最近の証券取引審議会の動き
—株式投資信託についての審議—

社債市場問題の検討を終わった証券取引審議会は，昭和43年10月から，投資信託（株式投資信託）の問題をとりあげ，10月18日と11月22日の2回にわたって，審議を行なった。

その結論的な意見は，報告書の形式で発表されてはいないが，第1回の現状と問題点の検討，2回目の委員以外の学識経験者からの意見の聴取と討議によって，大体その方向は示されたものと考えられる。これまでの審議の経過を整理してみると，おおむね次のとおりとなろう。

1　投資信託問題審議の背景

(1)　投資信託の現状

戦後のわが国の投資信託は，昭和26年に発足して以来17年を経過し，過去数年間にわたり元本の純減が続き，重大な危機にみまわれたが，昭和43年に入ってから，3月以降の株式市況の好転にささえられて，ようやく明るさを取りもどしてきた。

ところで，投資信託の現状は，第1表のとおりであって，株式市場における投資信託は，元本の純減と株式の組入れ比率の低下により，今やかっての最大の機関投資家としての地位を大幅に低落させるのやむな

きに至っている。

また，わが国の経済は成長著しく，個人金融資産は，かなりの速度で着実に蓄積が進んでいるにもかかわらず，投資信託が減少を続けていることにも問題があろう。

すなわち，昭和37年と42年とを比較した個人金融資産の残高は第２表のとおりであり，過去５年間の増加率は年に18.2％となっている。これに対して，投資信託は年率5.6％で減少しており，この結果，個人金融資産に占める投資信託の比率は，５年前の７％に比べ，わずかに2.3％となっているにすぎない。

第１表　株式投資信託の現状　（単位：金額・億円，比率％）

年	設定	解約償還	差引増減高	残存元本	解約比率	株式組入比率	全国証券取引所上場株式に対する投信組入株式の比率（時価）	全国証券取引所売買高に対する投信組入株式の比率（株数）
昭和35	3,621	879	2,741	6,042	21.6	80.9	10.7	5.1
36	5,882	1,656	4,226	10,268	20.0	73.2	11.1	8.6
37	3,471	2,433	1,038	11,306	21.4	77.9	10.9	7.5
38	3,319	2,921	398	11,704	24.0	82.6	10.8	7.1
39	3,302	3,390	△ 88	11,616	24.1	79.3	9.3	10.1
40	1,968	3,920	△1,952	9,663	32.8	76.0	7.3	7.2
41	2,041	3,696	△1,655	8,003	32.7	68.4	5.1	5.5
42	2,154	3,457	△1,303	6,705	39.7	52.7	3.4	3.7
43. 1-9	1,633	2,811	△1,178	5,527	47.0	57.4	(43. 1～8) 2.9	3.0

（注）　大蔵省証券局調べ

第2表　個人金融資産の推移

（単位：億円）

分類	昭和37年末		昭和42年末		昭和37～42年（5年間）	
	金額	構成比	金額	構成比	倍率	年平均増加率
		%		%	倍	%
直接投資	35,924	21.8	52,670	13.8	1.47	8.0
国債	259	0.2	2,597	0.7	10.03	58.6
地方債	277	0.2	156	0.0	0.56	△ 11.0
公社債	886	0.5	5,156	1.3	5.82	42.2
事業債	839	0.5	1,532	0.4	1.83	12.8
株式	22,087	13.4	34,597	9.1	1.57	9.4
投資信託	11,576	7.0	8,632	2.3	0.75	△ 5.6
間接投資	128,620	78.2	327,923	86.2	2.55	20.6
短期性預金	24,373	14.8	52.460	13.8	2.15	16.5
貯蓄性預金	76,278	46.4	187,638	49.3	2.46	19.7
金融債	3,032	1.8	13,101	3.5	4.32	34.3
信託	6,357	3.9	22,902	6.0	3.60	29.2
保険	18,580	11.3	51,822	13.6	2.79	22.8
合計(A)	164,544	100.0	380,593	100.0	2.31	18.2
個人可処分所得(B)	139,282		274,249		1.97	14.5
(A)/(B)	118.1		138.8			

（注）日銀，経済統計月報「資金循環勘定」

(2) 投資信託の機能

投資信託は，一般投資者の委託に基づき，専門家が主として有価証券に投資運用して，その成果を投資者に還元するものである。

したがって，証券投資に伴う危険の分散と専門家管理によって，長期継続的に良好な運用の実績をあげることにより，はじめて個人の金融資産運用にとって便利で優れた投資手段を提供することになる。

このためには，何よりも高度かつ広範な調査研究機能と合理的な運用

仕法の開発等によって，真に専門家の名に値する投資者の利益本位の運用が行なわれるべきものである。これが投資信託本来の機能である。

さらに，このような投資者のための投資代行という機能とともに，この制度が，投資層を開拓して証券市場の厚みを増し，長期産業資金の調達を円滑にして企業の自己資本の充実に資する，という国民経済的意義を発揮することが要請されていることも忘れられてはならない。

また同時に，合理的な株価形成に寄与しうるような機関投資家の少ないわが国の資本市場において，機関投資家らしい機関投資家として行動することも期待されているのである。しかしながら，これまでの投資信託は，その本来の機能なり，資本市場における役割なりを十分に発揮してきたとはいいがたい。

今回，証券取引審議会がこの問題をとりあげたのも，これまでの経験にかえりみて，今後どのような方向に発展させていくべきか，あるいは制度上の問題なり欠陥なりをどのように是正していくべきかについて，そのあり方を再検討すべき時期にきていると考えられたからであろう。

2　審議の経過

(1)　株式市場に対する影響

わが国の投資信託は，株価の好況時に資金が大量に流入し，逆に不況時に流出が著しく増加するという特質がある。すなわち，これまでの経過をみると，投資信託の急速な拡大が株価の上昇期と重なり，また株価の下降期に急速な縮小が起り，さらに株価の高騰期に株式の組入れ比率を高め，株価水準の低い時に組入れ比率を低めていた，という二重の意味で，株式市場に対し激化要因となってきたところに問題があった。

投資信託は，預貯金と株式との中間的商品であるが，その信託という表現から一般に安定的な投資対象であるというイメージがある。

しかし，これまでの実情は，オープン型はもちろんユニット型のもの

についても，投資者側の要請もあったといえるがその運用態度に，短期的キャピタルゲインの追求という感覚が強かった。したがって，前述のようなわが国の投資信託の特質について，このような運用態度のあり方とも関連しているとみる意見が一般的であったといえよう。

一方，このような考え方に対しては，株式市場において安定要因として作用することを投資信託に望むことは，観念的には考えられても現実的には無理ではないか，という意見も出された。

また，投資信託の安定的運用が困難となっているのは，前述のように，証券側，投資者側双方の投機的感覚の一般化のほかに，①わが国の経済の高成長とそれによる景気変動の振幅の大きさが株価の騰落を激しくしたこと，②増資が額面割り当て制度をとっているため，増資をどの程度見込むかで株価形成も大きく変ってくる，といった要因を内在する市場が背景となっているからであるという指摘も行なわれた。

しかし，このような株価の波乱要因も，経済成長の安定化，株式の発行制度の合理的な検討による株価形成の変容，インフレーションの進行等によって変化の様相をみせてきていること，また，運用と販売とのゆ着関係の切断が一層強められること，基準価額の引き上げなど競争本位の運用態度が改められること，さらに，投資者の応募も長期的な見地から行なわれるようになることなどで，専門家による分散投資という投資信託制度の成り立つ基盤は十分にあると考えられる。

したがって，今後の投資信託は，より長期的観点に立った安定型の運用＝資本価値保全経営によって市場の安定要因として行動することも可能であるという意見が一般的であった。

(2) 委託会社の運用体制

(イ) 投資者本位の運用

周知のように，現在の投資信託は，アメリカ，イギリスのように自然

発生的な発展をとげてきたものと異なり，戦後の財閥解体等によって，大量の浮動株が流出して低調をきわめていた証券市場を早急に安定させようという意図から考え出されたものである。このため，短時日に大量の大衆資金を吸収する必要があるというさし迫った要請は，投資信託を証券会社の兼営という形で発足させることとなった。しかし，ディラー，ブローカー，アンダーライターという業務の兼営により，それ自体でも利害相反の要因を有する証券会社に，さらに投資信託を兼営させることには，当初から問題があったことはいうまでもない。

このような背景のもとに発足した投資信託であったがゆえに，はたしてその後の投資信託の運営は，純粋に投資者の利益を中心になされたとはいえず，幾多の問題を表面化することとなったのであり，またそのような結果が，前述のように，個人金融資産における投資信託の地位の減少につながったということができよう。昭和35年に至り，証券会社から投資信託部門が分離独立して現在の委託会社が設立され，以後，資本および人事の面において，もとの証券会社からの分離，独立の措置が講ぜられてきたが，なお実質的には，募集，運用を含めて，投資信託全般の運営は証券会社の営業政策と密接に関連し，ともすれば投資者本位の運用から離れるきらいがあったことは否定できない。

投資信託の運営が証券会社の営業と密着したことは，ひもつきコール，組入株式のコロガシなど数々の弊害をもたらすこととなり，また委託会社の投資者に対する責任の不明確，ユニット型にみられる元本保証的印象や解約自由による資金ポジションの不安定性など，制度上の欠陥についても見逃すことができない。

このような事態に対しては，資本，人事の自立化のほか，受益証券の販売公開と組入株式の委託発注の分散等，委託会社と証券会社との実質分離の推進による委託会社の自主的運用体制の確立，管理ファンド数の

削減，短期解約に対するペナルティの賦課等，ユニットの運用の安定化，ディスクロージャーの推進，委託会社の行為準則（忠実義務と禁止行為）の明記，投資信託協会の強化等，種々の改善措置が進められた。

しかし，まだ十分ではないという意見があった。そこで，今後とも委託会社の証券会社からの実質分離の方向を一段と速め，投資者本位の運用に徹すべきであるという意見が強く出された。

(ロ) 専門家の運用

投資信託には，専門家としての優れた運用能力が要請されるが，現実は真に専門家の運用という名に値するものとはならなかった。

これは，低金利，高度成長という金融，経済政策のしわ寄せに影響されたところも大きいことは事実だが，それはあながち投資信託だけの問題ではないから，やはり投資信託自体に問題があったことは疑いない。

そこで，管理ファンドの数が多くて，ファンド別の独立した運用が困難であったこと，また，アナリスト，ポートフォリオ・マネージャーなどの養成，合理的かつ高い精度をもった運用仕法の開発等，専門家としての運用とともに自主独立の運用の裏付けとなるものが不十分であったことが指摘された。したがって，今後はそれらの諸点を改善するとともに，企業分析について調査による基礎づけ，優れた運用担当者，経営者を養成することが必要であるという意見が出された。また，株式の組入れ比率の限度など，運用上の制限を緩和して，運用の弾力性を強めることが必要であるとする意見もあった。このようにして投資信託の成績をあげ，投資信託はやはり専門家の運用である，という信頼感を徐々に回復していくことが大切であるという意見が一般的であった。

(3) 契約型投資信託について

ユニット型については，定額で募集され，一定の運用期間をもっているところから，わが国の個人金融資産選好の現状に見合ったものとし

て，預貯金的色彩の濃い投資対象として発展し，また改善されてきたが，資金ポジションの不安定性，元本保証的印象を与えやすいこと等の問題点は残されているという意見であった。

これに対してオープン型の方は，期限がなく，市況に応じて随時時価による追加設定ができるメリットがある。同時に，解約による資金の流出というデメリットもあるが，どちらかといえば，オープン型が投資信託本来の運用により適していると考えられる。

しかし，商品の形態，種類は，投資者の選択にまつべきもので，投資信託関係者としては，今後とも特性を生かした魅力ある商品を育てていく努力は惜しむべきではないという意見であった。投資信託は株式と貯蓄との中間的な資金吸収手段として，その存在意義が認められるというのが一致した意見であった。しかし株式投資信託は，本来貯蓄型であるべきか，それともキャピタルゲイン追求型であるべきか，そのいずれに重点をおくべきかについてのつきつめた議論は行なわれなかった。

本来的には，キャピタルゲイン追求型であるべきだという意見も出されたが，現在のような段階では，どちらかといえば貯蓄型よりのものが望ましく，将来，投資者に対するＰＲが徹底して，投資信託についての認識が十分となった時期においては，性格に多様化を認めてもよいという意見もあった。また，いずれに割り切る必要はないとする意見もあった。いずれにしろ，投資信託に期待される機能にかんがみ，長期安定資金の吸収による堅実な運営をめざすべきだというのが一般的な考え方であった。

したがって，投資信託の基準価額の騰落という性格を見失うことのないよう，今後とも投資者に対する教育と株価の低落に強みを発揮できるような委託会社の運用体制の強化が必要であるというのが大方の意見であった。

(4) 会社型投資信託について

現在の契約型は，種々の改善が行なわれてきたが，なお投資家の意見が運営に反映される仕組みになっていない。投資者がみずから利益を擁護しやすい制度として，会社型の導入は必要ではないかという考え方がある。証券取引審議会は，かって昭和37年の投資信託制度についての審議の結論として，会社型投資信託の導入については，次のように否定的な見解を示していた。

「諸外国の証券投資信託制度についてみると，会社型と契約型の両方式の採用は極めて区々であり，しかもそれらにおいても，両方式の長短を厳密に比較検討した結果採り上げられたものとは，必ずしも考えられず，むしろ主としてそれぞれの国の法制その他社会的歴史的条件に従って決定されたもののようである。また，両方式の利害得失についても，…単純に両者の優劣を論ずることは不可能に近い。…わが国の税制，会社法の建前等からして，会社型の証券投資信託制度をにわかにわが国に導入する実益はないものと考えられる。」

しかし，今回の審議を通じて，会社型の導入が必要であるとする意見が一般的であった。会社型投資信託のメリットとしては，これをクローズド型で導入するとすれば，次のような点にあると指摘された。

①資金ポジションが安定するので，投資信託本来の長期的運用が可能となる。②同じ理由で市場にとっても激化要因となることが少ない。③スポンサーに証券界のほか，金融界からの参加があれば，運用と販売とのゆ着関係を切断でき，自主独立運用が容易となる。④したがって，資金面の安定性とあいまって，純粋の機関投資家としての活動が期待できる。

他方，その問題点として次の諸点があげられた。①税制面で，現在の契約型に比して不利とならないような配慮が必要である。②発行証券

は，市場で売却する以外に換金の方法がなく，しかもその価格は需給関係で決定されるため，純資産価額に対しディスカウントの可能性が強く，投資者にとって不利となるので，流通面での配慮が必要である。③スポンサーを証券界以外に求めても，日本的風土の中では，やはり何らかの系列意識が生まれてくる懸念はある。

もちろん，会社型投資信託の導入が，直ちに投資信託全般の不振のばん回につながるものではないが，商品にもバラエティが生ずることで現在の投資信託のイメージアップにもなり，さらには，国際的にも共通の制度である等の理由からも，その実現を推進する必要があるというのが大方の意見であった。ただ，その導入のやり方として，長期安定資金の吸収を図るためにも，また，さしあたりは，現在の契約型と競合重複させないためにも，クローズド型で導入することが望ましいという意見が強かった。なお，会社型投資信託の導入は，あくまでも投資者本位の自主運用体制が前提であり，資本の自由化に対応して，企業防衛，持株会社的構想の見地から行なうことは絶対に避けるべきだという意見があった。また，会社型投資信託の実現のためには，税制の二重課税の排除が是非とも必要であるという意見が強く出された。

(5) 証券投資信託協会の自主規制

自主規制機関としての協会の機能を一段と強めるため，その機構および人的構成について一層充実強化を図る必要があるとともに，自主規制分野の拡大の方向で，行政との調整を図ることが望ましいという意見があった。

なお，今回の審議において，委員以外の学識経験者として意見を述べたのは，神原藤佐尾(野村証券投資信託委託㈱会長)，田代　毅（住友信託銀行常務取締役），細金正人（日本経済新聞社証券部長），山中　宏（明治生命保険相互会社常務取締役）の４氏である。