

再 評 価 税	間 接 税	酒 糖 消 費 税	揮 発 油 税	物 品 税	関 税	煙 草 專 売 益 金	そ の 他	有 価 証 券 取 引 税	通 行 税	取 引 所 税	屯 紙 取 入 税	印 紙 取 入 税	合 計
一三、六五一	三八三、二三九	一四六、二二一	三〇、二五三	一八、六八四	二二、一八三	二二、五〇〇	一四三、三九八	二一、二四〇	一、二八八	二、四〇一	二〇〇	一七、一三三	八五六、六八九
一・六	四四・七	一七・一	三・五	二・二	二・六	二・六	一六・七	二・五	〇・二	〇・三	〇・〇	二・〇	一〇〇・〇

(備考) 掲げた計数は昭和廿八年度予算額(但し当初予算)である。

現段階における 投資信託と資本蓄積

昭和 29・1・1

目 次

- 一、はしがき
- 二、投資信託の実績と資本の蓄積
 - 1 投資信託の実績——募集、運用、収益
 - 2 投資信託の設定規模と資本蓄積
- 三、現状における投資信託の諸問題と今次改正措置
 - 1 収益の低下傾向と分配の不健全

- 2 運用の不安定
- 3 募集上の無理
- 4 其の他の主要問題
- 5 今次改正措置
- 四、むすび……今後における投資信託の在り方

一、はしがき

昭和二十六年に開始された戦後の証券投資信託は短期間の中に顕著な発達を遂げ、二十八年末迄の設定累計は一、〇六九億円(残存元本七六四億円)と、当初の予想(年間設定額三〇億円程度)に殆んど十倍する成績を収めた。その結果資本蓄積に対して直接又は間接に大きく貢献したことは否み難い所である。

然し乍らくも投資信託が盛行をみた基本事情は偶々朝鮮動乱による企業収益好転と之に基く株価修正期に際会したということであつて、之に乗じて実力以上の利殖価値が宣伝され且つ一般投資家がこれを過信してきたことは否定し難い所であらう。

最近株価低迷期に入り今後とも財政の緊縮と金融の引締めにより引続き市況の軟調が予想されるに到り、漸く投資信託も反省期に入つた感がある。旧臘政府が今後の投資信託運用に対して謂わば自肅措置をとつたのもかかる事情に出たものであるが、本稿においては今回の措置を必要とした背景と残された問題を概観し、併せて経済諸事情に著変が予想される今後において投資信託が果すべき役割とそれに適わしい在り方を検討してみることとする。

二、投資信託の実績と資本の蓄積

投資信託の問題点を検討するに先立ち、最近に至る迄の投資信託の実績を回顧し、投資信託が資本蓄積上に果たした役割を概観してみよう。

1 投資信託の実績

(イ) 募集成績

投資信託開始に当つて一般には年間設定額は約三〇億円程度と予想されていたにも拘らず、最初の一カ月の設定のみで三三億円、最初の一カ年間には二三

三億円に達し、開始以来僅々二年半の昨年末では設定累計は遂に一千億円を突破するに至った。又此の間月々の設定額が増加傾向にある外、当初の単位型の他にオープン型が出現し、単位型に於いても一単位の金額は当初の五億円（四大証券、大阪三社を除く）から次第に増大して一単位二五億円の単位が出現するなどの発展が見られた（第一表）。

（第一表） 信託元本の増加状況 （単位 百万円）

年月	設定額	部分解約額	償還額	差引増加額	残存元本 (内オープン)
二十六年七月九月	六、六〇〇	三〇	—	六、五八〇	—
十一月	六、七〇〇	六八七	—	六、〇一三	—
二十七年一月三月	四、二五〇	九五二	—	三、二九八	—
四月六月	五、八〇三	一、二七三	—	四、五三〇	—
七月九月	九、八三六	二、三三四	—	七、四九二	—
十一月	一三、七六四	三、四七七	四四二	九、八四五	三七、七八八（七七九）
二十八年一月三月	一三、六〇〇	四、〇四五	—	九、五五五	四七、三三三（六三三）
四月六月	九、二〇〇	三、〇九三	三〇〇	五、七〇七	五三、〇六九（五五九）
七月九月	一三、七五〇	五、〇四五	一、六〇〇	七、〇四五	六〇、一〇五（四九〇）
十一月	二二、四三三	四、九五七	三、一三三	一六、三四二	七六、四四六（五九三）
十二月	二〇、九三六	二五、八八五	四、五九五	七六、四四六	—
計	一〇六、九三六	一〇七、七三三	—	—	—

投資信託の募集がこのように好調であつた理由は、先ず他の投資対象に比し著しく有利であつたことに外ならない。即ち当初の単位型の予定配当率は年一二・五％という高率であつたのみならず（割興七・〇五％、一年物定期預金六・〇％）株価訂正期に遭遇し元本値上期待が強く又実際二倍以上の値上益を挙げ得た。然しかかる好調事情が永続的なものであり得ないことは勿論であり、問題を含んだ好調であつたといえる。これに対して、小口投資に危険分散を可能にするという投資信託に固有の性格がどれ程募集成績に作用しているかはもとより測定困難であるがさして大きく評価することはできまい。又制度上

現段階における投資信託と資本蓄積

応募者を保護し且つ誘引するためにとられている諸方式——シャープ勧告後初めの無記名扱、部分解約による換金性付与、政府の監督指導等——も若し異常な株式市況に恵まれなかつたならばさしたる実効を取れ得なかつたかもしれない。

もとより投資信託は確かに新たな投資層を開拓する制度としてその意義は高く評価さるべきであろう。又当事者殊に委託者たる証券業者の努力はこの制度の好調な迂り出しに与つて力があつたことも事実である。ただ前述のように制度の実力を超えた募集成績が含まれているとすれば、今後問題を残しているものといわねばならない。

（四）運用内容

証券投資信託の資産運用対象となる有価証券は株式の外、国債、地方債、社債等であるが、余裕金は銀行預金、金銭信託及びコール・ローンに運用することが認められている。又、投資信託の運用資産は、資産増殖を目的とする部分（所謂攻撃的部分）と資産減価防止を目的とする部分（所謂防禦的部分）の二部分に大別され、現在の投資信託は攻撃的部分としては株式を、防禦的部分としては社債市場がないため金銭信託を主としている（第二表）。

（第二表） 投資信託資産負債内訳表（昭和二十八年三月末）

資産内訳	金額		比率
	金額	比率	
預金	六一九	一・一〇	
金銭信託	六、一五一	一〇・九四	
株	四七、五四八	八四・五七	
その他の証券	七四五	一・三三	
未収配当金	一、一二四	二・〇〇	
未収入金	一九	〇・〇三	
その他資産	一七	〇・〇三	
合計	五六、二二六	一〇〇・〇〇	

負債内訳	金額	比率
木 払 報 酬	二八	一・二六%
木 払 株 金	四〇四	一七・七〇
木 払 分 配 金	一、五五一	六七・八五
合 計	二、二八六	一〇〇・〇〇

(註) 大蔵省公表(その後の集計は発表されていない)

次に資産総額から負債を差引いた純資産の残存元本に対する割合(純資産比率)をみると、昨年一月(ピーク時)には五割増以上であつたが最近では一割増程度に落ちてきている。これは全投資信託の平均であるが、個々のユニットについてみれば主として設定時の如何により著しい開きをみせており、当初設定分は二倍以上になつているのに対し、最近設定されたものには元本割れのものも現われている。かような純資産状況の変動とユニット相互間の懸隔は投資信託が株式投資を主とする以上当然のことながら、株式市況と投資信託の関係を如実に示している(第三表)。

(第三表) 純 資 産 状 況 推 移

年月	純資産比率		東証ダウ式平均株価	
	(内オープン)	(%)	(円)	(円)
二十六年七月末	九四・九	—	一、一五・八九	—
十二月末	一一・六	—	一、六六・〇六	—
二十七年六月末	三三・四	〇〇・六	二、四六・一五	—
一月末	一五・五	三〇・五	四、五六・四三	—
二月末	三三・九	三三・一	三、九三・一〇	—
三月末	一一・〇	九・三	三、〇七・〇五	—
四月末	二七・九	〇四・四	三、三九・七〇	—
五月末	一〇・八	〇〇・九	三、三三・一三	—
六月末	一一・〇	九・一	三、四六・二七	—
七月末	二五・八	二〇・五	三、八六・三三	—

年月	純資産比率	標準価額
二十八年八月末	二六・七(二〇・六)	四、六九
九 月 末	二五・〇(二六・九)	四、五〇・八七
十 月 末	二六・七(二五・〇)	四、四四・七九
十一月末	二二・三(二三・五)	四、三三・〇六

(註) 純資産比率は投資信託全体の平均比率、個々のユニット分の計数は元本五、〇〇〇円に対する標準価額。

二十八年二月設定分の標準価額は産業経済研究所編「投資信託年報第四輯」による。

(イ) 収益分配及び償還

投資信託の収益は株式配当、預金利子等のインカムゲインと株式売買益、償還及び清算による益金即ちキャピタルゲインとより成る。之等の利益金は年一回中間決算を行つてその一部が受益者に分配されている。而してその率は単位型にあつては二十七年七月一日迄に設定された分は年率一二・五%、それ以降に設定された分は年率一〇・〇%であり(何れも予定配当率通り)、オープン型一口当りの分配金は第一期(二七・一二・二〇)は七五円、第二期は六〇円、第三期は七五円となつてゐる。(註)

(註) オープン型は追加設定の度毎に一口当りの金額を異にするため収益分配金は年率として算出出来ない(大体二〇一、〇〇〇円乃至一、三〇〇円)。

信託終了時には利益金を含めた信託財産は当然に受益者に償還される。投資信託は開始以来既に満二カ年半を経過したため既に満期償還(繰上償還を含む)を見たユニットが若干あるがその成績は次表の通り元本の二倍以上となつてゐる。然しこれはこの期間中の株式値上りが著しかったためであり、値下期には元本割になることもありうることはいうまでもない。

(第四表) 償 還 成 績 表

四大証券中某社	信託終了日	当初元本	残存元本	一口当り償還金
	二八・七・四	五〇〇〇	一九七	一一、〇一七
	七・二九	五〇〇〇	一一〇三	一一、〇四五
	九・四	五〇〇〇	一八〇	一一、一九三
	一〇・二九	一、〇〇〇〇	三四八	一〇、六〇二

大阪三社中某社	二二・二九 二八・七・二二 九・一四 一一・二四	一、〇〇〇 二〇〇 一〇〇 一〇〇	三二二 八九 四四 三五	一〇、一一七 八、〇五七 一〇、九六三 九、七八二
---------	-----------------------------------	----------------------------	-----------------------	------------------------------------

2 投資信託の設定規模と資本蓄積

投資信託は新しい投資家層を開拓し右のような成績を示し株式消化（主として既発行株式）を通じて資本蓄積に大きな役割を果たすとみられる。以下之を数字的に明らかにしよう。

(1) 全国上場株式との関係

投資信託保有の株式は上場銘柄の範囲に限定されている。従つて投資信託保有株式と全国上場株式を対比すれば投資信託の株式資本に占める大きさが判明する。これによれば投資信託の保有割合は二十八年三月末を最大として頭打ち傾向にあることが看取されるが、七%強とかなりの比重を占めている。投資信託制度が最も発展しているといわれる米國に於いてさえ全上場株式に対する割合は五%弱と推定されているに過ぎず、我國の投資信託が之を凌駕している事實は注目の要がある(第五表)。

(第五表) 全国上場株式と投資信託保有株式

時	上場株式 価総額 (億円)	保有株式 価総額 (億円)	その割合 (%)
二十六年七月末	二、二五七	二八	一・二六(一・〇六)
十二月末	二、九九一	一二六	四・二三(四・〇五)
二十七年六月末	四、五八四	二七四	五・九九(五・八三)
十二月末	七、一七四	四六六	六・五一(六・七九)
二十八年三月末	六、〇一八	四七五	七・九〇(七・六四)
六月末	七、二六一	五二八	七・二八(七・一一)
九月末	九、三二七	七一	七・六二(七・五八)
十一月末	八、九三六	六九九	七・八三(七・四五)

(註) 上場株式は翌月々初の計数

次に全国上場株式の分布状況から投資信託の地位をみると、投資信託は昨春

現段階における投資信託と資本蓄積

で全金融機関の約半分に当り、全証券業者に略々比肩しており、又財閥解体時に三大財閥(本社)が所有していた株式の割合をも超え株式保有機関としての比重の高さが窺われる。

(第六表) 全国上場株式分布状況

政府・公共団体 金融機関 投資信託 証券業者 その他の法人 外国人 個人 (内役員・従業員) その他 合計	昭和二十一年 三月末	昭和二十六年 三月末	昭和二十七年 三月末	昭和二十八年 三月末
	%	八・二九 一・二七 二・八二 二四・六五 — — 五・一九八 — 一・〇九 一〇〇・〇〇	三・一四 一・六三 一・九〇 一一・〇三 — — 六〇・六六 — 〇・六四 一〇〇・〇〇	一・七六 一・二四 九・二二 一三・八〇 — — 五六・四八 — 〇・五〇 一〇〇・〇〇

(註) (1) 二十八年三月より「投資信託」外国人の区分が新たに設けられ、「個人」及び「その他」は合併せられた。

(2) 二十八年三月以前に於いては「投資信託」は「金融機関」中に、「外国人」は「その他の法人」及び「個人」中に含まれている。

(3) 二十一年三月末は終戦時の分布、二十六年三月末は投資信託開始前の分布を示す。

(4) 財閥解体時の三大財閥本社持株払込金額一、六六七百万円、全国比五・一五%……持株会社整理委員会調

(四) 各種金融機関株式保有高との関係

次に投資信託保有株式を各種金融機関保有株式と比較してみると、次第に全金融機関の保有額に迫りつつある。又金融機関別にみれば投資信託は発足後一年足らずの中に全国銀行や生命保険をすら追い抜いて各種金融機関中の第一位に躍進するに至った。従来株式の最大の所有者は生命保険会社であり、その一挙一動が株式市場の動向に大影響を有していたことを想起するとき、投資信託が証券市場に対して与える影響力が極めて大きいことは容易に首肯し得るであらう。

(第七表) 主要金融機関株式保有残高表

月	全国銀行		信託		生命保険		損害保険		その他を含む計(A)		投資信託(B)		割(B/A)合	
	金額	株数	金額	株数	金額	株数	金額	株数	金額	株数	金額	株数	割	合
二十六年六月	一一、〇六六	一、〇六六	四一〇	四一〇	一一、一六二	一一、一六二	六、四八三	六、四八三	三〇、六二四	三〇、六二四	六、〇〇九	六、〇〇九	一八・三	一
二十六年九月	一一、六九八	一、六九八	三八二	三八二	一一、九六二	一一、九六二	七、一七二	七、一七二	三二、八一五	三二、八一五	一一、五二九	一一、五二九	三二・一	
二十六年十二月	一一、五二九	一、五二九	三九八	三九八	一一、九七三	一一、九七三	八、三二九	八、三二九	三五、九二五	三五、九二五	一四、七一二	一四、七一二	三八・七	
二十七年三月	一一、九六四	一、九六四	四〇四	四〇四	一四、八九六	一四、八九六	八、九六八	八、九六八	三八、〇〇一	三八、〇〇一	二〇、八九二	二〇、八九二	四七・二	
二十七年六月	一五、四八五	一、五四八五	四三八	四三八	一六、八七六	一六、八七六	一〇、五〇四	一〇、五〇四	四四、二二五	四四、二二五	二七、六七四	二七、六七四	五九・二	
二十七年九月	一六、六八六	一、六六八六	四六七	四六七	一八、四二七	一八、四二七	一一、九一九	一一、九一九	五三、五七九	五三、五七九	三五、八一七	三五、八一七	六六・四	
二十七年十二月	一九、七一二	一、九七一二	四八四	四八四	二〇、九二五	二〇、九二五	一三、〇七九	一三、〇七九	六〇、五〇五	六〇、五〇五	四四、五五六	四四、五五六	七四・一	
二十八年三月	二二、二〇四	二、二二〇四	五〇五	五〇五	二二、三五九	二二、三五九	一四、四二九	一四、四二九	六七、〇八三	六七、〇八三	五二、一五五	五二、一五五	六八・二	
二十八年六月	二六、二三九	二、六二三九	五六八	五六八	二五、八二八	二五、八二八	一七、〇三三	一七、〇三三	七六、四〇四	七六、四〇四	五七、〇八一	五七、〇八一	七四・一	
二十八年七月	二六、八二〇	二、六八二〇	五七五	五七五	二六、四五〇	二六、四五〇	一七、五三二	一七、五三二	七八、一四一	七八、一四一	五九、九一八	五九、九一八	七四・一	
二十八年八月	二七、四〇五	二、七四〇五	五六六	五六六	二六、七八七	二六、七八七	一八、二五六	一八、二五六	七九、三六九	七九、三六九	六一、五五六	六一、五五六	七四・七	
二十八年九月	二八、一六七	二、八一六七	五五四	五五四	二七、一〇二	二七、一〇二	一八、六八七	一八、六八七	八二、四二七	八二、四二七	六五、〇一七	六五、〇一七	七三・七	
二十八年十月	二八、七七七	二、八七七七	五七五	五七五	二七、六七五	二七、六七五	一九、二五二	一九、二五二	八八、二四〇	八八、二四〇				
二十八年十一月	三三、一六五	三、三一六五	六一六	六一六	二八、四六〇	二八、四六〇								

(註) 何れも簿価による。投資信託の場合は簿価は時価とそれ程違わないが、他の金融機関の場合は相当の開きがある。

(ハ) 株式市場との関係

投資信託の規模の拡大は当然に株式市場の発展に寄与することとなる。之を流通市場と発行市場とに分けて考察してみよう。

先ず投資信託開始後の全国証券取引所の取引状況に就て眺めてみると上場株式数に対する株式売買数の比率は、上場株式数の著増にも拘らず増加を示して居り、又上場株式払込額に対する売買代金の比率は此の間の株価値上りもあって更に著しい増加を示している。かかる取引量の増加は経済情勢の好転もさること乍ら、投資信託の発展がその有力な一因であつたことは見逃せない。

(第八表) 全国証券取引所取引状況

年	上場株式(A)		上場株式(B)		代売金(D)		C/A		D/B	
	株数	払込額	株数	払込額	株数	代売金	%	%	%	%
二十六年七月	二、八八三	一、四四五	三三三	一四二	四・三	九・七				
二十六年十二月	三、八八三	一、四四五	三三三	一四二	四・三	九・七				

年	元本純増額	全国増資払込金及び全上場銘柄払込金増加額とを対比させてみると、投資信託の開始以来約二年半の累計に於いて投資信託の元本増加額は株式払込金の三割近くに相当する。投資信託は既存株式の消化を主とするため株式発行市場とは直接に結びつきはしないが、投資信託の株式消化と言う事実を背景として初めて最近の如き巨額の増資が可能であつたことを考えれば投資信託が資本蓄積上果した役割は大きなものであつたことが首肯されよう。				
二十七年一月	三、六八	一、八三	三九	三三	六三	一六・七
二十七年七月	四、四九九	二、〇六	三五	八四	七九	三六・五
二十七年十二月	五、三九九	二、九七	三五〇	九四五	六・五	三三・三
二十八年一月	六、六八	三、五五	三〇四	七七〇	四・六	二・五

(註) 何れも月平均

次に投資信託の元本純増額と全国増資払込金及び全上場銘柄払込金増加額とを対比させてみると、投資信託の開始以来約二年半の累計に於いて投資信託の元本増加額は株式払込金の三割近くに相当する。投資信託は既存株式の消化を主とするため株式発行市場とは直接に結びつきはしないが、投資信託の株式消化と言う事実を背景として初めて最近の如き巨額の増資が可能であつたことを考えれば投資信託が資本蓄積上果した役割は大きなものであつたことが首肯されよう。

(第九表) 増資払込と投資信託の元本増加

年次	増資払込		投資信託	
	全国増資(A) 払込額	内上場 銘柄分(B)	元本増加(C) 額	C/A
二十六年 七月	三、八二二	三、七五〇	一、二二六	三三・〇%
二十七年 中	一、二七二	九八二	二、五二二	一九・八%
二十八年 十一月	一、五四三	一、一七九	三、三二五	二一・一%
累 計	三、一九七	二、五三六	七、〇〇三	二二・〇%

(三) 各種産業資金供給源との関係

右の如く株式を通ずる資本蓄積に対する投資信託の役割はかなり高いが株式以外の産業資金供給源と比較してみても決して小さいとはいえない。即ち投資信託の元本純増額は金融債純増の約半分、事業債純増に若干劣る程度であつて、又全国銀行貸出増加額中設備資金の約半ばに達している。

なお貯蓄手段としての投資信託は定期預金には遙かに及ばないが、一応競合関係にあると見られる貸付信託や割引金融債を上廻つてゐる。

(第十表) 株式以外の産業資金供給源と投資信託 (単位 億円)

年次	事業債	金融債 (内割引)		貸付信託		全国銀行設備資金		定期預金		投資信託
		金融債	割引	貸付	信託	貸出	設備資金	同	上	
二十六年 七月	一、六九	二、五二	一、六	—	—	—	—	一、四七	一、二七	二、三六
二十七年 中	三、七二	六、〇三	七、三	九二	—	—	—	四、七九	二、九六	二、五二
二十八年 十一月	三、六六	七、〇五	一、六六	二、〇三	—	—	—	六、八四	二、一四	三、三三
累 計	九、〇六	一、五五九	二、四四	二、九四	—	—	—	一、三〇	六、三三	七、〇三

(註) 何れも期中純増

割引金融債は新規発行額から前年同期発行額を控除した計数

(四) 投資信託の資金源

投資信託に流入する資金源はその性質上当然大衆の小口資金である筈であり、実績においても百数十万人の個人が数万円程度の資金を以て消化している。之は現在の投資信託の基盤を理解する上に大切なことであり、又今後の投

現段階における投資信託と資本蓄積

投資信託の在り方を律する上にもその前提となる重要事項である。

先ず消化先別にみれば人員、金額の何れについても個人が大部分を占め而もその割合は逐年上昇している。次に応募口数別の消化状況を人員別にみれば一〇二口の零細応募が全体の三分の一を占め、一〇〇口以下の小口応募が七〇%以上を占めて居り逐年零細化の傾向がある。又金額別に見ても大口応募は減少傾向にある。而して一人当りの応募額は二六年は八〇千円、二七年は七千七百円、二八年は四二千円であつて応募の零細化が明瞭である。

斯くの如く其の儘では用を為し得ない大衆の零細資金を短時日の中に吸収して大きなプールとし、之を一本のパイプとして証券市場に流し込んだ投資信託は戦後の資本市場において特筆すべき存在であつたといえよう。

(第十一表) 投資信託募集消化状況

——消化先別人員(金額)——

募集先	二十六年			二十七年			二十八年			二十八年 実人員
	人員	金額	%	人員	金額	%	人員	金額	%	
金融機関	〇・三	三・五	〇・三%	〇・二	二・九	〇・三%	〇・三	三・五	〇・三%	一、五五二
事業会社	〇・八	一八・六	〇・八%	〇・二	四・六	〇・二%	〇・二	三・八	〇・二%	一、七八八
個人	九八・七	七六・二	九八・七%	九九・二	八九・七	九九・二%	九九・二	九〇・〇	九九・二%	一、〇九二
その他	〇・二	一・七	〇・二%	〇・四	二・八	〇・三%	〇・三	二・七	〇・三%	二、一七五
計	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇%	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇%	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇%	一、〇九五

——応募口数別人員(金額)——

応募口数	二十六年			二十七年			二十八年			
	人員	金額	%	人員	金額	%	人員	金額	%	
一〇〇口以上	四八・〇	一〇・四	四八・〇%	四九・四	一一・六	四九・四%	五〇・六	一一・三	五〇・六%	五、六五二
六〇—一〇〇口	二二・八	一八・五	二二・八%	二二・三	一六・〇	二二・三%	二六・〇	一八・六	二六・〇%	二、八四四
二〇—六〇口	一六・六	一七・七	一六・六%	一七・七	一九・六	一七・七%	一三・二	一九・四	一三・二%	一、四三三
一〇—二〇口	九・七	三・三	九・七%	一〇・一	二・八	一〇・一%	七・一	二・七	七・一%	七、八三三
計	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇%	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇%	一〇〇・〇	一〇〇・〇	一〇〇・〇%	一、〇九五

(註) 二十六年の事業会社消化が多いのは手持分の肩替があるためである。

産業経済研究所調、二十八年は十月迄。

三、現状における投資信託の諸問題と今次改正措置

前述の如く投資信託は短期間の中に顕著な発展を遂げ一見順調な経過を辿つて
いる如くに見える。然し株式ブームの波に乗つた好調が永續する筈はなく、市況
は反動と沈滞の時期を迎え投資信託はその内部に幾多の矛盾と問題とを生ずるに
至つた。かくて旧臘以来収益分配を中心とする投資信託条件変更問題が表面化し
遂に今回の改正となつたのであるが、なお多くの残された問題が存在する。

以下に於ては投資信託当面の主要問題を分析し、これに対処する今回の改正措
置の概要を述べることとする。

1 収益の低下傾向と分配の不健全

投資信託は株式投資をその本質とする。従つて株式に対する直接投資の場合に
準じ、信託期間中の収益中間分配はインカムゲインの実績配当であるべきであ
り、キャピタルゲインはその後の株価低落に備えて内部に留保し償還時に分配さ
れるべきものである。この原則は抽象論としては誰しもが承認するであろうし、
又之は英國の投資信託の歴史に於て苦い経験の後に打ち出された原則でもある。
然るに最近までの我が国の中間収益分配は右の原則から遊離してゐた。即ち、投
資信託の収益分配は実績主義によるべきであるとしても、各期の分配率が余りに
変動することは、確定利附の貯蓄に馴れている我が国の一般大衆を投資信託投資
に誘引する障碍となるであろうとの配慮から、現行の単位型投資信託は一応の予
定配当率を掲げ、その予定配当率通りの配当を行う主義をとつてゐる。此の方針
により大衆資金が投資信託に流入したのであり確かに一応の成功を取めた。然し
確定利附を以て高利の配当が無理なく行われる間はともかく、何れは行詰らざる
を得ない筋合のものであつた。

又、中間収益分配の資金源としては、当初は原則としてインカムゲイン(売買
益中の「みなす配当」を含む)から事務処理費と信託報酬とを差引いた残余による
主義をとつてゐた。然し株価上昇及び配当率低下に伴い株式利廻りが著るしい低
下を示した結果、当初設定分の予定配当率一二・五%は二十七年七月二日以降設
定分から一〇・〇%に引下げられたが、其の後も株式利廻りの低下傾向は持続
し、インカムゲインのみによつては一〇・〇%の配当維持さえもが困難となつ

た。そのため二十八年三月予定配当率に達するまで売買益を分配金に充当するこ
とが認められるに至つた。かかる方式がとられるようになった根拠としては、之
以下に予定配当率を引下げることが割引金融債、貸付信託、定期預金等他種の貯
蓄手段への移行が懸念されたこと、キャピタルゲインの一部を中間収益分配に充
当するも信託期間全部を通ずる収益分配総計には大差ないこと等であり又最近の
利廻り低下は増資プレミアムによる株価上昇に基因する所が大きい故、利廻りの
低下を実現した増資プレミアム(売買益)によつて補つてよいのではないかとの意
見もあつた。然しかかる考え方に危険な陥穽があることは後に実質上の増配当が
生れたことから明かである。

(第十二表) 株式利廻り推移

年	月	株価平均	配当平均	利廻り平均
二十六年	七月	七・一	二・三	二・五
	九月	九・四	二・五	二・七
	十二月	九・六	二・五	二・七
二十七年	一月	二・六	二・四	二・九
	三月	二・四	二・二	二・五
	六月	一・四	二・一	一・九
	九月	七・三	二・一	二・九
二十八年	一月	一・三	二・一	二・四
	三月	一・一	二・一	二・四
	六月	四・七	二・一	七・一
	九月	七・四	二・一	七・三
	十一月	七・七	二・一	七・五

(註) 東京証券取引所上場有配会社、実証調査

実際の収益分配状況を某社の例によつてみると(第十三表)、当初はインカムゲ
インのみを以て余裕裡に配当実施が可能であつたが、その後若干の不足を生じ
(この頃は「みなす配当」で補填)、予定配当率が引下げられた後は一時余裕を回復
したが、間もなく再び大幅の不足となり、収益分配の半ばを売買益繰入れに負つ
ている状態にある。

売買益の収益分配金繰入れを認めるとしても之れはやはり程度問題であり、分
配金の半ばを売買益に頼るに至つては、投資信託健全化の立場から再検討が要望
されるに至つたことは当然の帰結であろう。而も売買益の収益分配繰入れは元本割
れの配当すら実施する緒を作つたのである。

(第十三表)

単位型各回第一期収益状況

(単位 千円)

回数	決算期	当初元本	期末元本 (A)	期中利益			計	%	事務処理 費及報酬 (F)	$\frac{(C+D) \times 2}{(A)}$ =(G)	$(C+D)-(F)$ =(H)	%	配当率 (J)	$(H)-(J)=(K)$	受益証券 基準価額 (配当落) (L)
				有価証券 売却益(B)	株式配当 金(C)	利息 (D)									
1	年月日 27. 1. 4	500,000	410,000	25,345	38,177	897	3,838	68,258	39.55%	6,302	32,772	16.0%	12.5%	3.5%	6,480.37
2	1.29	500,000	420,000	21,470	34,653	1,127	0	57,251	37.51%	6,288	29,492	14.0%	12.5%	1.5%	6,584.26
3	3. 4	500,000	425,000	21,305	33,037	1,888	0	56,231	37.89%	6,289	28,636	13.5%	12.5%	1.0%	5,943.28
4	4.29	1,000,000	890,000	28,713	62,194	3,025	9	93,942	30.57%	12,556	52,663	11.8%	12.5%	0.7%	6,192.27
5	6.19	1,000,000	920,000	38,641	63,461	5,868	30	108,001	35.79%	12,540	56,789	12.3%	12.5%	0.2%	7,241.81
6	8. 4	500,000	460,000	37,734	32,572	1,681	0	71,988	52.42%	6,272	27,981	12.2%	12.5%	0.3%	6,398.95
7	9.19	500,000	434,000	51,988	33,032	2,572	0	87,594	59.36%	6,262	29,342	13.5%	12.5%	1.0%	6,779.78
8	11.14	1,000,000	900,000	117,204	53,336	5,427	0	175,967	66.61%	15,117	43,646	9.7%	12.5%	2.8%	7,122.24
9	28. 1.	41,000,000	902,000	76,210	54,904	7,128	0	138,243	55.13%	15,085	46,947	10.4%	10.0%	0.4%	6,345.44
10	2.15	1,000,000	878,500	80,080	54,374	8,307	0	142,763	56.10%	15,769	46,912	10.7%	10.0%	0.7%	6,906.78
11	3.26	1,200,000	1,059,000	53,258	68,254	10,097	9	131,620	40.47%	18,764	59,587	11.3%	10.0%	1.3%	5,882.02
12	5. 7	1,200,000	1,169,000	39,599	42,619	12,102	0	94,321	41.99%	19,074	35,647	6.1%	10.0%	3.9%	5,010.12
13	6. 1	1,000,000	928,500	24,543	37,299	8,060	0	69,904	35.12%	13,903	31,456	6.8%	10.0%	3.2%	5,000円 以下
14	6.23	1,500,000	1,427,500	31,118	50,462	12,537	0	94,118	33.10%	20,136	42,863	6.0%	10.0%	4.0%	5,000円 以下
15	7.29	1,000,000	984,500	23,185	32,824	6,813	20	62,844	36.91%	12,723	26,914	5.5%	10.0%	4.5%	5,000円 以下
16	8.24	1,000,000	985,500	25,270	34,017	4,979	0	64,267	39.33%	12,718	26,278	5.3%	10.0%	4.7%	5,000円 以下
17	10. 2	1,500,000	1,347,000	59,721	49,421	7,673	0	116,816	51.13%	22,254	34,840	5.2%	10.0%	4.8%	6,160.00
18	11. 6	1,000,000	870,500	43,272	34,120	2,914	6	80,313	53.99%	15,364	21,670	5.0%	10.0%	5.0%	5,436.63
19	12.12	1,000,000	831,000	42,635	33,718	4,955	0	81,308	52.44%	16,284	22,389	5.4%	10.0%	4.6%	5,485.72

註 1. 某委託会社の公表決算報告書より作成(他社の業績も大同小異である)。

2. 期中利益金の中、契約差金(部分解約の価額が当初元本を下回ったためその差額が利益として計上されている分)は除外。

投資信託の中間収益の分配は売買益によるとしても実現した利益金の存在を前提とすることは言う迄もない。然し実現した利益金の解釈には曖昧さがあり、商法の原則から離れて買入価格による簿価評価主義をとつていふこともあつて計算上の損失(評価損)を無視した利益を計上し元本割れの配当を行うといふ結果となつた。オープン型の中間収益分配は評価損を補填した上で分配する方針によつてゐるが、単位型の場合は予定率による収益分配が不可能となる事態が生じた結果、たとい保有株式に評価損が存するとしても他方に於て現実の利益金が存する限り中間収益の分配が認められるに至つたのである。

右の経緯は募集成績本位の考え方が株式市況の悪化等によつて次々と破綻してきた跡を示すものである。即ち投資信託の本質に反して高い予定配当率を掲げたことも応募者の心理に訴える上に確に効果を挙げた。然し幾何もなくしてインカムゲインによる高配当維持は困難となりこれ又原則に反したキャピタルゲインの充當を余儀なくされた。株式の利廻低下が主として株価の上昇に基ずくものでありインカムゲインの減少は他面キャピタルゲインの増加を伴い勝ちな間はこれにも弁解の余地があつた。然し株価の低迷期に入つて尚且高配当を持続するためキャピタルゲインの解釈を緩にし元本割の配當を敢てするに至つては、最早や危険な状態という外はあるまい。

2 運用の不安定

(イ) 部分解約制限の必要

現行の投資信託は部分解約の可能を認めてゐる。此の制度があるため何時にても委託者による受益証券の買戻しが行われその換金性が維持され、之が現在の投資信託隆盛の一因となつてゐる。然し此のことは運用の面に制約を加える。即ち、解約に備えて現金準備を多くする必要があり、特に設定初期に於ては現金準備を留保することは株式仕入期に当るにも拘らず株式組入れを制限することとなり運用成績に影響する所が大きい。株価低滞期には特にその影響は強くなる。然らばとて部分解約制度を全く否定すれば受益証券の換金性は失われる結果となるから何等かの方法で解約を制限する方向に向ふ必要が存在した。

(ロ) 信託期間延長の必要

投資信託の株式投資の健全性を維持するためには、投機的でなく投資的であればならぬ。又株式投資は異常なブーム期を除いては短期間に株価上昇を期待出来るものではないから、信託期間が短期であり且つその間に株価値上りを期待するとなればその運用は勢い無理をし勝ちになり投資信託の本質に反することとなる。

然るに現在の単位型投資信託はその期間が僅か二三年であり、その内最初の半年を株式仕入期、最後の半年を株式売却期とすれば正味の運用期間は更に短縮されることとなる。従つてブーム期が去り株価上昇が余り期待されぬ様になつた今日ではその運用の健全化のために信託期間の延長が要望されるに至つたのは当然と言えよう。

(ハ) 計算期間長期化の必要

現在の投資信託は半年毎に決算を行つて収益金の分配を行つてゐる。従つて半年毎に株式配当金売買益等の現実の利益を収める必要がある。然るに株式配當を取るためには配当付きの株式を買入れる必要があり配当落ち株式はいくら割安であつても組入れられぬこととなる。又半年毎に売買益を実現することも昨今の情勢にあつては困難となつてゐる。更に半年毎に決算及び収益金分配を行うことは事務処理上の負担でもある。

従つて計算期間の延長により之等の困難を回避することは望ましい所である。事実証券会社は株価変動が激しいためその損益を平準ならしめる目的で年一回の決算を行つてゐるが、このことは同様の事情下にある投資信託にも当て嵌る所であろう。

(ニ) 運用株式の内容と相場に対する関係

投資信託の運用株式は優良株中心であることが望ましいのは当然である。この方針に基き当初の投資有価証券の審査基準は相当に厳格なものであつたが、当時は投資信託が株式市場中に占めたウェイトは小さかつたから一流株のみの組入れが可能であつた。

然るに投資信託の規模が拡大するにつれ一流株は品薄となり、又株式利廻りも低下して来たので大蔵省はその後その審査基準を緩和することとなり、投資信託組入銘柄は次第にその質を低下しつつある（某社第一回第一期決算時の組入銘柄数八九、組入予定銘柄数一一九、最近設定分の組入銘柄数約一六〇、組入予定銘柄数約四〇〇）。

次には収益分配問題と関連して投資信託は保有株式の売買益を収める必要が生じて来た。然るに保有株式を市場で処分すると値を崩す可能性があり、又それが一流株であれば一旦手放せば再入手が困難となる事情もあつて、保有株式の処分は同一委託会社の他ユニットか新規設定分に転がされる場合が多い。従つてその際の価格は市場に於て実際に処分した場合に形成されるであろう価格よりは若干高い場合が多いことが当然に予想され、市況低迷期には後に設定されたユニットに損失が転嫁されることともなりうる事情にある。

又投資信託保有銘柄はその価格を維持乃至は低落を防止する必要があるのに、市場に安値の売物が出た際には買向うことがあり茲に所謂投信相場として実勢とは稍々遊離した価格が決定される可能性がある。市況がこれに追随しうる場合は問題ないが、悪化の大勢に抗し難い場合は深みに陥る危険なしとしな

3 募集上の無理

投資信託の設定額は逐月増加傾向にあるが、一方に於て部分解約及び償還が増加したため元本歩留り率としては低下傾向も窺われ、且つ解約及び償還分は時価が当初元本より上廻っている場合が多いから運用資産の純増は更に低下することとなる（第十四表）。此の様にしてその純増は何れは頭打ちとなる可能性が濃いにも拘らず、委託会社各社間の募集競争激烈で自社への応募額が満額に達せぬ場合には自己資金又は借入金によつてその不足を埋めていることがあると伝えられる。之は各社間の設定競争もさること乍ら、その背後には前述の収益分配問題、運用問題が絡んでいるものと推測される。

現段階における投資信託と資本蓄積

（第十四表） 設定元本の歩留率

年	月	歩留率 A	歩留率 B	設定額
二十六年	七月	九九・七%	九九・七%	六六
	十一月	八九・七	八八・五	六七
二十七年	一月	七七・六	七四・一	四二
	六月	七八・一	七〇・三	五八
二十八年	九月	七六・三	六八・三	九八
	十二月	七一・五	五九・五	一三七
二十九年	三月	七〇・三	五九・六	一三六
	六月	六二・六	五八・二	九二
三十年	九月	五一・二	四一・一	一三七
	十二月	六九・六	六五・六	一三四

（註） A、期中新規設定額に対する元本純増額

B、右に対して解約及び償還の元本超過率を調整したもの

即ち売買益を出すための転がしの対象として或は部分解約や償還に備えて新規設定を大幅に続行する必要があり、若しこれが停滞すれば既設定分の配当乃至は基準価格維持に若干の悪影響を与える懸念もあるからである。仮に今後の部分解約及び満期償還を過去の実績から一応推定すれば（第十五表）今後半年乃至一年の中に残存元本又は保有株式が下向を示すことも予想されるのであつて、市況好調の時とはとに角然らざる限り、これが既設定分に悪作用を与え更に悪循環を来すこともないとはいひ難い。無理を冒した募集が続けられているのはかくして故なしとしないのであるが、かかる傾向も程度を超えれば問題を拡大しつつこれを先へ延ばしてゆく過程ともなりうるのである。

（第十五表） 設定元本残高推移の推定

年	月	残存元本 推定額	新規設定	満期償還	部分解約	差引
二十八年	十二月末	七六七億				
	三月	七五九	八〇	△	一一	△
二十九年	六月	七七三	一一〇	△	一九	△
	九月				△	七七
					△	八

二十九年 九月末	七三三億円	一一〇	△	三三三	△	八七	△	〇
十二月	七六〇	一一〇	△	四六	△	八七	△	一三
三十年 三月	七四八	一一〇	△	四五	△	八七	△	一一
六月	七五〇	一一〇	△	三一	△	八七	△	二
九月	七三七	一一〇	△	四六	△	八七	△	一三
十二月	六九三	一一〇	△	七七	△	八七	△	四四

註一、推定方法

- 1 昭和二十九年二月以降の月平均設定額は前年平均の二割減四十億円と仮定。
 - 2 新規設定分の月平均解約額は十億円と仮定。
 - (二十八年末迄の設定累計に対する部分解約累計は約四分の一)
 - 3 二十八年末迄の設定分の満期償還元本の残存率は従来の実績により三分の一と仮定。
 - 4 既設定分の解約額は前記満期償還分を差引き月平均十九億円と仮定。
- 二、償還及び解約分の時価は元本をかなり上廻るので実質上の下降は右より早くなるし、部分解約の動向には懸念もある。一方では三十一年になれば二十九年以降設定分の信託契約期間延長に伴い満期償還到来がないから、設定元本残高は再び増加に向いうることとなる。

4 其の他の主要問題

右の外現在の投資信託は多くの問題に当面しているがその主要なものにつき簡単に触れておこう。

(イ) 委託会社の独立

現在の委託会社は何れも証券会社の兼営となつてゐる。又兼営なればこそ創業期の経費負担に耐えて今日の大をなし、又店舗網と宣伝力の利用により投資信託の普及に大いに寄与したことは認めねばならない。然し元来投資信託の委託者としての立場と証券会社営業部の立場とは利害対立するものであり、特に業況が悪い場合その両者を同一会社が兼ねることは不透明なものを残すこととなる。

(ロ) 信託報酬率の引下げ

現在の信託報酬率は期末元本の千分の二十五となつて居り、之が別に定められた割合に従つて委託者と受託者とに分配されている。此の千分の二十五と言ふ率は即ち二・五%(年間約二〇億円)であり、前述の収益分配の状況、最近及

び将来の株式廻り、委託会社の採算等に対比して考える時、戦前の千分の八に引下げることが事情が変化しているため困難であるとするも、なお若干の引下げを考慮する余地があるのではないかと思われる。

インカムゲインの減少率は当初に比し約半分であるが、報酬等を差引いた配当可能率は三分の一になつてゐるのも、負担過重の一つの現れである(第十三表)。

5 今次改正措置

株式市況が上昇の一端を辿つていた初期にあつては以上に於て検討した諸困難は左程重要性を有しなかつたが、株式市況が沈滞の度を加えるにつれて右の諸問題は次第に表面化し、従来の様なり方では早晩その行詰りに当面するであろうことが予想せられるに至つた。而してその問題の焦点は中間収益分配方法にあることは右の説明により明らかであろう。かくして当事者及び監督官庁である大蔵省の間で協議の結果、現行方式が是正されることとなり、その大綱が昨年末大蔵省より公表された。これにより収益の分配について、実績配当主義、健全決算主義がとられると共に運用の安定を図るため信託契約期間及び決算期間の延長並びに部分解約の抑制が行われることとなり、前に述べた諸問題の多くが解決されることとなつた。

而して今回の改正はその対象を単位型に置いており、オープン型については従来より格別の問題を生じていなかったたので今回の改正の対象とはなつていない。その概要は次の通りである。

(イ) 信託契約期間の延長

昭和二十九年一月以降設定分については信託契約期間は従来の二カ年から三カ年に延長される。

(ロ) 計算期間の延長

昭和二十九年一月以降設定分から計算期間が従来の六カ月から一カ年に延長される。

なお既設定分も信託約款変更により計算期間を延長することができる。

(ハ) 解約及び買戻控除率の引上げ

信託契約締結後最初の六カ月間に於ける解約及び買戻控除率が引上げられることになり、之により設定初期の解約及び買戻しが制約されることとなるからそれだけ運用が健全化され、又水増し設定が幾分制限されることにもなるであろう(千分の五十から七十五へ)。

(ニ) 売買益分配の制限

従来は一定の配当率に達する迄は売買益の収益交付金繰入れが無条件に認められていたが、今後は売買益を収益交付金に充当する場合には次の条件が附され、投資信託の本旨へ復帰することとなつた。

(A) 評価損失及び繰越損失の補填

(B) 損失補填後の三割を株価変動準備金に積立：残存元本の百分の二十迄

売買益はその全額を積立てておくのを最も健全とするが、従来に比すれば格段の健全化であると言えよう。又此の準備金の運用対象は銀行預金、金銭信託、コールローン又は債券に限定される。

(C) 元本割れ配当実施の禁止

但しインカムゲインのみによつて収益分配を行う場合には此の制限は適用されない。

(附) 細目

既に決定をみたのは大綱に止まり、その細目はなお後日に持ち越されているが、特に「みなす配当」の取扱、評価損算出上の評価方法等に問題が残っている。

以上の如き条件変更は何れも投資信託の健全化の趣旨に出て居りこれを必要とした事情は既に見た通りであるが、茲では懸念される若干の影響につき附記しておく。

先ず信託期間並びに計算期間の延長により応募者は資金の長期固定を恐れて或

現段階における投資信託と資本蓄積

は配当受領の遅れを嫌気して募集が若干低下するのではないかと危惧がある。又確定配当主義から実績配当主義への転換に伴い、配当率の低下と変動が予想せられ、此の面からも応募の低下が考えられる。

然し乍ら何れも投資信託の本質に戻つたものに過ぎず長い目で見れば受益者の安定と有利とを確保するものであるから已むを得ない所であり、かかる改善により逃避する資金があるとしてもそれは元來投資信託に適わしい資金とは言い難い。

なお実際問題としては委託者の営業政策もあり配当率を維持するため売買益を取めるべく運用が投機化するのではないかと懸念する向もある。此の問題は信託期間を延長した趣旨に逆行するものであるが、これは委託者の良識に俟つべきものであり、又配当率が一割に達するまでしか売買益の繰入れは認められないのであるからさしたる影響はないのではないかとみられる。

四、むすび……今後における投資信託の在り方

海外の投資信託の歴史に鑑みるに、その盛衰は株式市況の消長と運命を共にしている。而して株式ブームに伴う急速な膨脹の後パニックに遭い、多くの投資信託(会社)が消え去り僅に健全経営主義をとつていた会社のみが生き残つたことも、古くは英国のベリング恐慌、近くは米国のウォール・ストリート恐慌等海外の歴史が教える所である。我國の投資信託を繞る諸事情を考へるに、その急速な発展は当時の異常な株式ブームに負う所が大きかつたことは何人も容易に承認し得る所であり、又最近並に今後の経済事情及び株式市況は、パニックを予想させる程ではないにせよ、当時とは根本的な変貌を遂げつつあることに就いても亦異論はないであろう。昭和二十九年年度予算案の緊縮方針並びに本行の金融引締め方針はもとよりのこと、企業経営に於ても収益は低下し配当率も低下に向うものと推定せられ、又今後借入難等により増資は増加するであろうが、企業収益は之に伴わずこの面からの圧迫も考へておかなければならない。このように見て来れば今後の株式市況は一応沈滞を予想しておかなければならない状態に在る。従つ

て投資信託も亦その発展よりも内部充実に心掛けるべき時期に来ていることは理の当然であり、既に述べた改善措置等もかかる見地から理解されるべきものである。

これに対して投資信託は資本蓄積に大きな役割を果たし、株式市場の発展に大いに寄与したことは明かであり、かかる国民経済的な見地からは愈々その発展が要請されている。特に今後の資本蓄積はオーバー・ボロウイングの是正・資産再評価問題等に現われている如く株式資本面の充実に重点があり、投資信託に期待される所は益々強くなつていくといえる。従つて茲に投資信託の健全性維持と資本蓄積の要請との矛盾が表面化することとなり、その何れが優先すべきかというところが投資信託の今後の在り方に対するキイポイントとなるであろう。

両者の関係を考察するに、先ず投資信託の資金源は前に見た如く零細な大衆投資に依存しているのであり、その集積の結果大きな資本蓄積となつたことを考えれば資金源の保護の方がその結果としての資本蓄積よりも優先すべきこととなるであろう。又資本蓄積の側からみても株式資本に適わしくない不安定な資金まで流入させるべきか否か疑問の余地がある。単に小口資金であるが故にのみ株式に向わない資金を導入してこそその投資信託である。従つて現在及び当面の情勢に対処しては投資信託運営の健全性保持が優先すべきではなからうか。此のことは当面の投資信託の発展引いては資本蓄積には若干の影響があるが、長期的に見れば投資信託に対する大衆の信頼を繋ぎ、将来伸びる素地を養うこととなる筈である。又かように健全性本位に考えることは当面消極的方針のみによつて処していくということではない。不況期には不況期なりにこれに適わしい新たな投資層の開拓を積極的に図つてみる余地もない訳ではない。現行の単位型も今次の条件変更により収益分配面で稍々オープン型に近づくこととなつた機会に、オープン型の発展に努力することも考えられるし、単位型についても投資銘柄に特殊性を与えて新たな投資心理に訴えること等も考えられよう。募集成績を挙げることも本位に行われてきた従来の投資信託の運営は今回の健全化措置を転機として根本的に再検討すべき時であろう。(別所)

市中金利引上問題の検討

昭和29・4・1

はしがき

昨年十月以来、金融引締政策の強化によつて、日本銀行の対市中銀行金利は実質的にかなり顕著な引上を見ているが、市中銀行の対企業金利は、少くとも表面金利に関しては、この間据え置きのままの推移となつている。そこで金融引締の本格化と共に、この様な日銀―市銀間の金融引締措置のみで、果して引締の効果が期待出来るか否か、この際市中金利も引上げて資金需要の源を狭める必要があるのではないかとする見解が現れるに至つている。

三月二十日全銀協より政府及び日本銀行に対して行われた要望書によつても、「資金需要を抑制するため、特に低利を必要とするものを除き、一般貸出金利を引上げると共に、資本蓄積のため預金利子の引上も考慮するなど金利政策に弾力性を持たせるべき」として、この際市中金利の引上を妥当とする見解が述べられている。

たしかに、現在の金融情勢には、この様な見解を生ぜしめる背景がないわけではない。

然しそれと同時に想起されるのは、僅か二年程前の昭和二十七年上期に、金利引下論が広く唱えられ、その年の十月に一般的な貸出金利の引下となつて実現をみた経緯である。当時は朝鮮動乱ブーム後の微弱な反動が来た時ではあつたが、自然的な金利引下の地盤となるような資金需要の減退があつたとは見られず、金利引下の要請はコスト引下の見地から主張され、特に戦後インフレによる金利体系の歪みの正常化過程として促進されたものと解される。又右の金利引下論に先行してオーバーローン解消問題が叫ばれ企業の資本構成は正の必要が説かれた事