

アメリカ投資信託における ピラミッド・システムの形成

—両大戦間期を中心に—

三 谷 進

要 旨

本稿では、アメリカに投資信託が生成してきた両大戦間期に焦点をあてながら、当時の投資信託が擬制資本の形成にいかなる影響を与えてきたのかという点を分析している。この時期の投資信託は、互いに発行した株式を相互に保有し、人為的な証券売買を仕組むことで、キャピタル・ゲインの継続的な析出を行うピラミッド・システム (Pyramided System) という機構を形成していた。このシステムは、レバレッジを利用して株価を高めながら、投資信託市場に大量の貯蓄性資金を流入させ、さらにそれを通じて循環的に株価を上昇させることで、投資信託の急速な成長を展開していた。

この時期のピラミッド・システムのなかで、本稿で分析対象としているのが、セントラル・ステーツ・エレクトリック・コーポレーション・グループ (Central States Electric Corporation Group) である。このグループは、公益事業持株会社であるノース・アメリカン・カンパニー (North American Company) の収益を基盤にしなが、その上層に、クロス・ホールディングス (Cross Holdings) や、サーキュラー・オーナーシップ (Circular Ownership) といった投資信託間の証券保有構造をつくりだしていた。そのなかでは、証券取引量の需給調整が行われたほか、優先株に普通株への転換権を与えたり、株式配当を行ったりすることで、投資信託システム内部でのキャピタル・ゲインの創出を促進し、独特な擬制資本の形成を可能にしていた。特に、ピラミッド・システム内部で互いに株式を保有する投資信託は、相互に株式配当を受け取りあい、それらを「所得」に擬制していた。このような方式は、この時期の投資信託システムの急速な拡大をもたらしながら、金融市場の拡張を促していたのである。

- I. はじめに
- II. ピラミッド・システムの構造と形成の論理
- III. ピラミッド・システムの内部取引の展開

I. はじめに

アメリカの投資信託の純資産残高は、1996年末時点で3兆5402億ドルに達し、1991年末残高の2.5倍以上の規模に達している。特に、1990年代初頭以降の株式ブームを支える原動力として、投資信託は資本市場において重要な機能を果たし、年金など大量の貯蓄性資金を証券市場に滞留させながら、株価の継続的な上昇を支えてきた。例えば、1980年代から登場したファンド・ファミリー (Fund Family) は、複数の株式投資信託、公社債投資信託、MMFなどを組み合わせ、ファミリー内部でのファンドの切り替えが自由に行えるために、投資信託市場からの資金流出の抑制を可能としている。

このような資本市場からの資金流出を抑制し、一定の投資資金を内部に滞留させる方式は、すでにアメリカで投資信託が生成し始めた1920年代に、その原型をみることができる¹⁾。大量の余剰資金がニューヨーク株式市場に流入するなかで生まれてきた投資信託は、レバレッジ²⁾やピラミッド・システム³⁾などの金融技術を用いながら、金融市場の急速な拡大を進めていた。特に、この時期の投資信託は、上位証券 (社債、優先株) と下位証券 (普通株) を同時に発行できるクローズド・エンド会社が主流であり、二種類の証券の収益力格差を通じて普通株の価格を上昇させるレバレッジが盛んに行われていた。また、このレバレッジを基礎にしながら、

- 目次
- IV. 株式配当の「所得」への擬制
- V. むすびにかえて

投資信託は重層的な組織を形成し、ピラミッド・システムと呼ばれる投資信託システムを構築していた。このシステムの内部では、投資信託間の証券取引が人為的に生み出され、相互の証券取引を通じたキャピタル・ゲインの析出を可能にしていたのである。

本稿の目的は、このような金融的収益の追求を可能にしたピラミッド・システムと呼ばれる投資信託システムの構造の解明にある。投資信託は、証券をもとに証券を発行するという証券代位機構のなかで、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインを同時に「所得」と擬制することを可能にしていた⁴⁾。投資信託のピラミッド・システムは、この証券代位機構を基礎にして高度に発展したものであり、その内部では、投資信託がお互いに証券の売買を行い、キャピタル・ゲインを意図的に生み出す構造をつくりだしていた。そこでは、投資信託相互間での証券保有関係が構築され、それをもとに投資信託システム内での人為的な証券売買を仕組むことで、キャピタル・ゲインの継続的な析出メカニズムの構築が進められたのである。

以下では、第II節において、ピラミッド・システムの基盤にあった公益事業会社の発展と投資信託の生成の過程を概観しながら、ピラミッド・システムの構築過程を追跡し、そこで展開されたクロス・ホールディングス (Cross Holdings) や、サーキュラー・オーナーシップ (Circular Ownership) の構造を明らかにする。次に、第III節では、普通株への転換権を付与さ

れた優先株やグループ内での人為的な証券取引関係の形成の分析を通じて、投資信託システムにおけるキャピタル・ゲインの創出過程と、それが擬制資本の形成に与えた影響を考察する。最後に、第IV節では、投資信託が行った株式配当 (Stock Dividends) を分析し、それを「所得」に組み込むことによって展開される擬制資本化のプロセスを解明していく。このように、本稿では、ピラミッド・システム内部で行われた様々な金融取引の構造を明らかにすることで、この時期の投資信託が金融市場の拡張に果たした機能と役割を考察していく。

II. ピラミッド・システムの構造と形成の論理

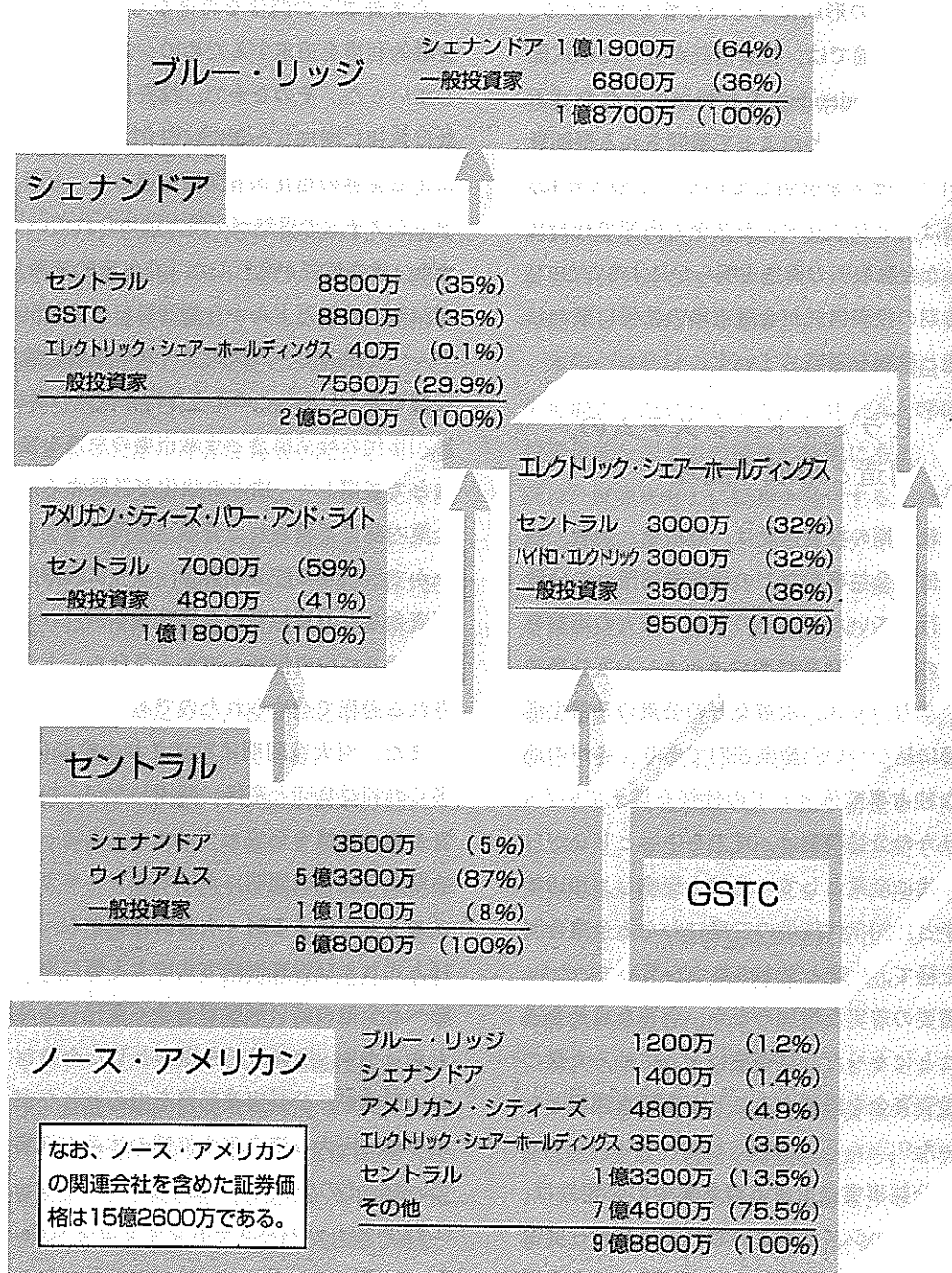
両大戦間期の投資信託は、製造業、金融、輸送・通信、公益事業などの各産業部門への分散投資を行っていたが、そのなかで最大の比重を占めたのが公益事業部門であった⁵⁾。公益事業とは、電力、ガス、水道などの公衆の日常生活に密接に結びついた産業部門であり、各州の地域的な独占事業体としての性格を備えていた。アメリカの公益事業は、電力を中心としながら1910年代に産業としての基盤を形成し、1910年代後半と1920年代後半の二度にわたる企業合同運動を経て、生産と資本の集中を進めていた⁶⁾。電力需要の着実な増加のなか、急速な成長を遂げるようになった公益事業にとっては、大量の設備投資資金を調達することが重要な課題となっていた⁷⁾。

この公益事業における資本集中の必要性は、ピラミッド・システムといわれる持株会社機構の構築を促進し、地域的な独占事業体である電力・ガスなどの公益事業の収益を基盤にしながら、その上層に投資信託の相互持ち合いシステ

ムを形成していくことになった⁸⁾。この構造は、1910年代の公益事業会社の発展と直接に結びついた段階から、1920年代になると、次第に現実の産業資本との関係を希薄なものとしながら、金融的利得を追求するためのシステムへと変貌していった。そのなかで、投資信託の新規設立数は急速に増加し、新たに設立された投資信託による証券の相互保有関係を通じて、ピラミッド・システムの構築が一段と進められていった。また、投資信託が発行した「非生産的証券」は、1924年の4000万ドルから1929年には29億5000万ドルへと激増し⁹⁾、株式ブームの形成に重要な役割を果たした。このような投資信託の増加は、1920年代の経済構造と金融市場の急速な変化のもとで展開し¹⁰⁾、独占の強化が進展する過程で企業内部に蓄積された資金、所得の増加が進むなかで累積する貯蓄性資金、さらに国際的な短期資金などの貸付可能な貨幣資本が、コール市場を通じて投資信託へ流れる資金ルートが形成される過程で進められたのであった。

また、両大戦間期に設立された投資信託は、多くの利益集団と密接に関連しながら組織的な資金集中機構を形成していた¹¹⁾。特に、世紀転換期から両大戦間期にかけてのアメリカは、トラスト方式による第一次合同運動から、持株会社方式および投資信託方式による第二次合同運動へと企業の結合形態が大きく変化した時期でもあった¹²⁾。投資信託を媒介とした企業システムの形成が、公益事業部門を中心としながら進められ、巨大な資金集中機構の体系が構築されていた。そのなかでも、セントラル・ステーツ・エレクトリック・コーポレーション (Central States Electric Corporation: 以下、セントラル) ・グループは、ノース・アメリカン・カンパニー (The North American Company) とい

図1 セントラル・グループにおけるピラミッド・システムの構造



(出所) U.S.SEC (1940) p.1706, chart 9より作成。
 注) 各投資信託の項目は、その投資信託が発行した証券の保有者とその保有額 (%) を示している。
 なお、証券それぞれの価格は1929年9月30日時点の市場価格をもとに計算しており、単位はドルである。

う公益事業持株会社を基盤に設立され、当時の最も代表的なピラミッド・システムを形成していた(図1)¹³⁾。

このグループは、セントラルを中核にしながら、5つの投資信託(①アメリカン・シティーズ・パワー・アンド・ライト・コーポレーション(American Cities Power and Light Corporation)、②ゴールドマン・サックス・ト

レーディング・コーポレーション(Goldman Sachs Trading Corporation: GSTC)、③エレクトリック・シェアホールディングス・コーポレーション(Electric Shareholdings Corporation)、④シェナンドア・コーポレーション(Shenandoah Corporation)、⑤ブルー・リッジ・コーポレーション(Blue Ridge Corporation)¹⁴⁾により構成された。これらの

表1 投資会社上位10社一覧(1929年末)

クローズド・エンド管理型投資会社	総資産(百万ドル)
1. Goldman Sachs Trading Corporation (Pacific Eastern Coporation)	251.9
2. United Founders Corporation	208.2
3. American Founders Corporation	171.6
4. Blue Ridge Corporation	133.5
5. Shenandoah Corporation	104.4
6. Lehman Corporation, The	92.4
7. Selected Industries, Inc.	81.0
8. Tri-Continental Corporation	76.5
9. Adams Express Co., The	72.2
10. General Investment Corporation	66.0

管理型投資持株会社	総資産(百万ドル)
1. Christiana Securities Co.	361.5
2. United Corporation, The	332.5
3. Alleghany Corporation	263.7
4. American Superpower Corporation	225.5
5. Chesapeake Corporation, The	169.9
6. Solvay American Investment Corp.	165.1
7. Central States Electric Corporation	161.0
8. Continental Shares, Inc.	140.2
9. Petroleum Corporation of America	93.5
10. Eastern Utilities Investing Corp.	78.9

未分類管理型投資会社	総資産(百万ドル)
1. Insull Utility Investments, Inc.	157.6
2. G. E. Employees Securities Corporation	96.4
3. Corporation Securities Co. of Chicago	72.7
4. Inter-Continental Corporation	68.9
5. Hydro-Electric Securities Corporation	61.6
6. Electrical Securities Corporation	56.1
7. Newmont Mining Corporation	55.5
8. Chemates, Inc.	40.0
9. Intercoast Trading Co.	32.7
10. Public Utilities Securities Corp.	20.0

(出所) U. S. SEC (1939b) pp.53, 92, 95より作成

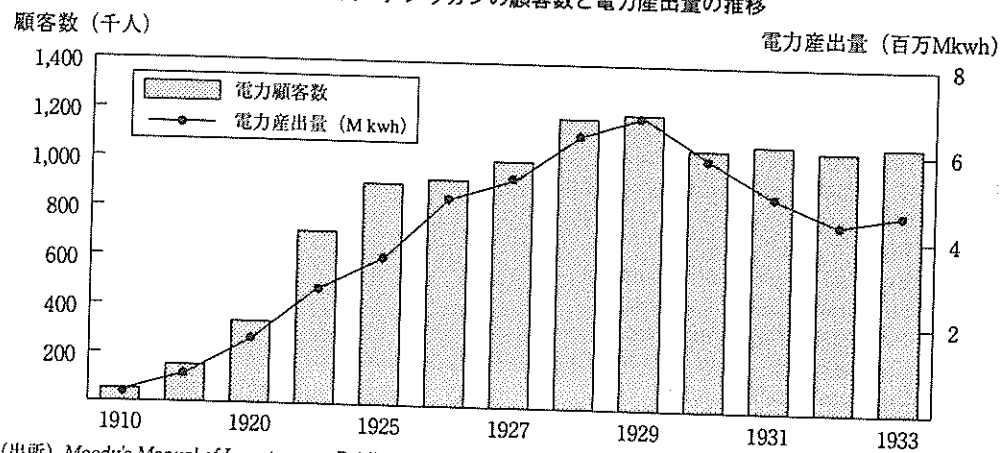
投資信託は資産規模が大きく、そのほとんどが当時の投資会社の上位10社のなかに入っており、この時期の投資信託を代表していた(表1)¹⁵⁾。

セントラルの設立は、1912年に、オハイオ州で公益事業活動を展開していたクリーブランド・エレクトリック・イルミネーティング・カンパニー (The Cleveland Electric Illuminating Company: 以下ではクリーブランド) の証券を、H.ウィリアムズ (H. Williams) という人物が、購入したことを直接的な契機としている¹⁶⁾。投資信託の創業者であったウィリアムズは、商業銀行 (Guaranty Trust) から貸付を受け、クリーブランドが発行した普通株残高の約60%を572万4000ドルで入手した。ウィリアムズは、その金額でセントラルにクリーブランド株式を引き渡し、それと引き換えに、額面金額1056万8000ドルで発行されたセントラル証券 (その内訳は、1922年満期の5%保証社債 [Gold Notes] が373万ドル、額面100ドルの優先株が310万8000ドル、額面100ドルの普通株が373万ドル) を受け取った¹⁷⁾。その後、いくつかの小さな投資銀行を通じてセントラル証券の売却が進められ、ウィリアムズは商業銀行から借

り入れた以上の資金を回収できた。その過程で、セントラルからボーナスとして受け取った普通株はウィリアムズの手元に残り、ウィリアムズは、その後の投資信託の経営に大きな影響力をもつことになった¹⁸⁾。このように、投資信託の創業者は、銀行貸付を利用して購入した公益事業会社証券を投資信託証券に代位し、発行された投資信託証券のうち上位証券 (社債、優先株) を市場で流動化することで銀行貸付を返済し、議決権をもつ下位証券 (普通株) は手元に保有したのである。

以上のような設立段階を経て、1922年に、セントラルはノース・アメリカンとのつながりをもつようになった。1922年満期の社債を償還する時に¹⁹⁾、セントラルは、ポートフォリオに保有していたクリーブランド株式を現金化し、それに銀行借入金をあわせてノース・アメリカン普通株の購入を行った²⁰⁾。その後、セントラルは、1922年から1929年にかけて、継続的にノース・アメリカンに投資を行い、大量のノース・アメリカン普通株を資産ポートフォリオに組み込んだ。セントラルの資産の多くが、ノース・アメリカン普通株で占められ、セントラルの取

図2 ノース・アメリカンの顧客数と電力産出量の推移



(出所) Moody's Manual of Investments, Public Utility Securities (1925-1934) をもとに作成。

益は、ノース・アメリカンの収益と株価に依存する構造がつくられていったのである²¹⁾。

投資信託を設立したウィリアムズの目的は、ノース・アメリカン普通株に投資するための資金を市場から継続的に調達することにあつた²²⁾。ちょうどこの時期に次第に増加していた個人の所得貨幣をいかに投資信託に流入させ、さらにそれを滞留させていくかということに様々な工夫がなされた。例えば、1923年に、セントラルは、2年満期で7%利率の社債 (Gold Notes) を発行したが、その際、発行額400万ドルの社債に対して、40万株のノース・アメリカン普通株を担保にした支払保証が行われ、さらに、それぞれの社債についてノース・アメリカン普通株を20株ずつ購入するワラントが与えられた²³⁾。当時のノース・アメリカンは、セントルイス、ミルウォーキー、クリーブランドなどで電力を中心にした公益事業を展開し、1920年代から電力産出量および顧客数を急速に拡大させていた²⁴⁾ (図2)。投資信託の証券発行は、この公益事業会社が発行した証券を基礎に可能となり、その流通市場が形成されていったのである。

このセントラル・グループのような巨大な投資信託システムの成立には、ディロン・リード (Dillon, Read & Co.)²⁵⁾ やゴールドマン・サックス (Goldman, Sachs & Co.)²⁶⁾ といった投資銀行が重要な役割を果たした。特に、1920年代末にセントラルが巨大なピラミッド・システムの形成を進めたのは、ゴールドマン・サックスの関与が大きかった。ゴールドマン・サックスは、セントラルと共同で子会社のゴールドマン・サックス・トレーディング・コーポレーション (G S T C) を設立した²⁷⁾。このG S T Cの上層には、シェナンドア・コーポレーションが設立され、さらにその上に、ブルー・リッ

ジ・コーポレーションという新しい投資信託が設立された。これによりピラミッド・システムと呼ばれる巨大な投資信託の階層構造が形成された。

この投資信託が投資信託を生み出していく過程を、セントラルとG S T Cが共同で設立したシェナンドア・コーポレーションの事例でみてみよう。シェナンドアは、設立時に額面50ドルの優先株100万株と無額面の普通株500万株を発行しており、そのうち、優先株は1株51.5ドルで一般投資家に販売され (総額5150万ドル)、普通株は100万株のみ1株17.5ドルで投資家に販売され (総額1750万ドル)、残りの400万株はG S T Cとセントラルとの株式交換に回された²⁸⁾。つまり、シェナンドアが発行した普通株400万株のうち、200万株がG S T C普通株23万8096株と交換され、残りの200万株がセントラル普通株48万770株と交換された²⁹⁾。これによりG S T Cとセントラルは、それぞれのポートフォリオに200万株のシェナンドア株を保有する一方、シェナンドアは、セントラルとG S T Cの株式をそのポートフォリオに組み込むことになった。この結果、新しい投資信託が設立される過程で、投資信託のあいだでの株式のクロス・ホールディングス (Cross Holdings) が形成されることになった (図3)。この株式の相互保有関係は、さらにシェナンドアがブルー・リッジ・コーポレーションを設立する過程でも形成された。そこでも上記のような形で、シェナンドアがブルー・リッジの普通株を保有し、ブルー・リッジがシェナンドアの普通株を保有した。

また、このような投資信託同士の株式相互保有関係は、その後、シェナンドアがセントラルの普通株を保有することで、サーキュラー・オ

図3 投資信託の相互所有関係(クロス・ホールディングス)の形成

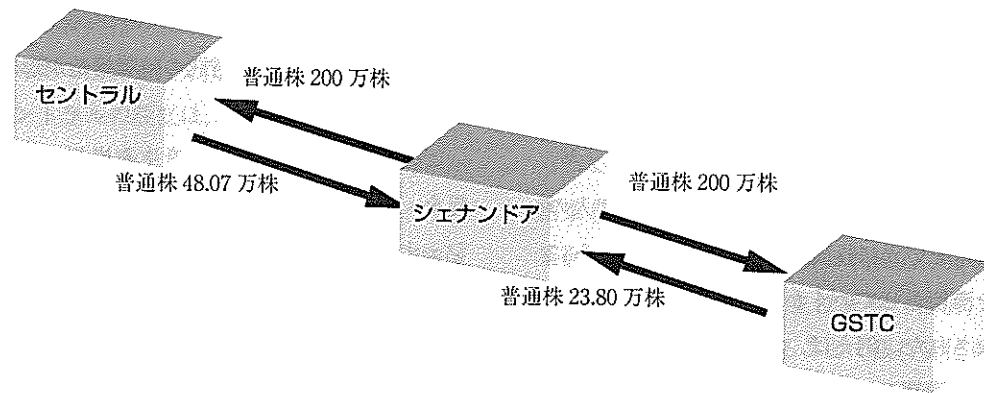
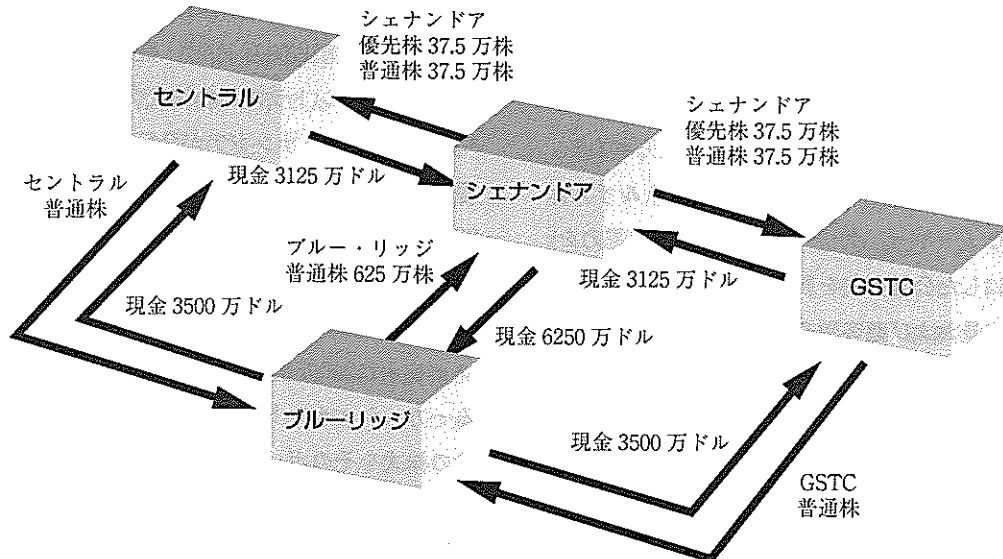


図4 投資信託の循環所有関係(サーキュラー・オーナーシップ)の形成



ナーシップ (Circular Ownership) へと展開する³⁰⁾。具体的には、シェナンドアが普通株37万5000株(1株33½ドル)と優先株37万5000株(1株50ドル)を発行し、それを総額3125万ドルでセントラルに販売し、これと同じだけの株式をGSTCにも3125万ドルで販売した³¹⁾。この結果、6250万ドルの現金を受け取ったシェナンドアは、その資金をブルー・リッジの普通株625万株の購入に充てた³²⁾。一方、ブルー・リッジは、セントラルとGSTCの証券を、それぞれ3500万ドルで購入(総額7000万ドル)してポ

ートフォリオに組み込んでいたが、この取引でセントラルとGSTCに流入した資金は、再びシェナンドアの株式の購入へと向かったのである。このような取引関係の結果、セントラルがシェナンドアの株式をもち、シェナンドアがブルー・リッジの株式をもち、ブルー・リッジがセントラルの株式をもつことで、循環的な株式の所有関係(サーキュラー・オーナーシップ)が形成されたのである(図4)。

このようなクロス・ホールディングスやサーキュラー・オーナーシップといった関係の構築

表2 投資信託における会社間取引の証券販売状況

(単位千ドル) (%)

会社間取引をのぞく販売	会社数	自己証券 保有者への募集	公募	私募	銀行業者・スポンサー などへの販売	オプション の行使	計
管理型投資会社:	163	152,725 (4.7)	1,798,587 (55.5)	143,037 (4.4)	139,048 (4.3)	20,581 (0.6)	2,253,978 (69.5)
アトラスグループ	119	108,534 (6.4)	1,112,308 (65.6)	79,404 (4.7)	97,968 (5.8)	19,235 (1.1)	1,417,449 (83.6)
アトラスグループ	20	17,754 (2.2)	341,255 (42.3)	26,702 (3.3)	18,780 (2.3)	1,294 (0.2)	405,785 (50.3)
エクイティグループ	24	26,437 (3.6)	345,024 (46.7)	36,931 (5.0)	22,300 (3.0)	52 (0.007)	430,744 (58.3)
管理型投資持株式会社	21	98,924 (11.7)	443,280 (52.2)	33,219 (3.9)	27,798 (3.3)	11,987 (1.4)	615,208 (72.5)
総計	184	251,649 (6.2)	2,241,867 (54.8)	176,256 (4.3)	166,846 (4.1)	32,568 (0.8)	2,869,186 (70.2)
募集年度:							
1927		15,159 (8.5)	135,110 (76.1)	11,711 (6.6)	7,616 (4.3)	1,964 (1.1)	171,560 (96.6)
1928		88,941 (11.1)	536,664 (67.0)	46,520 (5.8)	45,638 (5.7)	10,600 (1.3)	728,363 (90.9)
1929		143,171 (5.4)	1,516,893 (56.7)	115,875 (4.3)	104,078 (3.9)	19,302 (0.7)	1,899,319 (71.0)
1930		3,177 (1.0)	38,187 (12.3)	266 (0.1)	8,115 (2.6)	85 (0.02)	49,830 (16.0)
1931		941 (2.3)	2,818 (6.8)	1,300 (3.1)	0 ...	79 (0.2)	5,138 (12.4)
1932		0 ...	700 (4.5)	584 (3.7)	243 (1.6)	21 (0.1)	1,548 (9.9)
1933		125 (0.4)	846 (2.3)	0 ...	806 (2.2)	0 ...	1,777 (4.9)
1934		0 ...	1,174 (16.6)	0 ...	0 ...	55 (0.8)	1,229 (17.4)
1935		135 (0.6)	9,475 (39.8)	0 ...	350 (1.5)	462 (1.9)	10,422 (43.8)
総計		251,649 (6.2)	2,241,867 (54.8)	176,256 (4.3)	166,846 (4.1)	32,568 (0.8)	2,869,186 (70.2)

会社間取引	他の投資会社 への現金販売	系列会社との 証券交換	吸収・合併における 証券交換	計	総計
管理型投資会社:	196,867 (6.1)	83,629 (2.6)	705,356 (21.8)	985,852 (30.5)	3,239,830 (100.0)
アトラスグループ	91,262 (5.4)	9,558 (0.6)	176,641 (10.4)	277,461 (16.4)	1,694,910 (100.0)
アトラスグループ	67,500 (8.4)	60,000 (7.4)	273,075 (33.9)	400,575 (49.7)	806,360 (100.0)
エクイティグループ	38,105 (5.2)	14,071 (1.9)	255,640 (34.7)	307,816 (41.6)	738,560 (100.0)
管理型投資持株式会社	5,000 (0.6)	61,165 (7.2)	167,450 (19.7)	233,615 (27.5)	848,823 (100.0)
総計	201,867 (4.9)	144,794 (3.5)	872,806 (21.4)	1,219,467 (29.8)	4,088,653 (100.0)
募集年度:					
1927	3,319 (1.9)	0 ...	2,740 (1.5)	6,059 (3.4)	177,619 (100.0)
1928	16,602 (2.1)	17,165 (2.1)	39,310 (4.9)	73,077 (9.1)	801,440 (100.0)
1929	170,564 (6.4)	113,254 (4.2)	491,118 (18.4)	774,936 (29.0)	2,674,255 (100.0)
1930	232 (0.1)	11,766 (3.8)	249,691 (80.1)	261,689 (84.0)	311,519 (100.0)
1931	1,182 (2.9)	0 ...	34,973 (84.7)	36,155 (87.6)	41,293 (100.0)
1932	357 (2.3)	0 ...	13,715 (87.8)	14,072 (90.1)	15,620 (100.0)
1933	9,455 (26.2)	2,305 (6.4)	22,503 (62.5)	34,263 (95.1)	36,040 (100.0)
1934	7 (0.1)	304 (4.3)	5,542 (78.2)	5,863 (82.6)	7,082 (100.0)
1935	149 (0.6)	0 ...	13,214 (55.6)	13,363 (56.2)	23,785 (100.0)
総計	201,867 (4.9)	144,794 (3.6)	872,806 (21.3)	1,219,467 (29.8)	4,088,653 (100.0)

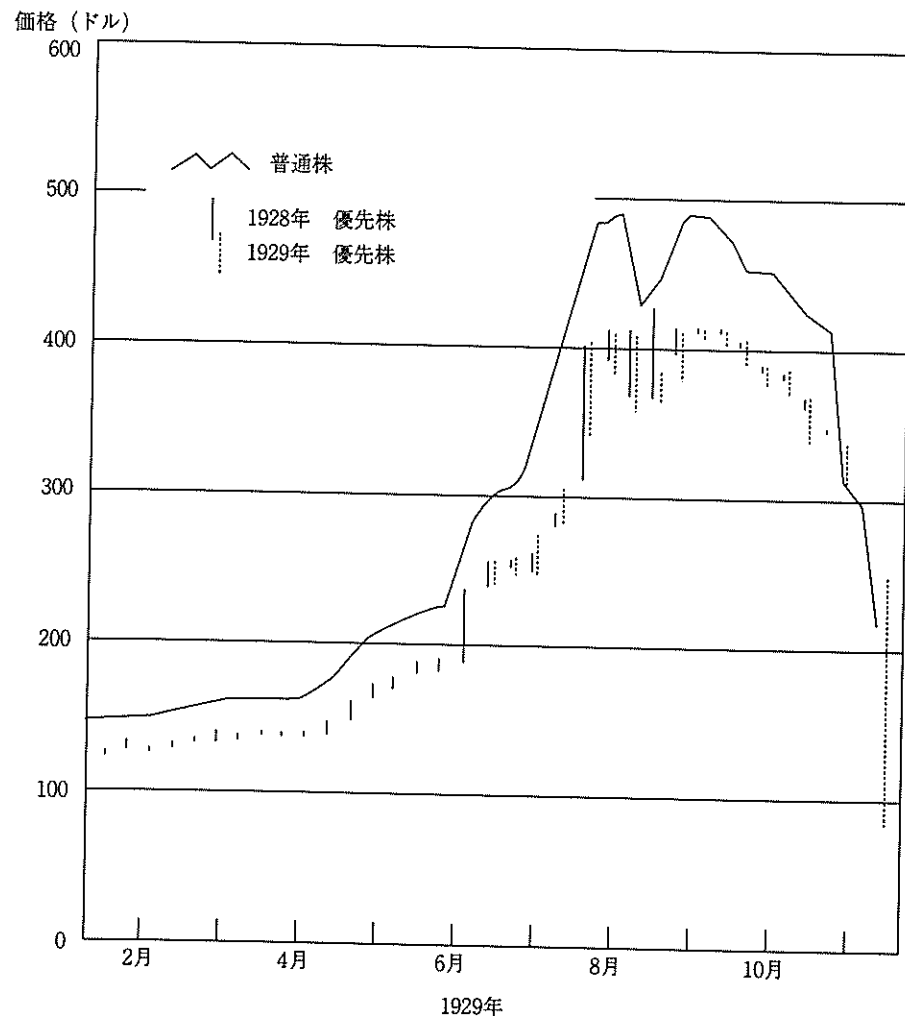
(出所) U.S.SEC (1939b) pp.198-199より作成。

は、株式価格の形成に大きな影響を与える。ここでは、連結計算による会社間利益の除去がなされないために、投資信託の利益は倍加したかのように擬制され、そこでの収益および資産額は上昇していった³⁰⁾。投資信託のピラミッド・システムにおいては、このような会社間取引の過程で創出された架空な証券売却益（キャピタル・ゲイン）をもとに自らの発行する株式価格の急速な上昇を進めることが可能となった。株式価格が傾向的に上昇している1920年代では、

投資信託間での株式所有関係は、そのシステム内で自己循環的に株価を上昇させるメカニズムを醸成し、当時の証券ブームを促進したのである³⁰⁾。

そこで、このような会社間取引が、当時の投資信託業界全体で、どの程度行われていたかを最後に確認しておこう（表2）³⁰⁾。1927年から1935年にかけて、クローズド・エンド管理型投資会社と管理型投資持株会社の会社間取引で販売された証券は、約12億ドルに達し、同時期の

図5 セントラルにおける普通株と転換優先株の価格動向



(出所) U.S.SEC (1940) p.1768, chart11より作成。

株の株価は、普通株と連動して上昇していくことになった（図5）。このように、転換権の特徴は、普通株と優先株の価格連動性を高めることにあった³⁰⁾。普通株への転換権を与えられた優先株は、普通株の市場価格が上昇すると同時に、その価格が自動的に上昇するように設定されており、転換権を与えられただけで、優先株は普通株の価格水準を達成していた³⁰⁾。そこでは、優先株の価格は普通株の動向に密接に連動し、普通株が急速に価格上昇を示す1928年から1929年第3四半期にかけて、転換優先株は普通株につられる形で、その価格水準を高めていた。転換権の付与は、本来、安定的な価格水準を推移する優先株の性格を大きく変化させたのである。

以上のように、優先株は、普通株への転換権を媒介にしながら、普通株の価格水準に規定されて動くために、優先株に独自の価格形成メカニズムは喪失し、普通株に大きく依存する構造へ変化した。優先株が普通株に連動することにより、証券市場内部における証券価格形成の一体性が高まった。これは、大量かつ多様な証券流通市場が形成される過程で、転換権の付与により証券相互間の価格伝播を意図的に進め、新たなキャピタル・ゲインを自動的に生み出すことを可能にした。キャピタル・ゲインは、転換権を媒介にすることで、普通株価格が優先株価格に作用する過程で生み出されたのである。

だが、その一方で、この転換権の付与は、裁定業者による転換価値以下での転換優先株の購入と普通株の空売りという鞘取り売買を展開させた⁴¹⁾。この鞘取り売買は、普通株の株価を低下させる効果をもつために、投資信託による転換優先株の買戻しも行われた。セントラルでは一株110ドルの償還価格で優先株を買い戻した

販売総額（約40億ドル）の30%を占めていた。そのなかでも、セントラル・グループの取引は、圧倒的なシェア（他の投資会社への現金販売では67%、関連投資会社間での証券交換では84%）を占めたのである。

Ⅲ. ピラミッド・システムの内部取引の展開

Ⅱ節でみてきたように、投資信託は、普通株の相互保有関係をもとにしながら、重層的なピラミッド構造を形成していた。このピラミッド・システムの内部では、投資信託相互間の証券取引が仕組まれることで、継続的なキャピタル・ゲインの創出を行っていた。本節では、そのなかでも、優先株に与えられた普通株への転換権や、不均衡な証券売買の構造に着目しながら、ピラミッド・システム内部で展開された投資信託の証券取引を解明し、そのキャピタル・ゲインの析出メカニズムを明らかにしていく。

そこでまず、優先株に与えられた普通株への転換権についてみていくことにしよう³⁰⁾。セントラルでは、1928年から1929年にかけて、優先株から普通株へ転換できる株式（転換優先株）を発行した³⁰⁾。それらの転換権は、請求通知後25日以内に投資家はその権利を行使するかどうかを決めるオプションがつけられており³⁰⁾、さらにまた、1株110ドルで優先株を償還する権利も与えられていた。1920年代は、レバレッジを通じて普通株の継続的な価格上昇が進められており、普通株への転換権を与えられた優先株は、普通株のもつ利益をも享受することが可能となり、多くの一般投資家の投資意欲を刺激した。また、それまで価格水準が安定的に推移していた優先株に、普通株同様のキャピタル・ゲインを取得する機会が与えられたことで、優先

表3 セントラルによる優先株の買戻 (1929年)

買戻株式総数	買戻株式総費用	販売株式総数	株式販売収益	純買戻株式総費用	買戻株式純費用	平均価額 (純買)
81,780	15,878,090ドル	30,601	6,822,663ドル	51,179ドル	9,055,476ドル	176.94ドル

(出所) U.S. SEC (1940)p. 1766より作成。

注) ここでの優先株は、1928年シリーズと1929年シリーズの合計である。

表4 セントラル・グループの証券取引状況

(単位:千ドル)

	買 い			売 り		
	取引所取引	場外取引	合計	取引所取引	場外取引	合計
1928年	17,969	4,629	22,598	516	22,160	22,676
1929年	161,193	14,846	176,039	18,735	105,895	124,630
			198,637			147,306

(出所) U.S. SEC (1940)p.1695より作成。

が、そのことは優先株から普通株への転換を促進し、逆に普通株の価格を低下させる効果をもつことになった。そのため、鞘取りオベの投機的魅力を取り除くために、優先株の価格と普通株の価格のあいだの利鞘をなくすことが必要となり、セントラルは、転換権を行使させないように、転換優先株を買い戻すことになった(表3)。特に、1929年2月から10月にかけて、市場への普通株の供給増加を抑えるために、転換優先株の買い戻しを積極的に進めていった。セントラルは、プレミアムをつけて優先株を買い戻し、その際の買い戻しのための資金は、会社資産を利用することで賄っていたのである⁴²⁾。

以上のように、転換優先株は、普通株の将来的な収益力の上昇を基盤に発行される。転換権を付与されることで、本来、普通株とは無関係であった優先株の価格は、普通株価との連動性を強められた。これは、世紀転換期にみられた優先株と普通株の関係からの大きな変化であった。ヴェブレン (Veblen, T.) が整理したように、証券発行の段階で優先株は実物資産に対応し、普通株は将来の収益力である「のれん (Goodwill)」をもとにしていた⁴³⁾。この段階では、両者のあいだには直接的な関係はない。しかし、1920年代の証券流通市場の発展とともに

に、両者の結びつきがさらに強く必要とされた。流通市場の売買過程で必然的に生まれるキャピタル・ゲインに、実物資産との関係で規定された優先株を結合させることで、金融市場の有機的一体性が強められ、優先株は普通株の価格にリンクされた。まさに、実物的な優先株の領域にまで、期待収益力の概念が導入され、そのことで未実現のキャピタル・ゲインの流列が振制的に想定された。普通株に限定されていた期待収益力の概念が、優先株にまで拡張されたのである⁴⁴⁾。

次に、セントラル・グループのピラミッド・システム内部における人為的な証券取引関係の形成についてみていこう⁴⁵⁾。これは、グループ内部での取引関係を創出し、その維持をはかることで継続的なキャピタル・ゲインの生成を可能にしようとするものであった⁴⁶⁾。特に、セントラルでは、ウィリアムズの100%所有会社であるノース・アメリカン・セキュリティーズ・コーポレーション (North American Securities Corporation: 以下ではNasco) を介して、取引所で大量の買いを仕組みながら、その一方では、場外での分売機関を通じた再分売を進めていた(表4)。これは、取引所への株式の還流を抑制し、取引所での需要の増加をもたらすことで普

通株の市場価格を上昇させ、資産価値を上回る価格での証券分売を可能にした⁴⁷⁾。取引所で購入した証券を場外で分売することは、普通株の需給の不均衡な構造をつくりだし、株価の一方的な上昇をもたらした。特に、セントラル資産の大部分は、ノース・アメリカンの普通株で占められており、1922年以降、セントラルが新規に発行した証券は、ノース・アメリカンの業績と普通株に基づいて販売されたのである。セントラルによるノース・アメリカン普通株の証券取引及び分売活動は、ノース・アメリカンの株価を急速に上昇させた。例えば、他の公益事業会社では1924年5月から1929年9月30日までの平均的な株価上昇率が340%であったのに対して、このノース・アメリカンでは600%以上の上昇率を示していた⁴⁸⁾。このような内部取引は、その後、セントラル・グループによるピラミッド・システムの拡大とともに、ますます大規模なものになっていった。このような取引の結果、グループ全体としては、1929年にノース・アメリカンの普通株残高の26%まで保有することになったのである。

また、セントラルの大株主であったウィリアムズは、普通株の大部分を所有し、市場にはほんのわずかししか供給しなかった⁴⁹⁾。ウィリアムズによるセントラル普通株の保有状況を見ると、1927年末には96.0%、1928年末には97.1%、1929

表5 セントラル普通株のスポンサー保有残高

	セントラル普通株残高	スポンサーの保有分	%
1927年12月31日	1,090,380	1,055,985	96.0
1928年12月31日	1,177,503	1,142,810	97.1
1929年(1-10月)	8,723,368	7,107,422	81.5

(出所) U.S. SEC (1940)p.1763より作成。

注) 1929年のデータは、100%および200%の普通株式配当後の総残高である。なお、1929年7月にはスポンサーであるウィリアムズは、90%の普通株を保有していた。

年10月までには81.5%の高い水準を示しており(表5)⁵⁰⁾、一般投資家の手元には4~20%未満の普通株しか流通していなかった⁵¹⁾。このような不均衡な株式所有構造のもとで、セントラルでは、グループ内での株式の需給調整とそのためのおペレーションが展開された。普通株の市場への供給を抑制しながら、グループ内の投資信託を通じて大量の取引需要を発生させた⁵²⁾。セントラルは、市場での証券販売と買い戻しを同時に行いながら、証券取引の量的なコントロールを進めていたのである。

IV. 株式配当の「所得」への擬制

最後に、この時期の投資信託が行った株式配当 (Stock Dividends) の分析を通じて、投資信託による擬制化の特質をみていくことにしよう⁵³⁾。前節でみてきた証券取引量の需給調整は、スポンサーの人為的な売買過程への介入だけでなく、株式配当という形態をとりながら展開する⁵⁴⁾。株式配当という現金ではなく株式で利益配当を行う方法は、人為的な株価調整を隠蔽し、「株価操縦」ではない合法的な需給調整を可能にしたのである⁵⁵⁾。

そこで、投資信託の「配当」政策のもつ理論的な意義を考察しながら、具体的にどのような形で「配当」が生み出され、システムの拡張に利用されたかを見ていくことにしよう。特に、投資信託は、資本市場における資金集中を徹底的に追求し、投資資金を資本市場内部に滞留させようとする。投資信託が資金集中を極限まで押し進めようとするれば、必然的に、配当として流出する現金を節約して、その代わりに株式で済ませようとする。現金配当の場合には、システムからの現金流出が発生するために、投資信

託の資金集中メカニズムは阻害される。それに対して、株式配当の場合には、現金ではなく株式それ自体で配当を行うために、投資信託からの資金の流出は発生しない。つまり、投資信託内部の流動性の観点からいえば、株式配当の方が投資信託への資金集中の度合いが高まり、投資信託の流動性は高い水準で維持されることになる。このような現金配当を株式配当に代位させることで、投資信託システムからの現金流出の節約が進められ、資本市場の拡張が展開していくのである。

セントラルは、1929年4月に100%の株式配当を行い、同年7月には200%株式配当を行った⁵⁹⁾。その際、相互に株式を保有しているセントラルやアメリカン・シティーズ・パワー・アンド・ライト・コーポレーションは、お互いに配当として受け取った株式を「所得」に組み込んでいた⁶⁰⁾。例えば、セントラルの場合、1927年から1935年にかけて時価で所得勘定に組み入れられた株式配当は、経常所得の90%以上を占めており(表6)⁶¹⁾、そのなかで、ノース・アメリカンからの株式配当が大きな項目を占めていた⁶²⁾。ピラミッド・システム内部において、

投資信託子会社から受け取られた株式配当は、全ての株式配当のうち、1929年には24%を超え、1930年でも15%を超えていた⁶³⁾。このように、セントラルでは、現金の代わりに株式を配当し、その配当された株式を、現金配当・利子および証券売却益(純実現益)と同様に所得勘定に組み入れた⁶⁴⁾。両大戦間期のピラミッド・システムの内部では、投資信託が自ら「配当」を生み出し、それを経常「所得」に組み入れる手法が用いられており、この「配当」政策は、投資信託の擬制化を制度的に支える重要な基盤となっていた。

さらに、株式配当は、公益事業持株会社と投資信託システムを結びつけ、その擬制化を推進する上で重要な役割を担っていた。そこで、ノース・アメリカンを基盤にしたピラミッド・システムのなかで、いかなる株式配当政策がとられたかを具体的にみておこう。この配当政策の現実的な基盤には、電力事業を通じて現実の収益を生み出していたノース・アメリカン傘下の公益事業会社の存在があった。ノース・アメリカンの子会社を含めた連結所得勘定をみると、総収益と純所得は1921年から1929年にかけて

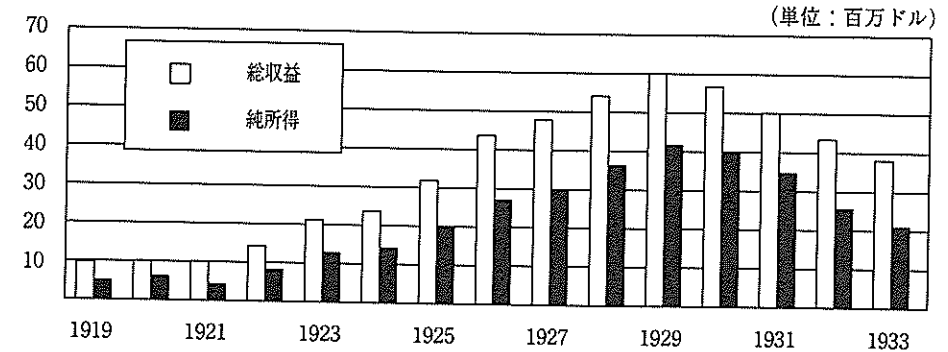
表6 セントラルにおける株式配当の所得への組み込み状況 (単位:ドル)

	子会社から受け取った株式配当を所得に組み込んだ金額 ¹⁾	受け取った株式配当を所得に組み込んだ総額(A)	受け取った株式配当を含んだ総経常所得(B)	A/B (%)
1927年	なし	4,078,551	4,241,519	96.15
1928年	なし	6,396,225	7,188,178	88.98
1929年	4,259,043	17,305,854	18,107,192	95.57
1930年	2,880,132	11,604,203	12,634,233	91.85
1931年	946,727	6,239,777	6,587,286	94.72
1932年	なし	2,232,138	2,355,812	94.75
1933年	なし	1,299,925	1,602,777	81.10
1934年	なし	364,445	1,012,585	35.99
1935年	なし	なし	776,632	なし
総計	8,085,902	49,521,118	54,506,214	90.85

(出所) U.S.SEC(1942a) p.2051より作成。

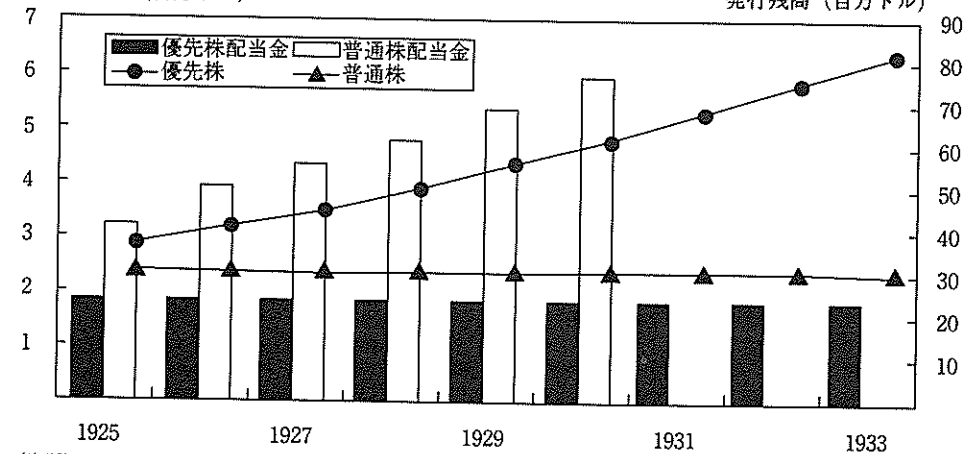
注1) このうちアメリカン・シティーズ・パワー・アンド・ライト・コーポレーションの持ち分は、配当が支払われたB級株残高の68.40% (1929年末)、62.03% (1930年末)、65.14% (1931年末)であった。

図6 ノースアメリカンの総収益および純所得の推移 (単位:百万ドル)



(出所) Moody's Manual of Investments, Public Utility Securities, (1925~1934) をもとに作成。
注) このデータは、ノース・アメリカンの子会社を含めた連結所得勘定からの数値である。

図7 ノース・アメリカン優先株・普通株の発行残高および配当金額 (単位:百万ドル)



(出所) Moody's Manual of Investments, Public Utility Securities, (1925~1934) をもとに作成。

て着実な伸びをみせていた(図6)。この収益構造のなかで、公益事業持株会社であるノース・アメリカンは、1923年から定期的に10%の普通株式配当を行う政策をとった(図7)⁶²⁾。この定期的な株式配当の支払いは、一定の株式配当率を確立する傾向にあり⁶³⁾、ノース・アメリカンのように、株式価格が継続的に上昇している時期の株式配当は、その市場価格それ自体が増大し続け、ノース・アメリカン傘下の公益事業子会社が現実にも生み出した収益額をはるかに上回るようになる⁶⁴⁾。毎年、株式発行残高の

10%を累積的に配当する政策は、配当された株式の市場価格が上昇すればするほど、その株式配当の実現予想利益は上昇し、そのことが株式それ自体の市場価格をさらに上昇させていくという循環を形成したのであった⁶⁵⁾。

そのようななかで、大量の貯蓄性資金が投資信託を通じて、資本市場に流入していったが、このような証券追加投資のために市場で調達された資金は、投資信託の設立者が保有する株式への配当支払いに利用されていた。例えば、1928年9月5日に優先株を発行して集められた

1000万ドルは、ノース・アメリカン普通株への追加投資と、普通株の現金配当支払に利用されたのである⁶⁰⁾。ここで、上位証券(優先株)の発行により市場から獲得された貯蓄性資金が、公益事業会社の固定資本形成などの生産的な投資に回ることなく、大量の普通株をもつ創業者に現金配当として流入し、その資金が再び普通株の購入に利用されるという循環を描くことで、普通株の価格を上昇させていったのである。

なお、セントラルの資産の大部分は、すでにみたように、ノース・アメリカン普通株で占められていた。そのため、そこから得られる配当収入が、現金ではなく株式でなされることは、セントラルに多大な影響を及ぼすことになる。つまり、レバレッジを行うことで上位証券の比率を高めていたセントラルにとっては、その利子・配当支払いに困難をきたすことになる。現金ではなく株式で流入してくる収入に対して、発行した証券の利子・配当支払いは現金で行う必要があったからである。1927年から1935年にかけてのセントラルの経常所得の状況を見てみると、株式配当からの経常所得は時価で評価して4950万ドルであるのに対して、現金所得はわずかに500万ドルにすぎなかった⁶¹⁾。これに対して、同時期に、投資信託が発行した社債などの利子支払いは1700万ドルであり、優先株の現金配当支払いは500万ドル、さらに普通株の現金配当支払いは850万ドルになっていた⁶²⁾。この収支上のミス・マッチは、セントラルに対して、ノース・アメリカン同様に、株式で配当を支払うことを必然的に要請していくことになる。公益事業会社から展開された株式配当政策は、その上部に位置する投資信託に伝播し、さらにグループ内の投資信託にも採用されていった。ピラミッド・システムのもとで、定期的な株式配

当支払いの連鎖が形成され、その株式配当が投資信託の「所得」の大部分を構成することになった⁶³⁾。このように、グループ内の投資信託から配当として受け取られた株式は、時価で所得勘定に組み込まれ、売買されることなく、投資信託の未実現所得を形成することになった⁶⁴⁾。

このような投資信託の配当政策について、証券取引委員会(SEC)は、「実際に、株式配当が現金に実現されなかったときには、株式配当は現実の収益としての効果をあげた」と分析している⁶⁵⁾。このことは、擬制資本の展開において、株式配当のもつ重要な理論的意義を示している。つまり、1920年代のように株式の実現問題が発生しないような前提のもとでは、株式配当が現実の収益力に擬制され、投資信託の「収益力」のなかに組み込まれていく。さらに、このように「収益力」として擬制された株式配当は、ピラミッド・システムのなかで、公益事業会社から投資信託へ、さらには、投資信託子会社へと連鎖的に展開していく⁶⁶⁾。それを通じて、システムとしての擬制資本の拡張がさらに進んでいくことになる。持株組織を基盤とした企業システム内で、意図的に、株式配当を現金に実現しないようにすれば、人為的に株式配当を「収益力」に転化することができるようになる。そこでは、収益力を資本還元して生み出された株式が、再び、「収益力」に組み込まれて再擬制資本化されるという投資信託システム独特の擬制資本化が展開される。まさに株式をもとに株式を生み出していく投資信託の構造が、新たな擬制化の世界を生み出していくのである⁶⁷⁾。

V. むすびにかえて

これまでみてきたように、1920年代に形成さ

れた投資信託のピラミッド・システムでは、キャピタル・ゲインそのものを継続的・安定的な配当に擬制する仕組みが構築され、内部での資金流通の連続性の保全と株価の維持をはかっていた。投資信託は、互いに売買を継続的に進めることで、キャピタル・ゲインを恒常的に発生させようとした。この時期の投資信託システムでは、いかにシステムからの現金流出を抑制し、システム内部での自己拡張的な取引活動を通じてシステムの拡張(擬制化)を推進するかが大きな課題となった。そのなかで、システムとしてキャピタル・ゲインを継続的に生み出す構造が必要とされてきたのであり、その後、国際的な機関投資家の積極的な取引活動とともに、金融市場におけるキャピタル・ゲインの不断の恒常化がもたらされていくのである。

しかし、このようなピラミッド・システムの拡張は、資本構成のなかで下位証券(普通株)に比べて上位証券(社債、優先株)の比率を著しく高めていく。これは下位証券の比率を高めている資産構成とのあいだの不均衡を増大させる。上位証券を中心とした資本構成は、安定的なキャッシュ・フローの流入を要請するのに対し、下位証券を中心とした資産構成は必ずしも安定的・定期的な利子・配当が保証されておらず、その不安定性は高まっていく。特に、資本・負債側での上位証券の比率の高まりは、固定的な利子・配当負担を増加させる。ピラミッド・システムの拡張は、このように資本構成のレバレッジ比率の増大のなかに、その矛盾を蓄積させていく。だが、このような資本構成における上位証券の増加は、十分なディスクロージャーがなされず、逆にそれを隠蔽するような会計操作を行っていた当時の投資信託では、投資家に必要な情報の伝達が行われなかった。これ

まで述べてきたような投資信託のシステム内部の取引に関する情報は、投資家に伝えられることはなく、投資家は不確かな情報をもとに投資活動を行わざるをえなかった。このような情報の非対称性は投資信託に独自のシステムの構築を可能にした大きな要因であった。

だが、1929年に始まった大恐慌は、それまでレバレッジやピラミッド・システムといった金融技術を利用して投資信託の構造を大きく変化させた。投資信託産業全体で、1929年のピーク時には約80億ドルの資産を保有していたが、1929年10月からの株式市場の崩落以降、ポートフォリオ証券の売却損およびその未実現価格の低下を反映し、その資産規模は20億ドル(1932年)まで低下した⁶⁸⁾。一般株価水準の上昇を基盤に成長を続けていた投資信託業界の矛盾が急速に表面にあらわれ、この時期に新たに設立された証券取引委員会(SEC)などの様々な調査のもとで、その問題点が次第に明らかにされていった。特に、情報の非対称性の問題は1930年代からの金融規制の整備の主眼とされ、1933年証券法と1934年証券取引所法においては、一般投資家に対して証券に関する財務上の真実を完全に提供させ、証券の価値を正当に評価するための公開原則(Disclosure of Facts)を徹底させることになった⁶⁹⁾。さらに、1935年公益事業持株会社法において、ピラミッド・システムの基盤となった公益事業会社から投資持株会社の支配を取り除き、1939年信託証券法において信託証券のもとに発行される社債等の所有者が保護されることになった。さらに、これらの一連の証券規制の仕上げとして、1940年投資会社法によって、投資会社に対する規制・監督の強化を通じて投資家保護の徹底が図られていくのである⁷⁰⁾。

また、1920年代の資本市場では、投資信託が採用した長期的投資理論の普及に伴い、期待収益力を資本還元して擬制資本を形成する方法が広がりを見せていた⁷⁾。この長期的な期待収益力の高まりは、投資信託の発行する普通株の価格を急速に上昇させており、このような投資理論を背景にしながら、投資信託は様々な金融技術を用いることで、自らの発行する証券価格を上昇させようとした。そこでは、すでにみたように、ピラミッド型の会社組織を形成し、クロス・ホールディングやサーキュラー・オーナーシップといったシステム内での取引活動を促進したが、さらに、その内部では、優先株から普通株への転換権の利用や株式配当の操作などを通じての株価形成を進めたのである⁷⁾。

このように、1920年代に形成された投資信託のピラミッド・システムの大きな特徴は、内部の「収益力」を人為的に高めることで、証券市場から大量の貯蓄性資金を集中し、自己のシステム内部での資金流通の連続性を維持することにあった。しかし、このシステムは、投資信託と投資家とのあいだの情報の非対称性の問題や、過度な期待収益力の設定、さらに、基盤となる産業資本の停滞などの多くの問題を抱えており、その長期にわたっての資金流入を維持することは困難であった。

しかし、投資信託が相互に結びつき、投資家による資本市場への資金流入を推進しながら、その流れ込んだ資金の流出を防ぐシステムの形成は、それ以降、1960年代におけるファンド複合体 (Fund Complex)⁷⁾、さらには、1980年代以降のファンド・ファミリーなどの形態をとって進められてきた。1960年代のファンド複合体では、多くの投資会社が大規模な投資顧問会社のもとに集中され、ある投資会社から別の投資

会社に投資家が乗り換えを行っても、投資会社複合体内部での資金移動にとどまり、その資金を投資会社システム内に滞留させることが可能になっていた⁸⁾。1980年代以降においても、急速な発展を投資信託が遂げることができた背景には、ファンド・ファミリーのような投資信託が自らのシステムから資金を流出させない仕組みを創りだしていたことがあり、それを通じて、金融市場の肥大化はさらに進められていくことになったのである。

注

- 1) 両大戦間期のアメリカ投資信託については、三谷進 (1994~1997) を参照されたい。
- 2) レバレッジについては、三谷進 (1995b) を参照されたい。
- 3) Cf., U.S.SEC (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.
- 4) 三谷進 (1995b) 155-162,173-175頁を参照。
- 5) 投資信託の各産業部門別の資本供与の動向については、三谷進 (1997) 35頁の表5を参照されたい。なお、その比率は、公益事業26.55% (持株会社20.94%, 現業会社5.61%), 鉄道15.18%, モーゲージ・ファイナンス10.40%, 石油6.57%となっており、その他の各部門は5%以下の比率となっている。
- 6) 西川純子 (1980) 243-288頁を参照。1910年代後半から1924年までの第一次企業合同運動では、電力生産の63%を持株会社集団に組み込み、さらに、1920年代末までに展開された第二次集中運動の過程で、電力生産の82%を持株会社集団に組み込んでいた。西川は、1924年から1929年にかけて、電力生産における生産と資本の集中が進むなか、1926年以降、持株会社支配体系が新たな段階に入っていくことを指摘する。1920年代末には、生産的な裏づけが希薄な株式の発行が進み「持株会社の設立者は公益事業の育成者としてよりは公益事業の寄生者としての性格を強めていく」(同上書, 281頁) ことになった。
- 7) 西川純子 (1980) 164-170,236,278-284頁を参照。
- 8) 1920年代の公益事業において持株会社組織が形成されたのは、各州の公益事業委員会による諸規制を持株会社の場合は回避できたためであるという指摘がある (cf., Bonbright, J.C. & G.C.Means (1932) p.51, 西田博 (1989) 24-25頁)。
- 9) Cf., Moulton, H.G. (1935), 吉富勝 (1965) 108-117頁。
- 10) 両大戦間期のアメリカにおける金融・産業構造の変化については、吉富勝 (1965), 西川純子 (1980), 呉天降

- (1980,1984), 小林真之 (1993,1994), 佐美光彦 (1994), 柴田徳太郎 (1996) を参照されたい。また、この時期の研究については、鈴木圭介編 (1988), 楠井敏朗 (1997) に詳しいサーベイがある。
- 11) 西川純子 (1980), 呉天降 (1980) を参照。この時期の大きな投資信託集団には、クーン・ローブ (Kuhn, Loeb & Co.) を中核とするグループなどがある。また、従来の研究の多くは、銀行組織の理論的な解明や金融資本の内部構造の実証的分析が中心であり、機関投資家の内部組織の形成要因やそのメカニズムの解明は十分になされていない。特に、第二次世界大戦後の金融市場の発展を解明するうえで、国際的な機関投資家相互の取引関係のメカニズムを解明することがまさに必要とされている。
- さらに1920年代には、ユナイテッド・コーポレーション (United Corporation), エバスコ (EBASCO: Electric Bond & Share Co.), インサル (Insull) の三大持株会社によって電力公益事業会社における資本の集中が進み、80%以上の電力生産が持株会社支配体系に組み込まれ、ピラミッド型持株会社が「最高の発展段階」に達したことが指摘されている (西川純子 (1980) 278-281頁)。この他に、当時の電力産業と持株会社機構に関する研究には、小林健一 (1979), 西田博 (1989), 原田善教 (1990), 本田英夫 (1991) 等がある。
- 12) 津守常弘 (1983) 86頁を参照。
- 13) セントラル・グループについては、U.S.SEC (1939a) pp.41,70-72,120, *ibid.* (1939b) pp.92,318-319,438-439, *ibid.*(1940)pp.17,876,887,904-906,961-966,1683-1708,1763-1771,1813-1820, *ibid.*(1942a)pp.1980-1987,1995,2040-2044,2050-2053,2409-2412,2501,2536-2566,2584-2587,2624-2625,2682-2683,2703-2707,2778-2786, *ibid.*(1942b)pp.44-53,199-205,348-351,379, U.S.Committee on Banking and Currency (1940) pp.36,228-230,238-241,265,280, Flynn, J.T. (1930) pp.78-91, Bullock, H. (1959) pp.33-34, Carosso, V.P. (1970) pp.289-290 を参照。
- 14) なお、①から⑤の各投資信託の設立年月は、①1928年10月、②1928年12月、③1929年3月、④1929年7月、⑤1929年8月である。また、②は、1933年4月17日にパシフィック・イースタン・コーポレーション (Pacific Eastern Corporation) に社名を変更している (cf., U.S.SEC (1939a) p.72, *ibid.*(1940) p.92)。
- 15) 当時の投資信託業界では特定の投資会社に資産が集中する傾向があり、1929年の時点では上位5%の投資会社に総資産の約60%が集中していた (cf., U.S.SEC (1940) pp.33-34)。
- 16) Cf., U.S.SEC (1940) p.1686.
- 17) Cf., *ibid.*
- 18) ウィリアムズによるセントラル普通株の保有残高は、1912年の27.5%から、1913年には32.3%, 1922年に63.9%, 1923年に79.2%, 1924年に96.0%, 1928年に97.1%, 1929年に81.5%という推移をたどった (*ibid.* p.1689)。
- 19) 社債償還後のセントラルの資本構成は、額面450万ドルの優先株と、5万4519株 (1株の額面100ドル) の普通株となっていた (*ibid.* p.1687)。
- 20) Cf., *ibid.* pp.1687-1688.

- 21) 1929年までに、セントラルグループはノース・アメリカン普通株残高の26%を保有するようになった (*ibid.* p.1691)。
 - 22) Cf., *ibid.* pp.1688-1689.
 - 23) Cf., *ibid.* p.1689.
 - 24) Cf., *Moody's Manual of Investments, Public Utility Securities* (1925~1934).
 - 25) デイロン・リードは、セントラル・システムの形成期である1921年に、ノース・アメリカンが発行した普通株の引き受けを行っている (cf., U.S.SEC (1942b) pp.46-47)。
 - 26) Cf., U.S.SEC (1942a) pp.2536-2566. 世紀転換期までのゴールドマン・サックスは、商業手形と外国為替のディーリングを中心に業務を展開し、1906年以降、投資銀行業務に積極的に進出していった (cf., *ibid.* pp.2536-2537)。
 - 27) Cf., Flynn, J.T. (1930) pp.78-91, U.S.SEC (1942a) pp.2536-2566.
 - 28) Cf., Flynn, J.T. (1930) pp.82-83.
 - 29) Cf., *ibid.* p.83. なお、セントラル普通株48万770株には、いくらかの現金も加えられて、シェナンドアの株式と交換されていた (*ibid.*).
 - 30) Cf., U.S.SEC (1940) pp.1701-1702.
 - 31) Cf., U.S.SEC (1942a) p.2584.
 - 32) Cf., *ibid.*
 - 33) Cf., U.S.SEC (1940) p.1701.
 - 34) このような相互所有および循環所有が株価に与える影響を排除するための方策が、会計士によって提出され、1929年12月31日に認可された。だが、この方策はその後二度にわたり修正されなければならなかった (cf., *ibid.* pp.1701-1702)。また、1940年投資会社法第20条(c)において、相互に相手方の既発行済証券を3%以上所有する関係がある場合には、その議決権証券の購入を禁止することになった (証券投資信託専門視察団報告書 (1962) 720頁を参照)。
 - 35) 証券取引委員会 (SEC) の調査によれば、このような会社間取引は、(1)他の投資会社 (スポンサー、子会社、関連会社を含む) への現金販売、(2)投資会社同士による証券交換、(3)吸収合併計画に関連した証券交換、(4)投資会社への投資会社証券以外の販売という4つの形態で存在した (cf., U.S.SEC (1942a) p.2794)。
- ピラミッド・システムは、(1)と(2)を中心とした1920年代と、(3)を中心とした1930年代において段階的な差異が生じている。前者では、ゴールドマン・サックスとセントラル・グループが最大の規模を誇り、後者では、ユナイテッド・ファウンダーズ・グループ (United Founders Group), さらにアトラス・グループ (Atlas group) とエクイティ・グループ (Equity group) が最大のシステムを形成していた (cf., U.S.SEC (1942a) pp.2794-2795, *ibid.* (1939b) pp.209-211)。グループ内での架空利益の創出とその実現を行うシステムは、まさに擬制資本の形成において画期的であった。
- 36) Cf., U.S.SEC (1940) pp.1695-1699, 1762-1771, 西田博 (1982)。
 - 37) Cf., U.S.SEC (1940) p.1763.
 - 38) Cf., *ibid.*, p.1764.

- 39) Cf., *ibid.*, pp.1763-1764. なお, 世紀転換期までの優先株は, 物的資産に対応して発行されるという実物的な性格が強調されたが, 証券代位機構をもつ投資信託の発行する優先株は, そのような実体的な規定から乖離していた。転換権の付与は, 優先株に潜在的な普通株としての性格を与えることを意味しており, 優先株の変質をさらに推し進めることになった。
- 40) Cf., *ibid.*, p.1768.
- 41) Cf., *ibid.*, p.1764.
- 42) Cf., *ibid.*, pp.1762-1763. 「優先株主への資産価値を上回るプレミアムの支払い, 持ち分を解約しなかった上位証券保有者のための「補償担保 ("coverage")」の減少をともなった会社資金の支出を必要とした。」 (*ibid.*, p.1763)
- 42) Cf., Veblen, T. (1904) pp.133-147 (邦訳, 106-117頁), 佐合絃一 (1986) 138-143頁
- 44) だが, これらの二種類の株式を連動させた結果, それらの需給関係を人為的に調整することがさらに必要となる。投資信託のファンド・マネージャーは, より精密に両者の発行および流通量を管理し, 自らの望む適切な価格水準を維持させる能力が要求された。証券の請求権を相互に関係づけ, 複雑な連動関係を創りだしたことは, 市場の有機性を強め, 価格上昇の傾向を連続的に伝播させることに大きく貢献した。しかし, そこでは, 複雑に結びついた証券を管理・運営するマネージャーの能力が問題となる。このマネージャーの証券管理能力が金融技術の進歩に十分に対応できなければ, マネジメント・リスクが顕現する。不十分な運用・管理能力しかもたないマネージャーは, 最終的には, 多くの投資家に損害を与えることになる。1920年代の金融市場全体の状況を見ると, 急速な金融技術の革新に対応できなかった市場内部の失敗という側面を強くもつことは否定できない。
- 45) Cf., U.S.SEC (1942a) pp.2167-2174.
- 46) このような事例には, ユナイテッド・ファウンダーズ・コーポレーション・グループ (United Founders Corporation Group) などがある (cf., *ibid.*)。
- 47) Cf., U.S.SEC (1940) pp.1690-1699, 1764. Nascolは, 1924年5月から1928年10月までに, ノース・アメリカン普通株をニューヨーク株式取引所において, 約1億2100万ドル購入し, その購入した株式の90%以上を国中の小口投資家に場外で分売していた (*ibid.*, p.1690)。
- 48) Cf. *ibid.*, p.1690. ただし, この公益事業会社の一株あたりの収益はわずか53%しか上昇していなかった。
- 49) Cf., *ibid.*, p.1764.
- 50) Cf., *ibid.*, p.1763.
- 51) 以上のような相場操縦については, 1934年証券取引所法の第9条と第10条(b)により規制されることになった。また, 同法第16条では, 会社の内部者 (役員, 取締役, 株式の10%超を保有する株主) による当該会社の株式の売買を報告する義務を課している (cf., U.S. House Committee on Energy and Commerce (1993) pp.72-75, 141-142)。
- 52) Cf., U.S.SEC (1940) p.1764.
- 53) Cf., U.S.SEC (1942a) pp.2050-2053.
- 54) なお, 株式配当を考える場合, 株式分割との質的な違いが問題になる。株式分割の場合は, 資本株残高を再分割
- することで株式数を増加させるにすぎないため, 収益とは無関係に規定される。しかし, 株式配当の場合は, 剰余資産を資本に組み替えるという点において, たんなる量的な分割にすぎない株式分割とは質的に区分される。株式配当は, まさに収益が資本還元されるという点に基本的な特徴がある (cf., U.S.SEC (1942a) pp. 2038-2040, 2048-2053, 2381-2395)。この当時, 株式配当と株式分割の区分や, 株式配当と剰余金勘定の関連などをめぐって, 多くの議論が会計学や企業財務の領域で展開されていた。株式配当については, Dewing, A.S.(1953) pp.778-793, Kehl, D.(1941) p.173, Paton, W.A.ed. (1932), Siegel, S.N.(1932), Tucker, J.J.(1986), 金子宏 (1995) 58-60, 189-229頁, 川合一郎(1981) 184-205頁, 細井卓 (1969) 等を参照されたい。
- 55) しかし, 株式配当については, アメリカの連邦所得税における段階的な発展のなかで, その取り扱いに様々な議論が展開された (金子宏 (1995) 189-229頁を参照)。特に, 本稿が分析の対象としている1921年から1936年は, まさに「株式配当の全面的非課税の時代」(同上書, 197頁)であった。
- 56) Cf., U.S.SEC (1942a) p.2040.
- 57) Cf., *ibid.* pp.2050-2053.
- 58) Cf., U.S.SEC (1940) pp.1702-1704, U.S.SEC (1942a) pp.2050-2051.
- 59) Cf., U.S.SEC (1940) p.1703.
- 60) Cf., U.S.SEC (1942a) p.2051.
- 61) 投資信託が, 利子・配当 (インカム・ゲイン) と証券売却益 (キャピタル・ゲイン) を同時に「所得」に組み込む状況については, 三谷進 (1995b) を参照されたい。
- 62) 「North American Company が行った1923年から1932年に至るまことに規則的な10%宛の定期的ストック・ディビデンド政策は, 今日, 自己資本調達論上の特殊問題領域における成功せる一つの典型として高く評価されているものである」(細井卓 (1969) 209頁)。だが, その一方で, ノース・アメリカンの定期的な株式配当政策は, ピラミッド・システム内部における現実の収益と資産の把握を困難にし, その独特な擬制化を進めたのである (cf., U.S.SEC (1940) pp.1702-1703)。この問題をめぐっては, Graham, B. & D. L. Dodd (1934) pp.344-347, Dame, F.L. (1930), Siegel, S.N. (1932), Whitaker, A.C. (1929), Wolff, A. (1928), 細井卓 (1969) 207-211, 221-224頁を参照されたい。
- 63) なお, それ以前の世紀転換期における資本市場では, 「普通株の配当支払いはきわめて不規則であり, そのことは合併企業が水増しされた資本=普通株に対して配当をなすほどの利益を獲得しえなかったことを意味していた」(小林真之 (1992) 324頁)。
- 64) Cf., U.S.SEC (1940) p.1703.
- 65) Cf., *ibid.* 「経常的な配当政策は, 不合理なインフレーションの循環をつくりだす。というのも, 市場価格が高くなればなるほど, 支払われる株式配当の外見上の価値は大きくなり, そのことは次に株式それ自体の市場価格を上昇させることにつながるからである。」(*ibid.*)
- 66) 1927年と1928年の2年間に, セントラルは優先株に約150

- 万ドルの現金配当を支払い, 普通株には約220万ドルの現金配当を支払った。さらに, セントラルは1929年と1930年にも普通株に現金配当を支払っており, その金額のほぼ97%がウィリアムズに流れたのである (cf., *ibid.*)。
- 67) Cf., *ibid.*
- 68) Cf., *ibid.*
- 69) この当時, 株式配当が株主の「所得」になるのかという点をめぐって数多くの議論が展開された。その点については, 細井卓 (1969) 227-250頁, 辻山栄子 (1991), 金子宏 (1995) 42-46, 57-77, 189-229頁などを参照されたい。
- 70) Cf., U.S.SEC (1942a) p.2051.
- 71) Cf., U.S.SEC (1940) p.1704.
- 72) もう少し正確に言えば, 現実の収益を生み出す現実資本としての公益事業現業会社 (ノース・アメリカン子会社群) →公益事業持株会社 (ノース・アメリカン) →管理型投資持株会社 (セントラル) →クローズド・エンド管理型投資会社 (シェナンドア etc.) →投資会社子会社 (ブルー・リッジ) へと展開する。
- 73) その後, ピラミッド・システムそれ自体は, 1940年投資会社法により規制されるようになったが, 第二次大戦後のアメリカ資本市場では, 株式分割・株式配当の規模が急速に増大していくことになった (川合一郎 (1981) 193-199頁を参照)。
- 74) Cf., U.S.SEC (1940) p.17.
- 75) 証券投資信託専門視察団報告書 (1962) 525-527頁を参照。
- 76) 同上書 (1962) 46-47, 528-534, 655-786頁を参照。
- 77) Cf., Graham, B. & D.L.Dodd (1940) p.35ff, 西田博 (1986) 111頁。さらに, E.L.スミスが提唱した「普通株投資理論」では, 株式価格の長期的な上昇傾向を前提にしながら, 債券投資に比較した株式投資の優位性が検証され, 普通株を長期投資の対象として購入する考え方を普及させていた (cf., Smith, E.L.(1924) pp.14ff, 81, Dice, C.A. & W.J.Eiteman(1952) p.232, 平田日出夫 (1973) 92-94頁)。
- 78) Cf., U.S.SEC (1940) pp.1688-1706.
- 79) Cf., U.S.SEC(1966) pp.47-49, 江口行雄 (1961) 168-169頁, 北條裕雄 (1992) 73-75頁。
- 80) Cf., U.S.SEC (1966) pp.47-49, 北條裕雄 (1992) 73-75頁。

引用文献

【欧文文献 (翻訳書を含む)】

- 1) Bonbright, J.C. & G.C. Means (1932), *The Holding Company: Its Public Significance and its Regulation*, reprinted by Augustus M. Kelley Publishers.
- 2) Bullock, H.(1959), *The Story of Investment Companies*, Columbia University Press, New York.
- 3) 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」『証券研究』第56巻)。
- 4) Dame, F.L. (1930), "North America's Dividend Policy", *Barron's Weekly*, June 22.
- 5) Dewing, A. S. (1953), *The Financial Policy of Corporations*, 5th ed., Ronald Press Company, New York.
- 6) Flynn, J.T. (1930), *Investment Trusts Gone Wrong*, New Republic, Inc., New York.
- 7) Graham, B. & D. L. Dodd (1934), *Security Analysis: Principles and Technique*, 1st ed., McGraw-Hill Co., New York.
- 8) Kehl, D.(1941), *Corporate Dividends*, The Ronald Press, New York.
- 9) Moulton, H.G. (1935), *The Formation of Capital*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- 10) Paton, W.A.ed.(1932), *Accountants' Handbook*, 2nd ed. Ronald Press Company, New York.
- 11) Siegel, S.N. (1932), "Stock Dividends", *Harvard Business Review*, Vol.11.No.1, October.
- 12) Tucker, J.J. (1986), *Stock Dividends: Historical, Conceptual and Reporting Perspectives*, University Microfilms International, Michigan.
- 13) 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. GPO, Washington, D. C.
- 14) U.S. House Committee on Energy and Commerce (1993), *Compilation of Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce*, U.S.GPO, Washington, D.C.
- 15) U. S. SEC (1939a), *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 1, U.S. GPO, Washington, D.C.
- 16) U. S. SEC (1939b), *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 2, U.S. GPO, Washington, D.C.
- 17) U. S. SEC (1940), *Investment Trusts and*

- Investment Companies*, Part 3, Chap.1-5, U.S.GPO, Washington, D.C.
- 18) U. S. SEC (1942a), *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 3, Chap.6-7, U.S.GPO, Washington, D.C.
- 19) U. S. SEC (1942b), *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 4&5, U.S. GPO, Washington, D.C.
- 20) U. S. SEC (1966), *Public Policy Implications of Investment Company Growth*, U.S GPO, Washington, D. C.
- 21) Veblen, T. (1904), *The Theory of Business Enterprise*, rep. 1978, Transaction Inc. (小原啓士訳 (1965) 『企業の理論』 勁草書房)
- 22) Whitaker, A.C. (1929), "The Stock Dividend Question", *American Economic Review*, X IX.
- 23) Wolff, A. (1928), "Periodic Rights and Stock Dividends in Theory and in Corporate Practice", *The Annalist*, Friday, June 29.
- Moody's Manual of Investments, Public Utility Securities*
- Moody's Manual of Investments, Banks, Insurance Companies, Investment Trusts, Real Estate Finance and Credit Companies*
- 【日本語文献】
- 1) 江口行雄 (1961) 『投資信託発展史論』ダイヤモンド社
- 2) 金子 宏 (1995) 『所得概念の研究』有斐閣
- 3) 川合一郎 (1981) 『川合一郎著作集 第3巻 株式価格形成の理論』有斐閣
- 4) 楠井敏朗 (1997) 『アメリカ資本主義の発展構造・Ⅱ』日本経済評論社
- 5) 吳天降 (1980) 「両大戦間のアメリカ投資会社に関する一考察—イトン・グループとクリーブランドの銀行の関係をめぐって—」『証券研究』第60巻, 5月
- 6) 吳天降 (1984) 「大恐慌とアメリカ企業金融 (1929~33年) —アメリカ金融資本の再編成と関連して—」『証券研究』第74巻, 10月
- 7) 小林健一 (1979) 「1920年代アメリカ電力産業の資本蓄積と証券発行」『経済学』第40巻第4号
- 8) 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
- 9) 小林真之 (1993) 「1920年代末の株式ブームとアメリカ金融市場(1)(2)」『北海学園大学論集』第41巻第1,2号, 5,9月
- 10) 小林真之 (1994) 「過大資本化と資本の水抜き—1887~1929年のアメリカ産業大企業—」
- 11) 佐合紘一 (1986) 『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』同文館
- 12) 柴田徳太郎 (1996) 『大恐慌と現代資本主義』東洋経済新報社
- 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) 鈴木圭介編 (1988) 『アメリカ経済史Ⅱ—1860年代~1920年代』東京大学出版会
- 15) 佐美光彦 (1994) 『世界大恐慌—1929年恐慌の過程と原因—』
- 16) 辻山栄子 (1991) 『所得概念と会計測定』森山書店
- 17) 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』所収, 中央経済社
- 18) 西川純子 (1980) 『アメリカ企業金融の研究—1920年代を中心として—』東京大学出版会
- 19) 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—ワラントまたはオプションをめぐって—」大阪市立大学『経営研究』第32巻第5号, 1月
- 20) 西田博 (1986) 「1960年代米国の合併運動と合併会計(1)」大阪市立大学『経営研究』第36巻第5, 6合併号, 1月
- 21) 西田博 (1989) 「公益事業持株会社支配機構の構築と企業会計実務」大阪市立大学『経営研究』第40巻第2号, 6月

- 22) 原田善教 (1990) 「持株会社の支配機構—インサール・グループを中心に—」九州大学『経済学研究』第56巻第1, 2合併号, 6月
- 23) 北條裕雄 (1992) 『現代アメリカ資本市場論—構造と役割の歴史的变化—』同文館
- 24) 細井卓 (1969) 『配当政策【第二増補版】』森山書店
- 25) 本田英夫 (1991) 「インサール公益事業集団の中核持株会社 Middle West Utilitiesの1929年における財務再建と株価操作」九州大学『経済学研究』第57巻第3,4合併号, 10月
- 26) 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, 11月
- 27) 三谷進 (1995a) 「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, 5月
- 28) 三谷進 (1995b) 「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—」九州大学大学院経済学会『経済論究』第92号, 7月
- 29) 三谷進 (1997) 「アメリカ投資信託の展開と信用制度—両大戦間期を中心に—」金融学会編『金融経済研究』第11/12号, 3月
- 30) 吉富勝 (1965) 『アメリカの大恐慌』日本評論社 (名城大学講師)