

「資本市場における機関投資家の役割の 向上」について（第3回中間報告）

証 取 審 ・ 昭 50.10.17

証券取引審議会（会長・堀越禎三氏）では、さる10月17日、第146回総会を開催し、同特別委員会が取りまとめた第3回中間報告を了承した。

同特別委員会は、本年3月17日、「株主構成の変化とその要因」および「法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化」について第1回中間報告（本業報296号参照）を行い、次いで6月12日、「株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立」について第2回中間報告（本業報298号参照）を行った。今回の第3回中間報告は、株主構成の変化に対処する5項目の基本的方策のうち、3番目の審議項目である「資本市場における機関投資家の役割の向上」について、4回にわたる同特別委員会の審議内容を取りまとめたものである。

同報告では、まず、我が国における機関投資家としては、株式投資信託、生命保険、損害保険、企業年金、共済組合等が考えられるとし、機関投資家の役割として、①純投資目的に基づいて本来の投資活動に徹することにより、株式流通市場の需給の層を厚くし、流通の円滑化および価格形成の公正化に寄与する、②企業の配当・増資政策等に対して、一般個人株主と同様、純投資家の立場から、積極的に発言することによって、株式投資魅力の向上に資することが期待されるとしている。

次に、株式投資信託について、①ファンドの運用における競争原理の徹底、運用責任体制の確立、委託会社の自主運営の強化などにより投資

魅力の増大をはかる、②商品の多様化、ディスクロージャーの徹底、販売意欲の向上などにより投資家層の拡大をはかる、③乗換え勧誘や短期資金導入の自粛等販売姿勢の改善、短期乗換え販売を抑制するような手数料体系の導入、流入資金が一定期間滞留するような商品の開発などにより長期安定資金の導入をはかるなどの点について改善が必要であるとしている。

また、保険会社について、今後の株式投資の方向として、今後予想される産業構造の転換の中から新しい成長企業を見出し、その株式に投資し、これを中期的に保有することによって、企業収益の増大に伴うキャピタル・ゲインを獲得する方向が一般的と考えられるとし、その場合、必要に応じて含み益が実現されていくことになるので、結果的に売買回転率はこれまでより高まり、株式市場における機関投資家としての機能は一層発揮されることになろうと指摘している。同時に株式市場側においても大量売買における売買仕法の改善等機関投資家の円滑な資産運用に対応する整備改善措置が求められるとしている。

なお、同審議会では、さる9月30日、特別委員会を開き、次の審議項目である「証券会社の営業姿勢の整備改善」について検討をはじめた。

証券審の第3回中間報告の全文は次のとおりである。

「株主構成の変化と資本市場のあり方について」の審議内容取りまとめ(第3回中間報告)

昭和50年10月17日
証券取引審議会特別委員会

証券取引審議会特別委員会は、本年3月17日、「第1部 株主構成の変化とその要因」及び「第2部 株主構成の変化に対処する方策」のう

ち「(1) 法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化」について第1回中間報告を行い、次いで6月12日、「(2) 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立」について第2回中間報告を行ったが、その後4回にわたり審議を重ねた結果、このほど「(3) 資本市場における機関投資家の役割の向上」についてほぼ検討を終了したので、その審議内容を第3回中間報告として以下のように取りまとめた。

(注) 「第2部 株主構成の変化に対処する方策」の審議項目は、次のとおりである。

- (1) 法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化
- (2) 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立
- (3) 資本市場における機関投資家の役割の向上
- (4) 証券会社の営業姿勢の整備改善
- (5) 投資家保護の徹底

第2部 株主構成の変化に対処する方策

第3 資本市場における機関投資家の役割の向上

我が国における機関投資家としては、株式投資信託、生命保険、損害保険、企業年金、共済組合等が挙げられるが、各々の株式保有態度には保有資金の性格に応じておのずから相違がある。例えば、株式投資を目的として設定された「株式投資信託」と、将来の一定の債務を帯びた資金を保有する「保険・年金等」とは異なるし、さらに区別するならば、確定債務を支払う「保険」と、できるだけ実質価値を維持することが望まれる「年金」とは必ずしも同一ではない。

これまでの我が国における機関投資家の発展を見ると十分とは言い難く、また、本来の機関投資家として活動していないという批判もある。しかしながら、今後個人金融資産が増加し多様化するとともに、年金制度等が発達する傾向にあることから、機関投資家の運用資産は着実に増

加するものと見込まれるので、株式市場においてもその比重が次第に増大していくと予想される。

機関投資家の発達は、一般的に株式流通市場の需給の層を厚くし、流通の円滑化及び価格形成の公正化に寄与するところが大きい。このためには、各機関投資家が純投資目的に基づいて本来の投資活動に徹することが前提となっている。このような観点からいえば、多様な運用方針を持つ多数の機関投資家の市場参加は、流通市場の健全な発展にとって好ましい現象といえよう。もっとも最近の米国に見られるように、機関投資家の巨大化が市場に及ぼす弊害も無視できないが、我が国の場合はまだその段階にはなく、むしろ機関投資家の発達を通じて、株式市場の量的質的な発展に努めることが当面の課題であると考えられる。このほか機関投資家の機能としては、一般個人株主と同様に純投資家の立場から、企業の配当・増資政策等に対して積極的に発言することにより株式投資魅力の向上に資することが挙げられる。

なお、機関投資家が純投資目的で、かつ、積極的に株式市場に参加するためには、株式市場側においてもその受入体制の改善強化を図っていくことが望まれるし、また、発行会社及び証券会社においても、これに対する十分な理解と協力がなければならない。

1 株式投資信託について

(1) 現状と問題点

イ 株式投資信託の現状

我が国の株式投資信託は、昭和26年に証券投資信託法に基づいて再発足して以来、すでに20数年を経過している。その間、昭和37年末には純資産総額が1兆996億円に達したが、昭和40年当時の証券不況期において、基準価額の大幅な下落とりわけ単位型投資信託の額面割れなどから一般投資家の不信を招き、昭和43年末の純資産総額

は5,664億円に減少した。株式投資信託がこの不振から回復に転じたのは昭和44年頃からであり、最近数年間はほぼ順調に増加している。この結果、昭和50年9月末の純資産総額は1兆7,040億円に及んでおり、今日では、株式投資信託は、国民の有力な貯蓄手段として定着する動きを見せている。しかしながら、長い不振期を経てきたこともあって、個人金融資産に占める地位は、他の金融資産に比べるといまだ低い状況にある。

ロ 株式投資信託の問題点

株式投資信託の動きは株式自体の投資魅力や株式市況に左右されることは避けられないが、株式投資信託が国民の貯蓄手段として、また、証券市場における機関投資家として期待されている役割を一層発揮するためには、次のような問題点を検討する必要がある。

- ① 株式投資信託には投資家のニーズに対応した各種の商品が存在することが望ましいが、現実にはあまり特色のない類似のものが多い。そのため、安定利回りを望む層の期待にも、キャピタル・ゲインをねらう投資家の期待にも十分こたえていないきらいがある。
- ② 委託会社の指定証券会社からの自主独立性がいまだ十分確立されていないため、ややもすれば受益者本位の運用に徹しきれないおそれがある。
- ③ 運用の専門家が十分に養成される体制になっていない。
- ④ 株式市場の好況時に資金が大量に流入し、不況時には逆に流出するという傾向がある。

(2) 機関投資家としての特色

イ 株式投資の媒体

所得水準の向上と保有資産の増加に伴い、個人金融資産の運用形態はますます多様化するとともに、その運用も安全性から収益性を

加味したものに移っていくことが予想される。その際、株式投資信託は、株式投資を行うほど多量の資金を有していない層、株式投資に伴うリスクの軽減を望む層、株式投資についての専門知識を有しない層、株式投資についての知識はあるが時間的都合等で自ら株式売買を行えない層、等にとって有効な投資手段となりうるものである。したがって、株式投資信託には、他の機関投資家と異なり、個人株主の増大ないし育成のための媒体としての機能を期待することができる。

ロ 株式市場の機能強化

株式投資信託は、本来、株式への資産運用を目的とするものであり、純投資に徹しているため、いわば「機関投資家らしい機関投資家」として株式市場の機能強化のために重要な役割を果たすことが期待されている。

しかし、株式投資信託が株式市場における安定要因として機能するかどうかは、その運用方針によるところが大きく、多数の異なる株式投資信託が各々その利益の最大化を目的として行動することにより、結果的に市場の安定がもたらされることが望ましい。ただ、現実には運用資産の増減により左右される面もあり、運用資産の着実な増加と長期安定資金の導入とをいかにして達成するかが鍵になる。

(3) 今後の改善の方向

イ 投資魅力の増大

① 競争原理の徹底

我が国の株式投資信託は、昭和40年当時の元本割れに対するアレルギーや商品性格の不明確性もあって、ともすれば極端な「安定運用」になりがちなどところがあるが、今後は、競争原理を一層徹

底し、より機動的な運用に徹して行く必要がある。

そのためには、例えば、信託報酬に運用効率が反映されるような仕組みを取り入れることが望ましく、また、中規模の委託会社が多数存在し、各自の相場観や経済観に基づいて運用を競い合う形にもっていくことも考えられる。

② 運用責任体制の確立

現状においては、同一委託会社内において少数の運用責任者が多数のファンドを運用しているため、個々のファンドについての十分な運用・管理が行えない面がある。また、運用責任体制が必ずしも確立していないため、会社としての相場観等に左右され、ファンドごとの独立性を打ち出しにくい実情もある。

したがって、ファンドごとの特性を明らかにし、かつ、運用成果の向上を期するためには、優秀な人材の養成及び導入に努めるとともに、運用責任の明確化を図る必要がある。

③ 自主運営の強化

委託会社と指定証券会社との間のゆ着関係は、昭和43年の証券取引審議会の指摘もあり、業界において格段の努力が払われた結果、大幅に改善されたといえよう。しかしながら、世間一般には、委託会社の自主独立性がいまだ十分確立されていないため、ややもすれば受益者本位の運用に徹しきれないのではないかという懸念が残っている。

このような懸念を持たれていることは株式投資信託の発展のために好ましくないので、今後とも、商号・出資関係・人事交流等について一層の改善を図っていく必要がある。また、委託会社による指定証券会社以外の証券会社に対する株式売買の発注及び指定証券会社以外の証券会社を通ずる受益証券の販売を一層促進

することが重要である。

ロ 投資家層の拡大

① 商品の多様化

株式投資信託が投資家にとってさらに魅力あるものとして定着するためには、投資家をもつ各種のニーズに即応したいろいろな商品を開発していかなければならない。それと同時に、その商品性格を明確化し、投資家が容易に選択できるよう配慮することも大切である。

なお、既存のファミリー・ファンド等についても、そのメリットを生かしつつ、投資家のニーズに一層即応するよう所要の改善を加える必要がある。

② ディスクロージャーの徹底

株式投資信託についての信頼性を高め、投資家層を拡大していくためには、運用報告書の記載内容の明確化及び交付方法の改善、受益者懇談会の開催等により、その運用成果の適切な公表方法を工夫していくべきであろう。

③ 販売意欲の向上

受益証券の販売を促進するためには、販売手数料を引き上げ販売意欲を刺激することも考えられる。しかしながら、手数料の引上げは、そのまま投資家の負担を増加させることになるので、運用効率の向上による受益証券の魅力増加と、投資家のニーズに即応する商品の提供がその前提となることに留意しなければならない。

ハ 長期安定資金の導入

① 長期安定資金の導入のための措置

長期安定資金の導入を図るためには、例えば、乗換え勧誘や短期資金導入の自粛等販売姿勢の改善とともに、短期乗換え販売を

抑制するような手数料体系の導入などの方法が考えられる。また、流入資金が一定期間滞留するような商品の開発を行うとともに、受益証券の上場についても将来検討すべきであろう。

なお、株式投資信託は、株式のように本来無期限であることが望ましいという考え方もあるが、投資家のニーズや受益証券が上場されていない現状を考慮すると、これをすべて無期限にすることには問題があろう。

② 会社型投資信託の検討

長期安定資金を導入するために、クローズド型の会社型投資信託を取り入れてはどうかという意見もあるが、この制度については、キャピタル・ゲイン課税に関する税法上の制約や株主総会運営上の問題などに難点が多く、現在のところ、これを積極的に取り入れようとする地盤が醸成されているとは思われない。

2 保険会社等について

(1) 機関投資家としての性格

経済の発展に伴い、生命保険、損害保険ともに保険契約高の伸びはかなり高く、このため保険会社の総資産は年々2割前後増加しており、昭和50年3月末現在で見ると、生命保険会社は1兆1,106億円、損害保険会社は3兆3,421億円となっている。その株式への運用割合は、昭和40年代前半まで低下傾向にあったが、最近では、生命保険が約20%、損害保険が約25%程度で横ばいに近い姿になっている。また、保険会社による保有株式の売買回転率は、市場全体の平均水準に比較して著しく低く、しかも近年低下してきている。このような観点から、保険会社の株式市場における機関投資家としての役割の向上が問題となっている。

もっとも、保険会社としては、確定債務を帯びた資金を運用してい

るので、資金運用の安全性、流動性を考慮した投資態度が必要とされ、また、そのような量的質的な規制も受けている。したがって、株式投資を目的とした資金の集りである株式投資信託とは、資産の配分方法や株式投資に対する姿勢において、ある程度の違いが生ずることは避けられない。

(2) これまでの資産配分及び株式投資態度

保険会社の資産は、一般に、預金、コールローン、貸付金、有価証券（公社債・株式等）及び不動産によって構成されているが、戦後における資産配分は、主として、有価証券及び貸付金からなっていた。昭和40年代に入って、このうち株式投資の割合が減少し、代わって貸付のウェイトが増加しているが、この背景には、株式投資の利回り採算が貸付等に比して相対的に不利になってきたという事実が指摘される。

次に、保険会社の株式投資態度は、一般的には、利回り採算による純投資的立場で、かつ、比較的長期に保有するものであり、このような方法によってこれまで資産運用の効率化を図ってきたといえよう。ところが昭和40年代後半に入ると、そのような株式投資方針に関連して、いくつかの環境の変化が生じてきた。例えば、①時価発行増資が活発になってきた結果、従来のような額面割当を前提とする長期保有利回りを期待することが難しくなったこと、②安定成長経済への移行に伴い、企業利益の増加テンポや増資の頻度が低下しがちであること、③生命保険については、昭和47年度からキャピタル・ゲインの一部を特別配当の形で契約者に還元することが認められたことなどが挙げられる。

また、昭和40年代に入って、一部には安定株主工作の盛行や保険営業上の配慮に基づくいわば政策的な株式投資が目立ちはじめ、これが保険会社の機動的な株式投資を阻害する一因となったことも否めな

い。このような傾向は、近年では周囲の状況の変化もあって、次第に弱まる方向にあると認められる。

(3) 今後の株式投資の方向

これらの環境の変化に対応して、保険会社は、これまでの利回り投資に加えて、新たにキャピタル・ゲイン追求をも含めた、いわゆる総合利回りの確保に着目した株式投資方法を見い出していくことになる。すでに一部の保険会社では、新しい株式運用方針の検討や、株式投資のための運用機構の整備を図りつつあるところもある。したがって、今後は、保険会社の株式投資が外国株式を含めて一層活発になる可能性もある。

しかし、総合利回りの確保を目標にするにしても、株価変動の鞘をとるようなパフォーマンス型の短期的売買方針をとることは、保険会社の資産運用のあり方として適当であるとはいえない。むしろ、今後予想される産業構造の転換の中から新しい成長企業を見出し、その株式を中期的に保有することによって、企業収益の増大に伴うキャピタル・ゲインを獲得するパターンが一般的に想定されよう。その場合でも、必要に応じて含み益は実現していくことになるので、結果的には売買回転率が高まり、株式市場における機関投資家としての機能は、これまでより一層発揮されるものと期待される。

なお、保険会社が株式投資に積極的に取り組むに当たっては、株式投資魅力の回復が前提となるが、そのためには、保険会社自体も、大株主の立場から発行会社などに働きかけていくべきであろう。同時に、株式市場側においても、大量売買における売買仕法の改善等、その円滑な資産運用に対応する整備改善措置を検討していく必要がある。

(4) 農協共済の株式投資

保険会社に類似した機関投資家として、農業従事者を対象とした共

濟事業を行っている農協共済が挙げられる。農協共済の資産も毎年2割程度増加し、昭和49年3月末では2兆3,169億円に及んでいるが、その資産を株式に運用することが認められたのは、全共連が昭和42年、都道府県共済連が昭和47年と、比較的新しいため、その割合は約3%程度に止まっている。

農協共済の資産の保有は、今後とも着実に増加することが見込まれ、その資産の性格も保険会社に類似したところがあるので、株式投資に対する知識経験が深まるにつれ、有力な機関投資家として発展する可能性が強い。

3 企業年金等について

(1) 年金資産の性格

我が国の企業年金制度は、税法上損金算入が認められるものとして、昭和37年に導入されたいわゆる「適格年金」と、厚生年金保険法に基づき昭和41年に導入されたいわゆる「調整年金」とから成り立っている。これら資産の増加率は、年々4割程度の高い水準を示しており、昭和50年3月末の企業年金の総資産は2兆313億円に達している。

年金資産は、主として勤労者の老後の生活に資するものであるため、安全確実、かつ、適正な資金運用が求められるほか、年金の性格上積立金のインフレによる減価を防ぎ、その実質価値をできるだけ維持する必要がある。さらに加入者の立場からいえば、資産運用成果の向上は、拠出金の軽減や給付金の増加につながるものとして、大いに関心が寄せられている。

(2) 資産運用についての考え方

年金資産は、契約に基づき生命保険会社と信託銀行によって運用されているが、その内訳は、昭和50年3月末現在で保険型が7,502億円、信託型が1兆2,811億円となっている。

生命保険会社においては、年金も保険契約の一形態として取り扱われており、受託された年金資産は、一般の保険資産と一体で運用されている。この点については、保険資産と年金資産との性格の相違をいかに考えるかに関連して、今後、この運用形態について研究していく必要がある。

信託銀行においては、年金資産は他の信託財産と区分して運用されているが、その株式保有比率は、昭和50年3月末現在約6%程度とまだまだ高くない。これは、資金の性格上慎重な運用に重点が置かれたことに加えて、貸付等により、比較的安全、かつ、有利な運用が可能であったことによるものと考えられる。さらに我が国の企業年金信託は、米国に比して歴史が浅いため、株式保有を増加させるための適切な機会をとらえるに至らなかったという実情もある。

年金信託の資産運用方針においては、これまでのように年金基金の健全性の確保を重視した運用を踏襲しながらも、機会を見て長期的にキャピタル・ゲインを獲得できるよう、その株式運用割合を漸次増加させることも考慮されている。年金資産の伸びは、今後、飛躍的に増加することが見込まれているので、株式市場における機関投資家としての役割が注目される。

今後、年金信託が機関投資家として独自の投資判断により多様な投資を行うためには、そのための調査研究が必要となる。このため、現在各信託銀行においては、内部の資産運用体制の整備に努めているが、その一層の充実が望まれるところである。

(3) 共済組合の株式投資

共済組合の運用資産も毎年2割程度の伸びを示し、その結果、昭和49年3月末では4兆4,224億円となっている。このうち有価証券保有額は約3割程度を占めているが、株式の保有は1%にも達していない

状況である。これは、共済組合が従来安全、かつ、効率的な資産運用を旨としてきたことに加えて、資産運用に対する各種の制約があったことなどによるものといえよう。

共済組合は、企業年金と異なり、自ら資産を管理運用しているので、今後株式投資の割合が高められるとすれば、株式投資魅力の向上に加えて、専門家の養成又は投資顧問制度の活用などによるところが大きいと考えられる。

