

証券投資信託について

昭37. 6. 16証券審議会

証券取引審議会（会長堀越楨三氏）では、昨年10月以降、証券投資信託制度全般にわたって再検討をした結果、去る6月13日の会合で「証券投資信託について」の意見をとりまとめ、同16日付で水田大蔵大臣に答申した。

証券取引審議会は、申すまでもなく証券取引法第165条の規定にもとづいて設置された大蔵省の附属機関であるが、昭和34年6月に第1回の会合を開いて以来、これまでに社債市場の育成（本業報34年12月号参照）、増資の促進（本業報35年6月号参照）、財務諸表の監査証明と会計士制度の運営（本業報35年7月号参照）、再評価積立金の資本組入促進（本業報36年11月号参照）、集団的店頭取引の組織化（本業報36年6月号参照）、社債の流動化（本業報37年4月号参照）、などの問題について、それぞれ審議検討を行ない、その都度意見書を提出してきたのである。

この間、昨年6月には投資信託の残存元本が1兆円を超えるにいたり、証券市場にあたえる影響もきわめて大きくなったので、昨年10月から投資信託をめぐる問題点について検討を加えることにしたのである（本業報36年10月号参照）。

証券審議会では検討すべき投信の問題点としては、昨年10月20日、配当課税の改正を審議した際に、大蔵当局から投信をめぐる問題点の概要が示され、その後、審議の状況に応じて、同年11月29日にはその補足が、さらに本年4月11日には改定案が提出され、これらの点について検討を加えたのである。

なお、同審議会の意見書では、これらの問題点をおおむね審議の順序にしたがい整理するとともに、当初予定された事項以外のことで検討された諸点も加えて、最終的には、次の事項を問題点として取りあげることとした。

- ① 公社債投信育成の必要性和その方途
- ② 株式市場との関連における投信のあり方
- ③ 受益者保護を徹底するための方策としては、(イ)現行投信制度を改定する必要性の有無、(ロ)投信に対する監督行政と自主規制、(ハ)投信の証券業者からの実質的分離

勿論、これらの問題点以外にも、法律論ないし技術上の観点からする問題もあるであろうが、去る6月13日の会合でとりまとめた意見書の全文は、次のとおりである。

その骨子は①公社債投信については、①健全な貯蓄手段としてその募集運営の適正化に努力すること、②組入公社債の流動化を図ること、③株式投信のあり方については、業界の節度ある募集態度によって適正な規模の募集が行なわれる体制が望ましい、④受益者保護の徹底については①わが国の投信制度は契約型を採っているが、これを会社型方式に改める実益は認められない、⑤当局の監督行政は今後も国民経済ないし証券市場全般という広い見地から必要に応じて投信の募集、運営面について規制を加える、⑥投信の証券会社からの実質的分離の方向を進めることなどである。

証券投資信託について

(証券取引審議会・昭37.6.16)

第1 証券投資信託の現状と問題点

1. 証券投資信託の国民経済上の意義

昭和26年に戦後再び発足した現行の証券投資信託制度は、わが国経済の著しい成長に支えられて目覚ましい発展をとげ、今や証券市場における最大の機関投資家として、産業資金の調達に極めて重要な地位を占めるに至った。この証券投資信託の国民経済上の意義は、証券投資に伴う危険の分散と専門家による管理によって、大衆投資家に好ましい投資手

段を提供し、大衆の資金を導入して企業資本の充実を図ることにある。

2. 発足の契機

戦後のわが国の証券市場は、財閥解体等により大量の浮動株が流出して低調を極めていたが、このような証券市場の状態を早急に安定させ、企業の長期資金の調達場としての機能を十分に発揮させることが、当時における証券市場の重要な課題であった。このため、かねてからいわゆる証券民主化運動が展開され、大衆による株式の直接取得の方向が推進されていた。この方向を一層推進する必要があるという考えから、一般大衆投資家と証券市場とを橋渡しする手段として、昭和26年に現行の証券投資信託制度が誕生したものである。そして、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国民経済的要請の下に発足した証券投資信託であったため、証券会社の兼営の形で進められたのである。わが国の証券投資信託はこのような背景から発足したものであるため、米、英国におけるように自然発生的な発展をとげたものとの間には相違が見出されるのである。

3. 発展の過程

以上のような事情の下に発足した証券投資信託は、時に起伏があったが、昭和

32年以降において特に著しい発展を示し、満10年にして残存元本は1兆円を超え、昭和37年5月末には1兆1,847億円の信託元本を保有するに至った。この間、証券投資信託業務を営むものは発足当時の7社から14社に増加し、また証券投資信託の委託者業務はすべて証券会社から新設の委託会社へ分離譲渡された。そのほか、証券投資信託の制度について数次の改正が実施されるとともに、公社債投資信託及び基幹産業投資信託の発足等、種類の多様化も推し進められた。

このようにして、最近における証券投資信託の規模は極めて巨大なものとなり、本年4月末においては、信託財産に組入れられている株式は、全上場株式に対しその数では8.04%、金額では10.33%となっているほか、2,835億円余の公社債を組入れている。

他方、証券投資信託の応募状況を見ると、個人の受益者が人員においてはもちろん、金額においてもその大部分を占め（昭和36年中の単位型証券投資信託では個人が人員で99.9%、金額で93.2%）、しかも個人受益者の1人当たり応募金額は逐年低下して、証券投資信託の大衆少額化の傾向を物語っている。

4. 制度検討の必要性和問題点

このように証券投資信託の運用資金量

が著しく増大し、その受益者が広く国民各層にわたっている今日においては、証券投資信託は、わが国産業資金の供給を通じて証券市場の拡大と安定に寄与するとともに、大衆の投資手段として多数の受益者の利益保護を全うするものでなくてはならない。

当審議会は、このような現状を背景として、証券投資信託制度全般について、この際、再検討を加え、さらにそれ本来の機能を有効に發揮させ、今後ますます健全な発展をとげることを期待する観点から、昨年10月20日以降次の諸点について審議検討した。

- (1) 公社債投資信託制度育成の必要性和その方途
- (2) 株式市場との関連における証券投資信託のあり方
- (3) 受益者保護を徹底するための方策
 - (イ) 現行の証券投資信託制度を改定する必要性の有無
 - (ロ) 証券投資信託に対する監督行政の自主規制のあり方
 - (ハ) 証券投資信託の証券会社からの実質的分離の方向

この結果、以下に述べるような結論に達した。

第2 審議の結論

1. 公社債投資信託について

わが国経済が将来にわたって安定成長を遂げるためには、企業が安定した資金によって堅実な経営を行なうる体制を整えることが必要であり、このため社債市場の育成を図ることが緊要であるとの観点から、当審議会は昭和34年11月17日「社債市場育成のための当面の問題について」提案を行なった。その後、この提案に従って、社債の個人消化の促進、起債単位の大形化等の施策が講ぜられたが、公社債投資信託もこの提案の趣旨に沿って発足したものである。すなわち、公社債投資信託制度は、証券投資信託形式という手段によって、個人が公社債になじみ、かつ、それに投資し易くなる手段を提供し、これによってわが国経済が当面する重要課題の一つである起債市場の安定的発展に積極的に寄与しようとするものである。

この公社債投資信託は、昨年1月発足当初における過大な募集競争の結果と、その後における金融情勢の急変が加わって漸次募集額は低下し、それを止回る買取が発生するに至った。このため組入公社債を資金化する必要が生じたが、公社債の流通市場がなく、また金融機関の場合と異なって、その公社債を日本銀行貸出の担保とすることによって資金化する途がないため、公社債投資信託の運営は

困難に直面した。当審議会は、公社債投資信託が当面する事態は放置し得ないものと考えて、当面とるべき対策について検討を行なった。その結果、公社債投資信託を今後健全な姿で育成し、一時的な金融情勢によってその運営が左右されない安定した基盤を確立することが、わが国の経済の円滑な運営に必要であるという観点から、少なくとも次の措置が講じられるべきであると考えた。

- (1) 健全な貯蓄手段としてその募集運営の適正化にさらに一段と努力すること。

当審議会の途中において、公社債投資信託は手数料を2度にわたって改定し、国民貯蓄組合法上の免税対象に加えられたが、今後ともより一層安定した資金の導入を図り、恒常的に適正な規模の募集設定が行なわれるよう、一段と努力することが必要である。また、このような姿が、公社債投資信託が国民の貯蓄手段として他の貯蓄手段と並んで堅実な地歩を築くゆえんでもある。

- (2) 公社債投資信託組入公社債の流動化資金化を図ること。

さきに当審議会は、昭和37年3月30日付をもって「社債の流動化について」の提案を行なったが、この提案に

沿って公社債の流動化が図られるならば、今後公社債投資信託が堅実な発展をとげる上からも極めて好ましいものとする。

2. 株式市場との関連における証券投資信託のあり方について

証券投資信託の運用資金量は、過去10年有余の間に急激に増大し、現在証券投資信託が組入れている株式は全上場株式の約1割を占めている。しかも上場株式のうち、安定株主が所有する株式を除外すれば、株式市場における証券投資信託の比重はさらに大きいものと考えられ、その運営が株式市場の動向に大きな影響を与えることも看過できない。

(1) このように、証券投資信託が証券市場において極めて重要な地位を占めている点からみれば、その運営にあたっては、常に節度ある機関投資家としては、公正な株価形成に寄与するよう行動することが特に要請される場所である。しかしながら、この要請が担保されるための手段として、その全体の規模に限度を設けることは好ましくないと考える。むしろ、業界の節度ある募集態度によって適正な規模の募集が行なわれる体制が望ましい。

(2) また、現在証券投資信託業務を営んでいる委託会社14社のうち、少数のも

の占める比重がかなり高く、このような状態で推移するとすれば、特定の少数者が株式市場の運営を左右するに至り、その結果は好ましくない事態が現出するおそれも一応指摘されうるが、これについても、業界が相互協調の実を挙げることによって回避すべきものとする。

3. 受益者保護の徹底について

(1) 証券投資信託制度の改定について

わが国の証券投資信託制度は、いわゆる契約型を採用しており、委託者と受託者が信託契約を締結し、一般の投資者をその信託の受益者とする形態になっている。従って、受益者は、信託財産について償還及び収益分配に関する受益権を有するほかは、法律上、委託会社に対する帳簿書類の閲覧謄写権を認められているにすぎず（証券投資信託法第20条）、会社型の証券投資信託におけるように、受益者が株主として株主総会を通じて、会社に対し意思表示を行なう権利が保障されているものではない。当審議会は、受益者の利益保護を全うするためには、わが国にも会社型の証券投資信託制度を導入すべきであるか、あるいは現行の契約型制度の下においても受益者の集会制度を設けることが望ましいかについて検

討したのであるが、その結果は次のとおりである。

(1) 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則その他社会的歴史的条件に従って決定されたものようである。また、両方式の利害得失についても、会社型では株主である受益者の議決権が制度上当然認められている一方、契約型では信託財産の独立性からその安全度が制度上高いとも考えられ、単純に両者の優劣を論ずることは不可能に近い。

諸外国の会社型証券投資信託の運営の実情を見ても、株主総会はほとんど有名無実の存在にすぎないといわれる点の外、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ながらに導入する実益はないものと考えられる。

(2) 現行制度の下において、株主総会にかわる意思決定機関として受益者の集会制度を設けるとの考え方もあ

るが、現在証券投資信託の信託財産の数が多く、受益者圏が極度に広がっている現状からみても、また受益者はいつでも受益証券の買取を要求することが出来ることからみてもその実益はないものと考えられる。

(3) 以上に関連して、証券投資信託が保有する株式の株主権の行使は、現在受託銀行において発行会社に対する白紙委任の形で行なわれているが、株主権の行使も信託財産の運用に属するものである以上、今後は委託会社の指図に基いて行使する方向で検討することが望ましい。

(4) 証券投資信託に対する監督行政と自主規制のあり方について

受益者の保護及び公益の観点から、現在大蔵大臣の監督ないし行政指導は極めて細部にまで及んでいるが、これは本来業界において自主的に規制すべきであるにもかかわらず、十分な自主調整が行なわれていないことに起因する面が多いものと思われる。

業界においては、現在、証券投資信託に関する広告宣伝、信託財産相互間の株式売買等について一定の基準を設け、すでに自主的規制をはかっているが、これらについてもその実施状況はまだ完全なものとはいえず、改善すべ

き点も多い。今後は、上のような考え方に基いて、募集の適正化（過当な募集競争と不当な広告宣伝の防止）ならびに信託財産の運用および組入れ銘柄の基準の合理化について、関係当局と緊密な連絡をとりつつ、充実した自主調整措置を講じ、厳格に実施することが望まれる。特に組入れ銘柄の基準については、すでにある程度の申し合せが業界において行なわれているが、第一部上場銘柄に限定する等、妥当な基準が設けられることが望ましい。

なお、当局が国民経済ないし証券市場全般という広い見地から、今後、証券投資信託の募集、運営について何らかの規制を加える必要が生ずる場合もあると思われるが、このような場合に当局が慎重な配慮の下にしかるべき措置をとることは当然のことと考える。

(3) 証券投資信託の証券会社からの実質的分離の方向について

(i) 証券会社による委託会社の全株保有は、委託会社の分離に際して受益者の立場を考慮する必要があること、分離を円滑かつ迅速に進めていくことが望ましいことなどの理由から、5年間に限り特に認められた措置である。従って、今後の方策としては、委託会社の果すべき機能、受益者の利益の保護等を考慮して、分

離の趣旨が真に生かされるよう証券会社の持株を5年以内に逐次法定の1割以下になるように処分するのが当然と考えられる。

ただ、1兆円を超える資金を運用し、証券市場及び主要企業に大きな影響力をもつ委託会社の特殊性から、その株主は、安定的かつ中立的な株主であることを要することは、当然であり、またその株主構成は実質分離の方針に則したものであることを必要とするので、株式の分散にあたっては、この点を十分考慮し、関係当局と協議することが望ましい。

(ii) 委託会社の証券会社からの分離に関連して、理論的には、証券投資信託受益証券の販売並びにその組入れ株式の売買を元の証券会社に委託することを制限すべきであるとも考えられるが、現状において販売についての制限を行なうことは、委託会社の業務運営をかえって困難ならしめるおそれもあって実施し難く、また組入れ銘柄の売買執行の制限については、むしろこの問題を提起させている現状を再反省し、今後市場価格の形成をさらに一層公正ならしめる方途を別途検討することが急務と考えられる。