

米国投資会社の投資制約とその背景

マーク・ロー教授の所説を中心にして

アメリカの投資会社については、すでに多くの研究が行われておりその構造、法的規制、動向はほぼ明らかになっている。しかし投資会社規制が行われた背景や税制による投資制約等は、投資会社の動向を説明するうえで重要な要因でありながらも比較的等閑視されていた分野であった。

しかし最近進行している日本の投資信託の制度見直しや会社型投資信託の導入をめぐる議論は、結局のところ日本にふさわしい投資信託のありかたをめぐる議論であり、この議論を実り多いものにするためには各国の投資信託が形成・発展をとげてきた背景を理解することがぜひとも必要である。これは金融商品の消長が結局は顧客である個人投資家の嗜好によっても左右されており、その嗜好のうち最も経済要因によって規定されると考えられる貯蓄率一つを取り上げてみてもその国の特殊事情によって規定される面を残していることから明らかである。

とはいえ最近における企業年金の株式保有活発化等をきっかけとしたアメリカにおける企業統治研究の活発化に伴って、年金、投資会社および生命保険会社等の機関投資家による株式保有行動は新たな研究の焦点に浮上しつつあり、投資会社規制や税制も注目を集めている。そしてこのような動向を代表する研究者の一人であるコロンビア大学のマーク・ロー教授は、アメリカの機関投資家に対する規制や制約のあり方が従来強調されてきた経済的要因だけでなく、アメリカに特有なイデオロギー、政治および制度によって強く影響されており、このこと

表1 各種金融機関の資産額とその全体に占める比率の推移

種 類	1990		1991		1992		1993		1994	
	金額(10億ドル)	比率(%)	金額(10億ドル)	比率(%)	金額(10億ドル)	比率(%)	金額(10億ドル)	比率(%)	金額(10億ドル)	比率(%)
年金基金	3,115.6	49.4	3,782.8	50.9	4,113.3	49.7	4,525.4	49.2	4,566.8	48.1
信託型	1,743.0	27.6	2,245.0	30.2	2,426.0	29.3	2,570.8	28.0	2,510.3	26.4
保険型	636.1	10.1	678.1	9.1	732.3	8.8	833.0	9.1	872.8	9.2
地方	736.5	11.7	859.7	11.6	955.0	11.5	1,121.6	12.2	1,183.7	12.5
投資会社	967.3	15.3	1,132.8	15.3	1,339.4	16.2	1,662.9	18.1	1,802.5	19.0
オープンエンド	914.6	14.5	1,064.3	14.3	1,259.1	15.2	1,552.0	16.9	1,686.4	17.7
クローズド・エンド	52.7	0.8	68.5	0.9	80.3	1.0	110.9	1.2	116.1	1.2
保険会社	1,328.4	21.0	1,474.5	19.9	1,621.9	19.6	1,675.7	18.2	1,751.1	18.4
生命保険会社	772.1	12.2	873.1	11.8	960.4	11.6	1,004.2	10.9	1,051.9	11.1
損害保険会社	556.3	8.8	601.4	8.1	661.5	8.0	671.5	7.3	699.2	7.4
銀行および信託会社	759.1	12.0	873.3	11.8	1,026.1	12.4	1,132.6	12.3	1,179.1	12.4
基金	142.5	2.3	162.9	2.2	182.4	2.2	194.4	2.1	204.2	2.1
計	6,312.9	100.0	7,426.3	100.0	8,283.1	100.0	9,191.0	100.0	9,503.7	100.0

[出所] The Brancato Report on Institutional Investments.
Volume 2, Edition 2, May 1995, table 4.

がアメリカの企業の分散された株式保有構造を生み出したと主張した著書を刊行した。そしてこの本には、投資会社の会社支配を抑制し分散投資を促進した規制や税制がどのような背景で生み出されたかの分析が豊富に含まれている。このため本稿では、ロ教授の新著から投資会社に関連した部分を取り上げてその紹介と検討を行ってみよう⁽¹⁾。

1 投資会社の現状

アメリカの投資会社は、一九九四年第三四半期には約一兆八〇〇億ドルの資産を保有しており、このうち九四%がオープンエンド型である。この資産額は、表1に示されているように機関投資家の中では年金基金の四兆六〇〇億ドルに次ぐ金額であり、保険会社、銀行および銀行信託部等を上回る水準に達している。このうち株式に投資される資産の比率は、オープンエンド型の場合には、一九九〇年の二二・〇%から九三年の二六・一%まで上昇しており、

クローズド・エンド型の場合には四一・七%から二五・二五%に低下した。この結果、投資会社は一九九四年第三四半期には、アメリカの株式の二一・七%を保有していたと推定されている⁽³⁾。このようなデータは投資会社が、疑いなく大規模な機関投資家であることを示している。

しかしロー教授によれば、ミューチュアル・ファンドは、株式を大量に保有しているにもかかわらず企業統治にはほとんど関わっていない。ミューチュアル・ファンドは、現在では家計から企業へと資金を移動させ投資を代行するが、ばらばらな個人から資金を集めてそれを大量に集中し、企業の役員会で株主の権利を行使するような金融仲介機関ではない。

しかしミューチュアル・ファンドがこのような金融仲介機関となったのは、それに対する規制が加えられたためであった。事実一九三〇年代には、いくつかのファンドは企業の監視と経営への関与をはじめた。このようなファンドは、証券の引受を行い、破産再建活動に関与し、さらに経営に参加した。一九三六年歳入法およびそれに続いた一九四〇年投資会社法(以下一九四〇年法とも略称する)によってこの傾向はくい止められたのである。

この背景には当時の政治家が、産業のミューチュアル・ファンド(およびその他の銀行)による支配の禁止を望んだことが指摘しうる。彼らが受動的態度を好んだのは、大金融機関に対する信頼の欠如、平均的な投資家を対象とする安定的かつ公正なミューチュアル・ファンドを育成するための広く受け入れられた規則、税制についての偶発事件、何人かの政治家がウォール・ストリートより地方の管理者によるミューチュアル・ファンド経営を望んだという利益集団の論理等の後に分析する理由による。つまり投資会社の規制は、アメリカに特有なイデオロギー、政治、連邦主義等の制度要因によって強く規定されていた。

このように投資会社規制の性格を規定した後、ロー教授は投資会社規制の内容を一九四〇年投資会社法から検

討する。

2 一九四〇年投資会社法

ロー教授によれば、投資会社は本来企業を支配する機能も併せ持っていた。その一種であるミューチュアル・ファンドは、多くの投資家の資金をプールして運用し、投資家は分散投資とファンドの管理者による専門的な投資管理から利益を得ることがその機能である。しかし一九四〇年投資会社法の立法過程では、ミューチュアル・ファンドが企業を支配するという第三の機能が問題視され、それを規制することが立法の焦点となった。

一九四〇年投資会社法が制定された当時、議会は産業を支配するファンドを嫌っており、受動的な態度が最も望まれていた。これは一九三〇年代まで投資会社が支配のために利用されていたからであった。支配の集中を阻止するために、議会は、ミューチュアル・ファンドを規制する法案を起草することを証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission 以下SECと略称する) に命じた。

SECは、法案の中で次のように述べた。「投資会社が、規模を拡大し国民経済に過剰な影響力を行使するときには、国民の公益は悪影響を受ける」。一九三五年には、五六の投資会社が一八七の企業を支配していたが、このことから様々な問題が発生していた。

SECは、投資会社による支配は分散した投資家たちにとっての情報や組織の問題を減らすことは認めた。しかし強力なファンドの問題点は、以上のメリットを帳消しにする。SECは、ミューチュアル・ファンドの役員と従業員に企業の役員会から離れることを要求し、そのためにグラススティーガル法並の厳密さを求めた。SECは、ファンドの規模も一億五〇〇万ドルに制限することを要求した。結果的にはSECは業界と妥協したが、非常に厳しい規制を達成した。ロー教授によれば主要な規制は次のように要約される。

第一に、ミューチュアル・ファンドは、一企業の発行した株式の一〇%以上を規制対象となるポートフォリオの一部として保有している場合には、分散型と呼ぶことはできない。保有有価証券の四分の三は分散規則の対象であり、たとえ一企業に影響力のある株式保有部分が投資会社の保有有価証券の極めて小さい部分であってもこの規則は適用される。七つの州はより厳しい規則を採用しており、ミューチュアル・ファンドが一企業の株式の一〇%以上を保有している場合にはその株式の販売を禁じている。大部分のミューチュアル・ファンドは、この規則に従っている。SECは、この規則によって支配が不可能になることを望んでいとされており、事実この運用規則によって一企業の大量の株式を保有して支配を行うファンドの設立は困難または非合法となった。

第二に、分散型と呼べるファンドはそのポートフォリオの七五%について制限が加えられている。この部分についてはファンドは、一発行者の証券にその資産の五%以上を投資することはできない。一九四〇年法は、ファンドが分散型であると称する場合には一定の分散基準を満たすことを要求することによって、投資家に対し何が約束されているかを明示しようとした。この規則は、ミューチュアル・ファンドの分散投資を促進したと言えよう。

第三に、分散型のファンドは、ポートフォリオの二五%については規制は行われていないが、ファンドが投資対象の企業の株式の五%を保有するかまたは経営に参画するならば、この企業はファンドまたはその元引受人の法律上の子会社とみなされる。このことは多くの取引規制を発動させる。多くの取引規制は、インサイダー自己取引の危険に対し非常に敏感な自衛手段であり、このような関係に入ることを思いとどまらせるであろう。買い占め、株式交換、株式の転換および投資対象企業からファンドへの株式の売却は、すべて規制の対象となり、S

SECによる特別免除を受けなければ実行できない。またSECによる免除なしには、ファンドはその他の金融機関と協力して役員を派遣することも、別の形で外部支配を行うこともできない。最近まで、銀行法は銀行がミューチュアル・ファンドと提携を行うことを禁じていると解釈されてきた。このことも協力して影響力を行使する可能性を低めてきたのである。

第四に、一九四〇年法は投資対象企業とミューチュアル・ファンドとの株式持合も禁じている。このことは、投資対象企業の経営者がミューチュアル・ファンドの株式を買い集めることによって積極的なミューチュアル・ファンドを放逐できることを意味している。投資対象企業は、敵対的乗っ取りに対し株式持合によってミューチュアル・ファンドの株式保有を中立化できるのである。

第五に、ファンドが支配を行う目的で関連会社と協力するためには、事前にSECの認可を受ける必要がある。投資銀行、保険会社、商業銀行はいずれも投資会社の投資顧問会社になれるため、このような機関投資家のネット・ワークを考えてみよう。投資顧問会社は企業の株式の四・九%を保有できるから、ネット・ワークの保有額の合計は役員会に影響を与え代表を送り込むのに十分な大きさである。ミューチュアル・ファンドおよびその他の金融機関にとって支配行動および支配の変化についてのSECの認可をとることは可能であるが、この規則は少なくとも協力した行動についての費用を高めている。

つまりミューチュアル・ファンドは、企業の株式の五%を保有する場合には、多くの制約に直面するとともに、同時にこの制約を乗り越える手段としての株式持合や協調的な投資行動にも厳しい制約が課せられたのである。

3 一九三六年歳入法

ミューチュアル・ファンドは、さらに税制によっても制約を受けている。ロー教授によれば税法では、分散型投資会社だけが導管理論によって免税となつているため、それ以外の企業を支配している投資会社は課税される危険がある。一九三六年歳入法の分散条項は、保有有価証券の五%または投資対象企業の株式の一〇%以上の投資をしないことを定めている。後に一九四二年には、議会はこの規定を緩和しポートフォリオの半分はより集中できるようにした。一九四〇年法についての議会証言によれば、この条項は「良い」（つまり支配力行使しない）投資会社を「その他」から区別して免税にするために設けられたとされている。

投資会社は、免税されない場合には破壊的な三重の課税を受ける。まず投資対象企業は、その利益に対し課税される。次に投資会社は、投資対象企業から受け取る配当に課税され、実効税率は約一〇%である。また投資会社は、より高い税率のキャピタル・ゲイン課税を行われる。最後にこの所得は、非分散型の投資会社の株主に支払われるときに課税される。このため同一の所得に、企業、投資会社、ファンドの保有者のそれぞれの段階で三回課税が行われる。税制は、一九四〇年法の規則のように投資会社の活動を妨害するわけではないが、大量保有を行う投資会社を抑制し、認められた以外の活動を困難にする。

企業間配当課税については、法制史を研究してみるとニューデイル期の議会が複雑な企業構造を抑制するために配当課税を行ったことがわかる。分散と非固定的な取引を求めるのが反トラストおよび金融規制のパターンの一つであり、このことは現在も有効である。このことは、ミューチュアル・ファンドの規制と税制—ファンドは企業間配当課税を避けるためにはいくつかの条件を満たす必要がある「受動的」な信託はこの一つであった—を説明するだけでなく、非金融企業間の株式持合も抑制した。

一般の企業は、長期的で大量の保有を行うことを税制によって抑制されている。そして企業が税制上の免除措置を得るためには金融機関の一種とみなされる必要がある。長期的に株式を保有する企業は、税に対処するためには高度な技術が必要である。もし企業が、その所得の半分をキャピタル・ゲインで、半分を配当で受け取るならば、所得の約二〇%にも達する税を払うことになる。しかし企業が合資会社で組織されるならば、課税されずにその所得を保有者に渡すことができる。このような免税条項に適合するためには、公開合資会社は準則Mのポートフォリオ規則を満たさなければならない。一〇〇名以下の投資家による私的な合資会社は、税法上のポートフォリオ規則に従わなくても免税とされる。従ってファンドがポートフォリオを少数銘柄に集中して監視者としてのサービスを提供しようとするならば、それは税制上の優遇措置を受けられないであろう。

つまり投資会社は、税制によっても投資対象企業の株式の一〇%および保有有価証券の五%という投資規制を加えられていた。投資会社の投資規制は、州の規制も考慮すれば多重に行われたと言えよう。

(19)

むすびにかえてー投資制約の背景ー

ところで投資会社の分散化を促進し支配力を抑制する上述の投資制約は、なぜ形成されたのだろうか。従来この問題は、一九二〇年代に投資会社を利用して行われた様々な投機的行為や不正が一九二九年の株式市場崩壊を加速したと見られたため、その再来を防ぐために規制が採用されたと理解されてきた。しかし、ロー教授によれば、この問題は経済的要因だけで説明されるべきではない。この背景には、アメリカに特有なポピュリズムおよび反ウォールストリート感情等のイデオロギーや投資家保護や産業支配の防止等の公共の利益という要因が重要であった。このためロー教授は、このような要因についても立ち入った分析を行っているがそれを紹介する余地はもはやない。

とはいえロー教授の分析は、いわば投資会社に対する投資制約が、必ずしも一般的な経済的発展の帰結ではなく、世界でも珍しい人工国家であるアメリカの政治制度やイデオロギーによって特殊な影響を受けつつ形成されてきたことを明らかにした。このためロー教授の分析は、日本における制度のあり方を検討する場合にも、アメリカの制度も必ずしも一般的なモデルではないことに留意することを示唆していると言えよう。

(注)

- (一) Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994. なお筆者は、他の研究者の協力の下に本書の翻訳中であり、訳書は近く東洋経済新報社より刊行予定である。
- (二) *Ibid.*, pp. 102-123. なお以下ではロー教授の著作からの引用符は省略する。
- (三) *The Brancato Report on Institutional Investments*, Vol. 2 Edition 1, January 1995.

(4) 従来投資会社の規制が導入された理由は、一九二〇年代に見られた投資会社の弊害を防止するためとされていた。しかしロー教授は、これだけでは規制が支配を防止するだけでなく分散化を促進したことを説明する理由として十分ではなく、政治、イデオロギー、制度等によるバイアスが働いたと主張することによってこれを補完しようとしたと考えられる。

なお一九四〇年投資会社法については拙著「現代アメリカ資本市場論ー構造と役割の歴史的变化ー」(同文館、一九九二年)六四頁を参照されたい。