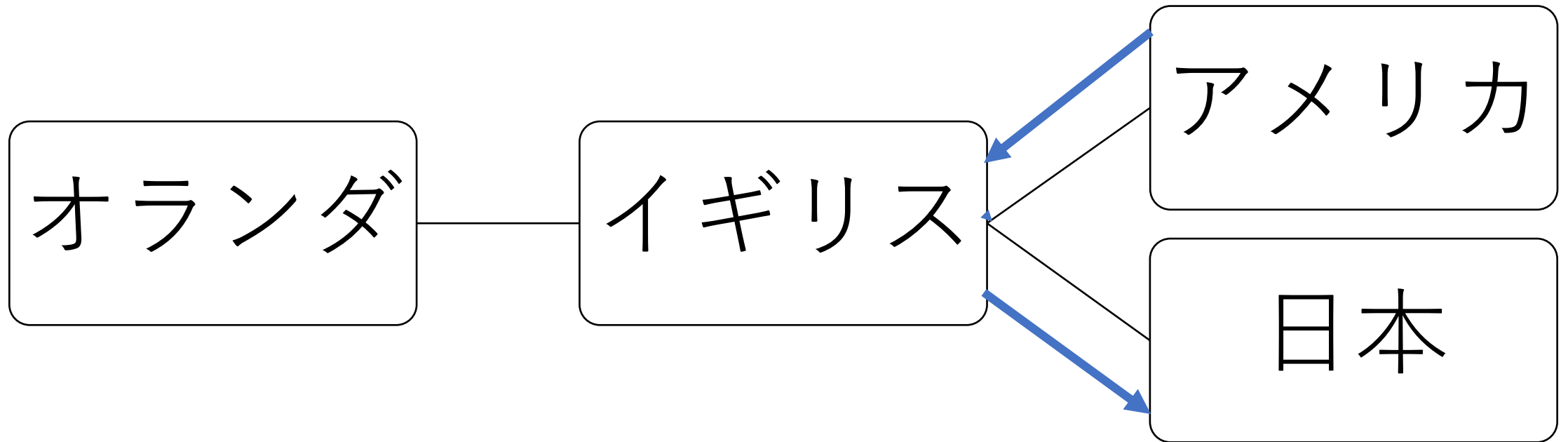
# 投資信託の構造



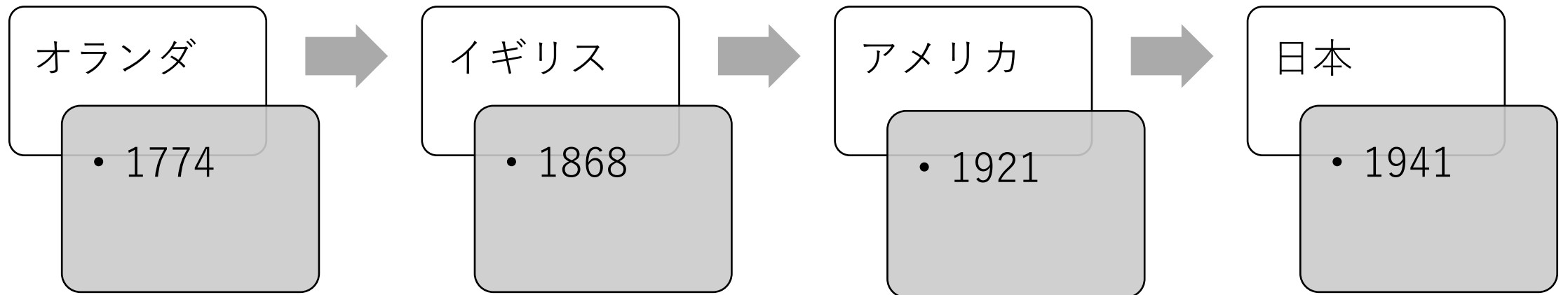
# 投資信託の代表的法形態（米英）



# 承継



# 投資信託制度の移入（承継）





# 投資信託の分類－ 1

形態

## 契約型

運用会社と信託銀行が信託契約を結ぶことにより組成される投資信託

## 会社型

投資を目的とする法人を設立することによって組成される投資信託(投資法人)

購入時期

## 単位型

投資信託の立上げ期間(当初募集期間)にのみ購入できる投資信託

## 追加型

原則的に、投資信託が運用されている期間中いつでも購入できる投資信託

— 2

参加者

## 公募

多数の投資家に取得させることを目的とした投資信託

## 私募

機関投資家などのみに取得させたり、ごく少数の投資家に取得させることを目的とした投資信託

払戻の可否

## オープンエンド型

原則的に、運用期間中払い戻しに応じる投資信託

## クローズドエンド型

運用期間中、払い戻しに応じない投資信託

# — 3

## 投資先の限定

### 管理型

投資先の変化可能

### 固定型

投資先の変更不可

## 社債、レバレッジの有無

### 保守型

社債・レバ禁止

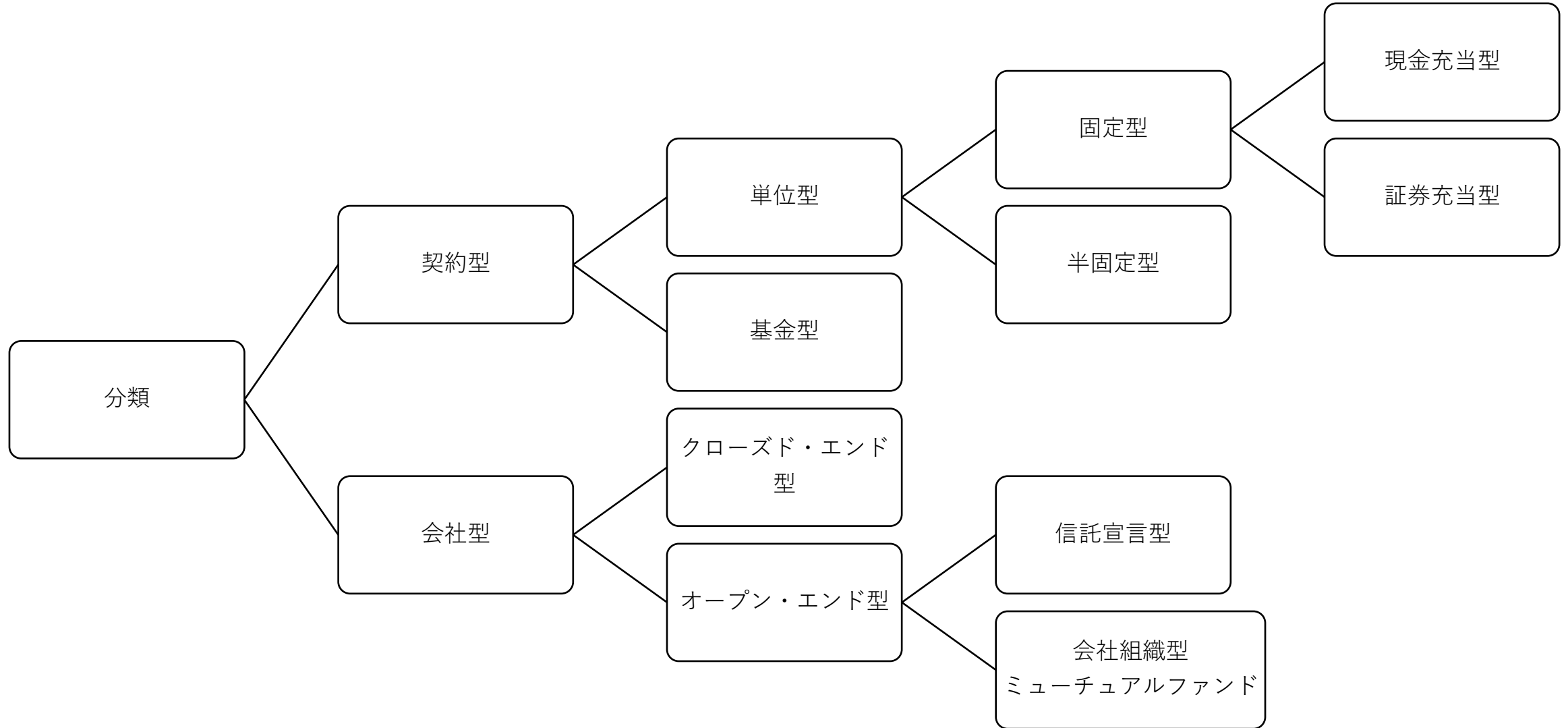
### 運用型

社債・レバ可能

株式投資信託・・・約款に株式に  
投資できる旨が記載されている投  
資信託

公社債投資信託・・・約款に株式  
には投資しない旨が記載されてい  
る投資信託

# 投資信託の分類



# 投資信託の年表

**1774年** オランダで最初の投資信託「Eendragt Maakt Magt」を設立

**1868年** ロンドンで最初の投資信託「the Foreign and Colonial Government Trust」を設立

**1873年** スコットランドで最初の投資信託「First Scottish American Investment Trust」を設立

**1879年～80年 信託の会社格化****1890-93年 ベーリングス危機とその後の不況により、業界の淘汰と統合が進む。**

**1921年** アメリカ初の重要なクローズドエンド型トラスト「International Securities Trust of America」を設立

**1924年** 初のオープンエンド型信託「Massachusetts Investment trust」を設立

**1931年** 英国で初の遺言信託「First British Fixed Trust」を設立

**1929年～33年** 株式市場の大暴落により、業界の淘汰が進む

**1935年** SEC（米国証券取引委員会）が投資会社の調査を開始

**1940年** 投資会社法（1940年）：ミューチュアル・ファンドに対する連邦規制の開始

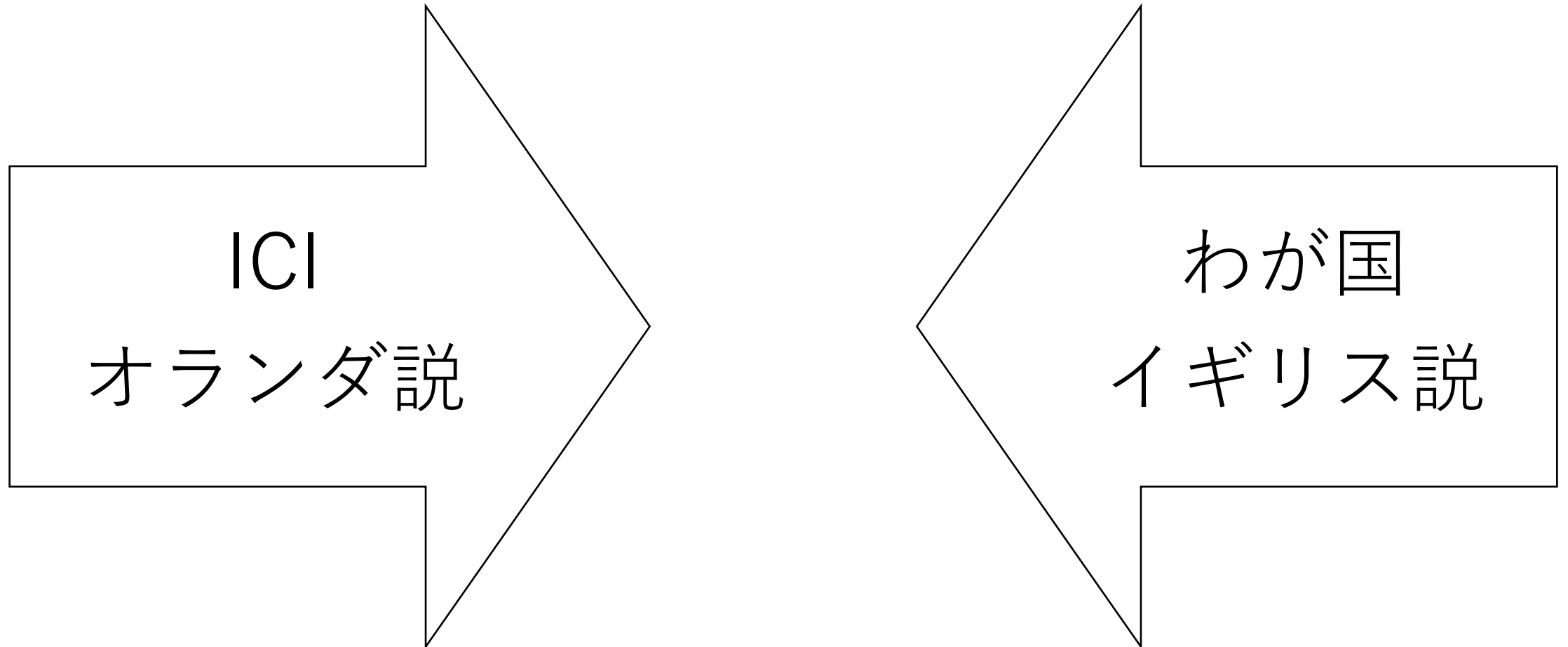
**1944年** 詐欺防止（投資）法（1939年）が制定され、英国で投資ファンドの規制が始まる。

**1956年** 米国連邦裁判所の判決により、投資信託を運用する会社の売買や株式公開が認められる

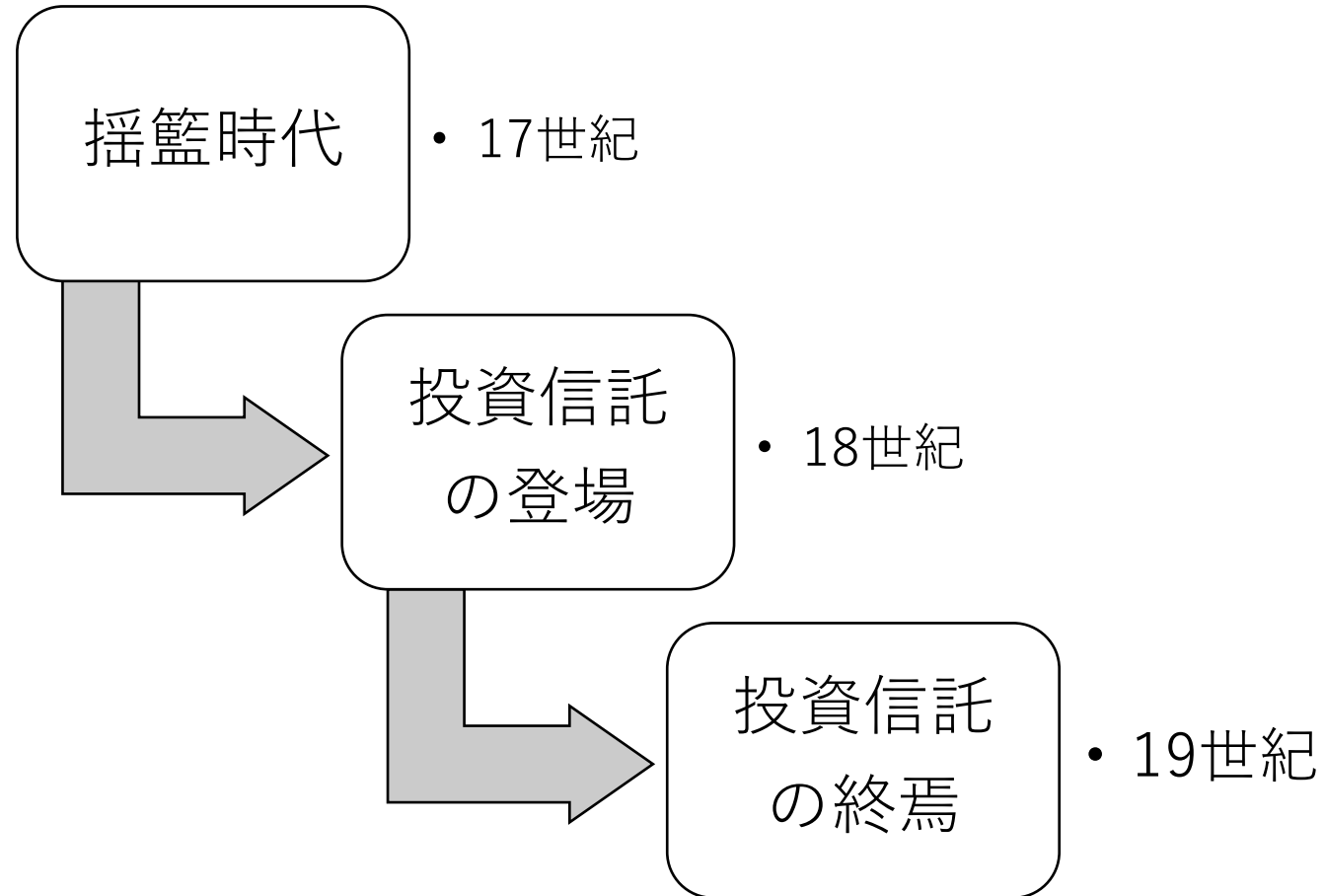
**1976年** バンガード社がS&P500に連動するインデックスファンドを開発

**1982年** 米国内国歳入庁が税制改革法第401(k)項を利用した節税効果のある企業主催の年金制度を認める。

最初の投資信託は、どこの国で生まれたのか



# オランダの投資信託の歴史





# 揺籃期 合同資金（pool）に共同で利益を 生み出す投資形態の登場

## トンチン年金

1746年に発行された10人の参加者による民間トンチン（終身年金の一形態）は、

定期的な支払いのために参加者の初期拠出金から金融証券・皇帝チャールズ6世債券に投資。共同所有（ポートフォリオ）して、配当を分けた。

## 農園融資

1753年に西インド諸島の農園主向け不動産融資は、

ドゥーツ社が資本市場で債券（利息証券）を発行し、その資金でスリナムの農園主に不動産融資を行なった。農園主は、収穫物で返済を行い、会社はその売却金で社債権者へ利息等を返済した。

オランダの投資信託 1774年

アメリカの投資会社協会（ICI）は、投資信託の嚆矢として以下の制度を挙げる。

○Eendragt Maakt Magt（Unity Makes Magic「団結は魔法を生む」：EMM）

オランダの商人でブローカーが、**資力のない投資家に分散投資の機会**を提供することを目的とした投資信託契約スキームを設定

# EMMの概要ー 1

- 投資事業（negotiatie）の募集・信託制度の利用が行われた。
- 外国の政府や銀行が発行した債券や、西インド諸島の農園への融資などに投資
- 投資家には4%の配当が約束され、ポートフォリオの年間投資収入に応じて調整された。
- 25年後の解散（当初計画）時には、ポートフォリオからの清算金を当時残っていた投資家に分配する予定
- 申込みは2000持分がすべて揃うまで一般に公開され、その後は既存の持分主から持分を購入することでのみファンドに参加可能
- 投資家（shareholders）は、持分を自由に譲渡可能

## － 2

- 投資した有価証券の現物は、事務所の金庫に厳重保管（3重のカギ）
- 目論見書では、投資対象（公債等を特定するとともに、ポートフォリオの常時分散が定められていた。
- 2000持分は、20組（classes）に分割され、各組同額の資本は、債券50銘柄（bonds）でポートフォリオが組まれた。

## 抽選制の導入

○奇妙で複雑なクジ (lottery) の存在

⇒ 抽選の仕組み

ポートフォリオからの投資収益のすべてを分配するのではなく、その一部を抽選により償却する持分のプレミアムとして消却したり、特定の持の増配に充てたりする。

## — 3 期間終了

○成功したが1780年に第四次英蘭戦争（～1784）が勃発したことにより、植民地からオランダ委託業者への出荷が滞り、農園融資の保有者の担保となっていた収益に影響が出た。

○世紀末には、EMMと同様のほかすべての3つのファンド（fund）はアムステルダム証券取引所の公式発表価格記録に載らなくなった。

○1799年の期間終了時に、参加者は、持分が額面通りに償還されるまで、投資事業（negotiatie）を延長することに合意した。

○1893年に公式に解散するまで114年間存続した。1894年の最終分配では、1株500ギルダーにつき430.55ギルダーが配当（当初の投資額の87%）おそらく史上最長の投資信託

# イギリスの投資信託の歴史

○日本では、投資信託の嚆矢として  
1868年ロンドンで設立された

**Foreign and Colonial Government Trust**  
を挙げる。

理由として、①オランダのEMMは19世に終了しており、現在に引き継がれていない。②イギリスのファンドは、現代に引き継がれていること等を指摘

— 2

○設立者 大法官（司法長官）

○投資先 外国政府の債券

○分散

特定の証券には信託財産の10%以上を投資しない



# FCGTの構造ー 1

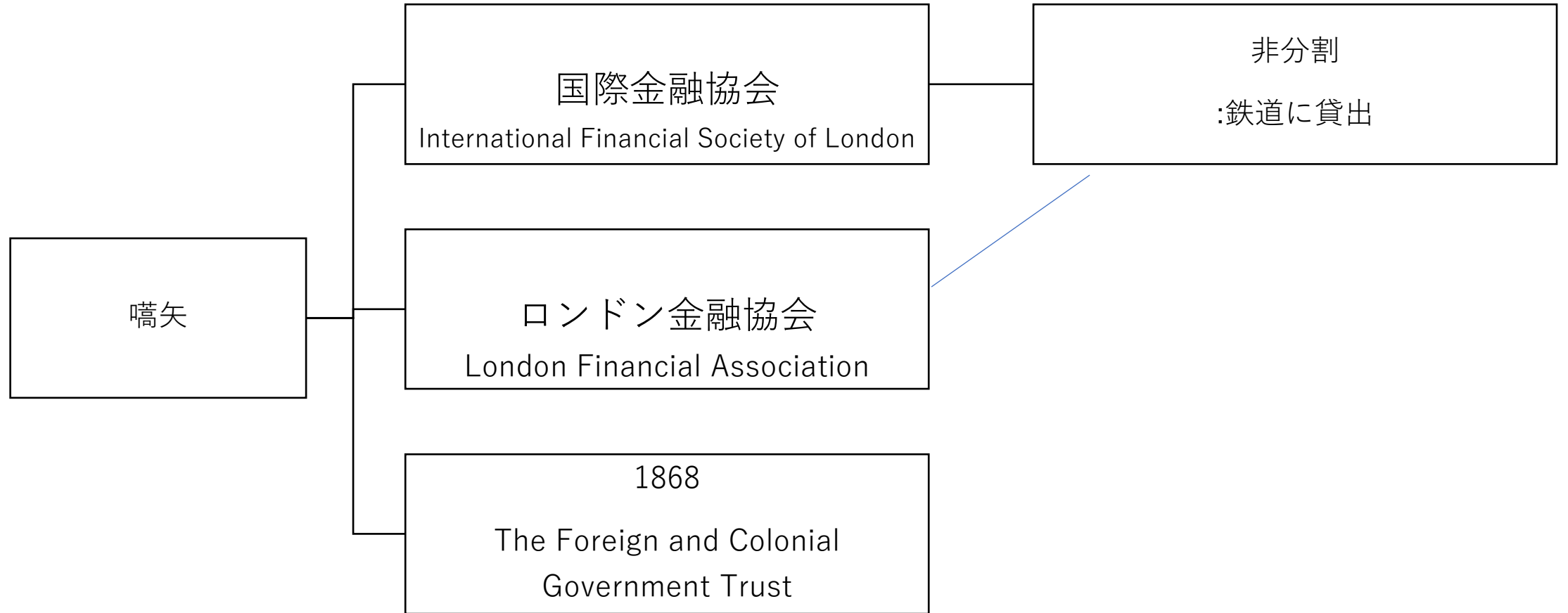
○オランダ信託をモデル

(EMMと類似：LOTTERYも含む)

○目的・目論見書

適度な収入のある投資家に外国および植民地の国債に投資する際のリスクを軽減し、大資本家と同等のメリットを中堅の投資家に提供すること

# 1863年ロンドンで二つの集団投資会社設立



# 投資信託の父ロバート・フレミング

○1873年 スコットランドで最初の投資信託

## First Scottish American Investment Trust

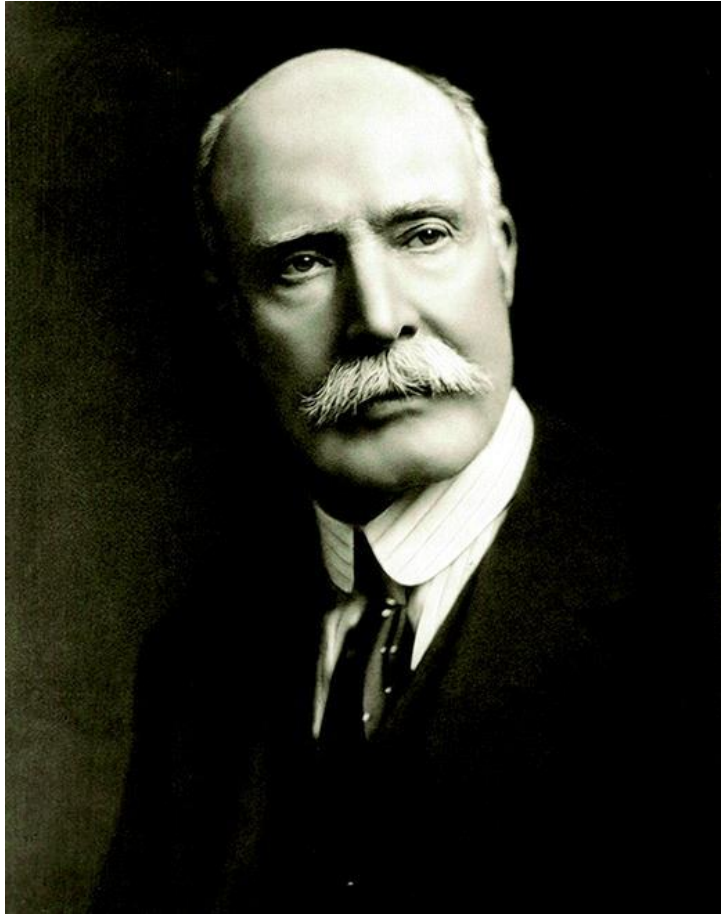
○投資先 アメリカの証券に投資

特に鉄道債に特化した信託

○管理型 受託者に投資内容の変更権限を認める

30銘柄でスタートし、それぞれの銘柄がポートフォリオの7%以下で構成

# ロバートフレミング (Robert Fleming 1845 – 1933)



○スコットランドの  
金融家・慈善家

○マーチャントバン  
クRobertFleming &  
Coの創設者

○イアンフレミング  
(孫) 007作家

# 信託の規模

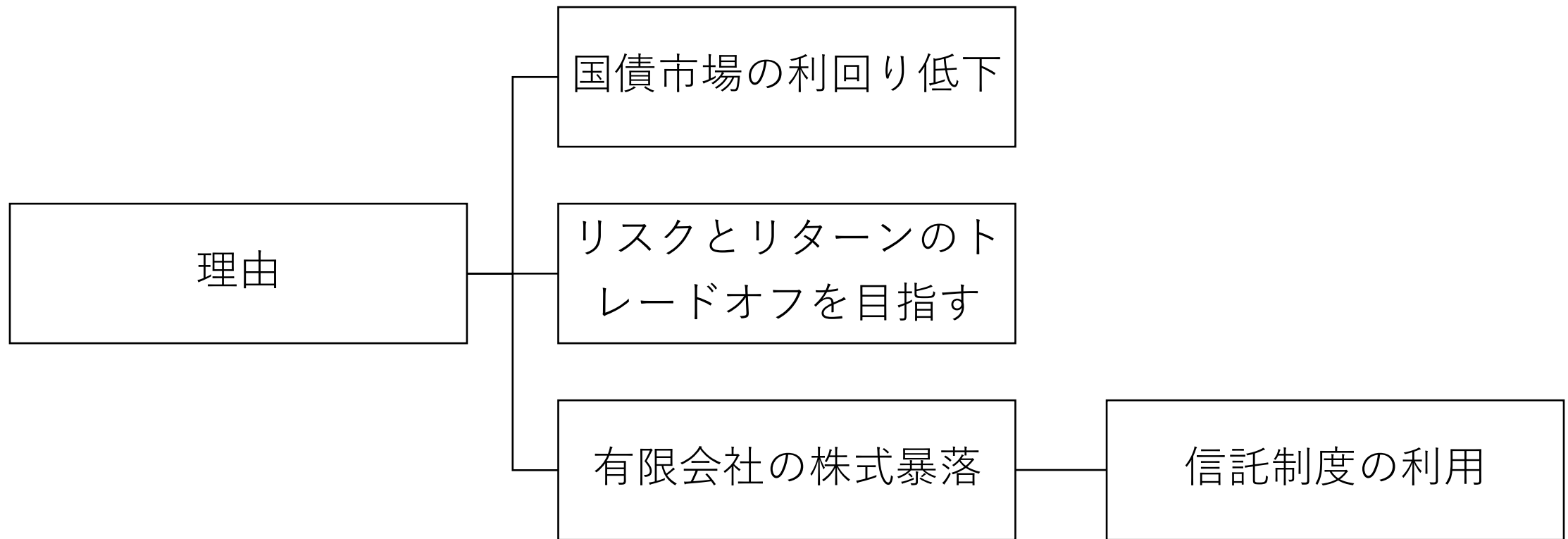
|                 |       |       |
|-----------------|-------|-------|
| 1873年 第1回目募集設定額 | 30万 £ | 期間10年 |
| 1873年末第2回目      | 40万 £ | 期間20年 |
| 1875年 第3回目      | 40万 £ | 期間20年 |

1879年社名変更（会社制度に移行）

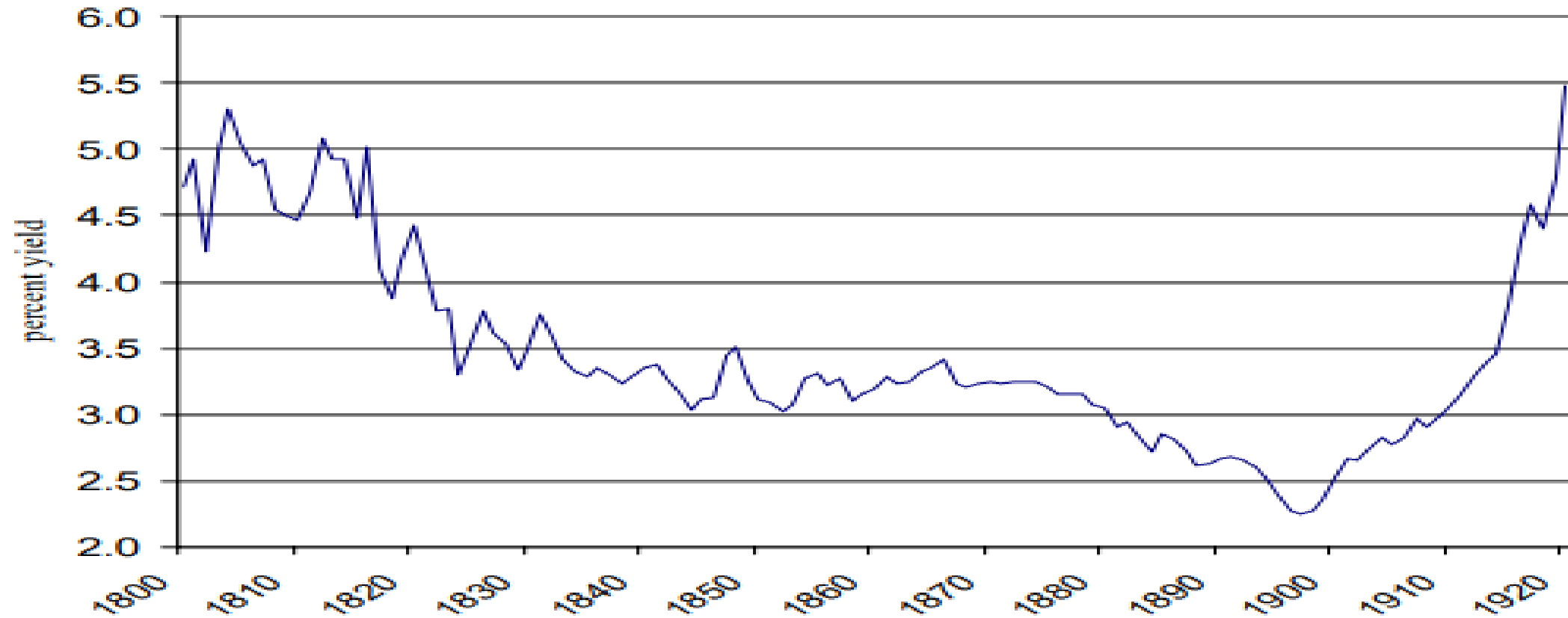
The First Scottish American Investment Trust  
Company Ltd.

1909年Robert Fleming & Co.を設立（資産運用・商業銀行）

# 1860年代後半に最初の信託が登場した理由

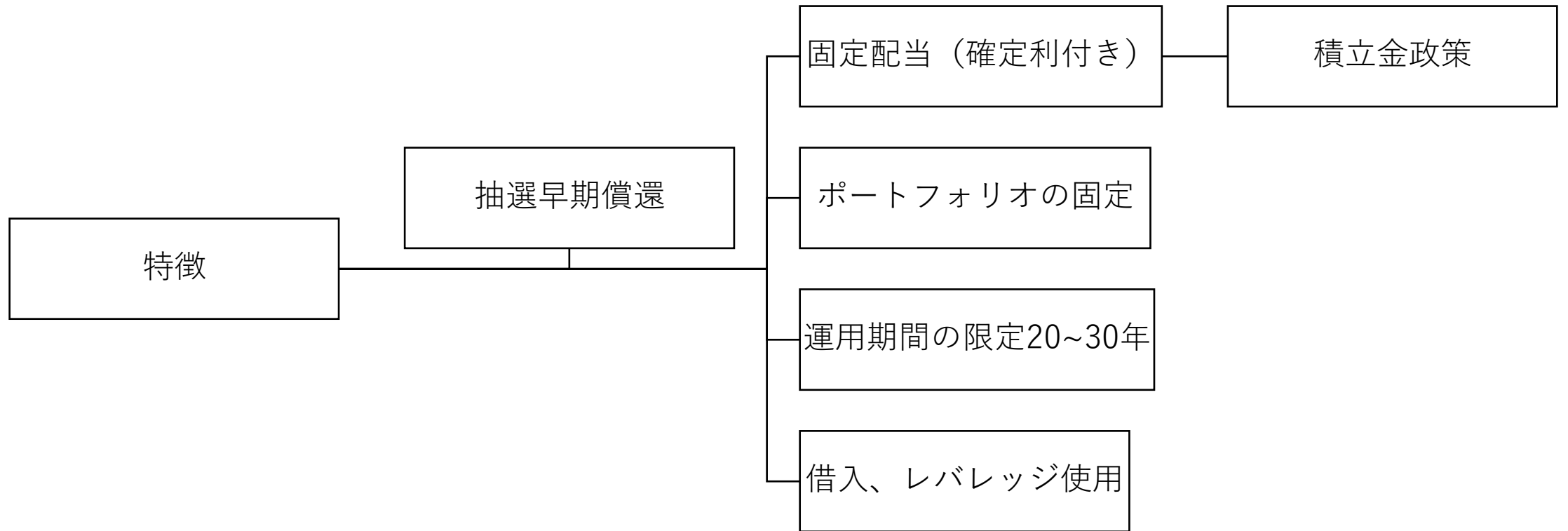


**Figure 1** Annual British government bond rate 1800 – 1920



**Notes.** This **figure** plots the annual long-term British government bond yield for the period 1800-1920. Source: <http://www.ch.net/hmit/interest rate>.

# イギリス初期の投資信託の特徴





# 投資に係るこのようなトラストは合法なのか

Governments and Guaranteed Securities Permanent Trust Case

○不況の深刻化で1876年に一部信託が債務不履行、一部債務不履行に陥る。

○そこで投資家が、信託の清算を求めて訴訟提起  
判決

「このようなトラストは利潤を目的とする20人以上の協同組織(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。

また中途償還の仕方は富くじ (Lottery) だ」

# それぞれの主張

## ○会社説

- ① 受益証券は実質において会社の株式や社債と同じものだ。
- ② 投資信託は売買という商行為によって利潤を得て、経営を維持していること

## ○信託説

- ① 投資信託は受託者と投資家との信託契約によって成立していること
- ② その際問題となるのは利潤の取得ではなくして、財産の共同管理であり、利潤はむしろ付随的結果である。

# 判決結果の影響ー 1

○従来普通法信託 (Common law Trust)として組織されていた投資信託は非合法的

⇒以降投資信託は、会社法形態となった。

⇒既往のトラストは、1879年以降解散するか会社形態へ移行

例外もあり (Submarine Cable Trust)

○会社型投資信託は、1880年代にブームを迎える。

○1890年ベアリングス危機によって投資信託にトラブルが生じた。

## — 2

1. 投資信託の資本金は、普通株、優先株・社債の三者によって構成（社債の利用が普及）
2. 投資の対象は、公債類からしだいに社債や株式などの産業証券に移行  
投資の対象は極度に拡大（投機的色彩が濃厚）
3. 従来の組合的な性質が喪失、企業化  
（信託的な要素が稀薄）
4. 投資制限が緩和（所有証券の売買が一般的）  
受託者の立場である会社重役の権限が拡大（固定型から管理型に推移）

# 1929年世界恐慌の影響

## ユニットトラストの登場

○世界恐慌から受けた打撃は、会社型投資信託を襲う。

アメリカでも、同様

⇒その反動として固定的・契約型投資信託が考案され、流行

⇒イギリスに影響を与えた。

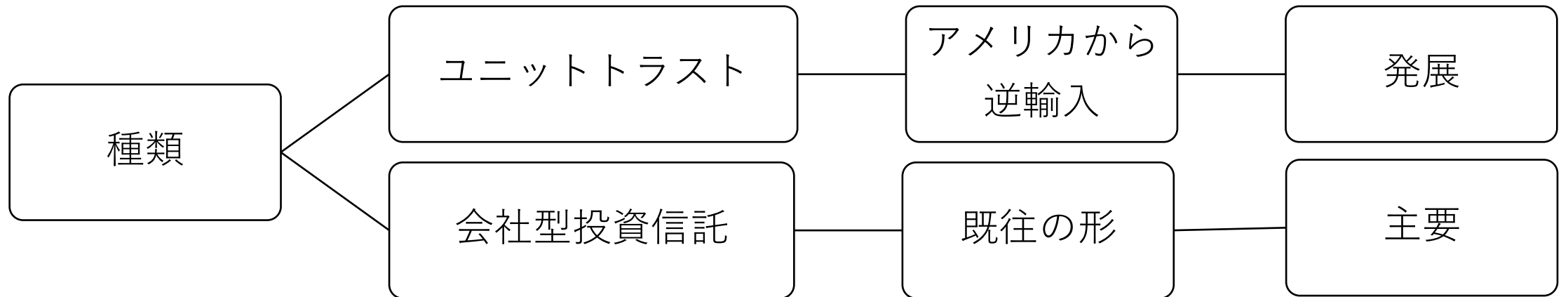
不信対策として、アメリカから投資信託（契約型）を輸入

○1931年4月Municipal and General Securities Co.を委託者Loyds Bankを受託者とする

固定的単位型（ユニットトラスト）

The First British Fixed Unit Trust（期間20年）  
が設定された。

# イギリスの投資信託の種類



# アメリカの投資信託の歴史（概略）

- イギリスに範をとり1920年代にクローズドエンド型投資会社を設立
- 大恐慌により問題化
  - ユニットトラストを挟み、ミューチャルファンドへ
- 1940年投資会社法整備
  - 投資者保護の法インフラ
- 1960年以降経済成長共に拡充
  - ミューチャルファンド（オープンエンド）
  - クローズドエンド投信
  - ユニットトラスト
  - ETF

# イギリス型の会社型投資信託の導入

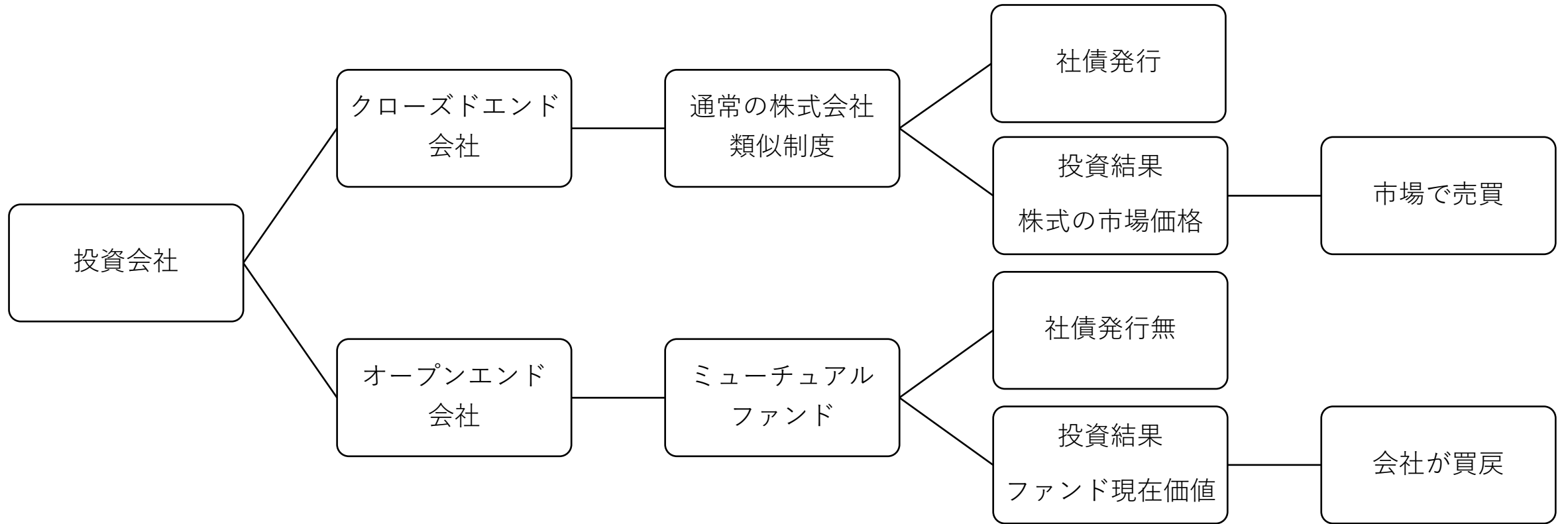
- 1921年The International securities of Americaの設立  
アメリカ投資信託の父であるRobinsonによるもの
  - 1924年Massachusetts Investors trust  
ミューチュアルファンドの元祖（ただし、信託契約）
  - 1924年State Street Investment Corps  
1925年Incorporated Investors
- } ミューチュアルファンド



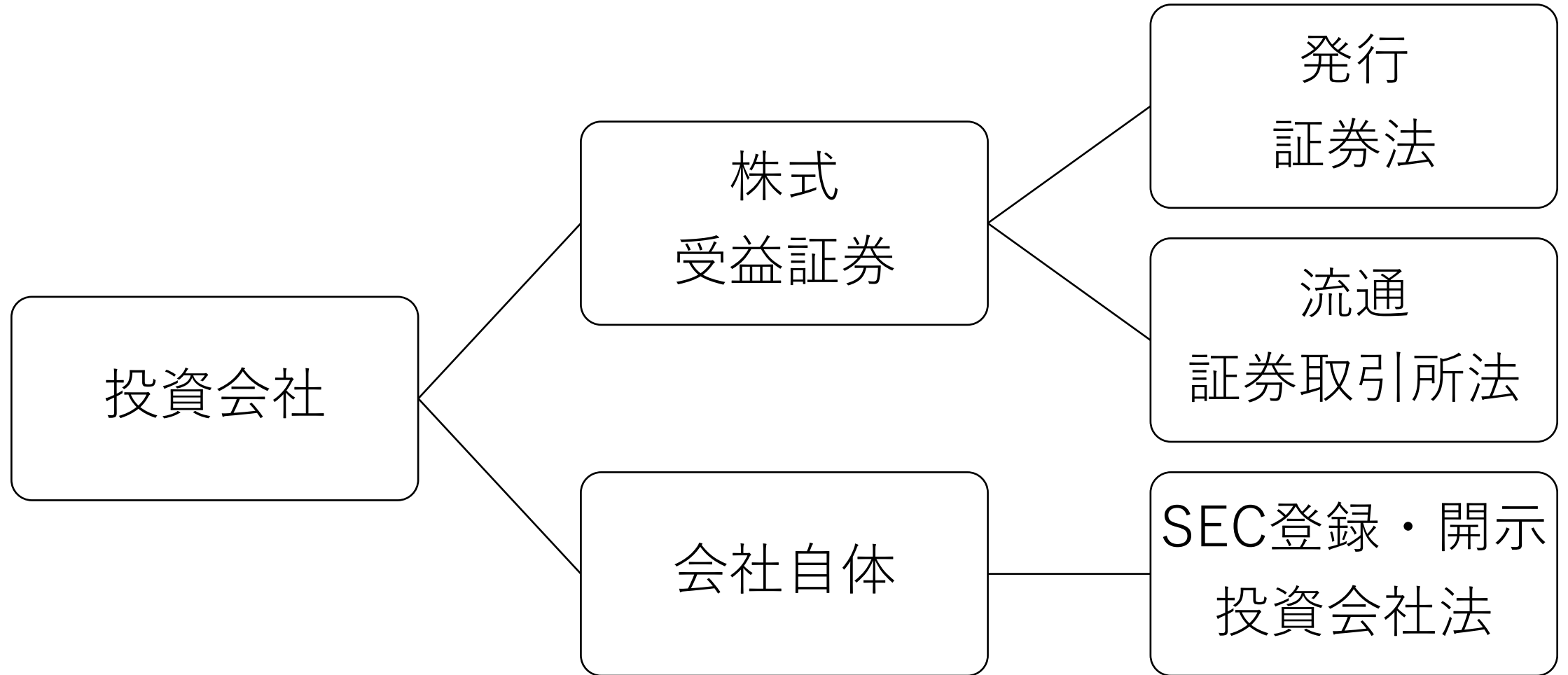
# 世界恐慌の影響

- 会社型投信（クローズドエンド型）不評 1929年以降  
普通株の他に優先株、社債（借入） 影響が大きい  
資本構成と運用資産のアンバランス（短期売買狙い）
- 固定型投資信託（ユニットトラスト）急激な勃興と衰退  
1930~1931年（証券売買制限）  
英国に逆輸入
- ミューチュアルファンド（オープンエンド型）1932年以降  
受益証券が資産価値に応じて換価できるもの

# アメリカの投資会社



# 投資会社の法的インフラ



# 日本

## ○戦前

1937年（昭和12年）藤本ビルブローカー

証券投資組合 民法上の組合として組成 組織・運用が  
信託類似行為として法制上疑義 1940年停止解散

1941年（昭和16年）イギリスユニットトラスト制度導入

野村証券を委託者、野村投信を受託者

その後、1942年（昭和17年）に5証券も加わるが、終戦  
とともに清算

○1951年（昭和26年）証券投資信託法を制定・再開  
信託契約型の単位型株式投信として誕生

○2000年（平成12年）投資信託投資法人法（投信法）

# 日本の投資信託の歴史 (資料：日本証券経済研究所)

|        | 法 制  | 商 品   | 販 売   | 運 用   |
|--------|--|---|---|---|
| 1950年代 | 証券投資信託法施行、投信委託業務を証券会社の兼業によりスタート (1951)   | 単体型株式投信でスタート (1951)<br>追加型株式投信発足 (1952)   | 証券会社のみで販売                                     | 国内株中心   |
| 1960年代 | 委託会社の証券会社からの分離 (1960 営業開始)   | 公社債投信発足 (1961)  |   | 国内債組入れ本格化 (1961)  |
| 1970年代 | 投資信託法改正、「委託会社の受益者への忠実義務、組み入れ証券にかかる議決権行使、ディスクロージャー義務」などを規定 (1967)                             | マザーファンドを活用した運用方式 (ファミリーファンド) 発足 (1970)  | 外国投信の国内販売自由化 (1972)                           | 外国証券組入れ開始 (1970)  |
| 1980年代 | 委託会社が投資顧問業務に進出 (1984)  | 中期国債ファンド発足 (1980)   |   | 先物・オプションの利用可能となる (1987)   |
| 1990年代 | 外資系が投信委託業務に進出 (1990)<br>銀行系が投信委託業務に進出 (1993)<br>投信改革決定 (1994) 1995年に実施<br>金融システム改革法施行 (1998) | MMF 発足 (1992)<br>日経 300 上場投信発足 (1995)<br>私募投信発足 (1999) ファンド・オブ・ファンズの設定が可能となる (1999) | 投信委託会社の直接販売開始 (1993)<br>銀行、保険等が本体で販売参入 (1998) | デリバティブのヘッジ目的以外への利用など運用規制緩和 (1995)<br>運用の外部委託可能となる (1998)                    |
| 2000年代 | 投信委託業者の受託者責任を明確化 (2000)<br>公社債投信時価評価へ移行 (2001)<br>確定拠出年金発足 (2001)<br>金融商品取引法施行 (2007)        | 会社型投信発足 (2000)<br>不動産投信発足 (2001)<br>現物拠出型 ETF 上場 (2001)                             | 金融商品販売法施行 (2001)<br>郵便局での投信販売開始 (2005)        | 運用対象を不動産を含めた幅広い資産に拡大 (2000)<br>一部のMMFが元本割れ (2001)<br>運用対象資産として商品が加わる (2008) |