

アメリカ投資信託と擬制資本の展開：両大戦間期におけるレバレッジの構造

三谷，進

<https://doi.org/10.15017/3000109>

出版情報：経済論究. 92, pp.129-180, 1995-07-30. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：



アメリカ投資信託と擬制資本の展開

—両大戦間期におけるレバレッジの構造—

三 谷 進

目 次

1. はじめに—問題と視角—
2. 投資信託の原則とアメリカ資本主義の動態—歴史的背景—
3. アメリカ投資信託の構造—その資金調達と資産運用の不均衡—
4. 投資信託のレバレッジの展開—新たな擬制資本の形成—
5. むすびにかえて

1. はじめに—問題と視角—

本稿は、両大戦間期のアメリカ投資信託を分析の対象としている。投資信託とは、専門家管理と分散投資を基本理念とした証券保有機関である。アメリカでは、19世紀にもわずかに投資信託の存在は観察できたが、その産業としての基盤が確立したのは1920年代になってからであった¹⁾。アメリカの投資信託は会社形態をとるために投資会社とも呼ばれ、株式を発行して資金調達をする点に特徴がある。1920年代の投資信託の株式は、ニューヨーク証券取引所および店頭市場で取引され、その発行量は、当時のすべての企業の証券発行量のなかでも高い比重をしめていた²⁾ (表1)。

この投資信託は、資金調達のため社債、優先株、普通株を発行した。社債と優先株の利率は確定していたので、投資信託の超過収益は普通株に分配された。投資信託の超過収益とは、ポートフォリオに保有する証券の利子・配当

1) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939a) pp. 42-56, Goldsmith, R. W. (1958) pp. 75-78.

2) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 186.

表1 投資信託証券の販売量

(単位: 百万ドル)

年	投資信託証券(A)	全企業証券(B)	非借換企業証券(C)	A/B (%)	A/C (%)
1927	387	7,319	5,391	5.3	7.2
1928	968	7,818	6,080	12.4	15.9
1929	3,030	10,026	8,639	30.2	35.1
1930	827	5,473	4,944	15.1	16.7
1931	336	2,589	1,763	13.0	19.1
1932	124	644	325	19.3	38.2
1933	124	382	161	32.5	77.0
1934	152	491	178	31.0	85.4
1935	171	2,267	404	7.5	42.3
1936	201	4,632	1,215	4.3	16.5
合計	6,320	41,641	29,100	15.2	21.7

U.S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 186 より作成。

注) (B)(C)の原資料は、*Commercial & Financial Chronicle* であるので、証券の募集高をあらわし現実の証券販売量ではない。また、ここでは、オープン・エンド会社、固定型・半固定型投資信託、定期投資計画、額面証書会社の数字は含まれていない。そのため、(A)の統計数字とは厳密に言えば対応していない。また、(A)では、1935年末に50万ドル以下の総資産をもつ小規模な投資会社の数字は含まれていない。1927年から1936年の50万ドル以下の会社とコモン・トラスト・ファンドの販売量は、約1億5000万ドルと概算される。なお、(C)の非借換企業証券とは、新資本発行のことである。

(経常収益) 以外の収益である。これは実現および未実現の証券評価益(キャピタル・ゲイン)である。証券評価益は一時的な超過収益であり、これは経常収益とは区分される。当時の投資信託の普通株への配当は、この超過収益で賄われていた。つまり、超過収益(キャピタル・ゲイン)が定期的に普通株に配当されることで、当時の投資信託の普通株の価格が形成された。

その普通株の価格形成において、投資信託はレバレッジ³⁾ という金融技術を用いた。レバレッジとは、社債と優先株で調達した資金を利用して、普通株の価格上昇をひきおこす金融技術である。その特徴は、社債と優先株の分配金額が固定されているので、残余収益はすべて普通株に分配できるという点にある。この残余収益をもとに普通株の期待収益力は上昇し、その結果、株価の上

3) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission (1939a) pp. 28-29, *ibid* (1940) pp. 12-13.

昇がもたらされることになった。これは普通株に分配される超過収益（キャピタル・ゲイン）が資本還元されたものとしてあらわれている。つまり、レバレッジという金融技術が人為的にうみだしたキャピタル・ゲインにより、普通株価の上昇はもたらされた。両大戦間期のアメリカ投資信託の特徴は、このレバレッジを盛んに利用する点にあった。両大戦間期の金融市場では、銀行、企業、個人、海外から流入した資金が、コール・マネー市場を通じて資本市場に集中し、金融市場の肥大化をもたらししていた。投資信託のレバレッジは、この金融市場の肥大化を加速させ、資本集中の梃子の役割を果たしていたのである。

さらに、レバレッジを行った投資信託は、ピラミッド・システムという投資信託組織を形成していた⁴⁾。これは、投資信託が新たな投資信託を形成し、そこに証券の相互保有関係をつくりだすものであった。投資信託のシステム内で、証券の相互持ち合い構造を形成し、株価形成に大きな役割を果たしていた。このピラミッド・システムは、レバレッジにより人為につくりだしたキャピタル・ゲインを恒常的なものにするメカニズムを創出し、それを支える構造を形成していたのである。

本稿の課題は、以上のような両大戦間期の投資信託に観察されたレバレッジおよびピラミッド・システムが擬制資本の形成構造に与えた影響を考察し、そこにみいだされる新たな擬制資本の範疇規定を行うことにある。従来の擬制資本の基本規定⁵⁾は、定期的な利子・配当を利子率で資本還元するというものであった。本稿で示しているのは、キャピタル・ゲインが定期的なキャッシュ・フロー・パターンをえがくことで、それが定期的な利子・配当部分に組み込ま

4) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission (1939a) pp. 100, 181, *ibid.* (1939b) p. 752, *ibid.* (1940) pp. 619, 621, 834, 1602, 1608, 1611-1612, 1700-1701, 1825-1833, *ibid.* (1942a) pp. 2687, 2730-2793, U.S. Committee on Banking and Currency (1940) pp. 2, 10, 121-125, 181, 237, 243, 1062.

5) 擬制資本に関する理論的考察のなかで、現実には即した形で擬制資本の形態的發展の論理を探究したのが川合一郎（1981a, 1981b）である。川合は、資本制生産様式における信用の役割を貨幣節約と資本集中の二面にとらえ、後者の資本集中が株式会社へと展開する過程で現れる擬制資本の高次化を問題にした。川合の論理は株式会社の内部的な分析を出発点とし、擬制資本の本質と諸形態の構造的な把握を特徴とした。彼の論理は次のように展開する。集積の規模をこえた生産力の増大は、固

れ、資本還元されるという点である。この新たな擬制資本の形成は、それを可能にした信用制度および資本蓄積の構造分析を必要としている。本稿では、その構造的な分析をもとに、そこでの投資信託のレバレッジやピラミッド・システムという金融技術のもつ意義を明らかにし、さらに、このキャピタル・ゲインを擬制資本へ恒常的に組み入れる仕組みが、その後の投資信託および信用制度の発展に与えた影響の解明を行おうというものである。

なお、本稿の分析視角は、投資信託を二重の性格においてとらえる点に特徴がある⁶⁾。投資信託の基本的な性格を分析してみると、一方で貯蓄性資金を集中し公益事業などの産業資本の資本蓄積を促進しながら、他方で独自の金融技術の利用により、金融市場の拡大と不安定化に寄与するという二面性が観察できた。この二重の性格は、アメリカ投資信託の発展過程を通じて観察することができる。現在でも、ミューチュアル・ファンドにみられる投資信託の安定的な発展は、大量の貯蓄性小口資金を集中し、産業資本の資本蓄積において大きな役割を果たしている。だが、その他方では、私募の投資信託であるヘッジ・ファンドが、金融デリバティブ市場で、レバレッジを盛んに利用しながら金融システムの拡張と不安定化を押し進めている。このような投資信託の二面性を把握することで、金融市場における投資信託の理論的性格がより明確に把握できると考えている。

この投資信託の二面的な性格は、本稿で取り扱っている両大戦間期にもあら

定資本の増大および所用前貸貨幣資本量の増大として、既存の貨幣所有量と衝突し、その量的矛盾を解決しようとする。そこで他人資本を自己資本と擬制して集中し（株式発行市場の成立）、さらに利潤配当を利子に擬制して集中する（株式流通市場の成立）。後者の擬制は、資本間の競争が進み大小資本の分化のなされた段階で行われ、証券流通の株式価格の成立として現われる。この株価と発行市場の額面との差額が創業者利得である。この創業者利得が、会社自体に入手されることで資本剰余金が生み出される。この資本剰余金が、資本集中の進行とともに、額面超過金（株式プレミアム）、合併差益、減資差益、再評価益（増資）、払込剰余金（無額面株）、自己株式の売買益へと発展する。以上の擬制資本の形態的発展の論理は、川合によって初めて明らかにされた。なお擬制資本に関する主要な論者には、飯田裕康（1971）、生川栄治（1985）、中田常男（1993）がいる。擬制資本に関する研究動向は、信用理論研究会編（1981）63-71、139-198頁に詳しい。

6) この点については三谷進（1995）を参照されたい。

われている。当時の投資信託は、各産業部門への分散投資を通じて資本供与を行う一方で、その独自の金融技術を利用しながら金融市場の拡張を推進したのである。だが、金融市場の拡張をもたらした投資信託の活動は、逆に金融市場の変動要因として不安定化を推し進め、大恐慌後のアメリカ議会調査において「乱用」⁷⁾ という烙印を押され、1940年投資会社法でそれらの活動は規制の対象となった。しかし、これらの金融技術は、その後、その規制の外にある国際的な資本市場での投資信託のピラミッド・システムの展開や、ベンチャー産業や中小企業に対するレバレッジの活用など、様々な形で展開されることになった。さらに、投資信託の生み出した金融技術の原理は、金融市場に様々な影響を与え、企業の吸収・合併のさいのLBO (Leveraged Buy-Out) などにも応用されることになった。

以上のように、1920年代に登場した投資信託のレバレッジやピラミッド・システムという金融技術は、現在の金融市場の拡張の端緒となってあらわれている。その意味で、現在の金融システムの本質を理解するためには、本稿で行っている両大戦間期の金融市場の分析が必要となる。また、この分析が、現代の擬制資本の本質を解明するうえで大きな手がかりとなると考えている。現代の金融資産の累積現象⁸⁾ の本質を理論的に把握するためには、その累積が行われる内部的な形成メカニズムの分析が必要不可欠なのである。

そこで、本稿は以下のように展開する。まず第二節では、投資信託の生成した歴史的背景を1890年代のイギリス投資信託で確立した運用原則をもとに説明する。さらに、両大戦間期のアメリカ経済構造の分析を行うことで、この運用原則がアメリカ投資信託に採用されなかった原因を探っていく。第三節では、両大戦間期のアメリカ投資信託の構造を資本調達と資産運用を中心に分析する。特に、証券の資本構成と資産構成の関連に焦点を絞り、そこで生じた不均衡のもつ理論的な意味を考察する。第四節では、第二節と第三節の分析の成果を生かしながら、投資信託のレバレッジにより証券が高次化していく過程を追跡し、投資信託が擬制資本の形成に果たした役割とその意義を解明する。

7) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) (1942a).

8) Cf., Goldsmith, R. W. (1958) pp. 75-78.

2. 投資信託の原則とアメリカ資本主義の動態—歴史的背景—

投資信託は、資本蓄積の進展した1860年代のイギリスで生まれてきた¹⁾。その設立の直接の契機は、個人投資家の外国証券投資にあった²⁾。当時の外国証券は危険性が高く、専門家管理と分散投資を行う投資信託が必要とされた。また、イギリスでは中世から信託理念が独自の発展をとげ、受託者に信託財産の受益者保護を義務づけていた³⁾。この信託理念を継承した投資信託には、収益性の追求と同時に資産の安全な管理が求められた。そのため、投資信託は投資先の綿密な調査・分析を行い、地域別、産業別、証券別の広範な分散投資を展開した⁴⁾。これに加えて、1890年のベアリング恐慌は、次の二つの運用原則を投資信託業界に浸透させていた。

第一が、「資本＝資産構成比率の原則」⁵⁾である。これは貸借対照表にみる証券の資本構成比率と資産構成比率を均衡させる原則である。調達する際に発行した上位証券(社債、優先株)と下位証券(普通株)の比率と、運用する上位証券(社債、優先株)と下位証券(普通株)の比率を同程度にして管理する方法である(図1-1～1-2を参照)。上位証券はあらかじめ利率が決まっているのに対し、下位証券は、そのような収益の確定性は保証されていなかった。イギリ

1) Cf., Grayson, T. J. (1928) p. 14.

2) 個人投資家の分散投資の手段として生まれた投資信託だが、世紀転換期のイギリス海外投資の金融機構に「投資信託としての集団が投資と投機を有機的に結合する体制」(生川栄治(1956) 278頁)を実現していた。

3) 四宮和夫(1965) 93-95頁、森泉章編(1992) 79頁を参照。

4) 証券投資信託専門視察団報告書(1962) 278-280頁を参照。

5) 江口行雄(1961) 82, 125頁を参照。なお、当時の投資信託の活動内容は秘密にされ貸借対照表も完全に公表されなかった(Cf., *The Economist*, Sept. 20, 1890, p. 200)。Burton, H. & D. C. Corner (1968) は、世紀転換期の「(投資) 信託の証券資産の構成は、それ自身の資本構成を反映していた」(p. 45, 邦訳87頁)と指摘し、当時の資本構成と資産構成の概況を示した(pp. 50, 66, 邦訳97, 119-120頁)。また、Weissman, R. L. (1951) は「ある程度、イギリスの投資会社の資本構成は、様々な種類の証券投資構成を規定してきた」(p. 7)と述べ、当時のイギリス投資信託業での資本構成に資産構成を照応させた原則の存在を指摘した。

図1-1 イギリス投資信託の資産構成

	1929年			1933年		
	戦前型投資信託 (9社の平均)	戦後型投資信託 (8社の平均)	投資信託全体 (17社の平均)	戦前型投資信託 (9社の平均)	戦後型投資信託 (8社の平均)	投資信託全体 (17社の平均)
市場 価 格	上位証券 76.2% 社債 50.7% 優先株 25.5%	上位証券 65.9% 社債 42.3% 優先株 23.6%	上位証券 74.4% 社債 49.2% 優先株 25.2%	上位証券 77.3% 社債 49.3% 優先株 28.0%	上位証券 66.1% 社債 38.3% 優先株 27.8%	上位証券 75.4% 社債 47.4% 優先株 28.0%
	下位証券 23.8%	下位証券 34.1%	下位証券 25.6%	下位証券 22.7%	下位証券 33.9%	下位証券 24.6%
帳 簿 価 格	戦前型投資信託 (13社の平均)	戦後型投資信託 (16社の平均)	投資信託全体 (29社の平均)	戦前型投資信託 (13社の平均)	戦後型投資信託 (16社の平均)	投資信託全体 (29社の平均)
	上位証券 68.9% 社債 48.1% 優先株 20.8%	上位証券 63.2% 社債 44.1% 優先株 19.1%	上位証券 66.7% 社債 46.6% 優先株 20.1%	上位証券 65.6% 社債 45.1% 優先株 20.5%	上位証券 58.5% 社債 38.0% 優先株 20.5%	上位証券 63.0% 社債 42.5% 優先株 20.5%
	下位証券 31.1%	下位証券 36.8%	下位証券 33.3%	下位証券 34.4%	下位証券 41.5%	下位証券 37.0%

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939c) p. 52, Table 27 より作成。
(原資料：The Economist, Investment Trust Supplements Dec. 1, 1934)

注) 戦前型投資信託とは、第一次世界大戦前に設立された投資信託であり、戦後型投資信託とは、第一次大戦後に設立された投資信託である。

図1-2 イギリス投資信託の資本構成

1869-78年	1879-88年	1889-98年	1899-1908年	1909-18年	1919-28年	1869-1928年
上位証券 73.6% 社債 38.1% 優先株 35.5%	上位証券 73.1% 社債 44.5% 優先株 28.6%	上位証券 75.3% 社債 40.2% 優先株 35.2%	上位証券 70.1% 社債 37.0% 優先株 33.1%	上位証券 65.3% 社債 27.5% 優先株 37.8%	上位証券 62.7% 社債 26.3% 優先株 36.4%	上位証券 70.8% 社債 37.3% 優先株 33.5%
下位証券 26.4%	下位証券 26.9%	下位証券 24.6%	下位証券 29.9%	下位証券 34.7%	下位証券 37.3%	下位証券 29.2%

出所：Linhardt, H. (1935) p. 138より作成。

注) 上位証券全体の%表示については、小数点以下までの数字を算出し、Linhardt の資料に若干の修正を施してある。

スの場合には、資産構成と資本構成における上位証券と下位証券の比率は、ほぼ7:3で均衡していた。1825年以来の循環的な恐慌が、この管理方法を投資信託業に定着させた。初期のイギリス投資信託は、社債と優先株で調達した資金を普通株に投資していた⁶⁾。だが、恐慌期の普通株価の下落とともに投資収益は失われ、固定債務である社債・優先株の利子・配当が支払えずに倒産を繰り返した。これは、証券の資本構成と資産構成の不均衡に原因があると考えられ、1890年のベアリング恐慌は、この原則の遵守を投資信託業界に痛感させた⁷⁾。まさに繰り返し発生する循環性恐慌のもとで「資本＝資産構成比率の原則」は投資信託業に浸透したのである。

第二が、「準備金積み立て原則」⁸⁾である。これは、受益者分配は当期の経常所得（利子・配当）のみから行い、証券売却益（キャピタル・ゲイン）は準備金として積み立てる政策である（表2-1～2-2を参照）⁹⁾。投資信託の運用益は、

表 2-1 イギリス投資信託の資本における準備金の比率

設立年	1879-1888	1889-1898	1899-1908	1909-1918	1919-1928
%	15.9	17.7	16.1	9.0	2.1

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939c) p. 38より作成。

（原資料：Linhardt, H. (1935) p. 156）

注）上記の表は、投資信託の設立された年代ごとに、それぞれの準備金の比率を示したものである。管理通貨制度の段階に近づくにつれて、新規に設立される投資信託の準備金比率が大きく低下していくことが分かる。なお、ここでの資本という場合には、社債も含めた数字である。

- 6) 普通株投資は配当の確定しない危険があるが、一般に高い期待収益力をもつ。特に、国内収益力の通減に対し、低労賃を基礎にした国外事業は高い収益力を持ち、そこで発行される普通株への投資が望まれ、その手段として投資信託が生まれてきた（Cf., Robinson, L.R. (1926) pp. 3-5）。これはアメリカ投資信託の場合も同様である（Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939a) pp. 65-69）。
- 7) 江口行雄（1961）125頁を参照。
- 8) 準備金政策は1874年に設立された Omnium Stock Trust が端緒とされる（Cf., *The Economist*, January 17, 1874）。
- 9) Cf., Glasgow, G. (1930) pp. ix-xi, Burton, H. & D.C. Corner (1968) pp. 3-4（邦訳、7頁）、U. S. Securities and Exchange Commission (1940) p. 1723。

表 2-2 イギリス投資信託の公表準備金と秘密準備金

(単位：千ポンド)

	1928年	1933年	1935年
投資証券の簿価	58,300	68,800	75,500
投資証券の時価	71,357	55,140	73,480
簿価と時価の差額	13,057	-13,660	-2,020
差額/簿価 (%)	22%	-20%	-3%
公表準備金	7,894	9,547	9,965
公表準備金と秘密準備金 準備金/簿価 (%)	20,951 36%	-4,113 -6%	7,945 13%

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939c) p. 37,
Table 18 より作成。

(1928年と1933年の原資料：Linhardt, H. (1935) pp. 269, 402)

注) 公表準備金 (Visible reserves) は、ほとんどの会社で資本・負債として扱われ、過去の経常所得と純実現証券売却益から計上されたものであり、証券投資に利用されている。秘密準備金 (Hidden reserves, Inner reserves) は、資産の時価が簿価を上回った差額 (含み益) をいう。準備金という場合には、この公表準備金と秘密準備金の合計であり、資産時価が発行済資本を上回る金額のことをいう (Cf., Burton, H., & D. C. Corner (1968) p. 54, Glasgow, G. (1930) pp. 10-12, SEC, op. cit. pp. 36-38)。

経常所得と証券売却益で構成される。経常所得 (社債・優先株の利子・配当収入) は金額が確定しており、安定した投資収益を確保できる。それに対し、証券売却益 (キャピタル・ゲイン) は、好況期の株価上昇期には多額の収入が確保されるが、恐慌から不況期に株価の下落が進むと、キャピタル・ロスが発生する。そのため、証券売却益を配当に回した投資信託は、キャピタル・ロスの圧力に耐えれずに破綻を余儀なくされた。そこで、キャピタル・ゲインは配当に回さずに準備金として積み立て、インカム・ゲインである経常所得のみを配当する運用原則がとられた¹⁰⁾。以上の二つの原則が、その後の恐慌期の投資信

10) これと同時に、1890年代以降、イギリス投資信託の配当の考え方は変化した。収益の回復をそのまま配当に反映させない慎重な配当政策に移行した (Cf., Burton, H. & D. C. Corner (1968) pp. 36-39, 邦訳, 74-76頁)。また、イギリスの税法では、キャピタル・ゲインを積み立てる投資信託には課税をしなかった。キャピタル・ゲインを配当にまわす場合は金融会社 (Financial Company) と呼ばれ、投資信託とは別の範疇とされた (Cf., Robinson, L. R. (1926) pp. 147-148)。これは、投資信託

託の倒産を防止し、産業としての基盤を確立させていった¹¹⁾。

だが、イギリスで確立した投資信託の運用原則は、1920年代のアメリカ投資信託には、ほとんど採用されなかった¹²⁾。これは、投資信託導入期の経営の未熟さに帰する問題ではない。イギリスで制度的に確立された運営理念が、受容されなかったアメリカの経済構造が問題なのである。そこに、アメリカ投資信託の特殊性があり、その原因を分析する必要がある¹³⁾。このアメリカに独自の構造的な原因は以下の三点にある¹⁴⁾。

第一の構造的な原因は、投資信託が投資銀行の流動化機構の役割を強制された点にある¹⁵⁾。この時期の投資銀行は、投資信託の設立から得られる手数料の獲得と、自己の引き受けた証券の未売却リスクを回避する資金流動化の手段として投資信託を利用していた。

投資銀行の手数料収入の源泉は、発行・引受業務とブローカー・ディーラー業務の二つの形態で存在した。前者の発行・引受手数料は、投資信託証券の発行量に規定される。そのため、投資銀行は投資信託の設立を増加させることで、そこから得られる手数料の増大を意図した。また、ブローカー・ディーラー手

の運用は、フローの利益である経常所得（インカム・ゲイン）と、ストックの資産価値である保有証券価格（キャピタル・ゲイン）を切り離し、保有証券を売買せずに「固定」すべきだという考え方（1894年のヴェルナー（Verner）裁判の判例，Cf., Robinson, L. R. (1926) pp. 148, 江口行雄 (1961) 93-97頁）に基づく。これならば、資金調達を配当の固定した上位証券で行っても、証券価格の変動にさらされずに配当支払が行えることになる。

- 11) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939c), 江口行雄 (1961) 58-61頁。
- 12) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) Chap. V.
- 13) 例えば、イギリス投資信託の研究者であるロビンソン (Robinson, L. R. (1926)) が取締役をした投資信託 (United Founders Corporation) でも、イギリスの運用理念は無視された (Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1724-1725)。この一例でも、理念の受容を妨げるアメリカ金融市場の構造的な問題の所在がうかがえる。
- 14) この他に、アメリカでは信託概念に法人概念が結合されたこと (森泉章編 (1992) 185-186頁)、受託者報酬がイギリスの無償主義からアメリカの有償主義に転換したこと (栗栖超夫 (1968) 54頁) などの指摘がある。
- 15) Cf., Willis, H. P. & J. I. Bogen (1929) pp. 8, 94, 西川純子 (1980) 163-172, 226-242頁。

手数料収入は、投資信託のポートフォリオ証券売買を取り扱うことで発生した。このブローカー手数料収入は、ポートフォリオ証券売買量に規定される。そのため、これを利潤源泉とするためには、証券の回転速度を上昇させる必要があった。これは資本市場での過度の取引活動をもたらした。この取引活動の活発化は、短期的・一時的なキャピタル・ゲインを発生させる余地を生みだし、インカム・ゲイン重視のイギリス投資信託の運用理念に動揺を与えることになった。証券売買の活発化でキャピタル・ゲイン部分が高い収益性をもつことは、投資信託がその領域に踏み込む誘因をつくることになった。

また、投資信託の資金流動化の役割は、投資信託資金自体の利用可能性に基づいている。投資信託を通じて集められた資金は、投資信託からスポンサーである投資銀行に貸付・預託された。この貸付・預託された投資信託資金を自由に利用できる点に投資銀行が投資信託を設立する大きな誘因があった。投資信託を通じて集中された資金は、投資銀行の証券引受能力を高めることを可能にする。証券引受において、その引き受けた証券の販売が完全に行えなかった場合、投資銀行には証券未売却リスクが残る。投資信託は、このリスクを投資銀行に回避させ、未売却証券を引き取るための追加資金を供与した。それにより投資銀行が引き受けた証券の完全な売却が可能になり、その引受能力は上昇した。投資銀行の引受証券の未売却部分の流動性は、投資信託に集中された資金により維持されたのである。

第二の構造的な原因は、後発の資本主義国であるアメリカでは、投資信託が持株会社と同じく、企業組織の形成に利用された点にある¹⁶⁾。アメリカの信託は、その本来の機能を越え、世紀転換期のトラストにみられる資本結合を図る企業組織の形成に利用された。1920年代には、このトラスト方式とは異なる投資信託・持株会社方式という新しい企業結合形態を登場させた¹⁷⁾。この企業結合は、投資信託・持株会社をもつ証券代位機能（他の企業の証券をもとに自己証券を発行する機構）を基礎に行われた。これが投資信託を利用したピラミッド・システムの構築を可能にした。このピラミッド・システムは、持株会社の

16) 森泉章編（1992）185-186頁を参照。

17) 津守常弘（1983）86頁を参照。

うえに投資信託をいくつも設立し、証券の相互保有関係をもとに、投資信託組織の重層的構造を形成する。世紀転換期の投資信託は、このピラミッド・システムのなかで設立されていたものが多かった¹⁸⁾。

第三の構造的な原因は、資本市場に貨幣資本が大量に集中した点である。これは、1920年代のアメリカ信用制度と蓄積構造の特徴を最もよくあらわす。そこで、その態様を以下で詳しくみていくことにする。

1920年代の資本市場では、証券取引に必要な資金を節約する精緻な信用機構が構築されていた¹⁹⁾。それはまず、証券の買い手の現金節約という形態をとった。証券価格の約10～25%の証拠金をブローカーに支払えば、買い手は証券の購入を行えた²⁰⁾。これは、ブローカーの顧客貸付である。ブローカーは、顧客貸付にさいし顧客の購入証券を担保として預かり、証券利回りを上回る短期の貸付利子を顧客に請求する。この顧客貸付により、顧客はわずかな証拠金で、その数倍の証券取引が可能になった。つまり、顧客貸付は、自己資金の数倍の証券取引需要を発生させ、市場全体の証券取引量を増加できた。これは証拠金を利用したレバレッジ²¹⁾であり、それにより証券流通市場全体の拡大の基礎が与えられる。証券取引に必要な資金が節約され、わずかな資金で大量の証券取引が可能になる。その点で、証券価格に対する証拠金の比率は、証券流通金額を規定するうえで重要な意味をもつ²²⁾。顧客貸付が「証券市場信用」²³⁾といわれるのは証拠金のレバレッジ効果によるものである。

18) なお、イギリスにおいても、アメリカとは構造は異なるが、マーチャント・バンクを軸にした投資信託集団の形成がすでにみられた(生川栄治(1956)234-280頁)。

19) 佐美光彦(1994)414-416頁、川合一郎(1981b)248-255頁を参照。その他に、Meeker, J. E. (1992), Dice, G. A. & W. J. Eiteman (1941), Leffler, G. L. (1951)に詳細な説明がなされている。

20) Cf., U. S. Committee on Banking and Currency (1955) p. 52 (邦訳, 93頁), Haney, L. H. & others (1932) p. 15.

21) Cf., Krefetz, G. (1986) pp. 52-65.

22) 1934年の証券取引所法(T規則)の制定までは、証拠金比率は連邦準備局の規制の枠外にあったため、過度な「証券市場信用」がうみだされた(Cf., U. S. Committee on Banking and Currency (1955) pp. 41-51, 56-59 (邦訳, 78-92, 101-113頁), 北條裕雄(1992)36-40頁を参照。

23) 「証券市場信用」と証拠金の関連については、U. S. Committee on Banking and Currency (1955) pp. 52-56 (邦訳, 92-94頁)を参照されたい。

だが、ブローカーによる顧客貸付は貸付資金の量的な限界に直面する。ブローカーは、一方で顧客の購入する証券を担保に、取引に必要な資金を顧客に貸し付ける。だが、他方で、ブローカーは証券の売り手に証券代金を支払わねばならない。ブローカーの基本的な性格は十分な自己資金をもたない点にある。ブローカーは、自己資金以外に売り手の顧客から預かった売付代金（顧客の自由貸越残高）をもつが、買い手の資金需要には応じきれない²⁴⁾。このブローカーの資金的限界は、商業銀行を通じた貸付で初めて克服される。そこでは、ブローカーの担保証券が商業銀行に再度担保として預けられることで貸付（ブローカーズ・ローン）が行われる。コルレス網を通じてニューヨークの商業銀行に集中した準備金残高がコール・ローンとしてコール・マネー市場に流れることで、ブローカーズ・ローンは発生する。ブローカーの顧客貸付がブローカーズ・ローンに代位・転化されることで、顧客貸付は資金量の限界を突破する。この量的限界の克服は、顧客貸付に質的な転化をもたらす。すなわち証券市場が銀行制度に結びつき、証券取引の資金流通が豊富化するのである。だが、その結びつきは、ブローカーズ・ローンの短期的な性格において限界をもつ。商業銀行はいつでもブローカーにたいする貸付を引き上げることができる。

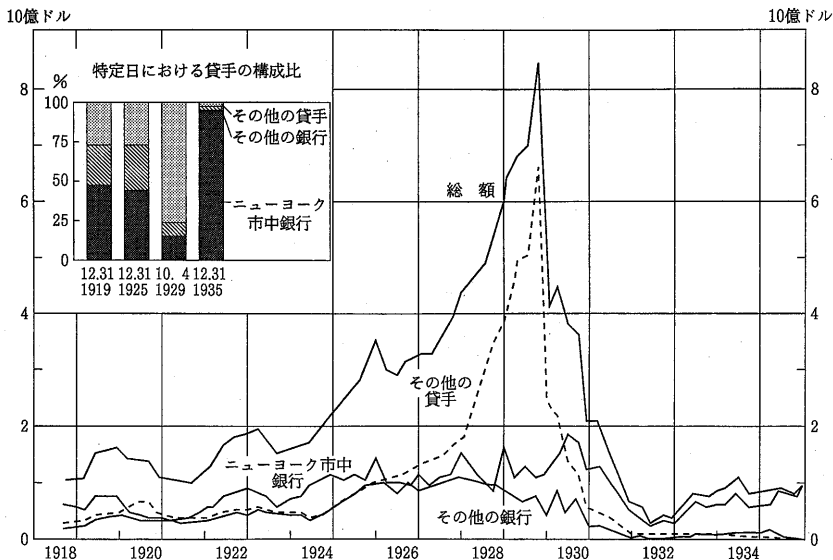
なお、以上のような限界をもつ銀行のブローカーズ・ローンは、他方で重要な役割を果たしていた。それは、銀行が自己勘定に加え、「その他」勘定でブローカーズ・ローンのための資金を仲介し、これに債務不履行時の返済保証を与えた点である²⁵⁾。これは商業銀行の偶発債務を形成し、ブローカーから「その他」の貸し手に返済がなされない場合、銀行は返済の肩代わりをし、貸し手のために預金を形成する必要があった。このブローカーズ・ローンの「その他」貸し手は、1929年9月のニューヨーク6大銀行勘定で、企業56%、個人20%、投資信託14%、外国人10%であった²⁶⁾。「その他」貸し手は、1920年代のブローカーズ・ローンの最大の資金供与者であり、それにより大量の貨幣資本が資本

24) 川合一郎 (1981b) 249頁を参照。

25) 佐美光彦 (1994) 429頁を参照。

26) Cf., Beckhart, B. H. & J. G. Smith (1932) p. 168.

図2 アメリカのブローカーズ・ローンにおける貸手のうちわけ (四半期別), 1918~35年



1918~32年は四半期ごと、1933~35年はコール日ごと。

出所：Board of Governors of the Federal Reserve System (1964) p.34.

市場に流れこんだ (図2)。このように、アメリカ資本市場の量的な拡張はそれ自体、新たな近代的な資本市場の整備・確立を必要とした。だが、この資本市場の量的な整備は、その基盤となる経済構造に大きく規定されたのである。

1920年代のアメリカ経済は、主要産業 (鉄鋼業、自動車産業、石油産業、電力産業) の独占組織の再編・強化を進めていた²⁷⁾。大企業間での合同運動が進み、第一次大戦前のような商品価格の変動は抑制され、工業製品価格の下方硬直化が一般的になった²⁸⁾。独占強化による生産集中は、規格・標準化された製品の大量生産方式をもたらし、それを支える機械システムの動力源である電力の利用とあいまって、大企業の生産性を上昇させた²⁹⁾。これらの価格の下方硬直化と生産性の上昇は、産業資本の高い収益性を保証した。さらに大企業は自

27) 吉富 勝 (1965), 佐美光彦 (1994) 192-204, 303-308, 938-940頁を参照。

28) 佐美光彦 (1994) 939-940, 942-947頁を参照。

29) 佐美光彦 (1994) 197頁を参照。

己金融を基調とし、配当を抑制しながら自己蓄積により資産を拡張した³⁰⁾。この蓄積された資産の流動化のために証券発行を行う一方で³¹⁾、大企業は内部資金の減価償却積立金を増加させた³²⁾。それにより、大企業は過剰資金を形成し、これがコール・マネー市場を通じて資本市場に流れていった³³⁾。これに加え、1920年代には所得階層格差が拡大し、高所得層の個人所得がキャピタル・ゲインを求めて資本市場に流れこんだ³⁴⁾。この株式ブームの進展とともに短期金利は急騰し、タイムローン利率とコールローン利率は1929年には9%を越えた(図3、図4)。これは4~5%を推移していたロンドン銀行引受手形割引率との格差を拡大し、ブローカーズ・ローンやドル引受手形での高利の資金運用を目的とした国際的な短資移動を大量かつ急速に進めた。これによりアメリカ資本市場への貨幣資本の集中はさらに進むことになった³⁵⁾。この貨幣資本の集中が進むなかで、投資信託は、資本市場に大量の証券を供給すると同時に、証券発行の売却資金をブローカーズ・ローンに循環させて、資本市場の需給調整を行ったのである³⁶⁾。

以上のように、「資本＝資産構成比率の原則」「準備金積み立ての原則」というイギリス投資信託の原則が、アメリカに受容されなかった構造的な原因を三点にわたってみてきた。第一が、投資銀行が投資信託を設立し、その手数料収入の獲得と、引き受けた証券の流動化機関として利用した点にあった。第二が、投資信託が独占のための企業組織の形成に利用された点であった。第三には、ニューヨーク証券取引所を中心とするアメリカ資本市場に大量の貨幣資本が集中した点であった。これは、証拠金を利用した証券取引資金の節約機構が構築

30) Cf., Dobrovolsky, S. P. (1951) pp. 16-17, 71, 77, 佐美光彦 (1994) 308-311頁, 森果 (1963) 127頁。

31) 森果 (1963) 127頁を参照。

32) Cf., Creamer, D. & others (1960) pp. 331-334, 森果 (1963) 126-127頁。

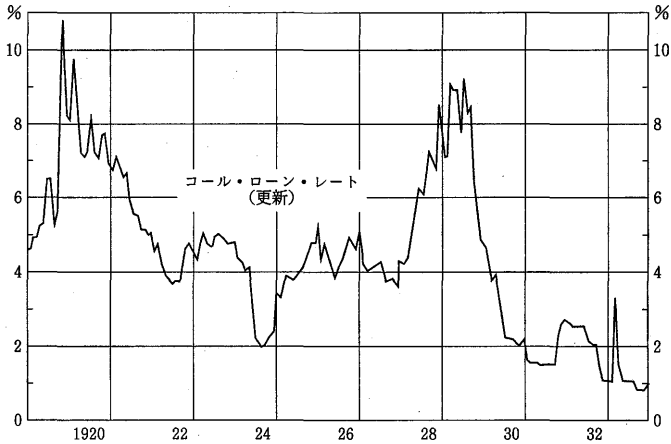
33) 佐美光彦 (1994) 422-424頁を参照。

34) Cf., Seltzer, L. H. (1951) pp. 120, 367, 375-377, 佐美光彦 (1994) 424-428頁。

35) 佐美光彦 (1994) 445-453頁を参照。

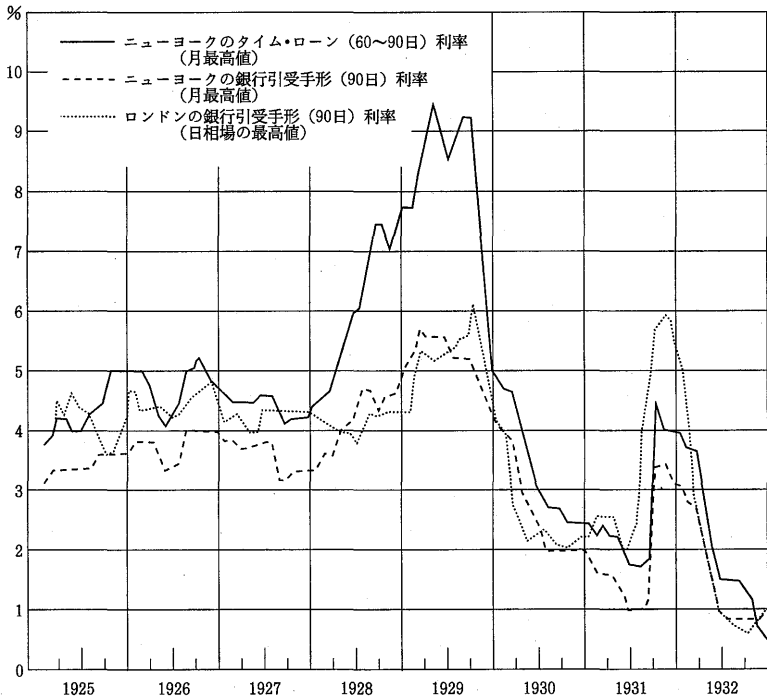
36) Cf., Beckhart, B. H. & J. G. Smith (1932) p. 183. なお、投資信託の証券投資は、工業株を中心に、公益事業、輸送・通信、金融関連株に分散していた (Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 644-645.)。

図 3 アメリカのコールローン・レート (月平均), 1919~33年



出所：Board of Governors of the Federal Reserve System (1964) p. 36.

図 4 ニューヨークおよびロンドンの市場短期利率, 1925~32年



出所：Brown, W. A. (1940) p. 711.

されたもとで、企業の独占組織が強化される過程で生まれた内部資金、急速な所得格差の進展するなかで生まれた高所得層の所得資金、短期利子率の高騰に誘引された国際的な短期資金、投資信託に代表される機関投資家の資金それぞれが、コール・マネー市場を通じて資本市場に流入した点に特徴があった。

投資信託は、本来、小口の資金保有者が集まって資金ファンドを形成し、それを信頼できる専門家の運用にまかせるという形態をもつ。コモン・ローとして発展したイングランド信託法のもとでは、信託財産の受益者保護の徹底が求められていた³⁷⁾。だが、1920年代のアメリカ経済構造のもとでは、投資信託のもつ論理は形骸化され、投資銀行の資金流動化、独占のための企業組織形成、資本市場の貨幣資本集中のためのたんなる手段となった。投資信託の仕組みが、本来の目的から乖離し、当時の経済構造を反映して利用されたのである。これによりアメリカ投資信託は、イギリスで形成された原則を顧慮することなく、資本市場での独自の展開をみせることになる。資金運用の効率性を徹底的に追求しようとするれば、資産の安全な管理という考え方に立脚するイギリス原則は一つの桎梏となる。そこでは、「準備金積み立て原則」において積み立てられる準備金は一つの死重となってあらわれ、さらに、証券売却益の追求は、「資本＝資産構成比率の原則」のために阻害される。両大戦間期のアメリカ投資信託の特徴は、これらの原則を破棄した点に求められる。それは特に「資本＝資産構成比率」の不均衡として現象することとなった。そこで次節では、アメリカ投資信託の資本調達と資産運用のあいだの不均衡な構造を分析し、その発生の原因を探究していく。

3. アメリカ投資信託の構造—その資金調達と資産運用の不均衡—

1920年代はアメリカ投資信託が本格的に資本市場に登場した時期であった(表3)。当時のアメリカ投資信託の構造は、管理型投資会社、固定型・半固定型投資信託、その他投資信託に大別される(図5、表4-1～4-4)¹⁾。管理型投資

37) Cf., De Wulf, C. (1965) pp. 28-31, Coing, H. (1973) SS. 4-8, 森泉章編 (1992) 15頁。

1) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 21-34.

表 3 アメリカ投資信託の設立数

	1818-1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
設立数	40	6	9	14	31	46	33	140	186	265	131

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939a) pp. 36, 42, 64より作成。

図 5 アメリカ投資信託の構造

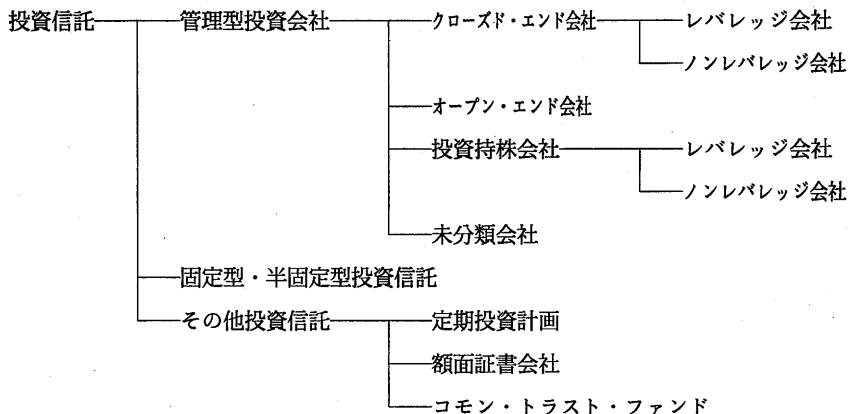


表 4-1 アメリカ投資信託の会社数，証券販売，総資産

会 社 数	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
管理型投資会社	264	417	614	580	533	509	489	473	434	404
固定型投資信託	26	31	52	126	143	129	125	120	108	87
その他投資信託	5	7	11	22	35	52	56	55	63	68
証券販売 (百万ドル)	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
管理型投資会社	353	910	2926	471	46	32	91	114	112	138
固定型投資信託	25	47	88	336	266	74	12	12	24	15
その他投資信託	9	11	16	20	24	18	21	26	35	48
総資産 (百万ドル)	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
管理型投資会社	1702	3547	6119	4763	2684	2205	2498	2441	3307	3983
固定型投資信託	25	67	131	290	228	179	171	135	169	170
その他投資信託	36	48	74	98	105	107	113	128	156	196

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 30, 190, 112-114より作成。

表 4-2 管理型投資会社の会社数、総資産

会 社 数	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
クローズド・エンド会社	61	104	162	162	156	152	140	138	122	113
オープン・エンド会社	14	20	19	20	20	31	32	37	39	39
投資持株会社	20	31	42	40	42	42	43	43	44	44
未分類会社	12	16	21	22	22	23	23	23	23	21
総資産 (百万ドル)	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
クローズド・エンド会社	554	1440	2632	1796	953	765	830	818	1044	1261
オープン・エンド会社	47	128	140	106	64	75	170	211	356	506
投資持株会社	868	1546	2734	2239	1357	1173	1304	1206	1646	1906
未分類会社	233	433	614	622	310	192	194	206	260	310

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 112-114 より作成。

表 4-3 レバレッジ会社とノンレバレッジ会社の会社数、総資産

会 社 数	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
レバレッジ会社	57	87	118	115	113	111	105	103	90	82
ノンレバレッジ会社	4	17	44	47	43	41	35	35	32	31
総資産 (百万ドル)	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
レバレッジ会社	561	1394	2255	1488	783	644	713	709	899	992
ノンレバレッジ会社	13	98	643	418	234	201	194	189	232	283

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 115-116 より作成。

表 4-4 その他投資信託の会社数、総資産

会 社 数	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
定期投資計画				5	17	32	35	33	41	46
額面証書会社	3	3	3	4	4	5	5	5	5	5
コモン・トラスト・ファンド	1	2	6	10	12	14	15	16	16	16
総資産 (百万ドル)	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
定期投資計画				1	1	2	5	7	14	25
額面証書会社	35	43	53	63	72	73	76	87	103	126
コモン・トラスト・ファンド	1	5	21	34	32	32	32	34	39	45

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 112-114 より作成。

会社とは、経営者が自由に資産運用を行える株式会社形態の投資信託である。固定型・半固定型投資信託は、資産運用にいくつかの制限が設けられ、受益者（＝投資家）、委託者（＝投資信託）、受託者（＝商業銀行、信託会社）の三者間で資産運用を行う。また、その他投資信託とは、定期投資計画、額面証書会社、コモン・トラスト・ファンドをいう。両大戦間期の投資信託は、管理型投資会社の設立が盛んで、特に、そのなかでも、一定期間、投資信託による証券の買い戻しを認めないクローズド・エンド投資会社が主流であった。このクローズド・エンド投資会社のほかに、純資産価格で発行証券の買い戻しを認めるオープン・エンド投資会社があったが、この時期の規模はわずかであった。また、クローズド・エンド会社は、単一の証券の発行を行うノンレバレッジ投資会社と、複数の証券発行を認めるレバレッジ投資会社に区分されたが²⁾、後者のレバレッジ会社がほとんどであった³⁾。

レバレッジ投資会社の資金調達は、上位証券（社債⁴⁾、優先株⁵⁾）と、下位証券

2) Cf., *ibid.*, pp. 25-29.

3) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 45-48.

4) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1570-1571, Dewing A. S. (1953) pp. 168-192, Graham, B., D. L. Dodd & S. Cottle (1962) pp. 308-404, 600-662. 社債は、現金か財産と交換に発行された確定利付債務証券であり、確定金額以上の収益請求権と議決権はもたない。証券取引委員会 (SEC) が 1935年から37年にかけて行った投資信託のアンケート調査では、対象とした180社のうち33社が社債を発行していた。その内訳は、無担保社債33種類、担保社債12種類、無担保から担保つきに転換した社債2種類の計47種類であった。これらは満期前の償還がほぼ認められ、償還価格は額面100ドルに4～5ドルの加算がなされた。なお、社債の重要な保護条項に「タッチ・オフ (Touch-off)」条項がある (Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 77, *ibid.* (1940) pp. 718, 757, 1003-1005, 1571, 1593, 1805-1806, 1820-1843, 1872-1874.)。これは社債保有者の債権保護を目的とし、投資信託の社債に必ず盛り込まれた。この条項は、社債の発行限度を定め、資産と負債の関係を規定し、社債発行に一定の歯止めをかけた。例えば、22社のレバレッジ投資会社の社債額面と純資産価額の比率は平均125-150%程度であった (Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 77)。この比率が高いほど社債債権の保護の程度は高い。だが、47種類の社債のうち36種類が、この資産担保比率を維持せず、担保率を下回る資産しか保有しなかった。その結果、1940年の投資会社法で、300%の資産担保率の厳守が義務づけられた (証券投資信託専門視察団報告書 (1962) 74-75, 97-103, 357-359, 713-718頁を参照)。

表5 アメリカ投資信託の資本構成 (%)

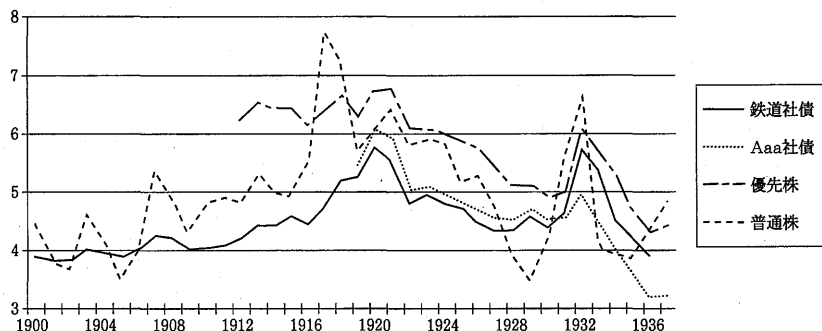
レバレッジ型投資会社	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
支払勘定	7.3	4.5	2.8	5.5	6.9	6.1	4.6	3.0	3.1	6.2
支払配当	1.4	1.2	1.3	1.0	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1	1.1
親子会社間貸付・前貸	—	—	0.7	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	—
社 債	20.5	15.5	11.8	15.3	23.0	24.7	21.9	21.5	15.1	9.8
優 先 株	30.6	38.9	43.0	53.6	89.5	102.5	86.5	85.5	62.5	44.5
普 通 株	40.2	39.9	40.4	24.6	-20.9	-35.0	-14.3	-11.2	18.2	38.4

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 140-141 より作成。

- 注) 1) 各貸借対照表の項目は可能なかぎり市場価格を利用している。
 2) アトラスおよびエクイティ・グループの会社は、ここには含まれていない。
 3) (a)とは、0.05%以下のものを示している。
 4) レバレッジ型投資会社の優先株は、未払累積配当の金額を含んだ強制的な清算を仮定した価格である。
 5) 1929年のレバレッジ型投資会社の親子会社間貸付・前貸は、ほぼ1社への貸付・前貸からのみになっている。
 6) レバレッジ型投資会社の普通株は、この表に含まれた全ての会社のネットの数字であり、いくつかの会社のマイナス値は、他の会社のプラス値と代数的に結びつけられている。

- 5) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1574-1575, Dewing, A. S. (1953) pp.123-167, Graham, B., D. L. Dodd & S. Cottle (1962) pp. 375-383. 優先株は、満期のない株式形態での資金調達を議決権を与えずに行おうとして生みだされた。優先株は、株式の形式をもちながら実質的には債券としての性格が与えられた。その意味で、優先株は上位証券として社債と同じ範疇にはいる。SECの調査によると、クローズド・エンド型投資会社160社のうち89社が優先株を発行し、そのうち67社が優先株を1種類のみ発行し、22社が複数の優先株を発行した。これらの優先株は累積配当条項が付与されており社債同様に、額面に対する配当率が事前に確定していた。なお、1885年から1934年に発行された一般の優先株1094銘柄のうち、961銘柄(88%)が固定利付配当であり、133銘柄(12%)が固定利付配当以上の収益請求権が与えられた (Cf., Stevens, W. H. S. (1936) p. 211)。また、投資信託に共通した優先株の保護条項は、①優先株主の同意なしには、上位証券の追加発行をしない、②投資信託の純資産が優先株残高の優先清算金額以下になった場合には、普通株の配当支払は行わない、③デフォルト時には優先株に議決権を与える、というものである。この優先株の議決権については、優先株を発行した89社のうち24社は優先株に議決権はなく、40社は保護条項で配当デフォルト時のみに議決権を認め、25社は最初から一定の議決権を与えていた。つまり、64社(72%)の優先株に議決権がなかった。また、優先株といわれる場合でも実質的には普通株の事例もあるので注意が必要である。なお、当時の優先株の全般的な動向については小林真之(1989a)(1989b)を参照されたい。

図 6 アメリカにおける社債と株式の利回り (%)



出所：U. S. Department of Commerce, (1975) p. 1003 より作成。

注) 1) 鉄道社債の利回りは、未調整指数を利用している。

2) 普通株のデータは、カウルズ委員会 (Cowles Commission) のものである。

3) Aaa 社債のデータは、ムーディーズ (Moody's) のものである。

(普通株⁶⁾) で行われた。社債は収益請求権が固定され、議決権がない。優先株は請求権が固定されるが、議決権と満期はない。普通株は固定配当請求権はもたないが、高い収益を得られた場合には残余収益をすべて獲得できた。つまり、収益・資産請求権は、社債→優先株→普通株の順に与えられ、社債の債権額の次に優先株配当が支払われ、その残余が普通株に配当された。投資信託の資産が高い収益をあげれば、上位証券の固定請求権金額をのぞいた収益はすべて普通株が獲得できる。投資信託の超過収益力部分は、普通株の収益力としてあらわれた。この超過収益部分が、キャピタル・ゲインである。未実現キャピタル・ゲインの増加は、普通株の潜在的な収益力を上昇させる。その結果、証券価格全体の上昇期には、普通株の期待収益力は高まり、流通市場での価格は上

- 6) この当時の普通株投資は、投機的なものとして一般投資家には敬遠されていた。両大戦間期の投資信託は、このような状況を変化させた。投資信託は、資産側では普通株投資を中心に行い、資本調達には社債・優先株に比重を置いた。つまり、投資信託が発行した社債・優先株は、普通株を収益基盤にした。これは一般の普通株を投資信託が引き受け、それをもとに社債・優先株を発行したのであり、投資信託を通じて普通株が、社債・優先株に転換されたことになる。これは投資信託のもつ証券代位機能に基づき、普通株が社債・優先株に代位されたことを意味する。投資信託の社債・優先株投資も、その実体は普通株への投資にすぎなかった。なお、20世紀初頭の普通株については小林真之 (1992) を参照されたい。

昇する。当時の資本市場の価格形成は、期待収益力を資本還元する方法が主流であった⁷⁾。投資信託は上位証券と下位証券の発行でレバレッジを行い、普通株価の上昇を人為的に行った。

そこで、この証券発行の資本構成をみてみよう。レバレッジ投資会社の資本構成では、優先株の比率が全般的に高い(表5)。この優先株の販売を促進した投資誘因は、利回りの高さおよび普通株に対するオプション、ワラント、転換権の付与にあった⁸⁾。当時の資本市場では、優先株の利回りは社債利率を上回り、普通株の利回りは社債・優先株よりも低かった(図6)⁹⁾。投資信託の優先株も同様に、社債の利回りよりも高い利回りであった¹⁰⁾(表6)。

だが一方で投資信託の資産運用は、普通株の比率を高くしている(表7)。これは、大量の貨幣資本の流入によるが普通株価の上昇に帰因する(図7)。当時のキャピタル・ゲインは急速に拡大していた(図8)¹¹⁾。そのため、資本調達には上位証券(社債・優先株)で行われながら、資産運用は下位証券(普通株)で行われ、両者の証券構成に不均衡が生じることになった(図9)。この不均衡は、まさに資本構成の上位証券比率の高さと資産構成の下位証券比率の高さとしてあらわれる。これは、確定利付で調達した資金を価格の急騰した普通株に投資したことを意味する。例えば、1929年の資本構成での上位証券比率は、54.8%であり、資産構成の上位証券比率は13.1%である。この比率の不均衡は、普通株の価格上昇で発生した超過収益(キャピタル・ゲイン)を投資目的にしたからである。この上位証券で調達した資金を下位証券に投資することは、両者が均衡

7) Cf., Dewing A. S. (1953) pp. 287-288. 佐合絃一(1986) 42-43, 137-143 頁。

8) 投資信託のオプション、ワラントに関しては西田博(1982)を参照されたい。

9) Cf., Graham, B., D. L. Dodd & S. Cottle (1962) pp. 20-23, 376-377, 382-383.

10) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission(1940)pp. 1584. なお、これらの利回りには、約12分の1の投資銀行等による証券引受手数料を上乗せする必要があった(5%証券で0.4%, 6%証券で0.5%)。この手数料は、投資信託が上位証券を発行して調達した資金の費用である。これを、最初の利回りに加算すると(各利回り+約0.4~0.5%), 上位証券の発行純費用は、社債5%以上、優先株6%程度となり、平均約6%の水準にあった。

11) Cf., Seltzer, L. H. (1951) pp. 119-122.

した場合の資金流通に変化を生じさせた。つまり上位証券→上位資金¹²⁾→上位証券という両者が均衡する資金流通の形式が、上位証券→上位資金→下位証券

表 6 投資信託の社債、優先株の利回り

1938 年残高	5%以下	5%	5.5%	6%	6%以上
社 債	7	11	8	2	—
優先株	3	12	9	51	6

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1940) p.1584 より作成。

注) 上記の数字は、社債、優先株の額面に対する利回りである。投資信託は、これらの証券の引受・販売を投資銀行に委託するため、利回りの 1/12 程度（5%の証券で、約0.4%、6%の証券では0.5%）の手料を、発行純費用のなかに含めていた。

表 7 アメリカ投資信託の資産構成 (%)

レバレッジ型投資会社	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
流動資産	7.4	16.4	14.2	11.1	15.7	14.9	4.7	6.0	4.8	5.7
受取勘定	3.8	10.4	4.4	4.1	4.2	4.1	2.8	1.5	1.0	0.3
社債	17.6	7.6	6.1	9.2	11.7	13.1	11.6	12.2	9.3	6.6
優先株	12.6	6.7	7.0	9.6	9.7	8.0	7.2	8.2	11.1	10.1
普通株	52.8	53.2	63.8	61.8	54.4	55.0	69.8	68.2	70.4	72.9
他の証券	1.6	1.4	1.1	0.5	0.9	1.2	1.5	1.3	1.1	1.3
他の資産	4.2	4.3	3.4	3.7	3.4	3.7	2.4	2.6	2.3	3.1

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 140-141 より作成。

注) 1) 各貸借対照表の項目は、可能なかぎり、市場価格を利用している。

2) アトラスおよびエクイティ・グループの会社は、ここには含まれていない。

3) 流動資産とは、①現金と現金項目、②コール・ローン、③合衆国政府債、④受取可能配当、未払利息等のことをいう。

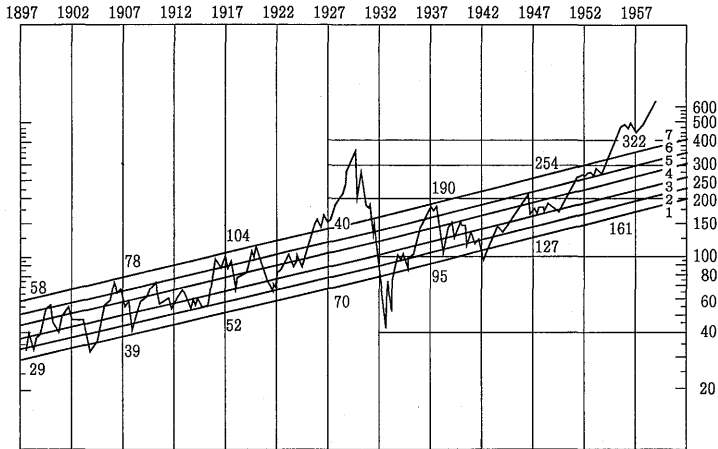
4) (a)とは、0.05%以下のものを示している。

5) 証券投資の詳細は、SEC, Ibid., Ch. VIII のポートフォリオ分析を参照されたい。

6) 他の資産とは、①親会社と子会社への投資および前貸、②1935年12月31日以前に、子会社になった会社への投資、③証券以外の投資、④家具・備品、⑤繰延借方項目、前払費用のことをいう。

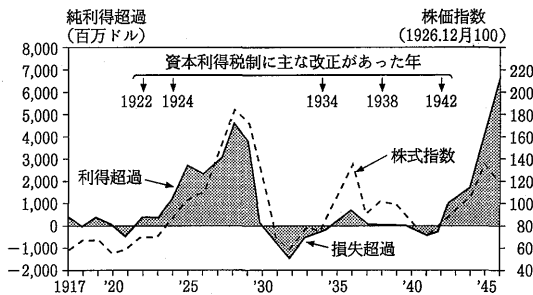
12) 上位証券で調達した資金は上位資金 (senior money) と呼ばれ、下位証券で調達した資金 (下位資金 (junior money)) と資金源泉を区別される (Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1666-1668)。

図7 ダウ・ジョーンズ工業株平均（月末）1897-1958



出所：Moody's Industrial Manual, 1959, p. a30 より作成。

図8-1 株価指数と純資本利得—損失の超過分（個人）



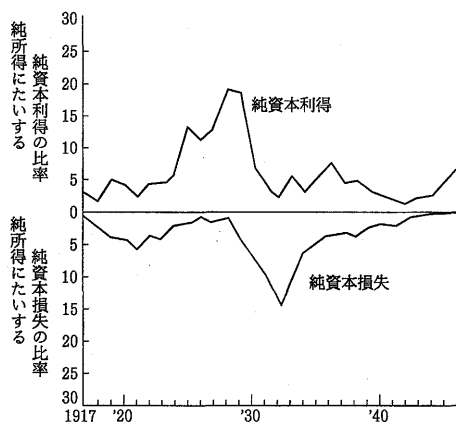
出所：Seltzer, L. H. (1951) p. 121.

という流通経路に変化したのである。

投資信託が資金集中を行った領域は、貯蓄性資金の流れる一般的流通であった。ここで集めた資金を証券流通に投じたことで、資本市場の普通株価は上昇したのである。さらにこの普通株の価格上昇は、投資信託の証券資産の価格を上昇させ、それを通じた期待収益力の上昇が投資信託の証券に反映するという自己循環的な価格形成構造をつくることになった¹³⁾。資本構成と資産構成を均

13) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 11-17.

図 8-2 純所得に対する純資本利得・損失の比率



出所：Seltzer, L. H. (1951) p. 7.

図 9 アメリカ投資信託の資本構成と資産構成 (1927-1931年)

(資産) 1927年 (資本)

上位証券 (社債・優先株) 30.2%	上位証券 (社債・優先株) 51.1%
下位証券 (普通株) 52.8%	下位証券 (普通株) 40.2%

(資産) 1928年 (資本)

上位証券 14.3%	上位証券 54.4%
下位証券 53.2%	下位証券 39.9%

(資産) 1929年 (資本)

上位証券 13.1%	上位証券 54.8%
下位証券 63.8%	下位証券 40.4%

(資産) 1930年 (資本)

上位証券 18.8%	上位証券 68.9%
下位証券 61.8%	下位証券 24.6%

(資産) 1931年 (資本)

上位証券 21.4%	上位証券 112.5%
下位証券 54.4%	下位証券 -20.9%

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 140-141 より作成。

表 8 Jackson & Curtis Corporation の純利益と配当支払 (単位 ドル)

	1927 年	1928 年	1929 年
純経常所得 (税引前)	56,476.75	36,866.70	14,518.32
実現キャピタル・ゲイン	106,796.33	183,281.13	368,539.95
純利益	152,378.76	194,089.54	348,337.32
配当支払	70,000.00	115,000.00	483,366.04
優先株 (現金)	45,000.00	45,000.00	45,000.00
普通株 (現金)	25,000.00	70,000.00	216,845.00
普通自社株 A (費用)			221,521.04

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1940) p. 1727 より作成。

注) なお、上記の普通自社株 A (Common treasury stock common A) とは、この投資信託が、1928年に、22万1521.04ドルの費用をかけて取得した株式 (自社株のポートフォリオ証券への組み入れ) を、普通株主に配当として分配したものであり、費用から市場価値へのポートフォリオ証券の評価増し (write-up) から発生する資本剰余金の損失勘定で処理されている。

衡させる原則は、このアメリカ的な構造のもとで意味をもたなくなった。

だが、この不均衡な証券構成のもとでは、資本側の固定債務部分の利子・配当を、資産側の利子・配当で支払うのが困難になる。この利子・配当の問題を具体的な投資信託の事例をもとに分析しておきたい。ここで、当時の代表的な事例として証券取引委員会 (SEC) によってとりあげられているジャクソン&カーティス証券会社 (Jackson & Curtis Securities Corporation, 以下 J & C)¹⁴⁾ の配当支払、経常所得、証券売買益の関係をみてみよう (表 8)。

この投資信託の1927年12月31日時点での払込み資本は、①優先株75万ドル、②A級普通株25万ドル、③B級普通株25万ドルの合計125万ドルであった。優先株は額面100ドルの6%累積配当株である。A級とB級普通株は、配当分配と資産請求権は等しかったが、B級普通株のみに議決権があった。所有者構成は、優先株が一般投資家に保有され、普通株はスポンサーである J & C に保有された。優先株は額面100ドルの6%配当 (販売額75万ドルに対して4万5000ドルの配当) を株主に支払った。この配当源泉は純経常所得である。他方、1927-29

14) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1723-1728. この投資信託は、1924年に Jackson & Curtis という投資銀行が設立した一般管理型投資会社であり、1937年には、Fairfield Securities Corporation という社名に変わっている。

年の普通株配当は、2.5万ドル、7万ドル、21.7万ドルと推移した。その資金源泉は、実現キャピタル・ゲインである。だが、同時期の優先株の配当源泉である純経常所得は逡減した。優先株の配当支払は4万5000ドルに固定され、優先株配当の不足分は実現キャピタル・ゲインで賄われた。純経常所得からの安定的な資金流通経路が機能しなくなり、優先株の配当はキャピタル・ゲインで支払われた。ここに、投資信託の収益力構造の変化が生じてくる。収益力の基盤が安定的な経常所得（社債・優先株の利子・配当）からキャピタル・ゲインに変化したのである。

このことは投資信託業全体でも同じことがいえる。1930～36年の管理型投資会社の粗経常所得（営業費用・所得税控除前でキャピタル・ゲインをのぞいた総所得）は、平均総資産の4～5.5%の比率であった。粗経常所得の約20%を営業費用が占めており、所得税控除前の純経常所得の比率は結局、年3～4.5%程度となる。つまり、経常純収益率は、表6でみた上位証券の利回りよりも低くなる¹⁵⁾。また、1928～29年の上位証券発行費用も、運用証券の利子・配当から得られる純経常収益を上回っていた。結局、運用で下位証券比率を高めた投資信託はキャピタル・ゲイン依存型の収益構造に陥り、経常収益（利子・配当）と発行証券の利子・配当との関連性は失われていたのである。

以上のように、1920年代の上位証券による資金調達費用と、資産運用の経常純収益には利鞘はなかった¹⁶⁾。この点については、証券取引委員会（SEC）が、1871年から1926年のあいだに投資信託が存在した場合の利鞘を検証している¹⁷⁾。この分析によれば、1871年から1926年の国内普通株の平均利回りは5.0%前後であり、また普通株に累積投資をした場合の平均経常利回りは7.0%前後であった¹⁸⁾。投資信託の営業経費を粗所得の約20%（1929年）とすると、1871～1926年に投資信託が普通株投資からえた経常利回りは、4.0%～5.6%の範囲と

15) 投資信託の経常純収益率は、簿価および時価のどちらで計算しても、社債と優先株の固定債務比率以下であった（Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1584-1585.）。

16) Cf., *ibid.*, p. 1585.

17) Cf., *ibid.*

18) Cf., *ibid.*, pp. 1585-1586.

なる。前者の比率（4.0%）は投資信託の社債・優先株の発行利率よりも低い。また後者（5.6%）でも、社債発行費用をやや上回る利鞘が与えられるだけである。つまり、1871～1926年でも逆鞘状態に変わりなかった¹⁹⁾。

この逆鞘のもとでの上位証券発行を正当化するためには、純キャピタル・ゲインを経常所得とみなすしかなかった。歴史的にみても、アメリカ投資信託は、キャピタル・ゲインなしには存在できなかった。キャピタル・ゲインの経常所得への擬制が、投資信託の上位証券発行で展開されたのである。キャピタル・ゲインを所得として擬制する方法が、両大戦間期の投資信託にみられたわけである。それにより、投資信託の発行証券は、定期的な経常所得ではなく、証券の資産価格と深く結びつくようになった²⁰⁾。

19) 投資信託の上位証券発行動機は、上位証券で資金を調達し、それに必要な利子・配当費用よりも高い収益をあげる証券を購入して利鞘を獲得することにある。もし、この利鞘がなければ、投資信託の収益はない。だが、一国内で、産業部門間での利潤率の均等化と、一般的な証券利回りの形成を想定すると、国内の証券投資では、この利鞘は発生し得ない。資産として保有する証券の利回りと、投資信託の発行する証券利回りが、市場において完全に調整された場合には、そこに利鞘は生まれないからである。その意味で、投資信託は、利潤率の異なる海外証券投資を基盤にすると考えられる。

20) 資本構成と資産構成の不均衡による投資収益の不確定性を回避したのが単一の資本構成をもつオープン・エンド会社である。オープン・エンド会社では、資産の純資産価額に基づき、発行株式の価格が決定される。ここではキャピタル・ゲインは、さらに安定的に配当として現象する。この擬制資本の資産価額をもとに擬制資本を創出する方法が、戦後の投資信託の発展とともに資本市場に普及した。従来の擬制資本は、定期的なキャッシュフローとの関連性において把握されたのに対し、投資信託の創りだす擬制資本は、証券資産の純資産価格をもとにする。オープン・エンド会社の普通株は、純資産価額に基づき販売価格が決定された。配当・利子というフロー所得との関連が希薄になり、キャピタル・ゲインというストックとの関連性で投資信託証券が把握されたのである。キャピタル・ゲインを志向する投資信託の経営様式は、投資信託の証券代位という機構そのものに規定される。このように、オープン・エンド会社は、クローズド・エンド会社よりも資産価格とのつながりを深めた。不安定なクローズド・エンド会社から安定的なオープン・エンド会社へと投資信託は発展した。その意味で、クローズド・エンド会社は、投資信託の発展の過渡的性格をもつ。投資信託の形態は、証券流通市場を通じた株式の流動化から、企業自身がそれを直接に流動化する機構へと変化した。それにより、投資信託の発行株式は、直接に資産価格を反映できたのである。なお、第二次大戦後のオープン・エンド投資会社の発展については、証券投資信託専門視察団報告書（1962）を参照されたい。

以上の分析で、両大戦間期の投資信託の損益は、保有証券の配当・利子所得ではなく、資産証券の実現・未実現価格と密接に関連することが判明した。投資信託の収益源泉は、利子・配当収入と証券売却益である。投資信託は、専門家管理と分散投資という理念のもとに設立され、証券流通市場での購入、保有、売却を行う機関投資家である。そこでは、投資した証券を固定資産と考えるために、経常収益は、証券の利子・配当のみである。だが、そのような投資信託も、証券保有を行うための証券購入・売却を行わねばならない。証券の売却と購入とは、証券保有の必要条件である。また、証券保有は、短期でも長期でも証券の売りと買いに一定の時間的間隔が生じる。その時間の経過とともに、流通市場の証券価格は、貨幣市場の動きなど様々な要因により変化する。そこに証券売却損益が、投資信託の本質的な機能と必然的に結びつく形で発生する。まさに、投資信託では、保有証券の利子・配当と証券売却損益が同時に収益としてあらわれてくる。証券価格の継続的な上昇のもとでは、投資信託が経常的に生み出す証券売却益が、擬制的に経常所得として考えられる。すると投資信託には、株式の流通価格の上昇のみが必要となり、その価格形成の内実は問題ではなくなる。株式価格の傾向的な上昇でもたらされた実現・未実現のキャピタル・ゲインが、投資信託の発行証券に影響を与えることになった。この1920年代にみられた現象は、第二次世界大戦後の株価の傾向的な騰貴の進展とともに受け継がれ、キャピタル・ゲインを定期的に配当する投資信託も生まれていった。そこでは、投資信託が定期的に配当するキャピタル・ゲインがキャッシュフロー・パターンを描くことになった（表9）。

以上のように、イギリスに比較したアメリカの特徴は、投資信託の経常収益と証券売却益の区別が明確でなかった点にある。1929年以前のアメリカでは、利益剰余金と資本剰余金の区分がなく、両者をともに「所得」として分類した²¹⁾。アメリカ投資信託でも、これら二つを一括し「所得」と認識した²²⁾。これ

21) 利益剰余金とは、ある期間の純利益（利子・配当）が純損失を超過した総額であり資本剰余金とは、この利益以外の源泉（証券売却益）から生じた社内留保益金である（Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) p. 1723）。

22) 例えば、アメリカ証券取引委員会（SEC）は、投資信託の証券売却益の主要を以下のようにとらえている。投資信託の証券売却損益は、①所得項目、②純経常所得の付加・控除、③利益剰余金、④資本剰余金、⑤特別剰余金のいずれかに記帳され

表9 第二次大戦後の代表的投資信託の配当状況

Investors Mutual, Inc. の配当状況

(単位 ドル)

年 別	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
インカム・ゲイン	0.31	0.31	0.31	0.31	0.32	0.35	0.36	0.36	0.35	0.36	0.27
キャピタル・ゲイン	0.15	0.11	0.07	0.10	0.16	0.15	0.07	0.12	0.22	0.07	—

出所: *Investors Mutual, Inc. Prospectus*, January 12, 1961

Delaware Fund, Inc. の1株当たり配当状況

(単位 ドル)

年 別	インカム・ゲイン	キャピタル・ゲイン
1952	0.32	0.35
1953	0.34	0.28
1954	0.35	0.47
1955	0.36	0.64
1956	0.37	0.62
1957	0.38	0.47
1958	0.36	0.48
1959	0.30	0.79
1960	0.32	0.53
1961 (6/30 まで)	0.97	0.15

出所: *Mutual Fund Directry Section II*, August 28, 1961

Chemical Fund, Inc. の1株当たりの運用状況

(単位 ドル)

	1956年	1957年	1958年	1959年	1960年
インカム・ゲイン	0.24	0.26	0.25	0.27	0.26
運用経費	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05
インカム・ゲインの配当(a)	0.19	0.20	0.21	0.21	0.21
年初純資産	7.98	8.00	7.51	9.93	11.61
実現益および評価益(損)	0.32	(0.22)	2.72	2.05	(0.235)
キャピタル・ゲインの分配(b)	0.30	0.28	0.29	0.37	0.335
年末純資産	8.00	7.51	9.93	11.61	11.04
平均純資産に対する分配金(a+b)の比率	6.12%	6.19	5.74	5.38	4.81

出所: *Chemical Fund, Inc. Prospectus*, April 17, 1961

MIT の 1 株当たり運用実績

(単位 ドル)

		1956年	1957年	1958年	1959年	1960年
イン カム・ ゲイン にお よ ぶ 経 費	インカム・ゲイン	0.431	0.438	0.412	0.428	0.437
	経 費	0.024	0.024	0.024	0.025	0.025
	インカム・ゲインの配当	0.403	0.410	0.390	0.400	0.420
キャ ピ タ ル ・ ゲ イ ン	期 首 純 資 産	10,948	11,628	9,715	13,354	13,930
	実現益および評価益(損)	0.816	(1,747)	3,761	0.793	(0.552)
	キャピタル・ゲインの分配	0.140	0.170	0.120	0.220	0.200
	期 末 純 資 産	11,628	9,715	13,354	13,930	13,170

出所: *Massachusetts Investors Trust, Prospectus*, March 31, 1961

Fundamental Investors, Inc. の 1 株当たり運用実績

(単位 ドル)

		1956年	1957年	1958年	1959年	1960年
イン カム・ ゲイン にお よ ぶ 経 費	インカム・ゲイン	0.3073	0.3070	0.2778	0.2880	0.2913
	経 費	0.0523	0.0498	0.0483	0.0606	0.0552
	インカム・ゲインの配当	0.255	0.2625	0.2375	0.23	0.23
キャ ピ タ ル ・ ゲ イ ン	期 首 純 資 産	7.81	8.27	6.69	9.13	9.67
	実現益および評価益(損)	0.77	(1.42)	2.648	0.78	(0.456)
	キャピタル・ゲインの分配	0.31	0.155	0.20	0.24	0.29
	期 末 純 資 産	8.27	6.69	9.13	9.67	8.83

出所: *Fundamental Investors, Inc. Prospectus*, April 20, 1961

Wellington Fund, Inc. の収益概況

(単位 ドル)

	1956年	1957年	1958年	1959年	1960年
インカム・ゲイン	0.50	0.51	0.50	0.52	0.49
経 費	0.06	0.05	0.05	0.06	0.05
インカム・ゲイン配当(a)	0.44	0.46	0.45	0.46	0.47
年 初 純 資 産	13.31	12.99	11.56	13.88	14.51
実現益および評価益(損)	0.13	(1.00)	2.77	0.75	(0.22)
キャピタル・ゲイン分配(b)	0.45	0.43	0.45	0.48	0.48
年 末 純 資 産	12.99	11.56	13.88	14.15	13.42
平均純資産に対する分配金 (a + b) の割合 (%)	6.81%	7.25	7.00	6.71	6.65

出所: *Wellington Fund, Inc. Prospectus*, March 1, 1961

Century Shares Trust の 1 株当たりの運用状況

(単位 ドル)

	1956年	1957年	1958年	1959年	1960年
インカム・ゲイン	0.21	0.21	0.20	0.20	0.20
経 費	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
インカム・ゲイン配当 a)	0.18	0.18	0.17	0.17	0.17
年 初 純 資 産	8.75	7.35	6.89	9.37	9.51
実現益および評価益 (損)	(1.13)	(0.20)	2.69	0.30	0.66
キャピタル・ゲイン分配 b)	0.27	0.26	0.21	0.16	0.26
年 末 純 資 産	7.35	6.89	9.37	9.51	9.91
平均純資産に対する経費の割合	0.38%	0.38%	0.38%	0.37%	0.37%
平均純資産に対する分配金(a+b)の割合 (%)	5.59	6.17	4.67	3.47	4.42

出所: *Century Shares Trust, Prospectus*, March 31, 1961

に対し、イギリスでは、証券資産を「固定資産」とする考え方が普及していた²³⁾。英米の「所得」認識の相違は、投資信託の運用方法に大きな影響を与えていたのであった²⁴⁾。

この会計認識の相違が、アメリカ投資信託にイギリスの原則を継承させなかった制度的な要因である。前節でみたアメリカ経済の構造的な要因とともに、この制度的な要因が、投資信託の収益力認識を証券売却益に傾斜させた。この証券売却益を経常的に把握する認識様式は、第二次大戦後の株価「成長」²⁵⁾のなかでさらに資本市場に浸透していった。

以上のように、イギリスの原則はアメリカに受容される過程で変形し、イギリスとは異なるアメリカ独自の投資信託が形成された。しかし、1920年代のアメリカの投資信託は、1929年の大恐慌後、証券価格の大幅な下落により、不均衡な証券構成を維持できなくなった。資産側では、安定的な利子・配当をもた

た。1930年末までの投資信託は、資産証券の売却益を所得勘定の一部として取り扱い、剰余金勘定として独立に取り扱わなかった。初期の投資信託の所得勘定の大部分は、投資収益(証券売却益)で占められた。この会計方法は1931年から変化した。1929年に証券価格が暴落し、そのため、利子・配当収入を上回る証券売却損が発生したために、配当支払源泉を表面上でも確保する必要から会計方法を変えざるをえなかった。利子・配当収入と証券売却益を同時に取り扱う方法から証券売却損がでるにつれて、両者を切り離すようになった(Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1942a) pp. 1994-1995.)。

23) Cf., Robinson, L. R. (1926) p. 148.

24) アメリカの「所得」概念については、辻山栄子(1991)を参照されたい。

25) 株価の「成長」については、川合一郎(1981b) 256-311頁を参照されたい。

らす上位証券の比率が小さいのに対し、資本側では、上位証券の利子・配当が大きな割合を占めていたために、上位証券の配当支払いは著しい困難におちいった。まさに、この時期の投資信託の性格は、上位証券と下位証券の比率を変化させたレバレッジが基軸になったのである。そこで次節において、この投資信託のレバレッジの展開について詳しく考察していくことにする。

4. 投資信託のレバレッジの展開—新たな擬制資本の形成—

前節でみたように、両大戦間期の投資信託は普通株のキャピタル・ゲインを収益基盤とした。そのため、1929年以降の恐慌期には、投資した普通株の資産価格が下落し、発行上位証券の資産価格の空洞化を招いた。また、普通株の実現キャピタル・ゲインに依存した上位証券の利子・配当支払も停止された。まさに19世紀の循環恐慌のもとでの初期イギリス投資信託の経験の再現であった。だが、アメリカ投資信託は、イギリス投資信託をはるかに凌駕する規模での膨張と収縮をみせた。これは1929年恐慌が従来の循環性恐慌とは異なる非循環的な「大恐慌」であったことに由来する¹⁾。1920年代は、耐久消費財支出の普及にともない産業・消費構造が大きく変化する一方で、製品価格および賃金率の下方硬直化により市場機能の変化がみられた。循環性恐慌のもつ短期的な市場回復機能が変質し、第一次大戦前とは異なる不均衡の累積現象が発生した²⁾。

これは、第二節でみたように、コール・マネー市場を通じて資本市場の証券取引に必要な資金の継続的な流入を可能にした。また、資本市場での証拠金取引に基づく取引資金の節約機構は、証券売買量の増加を可能にさせた。企業は自己金融化の傾向を強め、証券発行で調達した資金を資本市場での取引に利用した³⁾。企業は商品価格の下方硬直化と生産性の上昇により期待収益力も高かった。当時は、期待収益力を利子率で資本還元して証券価格を算定した⁴⁾。各

1) 佐美光彦 (1994) 937-942頁を参照。

2) 佐美光彦 (1994) 940, 942-947頁を参照。

3) 森果 (1963) 119-121頁を参照。

4) Cf., Dewing, A. S. (1953) pp. 287-288. 関俊彦 (1983) 18-99頁。

表10 企業証券発行量の推移 (100万ドル)

	総 計	長期社債	短期社債	株 式
1925	4,738.1	3,040.2	386.9	1,311.0
1927	7,319.2	5,190.4	355.5	1,773.3
1929	10,026.4	2,842.3	262.6	6,921.4
1930	5,473.3	3,248.0	657.0	1,568.3
1931	2,589.0	1,840.8	405.1	342.1
1932	643.9	405.8	214.0	24.0
1933	381.6	138.5	90.4	152.7
1934	491.1	287.0	169.5	34.6
1935	2,267.4	2,066.1	50.5	150.8
1936	4,631.9	4,001.3	62.8	567.9
1937	2,433.7	1,578.6	94.7	760.4
1938	2,140.5	2,032.3	10.5	97.7
1939	2,196.2	1,883.4	78.8	233.9

出所: *Statistical Abstract of the United States*, 1949, p. 487. (原資料: 表1と同じ)

企業は社債と株式を発行(表10)したが⁵⁾、企業の普通株価は上昇し、そこにレバレッジの効果がみられた⁶⁾。大企業は上位証券で調達した資金をコール・マネー市場で運用し、それが新たにブローカーズ・ローンとして証券市場に流れこむ結果、各産業部門の普通株価は上昇を続け、投資信託はそこに収益源を認めた。1920年代の投資信託の特徴は、この産業証券を資産に組み込み、さらに上位証券と下位証券を発行した点にある。投資信託は、レバレッジのかかった普通株を資産に組み込みながら、自らもレバレッジをかけたのである。

投資信託のレバレッジ⁷⁾は、資産の高い収益力が維持されたもとの、権利格

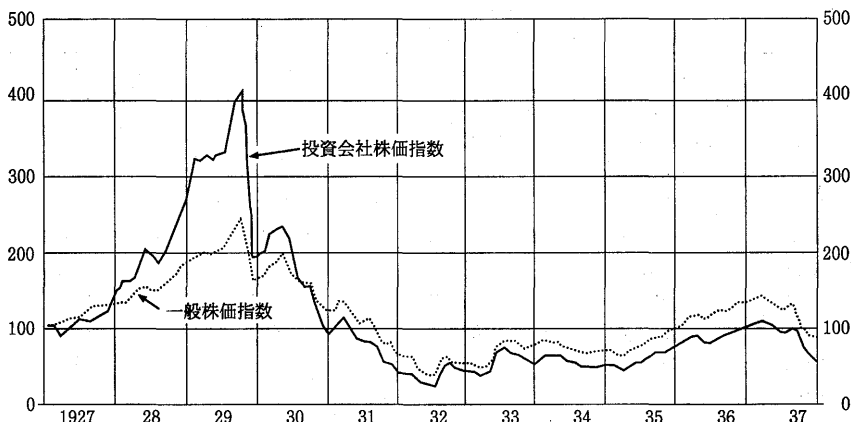
5) 森杲(1963) 139頁を参照。

6) 「過少資本化すなわち会社保有が、究極には個人所有に立脚していながらしかも自己発展しようとして、立脚点とのつながりの面をますます狭めてゆくために、そこから起こる矛盾を解決しようとして、増配や株式分割によって、部分的に立脚面との結節点を回復しようとするとき、株価は内部からおしあげられるのであるが、このさい増配分が普通株の上に集中されるために、普通株に代表される株価はいっそうおしあげられることになる。(テコの作用 leverage)」(川合一郎(1981b) 268頁)

7) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939a) p. 28, *ibid.* (1939b) pp. 45, 811-818, *ibid.* (1940) pp. 12-13, 838-847, 887, 1000-1002, 1389-1410, 1434-1442, 1566, 1582, 1592, 1608, 1669-1674, 1738, *ibid.* (1942a) pp. 2154, 2724, 2739, U. S. Committee on Banking and Currency (1940) p. 240.

図10 投資会社普通株価指数と一般普通株価指数

1926年=100



出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 316. chart 35.

注) ここでの株価指数は、スタンダード・スタティステック社 (Standard Statistics Company) によるものであり、1926年を100としている。投資会社普通株価指数は、18社のクローズド・エンド投資会社の普通株であり、一般普通株価指数は、90社の普通株からつくられたものである。

差のある複数証券を発行し、証券の収益力に変化をもたらす。上位証券は利率の確定した利子・配当支払が行われる。下位証券は配当の確定した支払いは保証されないが、高い収益をあげた場合に上位証券の利子・配当を差し引いた超過収益を取得できる。単一の証券発行の場合には、収益は均等に分配される。しかし、複数資本構成のもとでは、上位証券と下位証券で異なる分配が行われる。これは、確定利付であるために上位証券の収益力が抑制されるのに対し、下位証券の収益力は保有資産の収益の上昇分をすべて吸収できるためである。特に投資信託は証券市場そのものを収益基盤にするため、証券価格一般の急速な上昇は、確定利付の上位証券に比べて下位証券の収益力を一方的に上昇させる。この機構を利用することで、投資信託の下位証券の価格上昇は可能になった。

この投資信託のレバレッジは、資産に組み込んだ企業証券のレバレッジを基礎にする。つまり、そこでは、レバレッジが二重にかかっている⁸⁾。この二重の

8) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940a) pp. 1580-1581.

レバレッジは、投資信託だけのレバレッジより高い効果をもつ⁹⁾。レバレッジの効果は、投資信託の株価に反映され、産業証券の株価よりも急速な価格上昇としてあらわれた（図10）。これは、資本調達と資産運用の証券構成の不均衡となってあらわれた。アメリカ投資信託の場合には、この不均衡を抑制する「資本＝資産構成比率の原則」がとられなかったのである¹⁰⁾。

まさにアメリカでは、資産運用のレバレッジ効果と、資本調達のレバレッジ効果が同時に求められた。このレバレッジは、証券構成における不均衡の程度を示す表現となる¹¹⁾。資本調達で、レバレッジが高いというのは、上位証券の比率が著しく高まり、それに対応した下位証券の比率が急速に低下した不均衡な

9) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) p. 1581.

10) なお、下記の図11のようにイギリスの場合でも、第一次大戦後に設立された比較的新しい投資信託は、普通株投資に重点をおいた資産運用を行っていた（Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939c) pp. 34-35, 51-52, Burton, H., & D. C. Corner (1968) p. 66, 邦訳, 119-120頁）。

図11 イギリス投資信託の資産構成の推移

1933年		1935年		1938年	
上位証券	63.8%	上位証券	58.0%	上位証券	46.5%
社債	36.4%	社債	31.8%	社債	19.0%
優先株	27.4%	優先株	26.2%	優先株	27.5%
下位証券	36.2%	下位証券	42.0%	下位証券	53.5%

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939c) p. 52, Burton, H., D. C. Corner (1968) p. 66 より作成。

注) 1933年と1935年は、SEC 資料のイギリス投資信託140社の粗データでみた概況である。1938年は、Burton, H., D. C. Corner の資料から全投資信託の資産の8分の1を占める会社（原資料：The Economist, April. 11. 1953の図表から計算）の数字である。なお、イギリスでも第一次大戦後から恐慌期に社債投資の比率が下がる一方で、普通株以上に優先株の比率が上昇していた（Cf., SEC, Ibid., p. 51）。

11) レバレッジは4段階の範疇（低位レバレッジ、中位レバレッジ、高位レバレッジ、極位レバレッジ）に区分される。低位レバレッジは上位証券の発行が総資産の20%以下、中位レバレッジは25%から50%程度、高位レバレッジは75%以上、極位レバレッジはそれをさらに上回るものをいう（Cf., Wiesenberger & Co., Investment Companies, 1955, pp. 213-215.）。

状態をいう。同時に、資産運用でも、上位証券と下位証券の不均衡があらわれる。企業のレバレッジの結果、上位証券よりも下位証券の収益率が著しく高くなり、下位証券に投資が集中する。すると、資産構成での下位証券の比率は著しく高まり、下位証券は無担保で確定利率でないという性格のために、資産構成の不安定性が高まる。上位証券は、元本価格が決まっているため、その価格を大きく逸脱した価格形成は行われない。上位証券の資産価格は、そのわずかな範囲内で変動するだけであり、その意味で、その価格は安定的である。それに対し、無額面が主流の普通株は元本価格がなく、資産価格は激しく変動する可能性をもつ。普通株価の上昇率に比べて低い債券利回りは、上位証券で調達した資金（「上位資金」）¹²⁾を、下位証券に運用する資金の流れを形成したのである。

以上のように、投資信託のレバレッジは、資本調達だけでなく、資産運用との関連を考慮にいれて総体的に考察することが必要である。投資信託のレバレッジをみる場合、たんに資本調達で上位証券の比率を高めているのか、それとも下位証券の比率を高めた資産運用と連動した形でなされているのかということをも十分に区分する必要がある。両者の関連性を十分に認識した上で、レバレッジの把握は可能になる。

なお、投資信託のレバレッジは、独特な所有者構造を背景とする¹³⁾。そこでは、公衆のみが上位証券を購入し、スポンサーである投資銀行は議決権のある普通株を無償で取得した。投資信託が調達した資金は、一般投資家が払い込んだ上位証券から流入する資金だけである。投資信託の資本調達において優先株発行に特徴があったことはすでにみたが（第三節）、この優先株は、普通株に対するオプション、ワラント、転換権が付与されており、キャピタル・ゲイン取得志向を強めた高所得層の個人投資家のニーズに適合していた。また、優先株の固定した利回りの確保、清算資産に対する優先請求権の付与などが、投資家

12) 上位証券で調達した資金を「上位資金（Senior Money）」、下位証券で調達した資金を「下位資金（Junior Money）」として資金源泉が区別される（Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 1666-1668）。

13) この点の具体的事例を分析したものに、三谷進（1994）がある。

層に好まれていた。このような状況のなかで、スポンサーである投資銀行は優先株の売却を行うのと同時に価格の上昇した手持ちの普通株を資本市場で売却し、その価格の実現を進めていた。この普通株の価格上昇にひきつけられて証券市場への資金流入がさらに進められ、資本市場の資本集中を展開していった。まさにレバレッジは、継続的に資金が流入するなかで行われたが、その流入をさらに拡張する効果をもった。これを通じて株価はさらに上昇することが可能になり、その価格上昇を基盤にした投資信託の期待収益力は高まることになった。

以上のようなレバレッジを盛んに利用する投資信託の多くは、投資銀行（発行商会およびブローカー・ディーラー）により設立されていた（表11）¹⁴⁾。投資銀行が投資信託を設立した目的は、投資信託から手数料収入が得られること（表12）と、自己の引受証券の資金流動化機構として投資信託が役立ったためである¹⁵⁾。投資銀行が投資信託を設立する場合に、複数資本構成による資金調達を採用した。投資銀行は、設立サービスの対価として普通株の大部分を無償で取得し、残りの普通株の一部と社債、優先株を一般の個人投資家に販売した。投資銀行は、この一般投資家から流入した資金を挺にするかたちで、自己の保有する普通株の価格上昇を行った。さらに、投資銀行は、この価格上昇した株式を議決権に影響を与えない程度まで資本市場で売却して株価の実現を行った。下位証券に対する上位証券の比率の高さは、普通株の期待収益力の上昇とあってあらわれ、株価は継続的に上昇していった。

以上の投資信託のレバレッジは、普通株の期待収益力を、資本市場全体の期待収益力を上回るように設定する。だが、この普通株の収益力の上昇率は次第

14) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 124.

15) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 203-206, Willis, H. P. & J. I. Bogen (1929) pp. 8, 94, 西川純子 (1980) 163-172, 226-242頁。

16) 例えば、投資信託が100ドルの上位証券を発行したレバレッジを考える。これで調達した資金100ドルで証券投資を行い、100ドル分のポートフォリオ資産を保有する。その資産部分は普通株で構成され、その価格は資本市場全体の価格上昇率を反映するものとする（なお、簡単化のために上位証券の利子・配当支払は捨象し、1期毎の資本市場全体の価格上昇率を10%とする）。

に低下し、最終的には、証券価格一般の上昇率と同じところに落ち着くことになる¹⁶⁾。そのため、普通株の高い収益力を維持するためには、たえず、レバレッジをかけることを要請される。これは、同一の投資信託で継続的に上位証券を発行するか、または、別の投資信託を設立し、そこで再び上位証券を発行していく方向で進められる。前者の場合、同一の投資信託内での上位証券発行比率が著しく高くなり、投資家の心理に不安を与える。それに対し、後者では、上位証券の発行比率は隠蔽され、レバレッジの状況は目に見えにくくなる。この

するとレバレッジを用いて購入した証券100ドルは、第一期には110ドルとなる。このとき、初めて投資信託の下位証券に資産価格が10ドル発生する。第二期に再び資本市場全体が10%価格上昇すると、ポートフォリオ証券価格は121ドルとなり、投資信託の下位証券部分は21ドルの価格が与えられる。さらに第三期の資産価格は133.1ドルとなり、普通株価は21ドルから33.1ドルになる。これを表で示すと次のようになる。

期 日	0 期	1 期	2 期	3 期	…
ポートフォリオのレバレッジ部分価格（資産側）	100ドル	110ドル	121ドル	133.1ドル	…
下位証券資産価格（資本側）	0ドル	10ドル	21ドル	33.1ドル	…

これを以下のように一般的な形に置き換える。[期日： t 、資本市場全体の証券価格期待上昇率（%）： α 、証券市場価格； X]

期日	t_0	t_1	t_2	t_3	…	t_{n-1}	t_n
資産側	X	$(1+\alpha)X$	$(1+\alpha)^2X$	$(1+\alpha)^3X$	…	$(1+\alpha)^{n-1}X$	$(1+\alpha)^nX$
資本側	0	αX	$\{(1+\alpha)^2 - 1\}X$	$\{(1+\alpha)^3 - 1\}X$	…	$\{(1+\alpha)^{n-1} - 1\}X$	$\{(1+\alpha)^n - 1\}X$

すると、レバレッジで購入した n 期のポートフォリオ証券価格は、 $(1+\alpha)^nX$ となり、 n 期の下位証券の資産価格は $\{(1+\alpha)^n - 1\}X$ となる。下位証券（普通株）の期待価格上昇率は $\{(1+\alpha)^n - 1\}X / \{(1+\alpha)^{n-1} - 1\}X = \{(1+\alpha)^n - 1\} / \{(1+\alpha)^{n-1} - 1\}$ となる。

これを具体的な数値（ $\alpha=0.1$, 小数点第4位以下切り捨て）でみると、

n	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	…
$(1+\alpha)^n - 1$	0.1	0.21	0.331	0.464	0.610	0.771	0.948	1.143	1.357	1.593	1.853	…
上昇率		2.1	1.576	1.402	1.315	1.263	1.229	1.205	1.187	1.173	1.162	1.153

となり、投資信託の下位証券価格の期待上昇率は、一般資本市場の証券価格の期待上昇率（ $=1+\alpha=1.1$ ）まで逡減し、最終的に10%で落ち着くことになる。

表11 管理型投資会社のスポンサー

1929年	会社数	総資産額(百万ドル)
発行商会	42	1446.1
銀行子会社	9	135.9
ブローカー・ディーラー	65	467.0
商業銀行・信託会社	12	70.6
投資顧問業等	13	69.4
個人資本家・プロモーター	19	360.9
その他スポンサー	14	384.7
混合スポンサー	7	103.0
総 計	181	3038.1

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) p. 124 より作成。

表12 投資信託証券公募時の投資銀行の引受手数料¹⁾

(単位：千ドル)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
公募資金概算総額	125,517	514,204	1,430,443	26,491	461	206	848	1,157	9,475
普通株	4,007	146,280	679,123	605	426	106	761	949	2,968
優先株	14,147	87,030	237,061	10,000	35	26	60	208	517
ユニット ²⁾	34,175	177,267	395,249	36	...	74	27	...	...
社債 ³⁾	73,188	103,627	119,010	15,850	...	...	...	...	5,990
引受スプレッド	5,205	21,772	87,331	1,154	56	21	108	153	719
普通株	187	6,428	43,144	50	51	14	101	136	428
優先株	572	3,184	11,096	400	5	3	5	17	51
ユニット ²⁾	1,965	9,067	27,679	4	...	4	2	...	...
社債 ³⁾	2,481	3,093	5,412	700	...	...	...	...	240

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 250-251 より作成。

注) 1) ここでは、163社のクローズド・エンド管理型投資会社と21社の管理型投資持株会社のデータを利用している。

2) ユニットとは、普通株と優先株のユニットである。

3) この項目には、社債と株式のユニットも含まれている。

方法を採用した投資銀行は、投資信託の子会社として別の投資信託を設立し、レバレッジの回復・増強を行おうとした。これが、ピラミッド・システムの形成である。これは、持株会社のもつ支配技術を利用し、相互の投資信託のあいだでの証券保有関係を形成する¹⁷⁾。

17) 西田博 (1989), 原田善教 (1990) を参照。

表13 会社間取引の証券販売

(千ドル)

1927-35 年	A	B	C	計
管理型投資会社	196,867	83,629	705,356	985,852
投資持株会社	5,000	61,165	167,450	233,615
総 計	201,867	144,794	872,806	1,219,467

出所：U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 198-199より作成。

注) A：他の投資会社への現金販売，B：系列会社との証券交換，

C：吸収・合併における証券交換。

ピラミッド・システムという金融技術は、株式の相互保有による株式価格の形成、つまり、互いに株式を保有しあっている投資信託によって相互作用的に資産価格を上昇させる人為的サイクルの構造を形成する。そこでの取引関係は、継続的なキャピタル・ゲインの形成を構造的に支え、そこでの擬制資本は自動的、継続的に自己膨張を展開することになった。1927—35年に投資信託の会社間取引で発行された証券は約12億ドルに達し、これは投資信託全体の証券販売総額の30%を占めた（表13）。このシステムは、両大戦間期を通じて存続し、独特な擬制資本の形成を行うことになった。ピラミッド・システムは、1929年以前には、新たな投資信託子会社をうみだすことで形成されたが、1930年以降には、投資信託の吸収・合併が進むなか、既存の投資信託を利用する形で展開することになった。このピラミッド・システム内の投資信託同士の証券取引は、そこで取引される証券価格を資本市場のものと乖離させた。投資信託は、自己のシステム内で新しく証券を発行し、その売買活動を行うことで、新たな擬制資本を形成していった¹⁸⁾。また、そこでうまれる架空利益（キャピタル・ゲイン）を定期的な所得に擬制して資本還元する方法は、投資銀行の引受・売却により最終的に達成された。ニューヨーク証券取引所と店頭市場で販売された投資信託証券量は、全国販売網の形成および宣伝活動の強化を背景とした投資銀行のシンジケート方式による公募により行われたのである（表14）¹⁹⁾。

18) Cf., U. S. Securities and Exchange Commission (1940) pp. 13-15.

19) 投資信託の証券発行を可能にした要因に、投資信託の多様化による新商品の開発、全国販売網の形成および宣伝活動の強化を背景とした投資銀行のシンジケート方式

表14 公募による投資信託証券の販売量

(単位:千ドル)

	普通株		優先株		普通株と優先株のユニット		社債、および社債と普通株のユニット	
	販売総額	引受額	販売総額	引受額	販売総額	引受額	販売総額	引受額
1927年	6,179	4,058	18,425	14,147	36,430	35,217	74,076	74,076
1928年	151,887	148,117	88,091	87,633	192,131	177,636	104,555	104,555
1929年	760,258	721,578	239,402	238,754	397,890	396,788	119,343	119,343
1930年	9,856	9,064	10,964	10,964	302	36	17,065	17,065
1931年	1,968	1,488	850	850	—	—	—	—
1932年	153	136	473	473	74	74	—	—
1933年	761	761	58	58	27	27	—	—
1934年	949	949	225	225	—	—	—	—
1935年	2,968	2,968	517	477	—	—	5,990	5,990

出所: U. S. Securities and Exchange Commission (1939b) pp. 246-247より作成。

注) クローズド・エンド投資会社と投資持株会社184社のデータである。なお、証券価格は購入者の支払価格を基礎にしている。

以上のように、レバレッジは、産業資本の証券発行から、投資信託の証券発行へ、さらに投資信託子会社の証券発行へと展開する。各段階ごとに証券の性格は変質する。実物的な生産活動を行う産業資本の収益力の最終的な規定要因は、実体的な生産力である。産業資本の証券発行は、この実体的な生産力を基盤にする。投資信託の証券発行は、これとは異なる。投資信託の基盤とする収益力の源泉は、証券価格の上昇にある。投資信託の証券発行は、この証券の収益力をもとに行われる。投資信託の発行する証券では、資本市場の様々な要因が証券価格に影響を与えるため、実物的な産業資本の収益力との乖離が進む。この乖離は、ピラミッド・システムの形成でさらに展開する。そこでの投資信託は、資本市場から受ける様々な株価規定要因を排し、自らのシステムを形成することで、新たな証券価格の形成構造をつくりだす。資本市場内部の新たな取引システムの形成は、最初に発行された投資信託証券の性格を変化させる。

このレバレッジの展開過程において、証券は実体的な規定要因から次第に乖離していく。この乖離により与えられた投資信託の高次的な性格は、実物経済から遊離した証券価格の形成としてあらわれる。両大戦間期の投資信託は、証券の高次化の最も先鋭的な役割を資本市場で果たしたのである。これは、その

による公募、投資会社株式の上場による流動化条件の整備が指摘されている(北條裕雄(1992)28-29頁)。

表15 投資信託の産業別資産比率

1929年	市場価格	費用価格
製 造 業	39.4%	41.7%
金 融	21.0%	21.3%
輸送・通信	17.3%	16.9%
公 益 事 業	17.2%	15.0%
海 外 投 資	5.1%	5.1%

出所：U.S. Securities and Exchange
Commission (1939b) pp. 646-649
より作成。

後の国際的な資本市場や、デリバティブ市場における投資信託の活動につながっていくことになる。投資信託は、貯蓄性資金の集中による各産業部門への資金供給（表15）を行うのと同時に、資本市場の自律的な拡大を推進したのである。

5. むすびにかえて

1890年代のイギリスでは二つの投資信託の原則が確立していた。一つが証券の資本構成と資産構成の比率を均衡させる「資本＝資産構成の原則」、もう一つがキャピタル・ゲインを配当せずに積み立てる「準備金積み立て原則」であった。これら二つの原則は、1920年代に生成したアメリカ投資信託には継承されなかった。それは、アメリカに独自の三つの構造的な原因があったことに由来する。

第一が、投資銀行の資金流動化機関として投資信託が設立されたためであった。そこではイギリス信託法で求められていた受益者保護の考え方は形骸化され、投資銀行の論理が優先された。そのため、投資信託の資産運用の安全性を求めた「資本＝資産構成の原則」は軽視され、投資銀行の引受証券の保有機関としての役割が強制されることになった。第二が、資本蓄積の不十分な後発資本主義国であるアメリカでは、トラスト方式、持株会社方式といった形で独占が急速に進むなかで、投資信託が企業組織の形成に利用されたためであった。これはピラミッド・システムの形成をもたらし、投資信託の原則とは異なる擬

制資本形成メカニズムを構築した。第三が、貨幣資本がニューヨーク金融市場に集中する構造が形成されたためであった。特に、両大戦間期のアメリカ企業は世紀転換期以来さらに独占の傾向を強め、製品価格の硬直化と生産性の上昇により過剰資金を形成した。この過剰な貨幣資本は、商業銀行の勘定を通じて、個人、海外の資金とともにブローカーズ・ローンとして資本市場に流入した。これはキャピタル・ゲインを経常的に存在させる資金的な基盤を形成した。

これら三つの構造的要因のもとでは投資信託の理念は形骸化され、イギリス投資信託の原則は意味をもたなくなった。この原則がとられなかったことで、アメリカ投資信託の証券構成に不均衡が生じてきた。この不均衡とは、投資信託の資産構成と資本構成それぞれの上位証券と下位証券の比率が逆転する現象である。イギリス投資信託では、資本構成と資産構成における上位証券と下位証券の比率は両者がほぼ同等な比率を維持したが、アメリカ投資信託では、資本構成では上位証券の比率が高く、資産構成では下位証券の比率が高かった。そのため、この不均衡な証券構成のもとでは、資本調達のために発行された上位証券の利子・配当支払が、運用している下位証券の証券売却益に支えられる構造が形成され、投資信託の発行した上位証券の利子・配当支払にキャピタル・ゲインが浸透することとなった。

アメリカの証券市場では、19世紀以来、上位証券を発行して集めた資金で資産運用を行った場合、投資した資産から得られる利子・配当収入では、上位証券の利子・配当は支払えなかった。そのため、アメリカ投資信託は当初から、資産に組み込んだ証券の利子・配当収入ではなく、まさにキャピタル・ゲインを取得することを予想して設立されていた。上位証券発行による資金調達費用と資産運用の経常純収益のあいだには利鞘はなく、投資信託は生まれながらにしてキャピタル・ゲインを収益基盤とせざるをえなかった。これにより、投資信託の証券は、定期的な経常所得ではなくキャピタル・ゲインをもとに発行される構造を形成することになった。

さらに、この構造は、利子・配当とキャピタル・ゲインをともに「所得」と認識した会計制度に支えられていた。1920年代のアメリカ会計制度では、利益剰余金と資本剰余金の区別がなく、経常所得（利子・配当収益）と一時的所得

(証券売却益)を区別しなかった。それにより、キャピタル・ゲインも経常的な所得と考えられ、投資信託では両者の「所得」が一括して資本還元されることとなった。

以上のアメリカ投資信託の不均衡構造は、投資信託の行った金融技術であるレバレッジのあらわれであった。レバレッジは、社債・優先株の上位証券の形態で資金を調達し、それを下位証券（普通株）に投資するものである。そこでは資産にある下位証券そのものに企業のレバレッジがかかっており、それをもとに投資信託がレバレッジをかけるというレバレッジの二重性が存在する。投資信託の資産側の下位証券の高さは、企業のレバレッジの高さをあらわし、資本側の上位証券の高さは、投資信託のレバレッジの高さをあらわす。レバレッジにレバレッジをかけることで、投資信託の証券の期待収益力が上昇し、それが資本還元されることで、新たなキャピタル・ゲインが人為的につくりだされることになった。投資信託は、期待収益力を意図的に変化させることでキャピタル・ゲインの増加を可能にした。

さらに投資信託は、レバレッジを展開する過程から、このキャピタル・ゲインを恒常的に発生させるメカニズムをピラミッド・システムという形でつくりだした。これは、投資信託が別の投資信託を形成し、証券を互いに持ち合う企業システムをつくりだすことで、キャピタル・ゲインを恒常的につくりだすことを可能にした。投資信託のあみだしたレバレッジおよびピラミッド・システムという金融技術は、キャピタル・ゲインを意図的につくりだす仕組みを創造し、従来の擬制資本の性格を変化させた。そこでは、擬制資本がそれ自体で運動する領域が形成され、資本市場の性格を大きく変化させた。

以上のように、両大戦間期のアメリカ投資信託の分析により次の点が明らかになった。それは、投資信託の発行する証券は、利子・配当だけではなく、キャピタル・ゲインを含めて資本還元が行われた点である。これは従来の擬制資本の形態規定とは異なる新しい擬制資本の生成である。これまでの擬制資本の議論では、利子率で資本還元される対象は、あくまでも定期的な利子・配当収入（インカム・ゲイン）に限定されていた。キャピタル・ゲインは一時的な所得として考えられ、資本還元の対象とは理論的に考えられなかった¹⁾。だが、金融市

場内で投資信託が行った金融技術の革新は、擬制資本の新たな形成構造をつくりだし、それを恒常化させる。レバレッジ、ピラミッドという投資信託の金融技術がキャピタル・ゲインに恒常的な形態を与え、それを擬制資本化させる構造を人為的につくりだした。

このような新たな擬制資本化は、信用制度および資本蓄積の新たな構造のもとでのみ可能であり、1920年代のまさに従来とは異なる不均衡の累積現象のなかで形成されたのである。この不均衡の累積現象は、それ以前の循環性恐慌とは異なる非循環的な「大恐慌」を発生させ、1930年代からの管理通貨制度の導入をもたらした。この管理通貨制度のもとで、新たな不均衡の累積現象が発生し、現代の擬制資本の性格に大きな影響を与えている。これは金融資産の累積や金融的流通の肥大化という現象をもたらし、さらには金融デリバティブ市場の拡張にまで作用している。これらの現象をうみだした震源が、1920年代の投資信託の「乱用」²⁾とされる運動のなかに見いだされるのである。

なお、投資信託のレバレッジやピラミッド・システムは、1940年の投資会社法³⁾でSECの規制の対象となった。だが、この規制はアメリカ国内の投資信託にのみ有効であり、その後、1960年代には、SECの規制のかからない国際的なピラミッド・システムの形成が行われた⁴⁾。アメリカ投資信託の活動は、国際的な擬制資本の運動となってあらわれ、現在のヘッジ・ファンドに代表されるSECの規制にかからない投資信託の拡張となって進行する。また、アメリカ国

1) この点について、投機と投資の結合・癒着というレベルでの認識は存在する。川合一郎(1981b) 297-305頁を参照。

2) 両大戦間期の投資銀行および投資信託の「乱用」については、1930年代初頭のアメリカ上院銀行・通貨委員会(通称ペコラ委員会)と証券取引委員会(SEC)の調査により詳細に明らかにされている(Cf., U. S. Committee on Banking and Currency (1932-34), U. S. Securities and Exchange Commission (1940), *ibid.* (1942a), Carosso, V. P. (1970) pp. 322-351 邦訳, 504-555頁)。

3) 1940年投資会社法は、受益者の保護を中心に考え、投資信託の「乱用」を抑制するうえで大きな役割を果たした。これが第二次大戦後の投資信託の成長を支える基礎になった。投資会社法については、証券投資信託専門視察団報告書(1962) 47-49, 68-76, 529-534, 655-786頁を参照されたい。

4) 1960年代の国際的なピラミッド・システムの展開については、U. S. Securities and Exchange Commission (1966), pp. 307-324を参照されたい。

内でも、著しい期待収益力をもつ中小企業およびベンチャー産業にたいする投資信託のレバレッジは、SEC規制の対象外であり、SBIC (Small Business Investment Companies) はレバレッジの高い水準を維持することになった⁵⁾。その意味で、投資信託のレバレッジやピラミッド・システムの構造は、現在でも様々な領域で展開され、またその基本的な原理はLBOなどにも様々な応用されることで、金融市場の拡張をもたらしているのである。

引用参考文献

【欧文文献（翻訳書を含む）】

- 1) Beckhart, B.H., & J.G. Smith (1932), *New York Money Market*, vol. 2, Columbia University Press, New York.
- 2) Board of Governors of the Federal Reserve System (1943), *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Publications Services, Division of Administrative Services, Washington D.C.
- 3) Board of Governors of the Federal Reserve System (1964), *Historical Chart Book*, Publications Services, Division of Administrative Services, Washington D.C.
- 4) Brown, W. A. (1940), *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934*, National Bureau of Economic Research, Inc., New York.
- 5) Burton, H. & D.C. Corner (1968), *Investment and Unit Trusts in Britain and America*, Elek Books, London. (熊野剛雄監修訳 (1971, 72) 「英米の投資信託 ⑤⑥」『証券研究』第31, 34巻)
- 6) Carosso, V.P. (1970), *Investment Banking in America*, Harvard University Press, Cambridge (小畑二郎他訳 (1978) 「アメリカの投資銀行⑤」『証券研究』第56巻)
- 7) Clendemin, J.C. (1959), "Price-level Variations and the Tenets of High-grade Investment", *Journal of Finance*, Vol. XIV, No. 2, May.
- 8) Coing, H. (1973), *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts*, C. H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München.
- 9) Creamer, D. & others (1960), *Capital in Manufacturing and Mining its Formation and Financing*, Princeton University Press, Princeton.

5) SBICについては、U.S. Committee on Government Operations (1968), 証券投資信託専門視察団報告書 (1962) 55, 67-68, 352-354, 570-577頁を参照されたい。

- 10) De Wulf, C. (1965), *The Trust and the Corresponding Institutions in the Civil Law*, Établissements Émile Bruylant, Brussels.
- 11) Dewing, A. S. (1953), *The Financial Policy of Corporations*, 5th ed., Ronald Press Company, New York.
- 12) Dice, G. A. & W. J. Eiteman (1941), *The Stock Market*, 2nd ed., McGraw-Hill Book Co., Inc., New York.
- 13) Dobrovolsky, S. P. (1951), *Corporate Income Retention 1915-43*, National Bureau of Economic Research, Inc., New York.
- 14) Glasgow, G. (1930), *The English Investment Trust Companies*, Eyre & Spottiswoode Limited, London.
- 15) Goldsmith, R. W. (1958), *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, Princeton University Press, Princeton.
- 16) Graham, B., D. L. Dodd & S. Cottle (1962), *Security Analysis*, 4th ed., McGraw-Hill Book Company, New York.
- 17) Grayson, T. J. (1928), *Investment Trusts*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- 18) Haney, L. H. & others (1932), *Brokers' Loans*, Harper & Brothers, New York.
- 19) Krefetz, G. (1986), *Leverage*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- 20) Leffler, G. L. (1951), *The Stock Market*, Ronald Press Company, New York.
(山一証券株式会社外国部訳・小竹豊治監訳 (1956)『株式市場』ダイヤモンド社)
- 21) Linhardt, H. (1935), *Die Britischen Investment Trusts*, Industrieverlog Spaeth & Linde, Berlin-Wien.
- 22) Lutz, F. A. (1945), *Corporate Cash Balances, 1914-43*, National Bureau of Economic Research, Inc., New York.
- 23) Meeker, J. E. (1922), *The Work of the Stock Exchange*, Ronald Press Company, New York.
- 24) Mintz, I. (1951), *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States 1920-1930*, National Bureau of Economic Research, Inc., New York.
- 25) Northrop, M. B. (1938), *Control Policies of the Reichsbank 1924-1933*, Columbia University, New York.
- 26) Robinson, L. R. (1926), *Investment Trust Organization and Management*, Ronald Press Company, New York.
- 27) Sauvain, H. (1959), *Investment Management*, 2nd ed., Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey.
- 28) Seltzer, L. H. (1951), *The Nature and Tax Treatment of Capital Gains and*

- Losses*, National Bureau of Economic Research, Inc., New York.
- 29) Stevens, W. H. S. (1936), "Stockholders' Participations in Profits", *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol. 9, No. 3, July.
 - 30) U. S. Committee on Banking and Currency (1932-34), U. S. Senate, *Stock Exchange Practices*, 72nd Congress, 1st & 2nd Session; 73rd Congress, 1st & 2nd Session, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
 - 31) U. S. Committee on Banking and Currency (1940), U. S. Senate, *Hearings before a subcommittee of the committee*, 76th Congress, 3rd Session on S.3580, Pt. 1, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
 - 32) U. S. Committee on Banking and Currency (1940), U. S. Senate, *Factors affecting the Stock Market*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (小竹豊治監訳 (1963)『株式市場の変動要因』日本評論社)
 - 33) U. S. Committee on Government Operations (1968), U. S. Senate, *Investigation into Small Business Investment Companies*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
 - 34) U. S. Department of Commerce (1975), *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970: Part 2*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C.
 - 35) U. S. Securities and Exchange Commission (1939a), *Investment Trusts and Investment Companies: Part 1*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (reprint Gozando Books, Inc., Tokyo).
 - 36) U. S. Securities and Exchange Commission (1939b), *Investment Trusts and Investment Companies: Part 2*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (reprint Gozando Books, Inc., Tokyo).
 - 37) U. S. Securities and Exchange Commission (1939c), *Investment Trusts and Investment Companies: Investment Trusts in Great Britain*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (reprint Gozando Books, Inc., Tokyo).
 - 38) U. S. Securities and Exchange Commission (1940), *Investment Trusts and Investment Companies: Part 3, Chap. 1-5*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (reprint Gozando Books, Inc., Tokyo).
 - 39) U. S. Securities and Exchange Commission (1942a), *Investment Trusts and Investment Companies: Part 3, Chap. 6-7*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (reprint Gozando Books, Inc., Tokyo).
 - 40) U. S. Securities and Exchange Commission (1942b), *Investment Trusts and Investment Companies: Part 4 & 5*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C. (reprint Gozando Books, Inc., Tokyo).
 - 41) U. S. Securities and Exchange Commission (1966), *Public Policy Implica-*

tions of Investment Company Growth, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C.

- 42) Weissman, R. L. (1951), *The Investment Company and the Investor*, Harper & Brothers, New York.
- 43) Willis, H. P. & J. I. Bogen (1929), *Investment Banking*, Harper & Brothers, New York.

Commercial & Financial Chronicle

The Economist

Federal Reserve Bulletin

Moody's Industrial Manual

Mutual Fund Directry

Statistical Abstract of the United States

Century Shares Trust Prospectus

Chemical Fund, Inc. Prospectus

Fundamental Investors, Inc. Prospectus

Investors Mutual, Inc. Prospectus

Massachusetts Investors Trust Prospectus

Wellington Fund, Inc. Prospectus

Wiesenberger & Co., Charts & Statistics

Wiesenberger & Co., Investment Companies

【日本語文献】

- 1) 飯田裕康 (1971) 『信用論と擬制資本』 有斐閣
- 2) 生川栄治 (1956) 『イギリス金融資本の成立』 有斐閣
- 3) 生川栄治 (1985) 『信用理論の体系』 有斐閣
- 4) 江口行雄 (1961) 『投資信託発展史論』 ダイアモンド社
- 5) 川合一郎 (1981a) 『川合一郎著作集 第二巻 資本と信用』 有斐閣
- 6) 川合一郎 (1981b) 『川合一郎著作集 第三巻 株式価格形成の理論』 有斐閣
- 7) 栗栖赳夫 (1968) 『栗栖赳夫法律著作選集 第四巻 信託法・財団抵当法の研究』
栗栖赳夫法律著作選集刊行会
- 8) 小林真之 (1989a) 「優先株と資本構造の再編 (1)」 北海学園大学『経済論集』 第37
巻第1号
- 9) 小林真之 (1989b) 「優先株と資本構造の再編 (2)」 北海学園大学『経済論集』 第37
巻第2号
- 10) 小林真之 (1992) 「米国における資本市場の発展」 酒井一夫・西村閑也編著 『比較
金融史研究』 ミネルヴァ書房

- 11) 佐合紘一 (1986)『企業財務と証券市場』同文館
- 12) 四宮和夫 (1965)『信託の研究』有斐閣
- 13) 証券投資信託専門視察団報告書 (1962)『アメリカの投資信託』日本生産性本部
- 14) 信用理論研究会編 (1981)『信用論研究入門』有斐閣
- 15) 関 俊彦 (1983)『株式評価論』商事法務研究会
- 16) 侘美光彦 (1994)『世界大恐慌—1929年恐慌の過程と原因—』御茶の水書房
- 17) 辻山栄子 (1991)『所得概念と会計測定』森山書店
- 18) 津守常弘 (1983)「アメリカ・ドイツの合併会計と支配構造」荒川邦寿編著『会社
合併・分割の会計』中央経済社
- 19) 中田常男 (1993)『擬制資本論の理論的展開』未来社
- 20) 西川純子 (1980)『アメリカ企業金融の研究』東京大学出版会
- 21) 西田 博 (1982)「1920年代米国における公益事業持株会社および投資信託の設立
財務」大阪市立大学『経営研究』第32巻第5号
- 22) 西田 博 (1989)「公益事業持株会社支配機構の構築と企業財務」大阪市立大学
『経営研究』第40巻第2号
- 23) 原田善教 (1990)「持株会社の支配機構」九州大学『経済学研究』第56巻第1, 2合
併号
- 24) 北條裕雄 (1992)『現代アメリカ資本市場論』同文館
- 25) 三谷 進 (1994)「アメリカの投資信託—両大戦間期の役割と機能—」『九州経済学
会年報』第32集
- 26) 三谷 進 (1995)「アメリカ投資信託の生成と発展」『証券経済学会年報』第30号
- 27) 森 杲 (1963)「大戦間におけるアメリカの資本市場と投資銀行」北海道大学
『経済学研究』第13巻第1号
- 28) 森泉章編 (1992)『イギリス信託法原理の研究』学陽書房
- 29) 吉富 勝 (1965)『アメリカの大恐慌』日本評論社