

アメリカ投資信託の制度的基盤の形成

——1940年投資会社法の意義と限界——

三 谷 進

要 旨

両大戦間期のアメリカ投資信託システムにおいては、投資家に対して投資信託のポートフォリオの情報が十分に開示されないままに、一般的流通から証券流通への継続的な資金の流入が行われ、投資信託システムの自律的な膨張が可能になっていた。このような投資信託と一般投資家とのあいだの情報の非対称性は、1930年代以降の投資銀行や投資信託に関するアメリカ議会調査のなかで次第に明らかにされていった。そこでは、投資信託をアメリカ信用制度のなかにいかに組み込んでいくかということが問題にされ、その基本的な原理や原則についての議論が展開されていくことになった。特に、議会に設置されたペコラ委員会や証券取引委員会などの調査を通じて、信用制度および国民経済における投資信託の位置づけがあらためて問い直され、投資信託のもつ証券代位機構が十分に機能できるような制度の確立が進められていったのである。

本稿では、このように投資信託の制度的基盤が整備されるなかで結実した1940年投資会社法の分析を通じて、そこに展開された理念と意義を明らかにする。この投資会社法の成立後、アメリカの投資信託は、貯蓄性資金を着実に吸収し、それを安定的に資本市場へ流入させる基本的な仕組みを制度的に確立することに成功し、世界各国の投資信託のなかで、最大の資産額を達成することができた。このようなアメリカの投資信託の基盤がどのように整備され、その成長を支えた要因がどこにあったのかを十分に検討することがまさに要請されてきているのである。

目 次

- | | |
|----------------------|------------------------|
| I. 課題と視角 | IV. 「導管体」としての投資信託 |
| II. 政府規制の強化と投資会社法の成立 | V. むすびに——投資会社法の意義と限界—— |
| III. 投資会社法の理念と構造 | |
| ——資本市場における投資家保護—— | |

I. 課題と視角

1990年代以降、アメリカの投資信託は、急速にその資産規模を拡大してきたが、その制度的基盤そのものは、1940年の投資会社法の成立によって確立されたと言われている¹⁾。この投資会社法は、「投資家保護」を基本的な理念としており、1960年代から1990年代にかけて若干の修正や補足²⁾を加えながらも、半世紀以上にわたって、投資信託の活動を規制し、その発展を支えてきた³⁾。

このアメリカの投資会社法が1940年に成立した背景には、1920年代の証券子会社を利用して行われた商業銀行の金融操作⁴⁾や、投資銀行と投資信託が構築した擬制的な株式価格形成システム⁵⁾の存在があった。アメリカの信用制度や資本市場に大きな影響を与えた商業銀行や投資銀行の問題点については、ペコラ委員会等の議会調査を通じて次第に明らかにされ、銀行業務と証券業務の分離など金融制度の抜本的な改革の必要性が広く認識されるようになった⁶⁾。特に、その当時、投資家に対して十分な情報を与えずに、様々な株価操作を行った投資信託に関しては、徹底的な調査が行われ、それをもとに投資家に対していかに的確で十分な情報を与えながら、投資家を保護をできるようなシステムの形成が行えるかが議論の焦点になったのである。アメリカの連邦議会では、すでに1920年代から多くの金融機関が行っていた様々な金融操作の実態の解明が進められ、1930年代以降、その本格的な金融規制に乗り出していた。そのなかでも、1934年に発足した証券取引委員会（SEC）は、1935年の公益事業持株会社法第30条の規定に従い、投資信託の活動内容につい

ての詳細な調査を行うことになった。その結果、当時の投資信託の活動内容やその国民経済への影響についてなど、様々な事実が明らかにされ、それまでほとんど州法レベルでの規制に任されていた投資信託に対して、連邦レベルでの規制の必要性が認識されるようになったのである。

このような状況の下で、1930年代のアメリカの投資信託は、一方で、多数の投資信託の吸収・合併を急速に進めながら、他方では、新たな形態の投資信託の構築を進めていた。特に、それまで隆盛を誇っていた管理型クローズド・エンド会社が、大恐慌後の逆レバレッジ効果により急速に収縮していった結果、そのような特性をもたず、最初から運用が固定されていた固定型（fixed）・限定管理型（semi-fixed）投資信託に対して一時的に資金が移動した。これは、ちょうどレバレッジを行うクローズド・エンド会社で占められていた管理型投資会社が、1929年から1930年代にかけて、会社数、証券販売高、総資産ともに減少させていったこととは対照的であった。このように、大恐慌以降、それまで投資信託全体の90%超の証券販売高を占めていたクローズド・エンド管理型投資会社のシェアが減少し、それに代わって1930年と1931年に単位型投資信託のシェアが一時的に拡大した後、さらに、現在のミューチュアル・ファンドの原型でもあるオープン・エンド管理型投資会社へと投資信託の主要な形態は、移行することになった⁷⁾。

このように、投資会社の形態が大きく変化するなかで、1940年8月22日に投資会社法が成立し、それ以降、その基本的な枠組みは変化せず、アメリカの金融システムおよび資本市場に大きな影響力を与え続けてきたのである⁸⁾。

そこで、本稿では、まずⅡ節において、一連の金融・証券関連法案の成立に伴って政府規制が強化されていく過程を概観し、投資会社法が成立してきた経緯を明らかにしていく。次に、Ⅲ節では、1940年に成立した投資会社法の基本的な内容を解説しながら、そこで提示された「投資家保護」の理念と、それに対応して構築された様々な制度上の対策を解明する。さらにⅣ節では、今日に至るまで存続してきた投資会社法の意義について再検討しながら、投資会社を「導管体 (conduits)」として存続させることを意図した理論的背景と、投資会社法の基本的な性格を解明する。特に、投資会社法は、問題発生に応じて対処療法的に制定されてきた性格のゆえに⁹⁾、必ずしも理論的な体系性をもっていないという問題点も指摘されている¹⁰⁾。ただし、投資会社法は、それまで持株会社や投資持株会社に近接した性質を払拭し、純粋に投資を目的とする投資信託の形成を行ううえで非常に重要な意味をもった。それまでの公益事業持株会社と密接な関係をもった投資信託システムから、投資信託の正則的な機能を分離し、それを投資信託の中心的存在として位置づけたことは画期的なことであった。さらに、公益事業会社を基盤とした投資信託システムの形成を抑制することで、それまで主流であったクローズド・エンド会社からオープン・エンド会社へと投資信託の形態も大きく変化していくことになったのである。

Ⅱ. 政府規制の強化と投資会社法の成立

1929年10月の急激な株価下落を契機に発生した大恐慌は、アメリカ国内において、連鎖的な

銀行倒産と各産業部門の生産構造の崩壊をもたらした一方で、それまでの国際的な金融機構をも破綻させ、世界的な大恐慌へと発展していた¹¹⁾。この過程で、アメリカ連邦政府は、1933年に銀行法と証券法を成立させた。特に、1929年の金融恐慌からの回復のためには、有価証券に対する統一的な法律の制定が強く望まれていた¹²⁾。1910年頃より各州において、それぞれ州内の有価証券の販売、発行についての規制の法律 (The Blue Sky Law) があったが、これを統一する法律はなく、イギリス的な「投資家に対する情報の完全な提供」という考え方を中心にしながら制定されたのが証券法である¹³⁾。それ以降も、1934年に証券取引所法、1935年に銀行法と公益事業持株会社法、1939年に信託証券法などの金融規制法案を積極的に成立させていった¹⁴⁾。この一連の金融制度改革の仕上げとして、1940年に投資会社法および投資顧問法が成立し、それまでほとんど政府規制の対象となっていなかった投資信託を、アメリカ金融制度の枠組みに組み込むこととなった¹⁵⁾。

この証券取引所や投資信託に関する連邦政府の調査は、1932年3月2日にアメリカ上院の命令を受けた銀行通貨委員会 (Committee on Banking and Currency) によってまず始められた¹⁶⁾。この調査の結果は、1934年6月16日の銀行通貨委員会のレポートを通じて報告され、投資信託が過去10年のあいだに、アメリカの金融構造にとって必要不可欠な要因となるまでの規模に達したにもかかわらず、それに関する政府規制が欠如していたことが指摘された¹⁷⁾。

そのなかで、1940年投資会社法が制定されたのは、1935年公益事業持株会社法の成立が直接の契機となっていた。その公益事業持株会社法第30項では、証券取引委員会 (SEC) に対し

て、投資信託と投資会社の機能と活動についての調査が命じられており、その結果を議会に報告するように義務づけていた。それに基づいて、SECによる調査が開始され、その結果は、『投資信託と投資会社 (“Investment Trusts and Investment Companies”)』という報告書においてまとめられた。これらは、第1部 (Part 1) から第5部 (Part 5) までからなる全体にわたる報告書と、6つの付録の報告書から構成されていた¹⁸⁾。そこでは、当時の投資信託の全容が詳細に分析され、各報告書の表題は、表1の通りであった。

さらに、報告書の作成と前後する形で、1940年3月14日の第76議会の上院と下院において、投資会社法の議案が同時に提出された。上院では、銀行通貨委員会¹⁹⁾の委員長であるワグナー (Wagner, R. F.) が法案 (S. 3580) を提出し、下院では州際外国通商委員会 (Committee on Interstate and Foreign Commerce)²⁰⁾の委員長であるリー (Lea, C. F.) が法案 (H. R. 8935) を提出していた。しかし、こ

表1 証券取引委員会報告書の構成

第1部「投資会社の性質、分類、起源」
第2部「投資信託と投資会社の統計調査」
第3部「投資信託と投資会社の組織と機能における弊害と欠陥」
第4部「投資会社の産業に対する支配と影響および経済的意義」
第5部「結論と勧告」
付録> 「イギリスの投資信託」
「投資カウンセラー、投資管理、投資監理、投資顧問サービス」
「銀行と信託会社により管理された混合・合同運用信託基金」
「分割投資計画のスポンサーを行う会社」
「固定型・限定管理型投資信託」
「額面分割証券を発行する会社」

〔出所〕 U. S. Securities and Exchange Commission [1946], p. v より作成。

の時点で提出した法案は通過しなかった。

その後、銀行通貨委員会の下に設けられた証券取引小委員会 (Subcommittee on Securities and Exchange) において、1940年4月3日から26日にかけて公聴会が開催され、各業界関係者からの意見聴取が行われた。その後、1940年6月6日に報告書と法案 (S. 4108) がワグナーにより再提出され、議会で可決されることになった。また、下院では、それを承けて、1940年6月12日に、州際外国通商委員会小委員会の委員長であるコール (Cole, W. P.) により議案 (H. R. 10065) が提出され可決された。その後、下院の州際外国通商委員会での公聴会が1940年6月13日から14日にかけて開催され、6月18日には報告書が提出されることになった。

この一連の法案の成立過程において、業界団体と政府機関との駆け引きや、公聴会内部での激しい質疑応答が展開され、投資信託の様々な問題点が明らかにされていった。特に、銀行通貨委員会の下につくられた証券取引小委員会が開催した公聴会では、SECの関係者や、投資信託や投資会社の関係者、会計士等が呼び出され、様々な証言がなされることになった。

このように成立した1940年投資会社法は、53の条文、80の規則 (rules)、14の手続規定 (forms) をもつものであった。その基本的な構成は、資本市場における投資信託の行動を規制し、それを通じて金融システムの安定化を企図したものであった。

Ⅲ. 投資会社法の理念と構造

——資本市場における投資家保護——

投資会社法の基本的な理念は、「投資家保

護」という点にあった。そのため、投資会社法は、以下の諸点を規制することを主眼につくられていた²¹⁾。まず、インサイダーや無責任な人間が自己の利益のために会社を運営して一般投資家に損害を与えるのを防止することにあった。不公平で差別的な条項をもつ証券の発行や、利益や資産価値の計算において不健全で誤解を招くような方法がとられるのを防ぎ、投資家の同意なしに投資会社の性格を変化させることや、過度なレバレッジを行うこと等を防止することを主眼にし、会社やそのスポンサーの完全で正確な情報を公開することを保証していたのである。この1940年に作成された時点での投資会社法の基本的な構成は、表2および表3の通りであった。

投資会社法の成立の経緯については、同法の第1条「調査の結果と政策の宣明」において簡潔にまとめられている。第1条では、1935年公益事業持株会社法第30条の規定に基づいて行われたSECの調査結果から、投資会社が「国家の公益」に及ぼす影響と、その「公益および投資者の利益」が損なわれる状況を明らかにしている。前者の「国家の公益」に及ぼす影響については、第1条a項のなかで5項目にわたって述べられている。そこでは、「郵便ならびに州際商業上の手段および方法を利用して」、投資会社発行証券の「分売および買戻しが継続的に行われ」ており²²⁾、その取引が「国法証券取引所の諸施設」や「合衆国の証券市場において行われる全取引の主

たる部分を占める」²³⁾ものであることがまず指摘されている。次に、投資会社が「州際商業業務に従事する会社の発行する証券に投資」し、それらの会社を「統制もしくは支配し、またはその方針および運営に干渉することが可能である」²⁴⁾ことが指摘されている。さらに、投資会社を「国民貯蓄の主たる部分が国民経済に投資される仲介」²⁵⁾機関であることが明確に位置づけられ、投資会社が資本市場に重大な影響を与える存在であることが指摘されている。

以上のように、第1条「調査の結果と政策の宣明」において、法案作成のためになされた調

表2 1940年投資会社法の内容構成

I	投資会社法の成立に関する経過説明	第1条
II	用語の定義	第2条
III	投資会社の定義、登録	
	①投資会社の定義・分類	第3条～第5条
	②適用除外と未登録会社の扱い	第6条、第7条
	③投資会社の登録	第8条
	④特別関係人と取締役	第9条、第10条
IV	投資会社の諸業務、機能、活動	
	①証券交換	第11条
	②機能と活動	第12条
	③投資方針の変更	第13条
	④資産規模の必要性	第14条
	⑤投資顧問との関係規定	第15条
	⑥取締役会の構成	第16条
	⑦特別関係人との取引関係	第17条
	⑧資本構成、配当 →レバレッジの規制	第18条、第19条
	⑨循環所有関係	第20条
	⑩貸付、分売、償還、買戻し	第21条～第23条
V	証券登録と改組計画	第24条、第25条
VI	その他の投資信託	
	①単位投資信託	第26条
	②定期払込計画	第27条
	③額面証券会社	第28条、第29条
VII	書類作成に関する諸事項	
	①定期報告書	第30条
	②会計、記帳	第31条
	③会計士、監査役	第32条

(出所) U. S. Committee on Interstate and Foreign Commerce [1940], pp. 1-38より作成。

表3 その他の投資会社法の条項

第33条	民事訴訟の解決
第34条	報告書および記録の損傷および偽造
第35条	違法な表示および名称
第36条	信託乱用の禁止
第37条	窃盗および横領
第38条	委員会の規則、準則および命令、委員会の一般的権限
第39条	規則公布の手続き
第40条	委員会の命令公布手続
第41条	委員会の審問
第42条	本章の実施
第43条	裁判所による命令審査
第44条	犯罪および訴訟の管轄
第45条	委員会に提出された報告書
第46条	委員会の年次報告書・委員会の職員
第47条	契約の効力
第48条	他人に対する支配の責任、本章遵守に対する妨害
第49条	罰則
第50条	他の法律との関係
第51条	分離条項
第52条	略称
第53条	施行期日

〔出所〕 U.S. Committee on Interstate and Foreign Commerce [1940], pp. 38-44より作成。

査結果と法案の目的とが述べられた後、第2条で、42項目にわたって各用語の定義がなされている。さらに第3条で、「投資会社」という金融機関の定義がなされ、他の金融機関との違いが述べられてから²⁶⁾、第4条において、(1)額面証券会社 (Face-amount Certificate Company)、(2)単位投資信託 (Unit Investment Trust)、(3)管理会社 (Management Company) という三種類の投資会社の分類が示されている。

以上のように、投資会社の基本的な分類がなされた後に、投資会社の証券投資に関する基本的な規制が提示される。投資会社法第5条b項には、分散投資に関する規定があり²⁷⁾、そこでは、投資会社の総資産価値の少なくとも75%

が、①現金および現金項目 (未収金を含む)、②政府証券、③他の投資会社の証券、④その他の証券で構成されていることを要求している。さらに、「その他の証券」については、証券保有に關しての制限が存在する。まず第一に、投資会社が証券投資を行う場合、1つの企業の証券に対する投資が、投資会社の全資産価値の5%を越えてはならないということがある。これは、投資会社が特定の証券に投資を集中させることを防止し、投資会社のもつ分散投資の理念を制度化したものである。さらに、投資会社が、議決権証券に投資する場合には、その企業が発行した社外議決権証券の10%を越えてはならないとされている。このような規制は、投資会社の企業に対する支配を緩和するものである。しかし、次第に株式所有の分散化が進んでいくと、10%の議決権証券の保有でも筆頭株主になる可能性があり、その意味では、ポートフォリオに組み込んだ企業に対する支配を完全には排除するものにはならない。

なお、それまでの投資信託の擬制資本形成メカニズムは、証券代位という基本的な構造を残しながらも、その他の様々な金融技法については、上記の規制にみられるように、大きく制約されるようになった。特に、投資信託のレバレッジやピラミッド・システムの利用については、その運用に数値的な制限が加えられ、過度な擬制資本の拡張が抑制されるようになった。この投資信託のレバレッジは、一方で、銀行制度からの資金供与、さらに資本市場の証拠金取引とも密接に関連しており、それぞれについて1933年銀行法、1934年証券取引所法によって規制されるようになった。これにより、投資信託それ自体の自己循環的な運動の展開は、安定的に貯蓄性資金を集中するための仕組みへと次第

に変化していくことになった。

また、投資会社法では、投資信託における分散投資と専門家管理の必要性を再確認していた²⁸⁾。だが、分散投資と専門家管理という考え方は、必ずしも同時に成立するものではなく、専門家管理の徹底は、投資の分散ではなく、投資の集中をもたらし、第二次世界大戦後には何らかの投資対象に特化した特定ファンドの形成をもたらすことになった。そのため、このようないくつかの特定ファンドをまとめた投資信託の登場も、その後、促進されることになった。

さらに、投資会社の機能を規定する上で、重要な役割を果たしたのが、投資会社法第12条の規定であった。投資会社法のなかでも、SECによる投資信託に関する詳細な調査・分析の結果を受ける形でできあがったのが、この第12条であった。そこでは、投資会社の具体的な行動を規制し、投資家保護の必要性を強調しながら、「投資会社」とはどのようなものであるかをはっきりと明言したものであった。第12条は、(a)から(g)までの7つの項目から構成されていた。まず、項目(a)では、「委員会が公益または投資者保護上必要または適当であると認めて規定する規則および準則または命令に違反して、登録投資会社がつぎの各号に掲げる行為をなすことは違法である」として、3つの事項を禁止している。その第一が、「取引の清算のために必要な短期借入金をもとに、信用供与(on margin)をうけて証券を購入すること」(第12条a項1号)である。これは、1920年代の投資信託が、5%から10%程度の低い証拠金率を利用して、証券購入を行っていたことに起因していた。1920年代の信用制度のもとでは、商業銀行→ブローカー→顧客という資金供与の機構が構築されており、わずかな証拠金をもと

に大量の証券取引が可能であった。このことは、いわゆる証拠金を利用した「レバレッジ」効果を証券市場全体に浸透させ、証券取引資金の節約を可能にさせたが、急速に株価が下落した局面では、このような証券取引の清算を行うことができなくなった。そのため、1934年の証券取引所法を通じて、この証拠金率の管理を連邦準備制度理事会が行うことになったが、1940年投資会社法では、このような証拠金取引による買付それ自体を禁止したのである。また、これに関連して、投資会社の資本構成を規定した第18条f項では、オープン・エンド会社が複数の上位証券を発行してレバレッジを行うことを禁止している。なお、上位証券の発行を利用したレバレッジを禁止する一方で、資産の3分の1までを借入限度額とした銀行からの借入によってレバレッジを行うことは認めていた²⁹⁾。つまり、資本市場内部での上位証券発行を通じて行っていたレバレッジから、銀行信用を基盤にしたレバレッジに移行させることで、その制度的基盤の整備を意図していた。このように投資信託の資金調達に銀行制度を介在させることで、投資信託の信用基盤の強化を促進したのである。このことは、その後のミューチュアル・ファンドにみられるようなオープン・エンド会社の安定的な発展にも重要な意味をもつことになった。

また、このようにレバレッジの規制を行っていた投資会社法第12条は、同時に、投資信託によるピラミッド・システムの形成を規制することになった。特に、第12条d項では、投資会社およびその支配を受ける会社が、以下の3つの範疇に該当する会社が発行した証券を取得することを違法としたのであった。まず第一に、「ある他の投資会社であって、当該登録投資会

社およびその支配を受ける会社が、すでにまたは当該購入もしくは取得の結果、合計して当該他の投資会社（当該他の投資会社で特定産業または特定の産業グループに対する集中投資を方針とするもの）の発行済議決権株式の5%以上、または（集中投資を方針としないもの）発行済議決権株式の3%以上を所有しまたは所有するにいたる場合において、当該登録投資会社およびその支配を受ける1ないし数個の会社が、当該購入または取得のときに、すでに合計において当該他の投資会社の全発行済議決権株式の25%以上を所有していない場合における、当該他の投資会社」である³⁰⁾。第二が、「保険会社であって、当該登録投資会社およびその支配を受ける会社が、すでにまたは当該購入または取得の結果、合計して当該保険会社の発行済議決権株式の10%以上を所有しまたは所有するにいたる場合において、当該登録投資会社およびその支配を受ける1以上の会社が、当該購入または取得のときに、すでに合計において当該保険会社の全発行済議決権株式の25%以上を所有していない場合における、その保険会社」である³¹⁾。第三に、「ブローカー、ディーラー、引受業務に従事するもの、投資会社の投資顧問または本法第2章の規定に基づいて登録した投資顧問のいずれかに該当する者」である³²⁾。

さらに、第12条e項において、「(1) 当該法人の発行証券（短期証書および銀行貸付を表示する証券をのぞく）がただ一種類の普通株式であり、投資の目的物として、当該投資会社のみに対して第一次的に発行または売却され」、「(2) 当該登録投資会社による当該法人の証券の総取得原価が、その証券の購入または取得のときにおいて、当該登録会社の総資産価値の5%をこえない」で、さらに、「(3) 当該法人の払込資

本総額および剰余金が1億ドルをこえない」ことが要求されていたのである。

以上のように、投資信託の資産内容に関して、初めて連邦レベルでの包括的な規定を与えたのが1940年投資会社法であった。投資会社法では、投資信託がいかなる資産をどの程度保有すべきなのか、さらにそれらの保有状況をどのように投資家に知らせていくのかということをも明らかにすることで、資本市場における投資信託の役割を明確なものにしていったのである。ちょうど、管理通貨制度のもとで「連邦準備制度が真正手形理論から乖離し、連銀信用の基礎に公信用を据えることで、国債は連銀信用の裏づけという形で信用制度の枠内に明確に組みこまれ」、「これによって国債を連銀信用を通じて金融商品、金融資産へと転換するメカニズムが初めて形成された」³³⁾ ことにみられるように、信用制度と擬制資本の新たな関係の構築が、管理通貨制度のもとで着々と進められており、投資信託もまた、新たな信用制度の枠組みのなかに組み込まれていくことになったのである。

このように、投資信託を媒介にして、当時の信用制度と擬制資本の関連を解析していくと、1930年代を通じて新たに形成されてきた管理通貨制度というシステムの内部に、投資信託の機能と役割をどのように位置づけていくのかということが、はっきりと示されているのがわかる。特に、投資信託の資産担保に関する規定は重要であった³⁴⁾。クローズド・エンド会社が上位証券を発行するうえで、上位証券の種類が債務の場合には300%以上の資産担保を必要とし（第18条a項1号）、また、上位証券の種類が株式の場合には200%以上の資産担保が必要とされた（第18条a項2号）。これにより投資信託が行えるレバレッジを規制し、投資信託がも

つ証券代位メカニズムを通じての過度な擬制資本の形成を抑制することが可能になった。さらに、オープン・エンド会社の場合には、上位証券の発行を通じたレバレッジは禁止された。ただし、先ほど述べたように、銀行からの借入れを通じてレバレッジを行う道は残されたことになり、そこでは借入金総額の300%以上の資産担保率を維持することが要求されることになった(第18条f項1号)。

なお、投資会社法第17条f項では、原則として、投資会社の資産を銀行の保管にゆだねなければならないと規定している³⁵⁾。銀行は、投資会社の資産を保管することで、保管料(custodian fee)を受け取る。この保管料は、一般には、純資産価額とのあいだには一定の相関関係をもってはならず、投資会社と銀行の間で結ばれる保管協定(custodian agreement)に基づき、原価主義の原則のもとで決定される。保管料には、名義書換代行手数料、配当支払代理事務手数料を含む場合と、そうでない場合とがあるが、帳簿記帳費や計算費などが含まれている。計算を管理会社が行っている場合は、その計算費用は管理報酬のなかに含まれることになり、ここには含まれていない。また、保管料は、業務内容とコストに対応する形で、個別の折衝で決定され、保管銀行の業務内容に応じて柔軟に変化することになったのである³⁶⁾。

最後に、投資会社法のもとで、収益の分配がどのようになされるのかを確認しておこう³⁷⁾。収益分配については、投資会社法第19条で規定されている。そこでは、分配金の原資について、①繰越純収益(accumulated net income)で、売買損益を含んでいないものであり、また、②当期中の純収益で、売買損益を含んでいないということが原則である。ただし、

原資の内容が明確に示された計算書を添付した場合には、①と②以外の原資も使うことができる³⁸⁾。このように、収益分配金の原資は、投資会社法のもとでは、純収益(net income)から構成されていることが基本的に必要とされ、実現売却益(realized capital gain)からの分配はあくまで特例的な措置となっているのである。

以上のような考え方は、具体的に収益分配金を普通配当金(ordinary dividends)と特別分配金(special distribution)という2つの形態上の区分を生じさせている。普通配当金は、純収益を原資としており、通常、各四半期ごとに計算され、年4回の分配が行われている。なお、規制投資会社(Regulated Investment Company: RIC)として、内国歳入法の下での税法上の特典を受けるためには、純収益の90%以上の分配が行われなければならない。また、ここでの純収益とは、ポートフォリオに組み込んだ証券の利子・配当収入から基本的に構成されており、具体的には、株式配当金、公社債利子、預金利子、その他これらに準ずるものからなっている。このような普通配当金に対して、特別分配金は、純収益以外の収益を分配の原資としており、通常、実現売却益がその中心となっている。また、特別分配金の分配は、年に1回、決算期末かその1ヶ月後位に行われ、その受け取り方法は、現金もしくは株式のどちらかで受け取れるようになっている。株式で特別分配金を受け取るということは、その特別分配金を投資会社に再投資することを意味しているのである。しかし、このように、2つの形態に分離した収益分配金は、ともに定期的な「配当」としてみなされていくようになり、投資信託による新たな擬制資本の形成が進

められていくことになるのである。

IV. 「導管体」としての投資信託

前節までにおいて、投資会社法の成立までの歴史的経緯と、投資会社法において規定された主要な条項および規則について概観してきた。そこで、本節では、さらに投資会社法に内在する理念および基盤となっている理論について考察を進めていく。特に、投資信託を考える場合、投資信託を「導管 (conduit)」と考える「導管理論」が存在しており、その考え方が投資会社法のなかにどのように反映されているかを検討することは、投資会社の理論的性格を分析する上で必要不可欠な作業であると考えられる。この「導管理論」は、投資会社と株主への二重課税を避けるために、内国歳入法上、投資会社を「導管」として把握するというものである。つまり「導管」体としての投資会社は、投資会社法が制定される上での大前提であり³⁹⁾、その理論は、投資会社の存在そのものを大きく規定していた。この「導管理論」によって、戦後の投資会社の基本的な形態が確定されていくことになった。そこでは、投資信託に流れこんでくる資金を、ファンド・マネージャーと呼ばれる投資の専門家が、ポートフォリオ調整によって資金の流出入を管理しながら、投資信託が本来もつとされてきた「専門家管理に基づく分散投資」という機能を純化させていくことになったのである。

なお、以上のような「導管理論」がでてきた背景には、アメリカの投資信託が、原則として株式を発行する会社形態をとっており、一般の会社と同じく法人所得税が課されてしまうということがあった。しかし、投資会社の株主であ

る投資家に配当やキャピタル・ゲイン課税が課されると、二重課税の問題が発生してしまい、それを回避するための措置として、投資信託の形態をはっきりと規定する必要が出てきたのであった。そこにおいて、投資会社が導管体として機能するには、内国歳入法の準則M (subchapter M) で規定されている規制投資会社になる必要があり⁴⁰⁾、そのためには表4の要件を満たす必要があった⁴¹⁾。さらに、この規制投資会社になると、表5のような課税所得上の調整をうけることになった⁴²⁾。

以上のような形で、「導管体」としての性格が投資信託に与えられたことで、投資信託は、キャッシュ・フローの調整機能を果たすようになった。つまり、投資信託は、金融市場への「導管体」として、金融市場が必要とする一定流量の資金を供給し、過剰な資金の流出入を抑制する機能をもつことになった。導管体それ自体の規模が、資金流入の制約条件となって、一定量の資金を調節するパイプの役割をまさに果たすことになったのである。従来、投資信託は、大口の投資対象を分割することで、小口の投資家の投資を可能にさせ、市場の流動性を高めることに寄与していた⁴³⁾。そこでは、投資信託が、証券ポートフォリオから得られた利子・配当をいったん受け取り、その流量を調整してから、投資会社株主に「配当」として移転する。そのときに、キャピタル・ゲインまでが「配当」に組み込まれてしまう効果をもつ。そのため、導管体として、証券市場と投資家を結びながら、証券市場の段階には存在していたインカム・ゲインとキャピタル・ゲインの収益構造の区分が、導管体としての投資信託を経由することで、両者の区別そのものが消え去り、導管から出てくる収益をあたかも定期的な配当と

表4 内国歳入法準則Mによる規制投資会社の規定要件

- A. 内国法人であること。個人持株会社でないこと。
- B. 1940年法の規定にもとづき、証券取引所委員会に管理会社または単位型投資信託として登録しているもの。
- C. 総所得の少なくとも90%は、配当、利子、証券からの利益でなければならない。
- D. 所有期間3ヶ月以下の有価証券の売却上から生じた所得が、その課税年度の総所得の30%以下であること。
- E. その年度の純収益 (its net income) の90%以上を分配しなければならない。この場合にキャピタル・ゲインを源泉とするものはのぞかれる。
- F. その年度の各四半期末において
 - a. その総資産の少なくとも50%が現金、現金項目 (cash items)、政府公債、他の規制投資会社発行証券およびその他の証券で構成されていること。その他の証券は1発行者の発行する証券には総資産の5%以内、当該発行者の議決権付株式総額の10%以内の制限。
 - b. その総資産の25%以上が、ある1会社または同一、もしくは同系統の営業に従事する2もしくはそれ以上の関係会社に投資されていないこと。

〔出所〕証券投資信託専門視察団報告書 [1962], 519-520頁より作成。

表5 規制投資会社における課税所得上の調整

- a. 純短期キャピタル・ロスをこえる純長期キャピタル・ゲインの金額——控除
- b. 繰越損失金の控除——否認
- c. 受取配当所得控除85%——否認
- d. 支払配当金 (キャピタル・ゲインからの支払配当をのぞく) ——控除

〔出所〕証券投資信託専門視察団報告書 [1962], 520頁。

みなすような構造がつくりだされていく。それは、投資信託が、証券の利子・配当収入を投資家に分配するだけでなく、証券売却による実現過程を通じて、キャピタル・ゲインが投資信託の段階で析出してくるために、その分配も行わなければならないという二重の役割を投資信託が担わされていることに起因していたのであった。また、このような構造をつくりだすことを可能にしたのは、投資信託が分散投資を行うことで、各証券ごとに発生するキャピタル・ゲインとキャピタル・ロスの相殺を図り、キャピタル・ゲインの平準化を行うことで、キャピタル

・ゲインの定期的な流れをつくることを可能としたためであった⁴⁴⁾。

導管体として、単なるパイプの役割を果たしているにすぎないようにみえた投資信託が、実は、その独特な機能を発揮していたのであり、それはインカム・ゲインとキャピタル・ゲインを一体化させるような擬制を行うことで、新たな擬制資本の形成を進めていったのである。このような投資信託の擬制化は、第二次世界大戦後の経済構造とも合致することになり、投資信託は、新たな資本主義の動態を補完していくことになったのである。

以上のように、投資会社法のもとで投資信託を「導管体」に転換させることによ

り、資本市場への円滑な資金移転が可能となり、このことは、大衆資本主義 (people's capitalism) や資本市場の機関化現象という形で、支配的要素を排除し、純粋に個々の投資家の代理人として投資に従事する機関を形成していくことに貢献していくことになったのである。

V. むすびに

——投資会社法の意義と限界——

1920年代に急速な成長を遂げたクローズド・エンド管理型投資会社では、一定期間、投資家への資金の払い戻しを行わなくてもよく、投資信託内部に資金を滞留させることが可能であった。さらに、クローズド・エンド管理型投資会社は、複数資本構成によるレバレッジが可能であったため、1920年代の株価上昇期には良好なパフォーマンスをもたらすことができたが、いったん株価が下落すると逆レバレッジ効果に

よる急速な株価下落にみまわれることになった。そのため、投資家の資金は、1930年から1931年にかけて、ポートフォリオ証券の組み替えを原則的に認めない単位型投資信託にシフトした。この単位型投資信託は、固定型 (fixed) と限定管理型 (semi-fixed) に区分されており、前者では、増資・減資、株式の性格変化、合併・改組などのやむをえない場合以外は、資金運用は最初から固定されており、後者では、あらかじめポートフォリオを組む際に、予備投資銘柄表を作成しておき、ポートフォリオ証券に問題があった場合 (例えば、組み入れ株式の清算がなされる場合とか、1年以上の欠配が発生していたり、値下がりが確定的、もしくは値上がりしすぎているなどの場合) には、その表をもとにあらためてポートフォリオを組み直すことを認めていた⁴⁵⁾。このような単位型投資信託は、資産運用に関する管理費用を節約できるが、逆に資金の機動的・弾力的な運用を行うことが不可能となる。そのため、様々に変化する経済環境のもとでは、資金の効率的な利用が困難となり、安定的ではあるが低い収益性に甘んじなければならなかった。

このようななかで、両大戦間期のアメリカ投資信託は、ほとんど法的規制を受けることなく自由な運動を展開することが可能であったが、その結果、独自のピラミッド・システムの形成など、独特な資金集中運動を推進し、多くの個人投資家に損害を与え、金融システムをも大きく動揺させることになった。

そういった事態をうけて成立した投資会社法は、ニューディール政策が進められるなかで、証券市場における資本の自由な運動を規制していくことになった⁴⁶⁾。投資会社法は、両大戦間期に行われていた投資信託のレバレッジやピラ

ミッド・システムの形成を抑制することに大きく貢献することになった。しかし、投資会社法にみられる投資信託の規制構造は、「問題対応的」で「機能的」な性格のために、様々な問題を露呈することになった。特に、1940年投資会社法の成立後、投資会社と投資顧問の関係および、投資顧問の報酬などをめぐって多くの議論が行われ、1970年には投資会社法の改正が行われるようになった⁴⁷⁾。さらに、第二次世界大戦後、国際的な資本移動が活発に行われるにつれて、その限界もはっきりとした形であらわれてきた。投資会社法は、あくまでもアメリカ国内の投資信託を対象としており、国際的な投資信託の活動を規制することはできなかった。また、100人未満の投資信託は、SECに登録することを免除されており、このような投資信託が少数の富裕層の資金を機動的に運用し、金融市場に様々な影響を及ぼしている活動内容を規制することはできなかったのである⁴⁸⁾。

このように投資会社法は、その成立後の様々な金融環境の変化のなかで、その基本理念を生かす形で条文の修正を進めざるをえなかった。また、アメリカの投資信託は「導管」としての存在意義を投資会社法において与えられたが、その後の投資会社の展開を概観すると、投資信託が自らを単なる「導管」の範囲に限定することが必ずしもできず、投資会社法の規定は、1980年代に新たな金融技術として登場した仕組み金融 (structured finance)⁴⁹⁾ に対しても、さらなる対応を迫られることになったのである⁵⁰⁾。仕組み金融により、新たなキャッシュ・フロー・パターンが構築され、それをもとに証券が発行されるという金融技術は、擬制資本の論理の展開を考察するうえでも非常に重要であった。様々なキャッシュ・フロー・パターン

を金融機関間の取引関係によって形成することで、擬制資本の量的・質的な拡張を進めていく。それを通じて、ますます現実資本蓄積に対する貨幣資本蓄積の増加の比率が上昇していくことになる。このような仕組み金融の構造は、すでに1920年代から1930年代に投資信託によって構築されていたピラミッド・システムにその原型をみることができたのである⁵¹⁾。また、1997年の証券規制法の改正において、投資信託の国際化の流れのなかで、100人未満の投資家に限定されていたヘッジ・ファンドの規制も緩和されていくことになったのである⁵²⁾。

注

- 1) アメリカの投資会社法については、U.S. Securities and Exchange Commission [1992], Frankel, T. [1978], 神田秀樹 [1992, 1995], 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 等を参照されたい。なお、本稿で取り扱っている投資会社法の条項は、1940年の成立当初のものであり、それ以降、修正・補足された現行のものは異なっていることに注意されたい。また、神田秀樹 [1992] は、投資会社法の特徴について、①証券取引委員会 (SEC) に対するファンドの事前登録、②取締役会や株主総会を中心とした運営機構の存在 (ファンドの運営については取締役会が義務と責任を負い、投資顧問業者への運用委託契約等の重要事項については毎年取締役会が承認し直し、取締役の選任やファンドのタイプの変更などの基本的事項は株主総会が決定) ③立法直前に生じた各種の不祥事の再発を防止するための実体的な規制の存在 (a)ピラミディングの禁止、(b)利益相反取引の禁止、(c)レバレッジの規制、(d)報酬・手数料の規制、(e)販売行為の規制) を指摘している (同上書、216頁)。ただし、「実務では、規制の一部または全部について個別事例ごとに SEC から適用除外を認めてもらう途があり、かなり活用されている」が、「この分野の規制は投資会社法制定以来今日に至るまで、基本的にうまく機能してきたと理解されており、以上のような規制構造が将来大きく変化する可能性はない」 (同上書、216頁) と述べている。
- 2) Cf., U.S. Committee on Banking and Currency [1969], SEC Release No. IC-22597, International Series No. 1071, File No. S 7-30-96. 1996年の改正では、第3条 c 項 1号が変更され、新たに第3条 c 項 7号がつけ加えられた。
- 3) 投資会社法の近年の動向として、SEC 投資管理局スタッフにより「1992年報告書」(U.S. Securities and Exchange Commission [1992]) が提出され、そこに1990年代に至る投資会社法の全面見直しの検討が行わ

れることになった。その背景として、①証券化 (セキュリティゼーション) の進展と、投資会社法による規制との関連、②株主総会の開催などにみられるような投資会社のガバナンス規制におけるコストの問題、③アメリカにおける外国投資信託の販売の問題、④私募投資信託規制の改善の問題、⑤SEC による適用除外手続の迅速化が指摘されているが、「公表された報告書においては、比較的保守的な結論がとられており、このことは、過去50年間投資会社法のもとでこの分野はうまくやってきたという事実を確認する形となっている」(神田秀樹 [1995] 149頁)。

- 4) Cf., Peach, W. N. [1941].
- 5) Cf., U.S. Committee on Banking and Currency [1932-1934], U.S. Securities and Exchange Commission [1939-1946], 三谷進 [1995, 1997a, 1997b, 1999].
- 6) 銀行業務と証券業務の分離については、川口恭弘 [1989], 西川純子・松井和夫 [1989] 179-197頁, 坂本正 [1997] 3-244頁等を参照されたい。
- 7) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 125頁を参照。
- 8) 投資会社法の成立から1990年代までの経過については、証券投資信託専門視察団報告書 [1962], U.S. Securities and Exchange Commission [1992] を参照されたい。
- 9) 「米国の規制は問題が生じたときにそれを解決するという態度でできており、…対処しようとした問題に即した規制構造になっている」(神田秀樹 [1992] 216-217頁)。
- 10) 例えば、投資会社法の規制が国内に限定されていることや、FDIC (連邦預金保険公社) 等の政府機関による保証が欠如しているなどの問題点が存在している。
- 11) アメリカで発生した恐慌が、国際的な恐慌に展開していく過程については、吉富勝 [1965], 平田喜彦 [1969], 佐美光彦 [1994], 柴田徳太郎 [1996] 等を参照されたい。
- 12) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 525頁を参照。
- 13) 「この法律の目的は2つに要約される。その第1は、一般大衆投資家に対する証券の売出にさいして、証券に関する財務上の真実を完全に提供することである。その第2は、証券の販売にさいして誤解、不正、詐欺等の行為を禁止するところにある」(同上書、525頁)。
- 14) この金融制度改革については、証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 523-529頁, 西川純子・松井和夫 [1989] 179-197頁を参照されたい。
- 15) 「1940年投資会社法が、1933年連邦証券法や1934年連邦証券取引所法と大きく異なる点は、投資会社法では発行会社の内部的・統治機構についても実体的な規定がおかれていることである。通常の事業会社においては、原則として会社の内部的・統治機構に関する事項は、全て州の会社法の領域である」(落合誠一編著 [1996] 9-10頁)。
- 16) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission [1940], *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 3, Chap. 1-5, p. 47.

- 17) Cf., U.S. Committee on Banking and Currency [1934] pp. 1-2, 333.
- 18) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission [1939-1946]. これらの報告書は、第1部と第2部が1939年に公表されてから、それ以降、第3部の第I篇から第VI篇が1940年に、第3部の第VII篇が1941年に、第4部と第5部が1942年にそれぞれ刊行され、さらに、第二次世界大戦後の1946年には索引要覧が公開されることになった。また、付録につけられた6つの報告書は、1939年6月から1940年3月までに順次、刊行され、イギリスの投資信託や、額面分割証券や固定型・限定管理型投資信託など様々な形態の投資信託についての分析を行い、本篇の補足をするという構造になっていた。
- 19) Cf., U.S. Committee on Banking and Currency [1940]. なお、この時期の銀行通貨委員会のメンバーは、ワグナーを委員長とし、その他に19名の委員で構成されていた。さらに「投資信託と投資会社」に関する公聴会を行った証券取引小委員会 (Subcommittee on Securities and Exchange) は、ワグナーを委員長とし、その他の委員は、銀行通貨委員会のメンバーのうちの10名から構成されていた。そのなかには、グラス (Glass, C.), マロニー (Maloney, F. T.), タウンゼント (Townsend, J. G., Jr.), タフト (Taft, R. A.) といった議員らがあり、彼らにより、連日、関係者の意見聴取が進められたのであった。
- 20) Cf., U.S. Committee on Interstate and Foreign Commerce [1940]. 州際外国通商委員会は、リーを委員長とし、その他に24名の委員で構成されていた。「投資信託と投資会社」の公聴会を行った小委員会は、コールを委員長として、その他にボーレン (Boren, L. H.), オトゥール (O'toole, D. L.), ウォルバートン (Wolverton, C. A.), リース (Reece, B. C.) の4名で構成されていた。
- 21) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission [1992] x vii.
- 22) Cf., Investment Company Act of 1940, Sec.1.(a) (1).
- 23) Cf., Investment Company Act of 1940, Sec.1.(a) (2).
- 24) Cf., Investment Company Act of 1940, Sec.1.(a) (3).
- 25) Cf., Investment Company Act of 1940, Sec.1.(a) (4).
- 26) 投資会社法第3条は、a項、b項、c項の3項目で構成され、a項において「投資会社」の定義が行われ、b項とc項では「投資会社」には含まれない発行者および金融機関を規定している。この第3条a項における投資会社の規定とは以下の通りである。「(1)主として証券の投資、再投資もしくは取引の業務に従事もしくはその業務に従事しているとみなされ、またはそれに従事しようとする者、(2)分割払型額面証券の発行業務に従事もしくは従事しようとする者、または従前当該業務に従事したことがあかつ当該発行済証券を有する者、(3)証券の投資、再投資、所有、保有もしくは取引の業務に従事しまたは従事しようとする者で、当該発行者自身の資産総額 (政府証券および現金項目をのぞく) の40パーセント以上の価値を有する投資証券を現に所有しまたは取得しようとする者」である (なお、投資会社法の邦訳については、証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 655-764頁の翻訳に従っており、以下の投資会社法の訳語についても同様である)。
- 27) 第5条a項で、管理会社をクローズド・エンド会社とオープン・エンド会社に区分するさいの基準が示されており、また同時に、第5条b項で、分散会社と非分散会社の区分を示しながら、「分散」ということが、「その総資産価値の少なくとも75%が、現金および現金項目 (未収金を含む)、政府証券、他の投資会社の証券ならびにこの計算上一発行者につき当該管理会社の全資産価値の5%をこえず、かつ当該発行者の発行済議決権証券の10%をこえないように限定されるその他の証券により構成されている」ことである旨を明示している。
- 28) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 278-288頁を参照。
- 29) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 172頁を参照。投資会社法第18条f項1号では以下のように規定されている。「登録オープン・エンド会社がなんらかの種類の上位証券を発行し、またはみずから発行する上位証券を売却することは違法である。ただし当該登録会社は、銀行からの借入れをなすことを許される。この場合は借入れ直後において、当該登録会社の借入金総額の300パーセント以上の資産担保率を維持することを要し、当該資産担保率が300パーセントに満たない場合には、3日以内 (日曜および休日を含まない) または委員会が規則および準則をもって定める期間内に、その資産担保率が300パーセント以上に達するまで借入金額を減少しなければならない。」
- 30) ただし、「(A)配当として受領した証券または第11条の規定に基づいて承認された交換の申し出での結果もしくは会社の改組計画 (前記諸規定の適用を回避するために意図された計画をのぞく) の結果受領した証券」および、「(B)定期払込計画証券発行の根拠となる信託契約の条項にしたがい、当該証券に対する払込金で購入される証券」は除外されている。
- 31) ただし、「配当として受領した証券または会社の改組計画 (前記諸規定の適用を回避するために意図された計画をのぞく) の結果受領した証券」は除外されていた。
- 32) ただし、「(A)法人であって、その全発行済証券 (短期証券および銀行貸付を表示する証券ならびに取締役の資格株 (qualifying shares) をのぞく) が1ないし数個の登録投資会社により現に所有され、または当該取得の結果所有されるにいたるもの」および、「(B)主として、他者の発行する証券の引受、分売もしくは顧客に対する証券の販売または当該業務もしくはこれに関連する1以上の業務に従事し、その総収入を主として当該業務または関連業務により得ているもの」は除外されていた。
- 33) 坂本正 [1997] 206頁を参照。
- 34) なお、「発行者の債務を表示する一種類の上位証券に対する『資産担保率 (Asset Coverage)』とは、発行

者の債務を表示する上位証券の総額に対し、資産価値から上位証券によって表示されていない一切の負債を差し引いたものの比率をいう。株式たる上位証券に対する『資産担保率』とは、発行者の債務を表示する上位証券の総額に株式たる上位証券の優先清算価値の総額を加えたものに対し、発行者の総資産価値から上位証券によって表示されていない一切の負債を差し引いたものの比率を意味する。株式たる上位証券の優先清算価値とは、当該株式の所有者が清算に際し、下位証券の所有者に優先して取得しうる金額を意味するものとみなされる」(第18条h項)。

- 35) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 325頁を参照。
- 36) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 329頁を参照。
- 37) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 335頁を参照。
- 38) その説明書の具体的な書式については、規則270.19-1において規定されている(証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 718-720頁を参照)。
- 39) 「なお、被規制投資会社が導管理論(conduit theory)により非課税であることは、本法〔投資会社法——引用者〕の実質的な大前提である」(日本証券経済研究所 [1992] 4頁)。
- 40) 「投資会社法(1940年)の制定とその施行は、SECと協会を通じて協力した業界との共同の努力の結果であった。そして、米国財務省との協力によって、それまで投資会社の株主に二重課税を避けるために適用されていた「補足Qの導管理論」(Conduit Theory of Supplement Q)を1942年にクローズド・エンド投資会社にも適用することになり、この導管理論は1954年内国歳入法のM項(Sub-chapter M of the 1954 Internal Revenue Code)として整備規定されることになった」(証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 541-542頁)。
- 41) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 519-520頁を参照。
- 42) このようにして調整された所得に対して、一般の法人所得税が課せられる。そこでは、純短期キャピタル・ロスをかこえる純長期キャピタル・ゲインの金額からその部分からの支払配当金を控除した金額に対し25%の税率が適用され、規制投資会社の税金が決定されている。特に、そこでは実現益のみが計上されており、未実現益は配当の対象にも、課税の対象にもならない。その1つの要因として、未実現益を課税の対象としてしまうと、投資信託はそれを実現するために、ポートフォリオ証券の売却を行うことが要求されることになり、安定的な投資運用を行うことが困難になってしまうことが考えられたのである(証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 520頁を参照)。
- 43) 「投資会社普通株は、『梔子の原理』により高い利回りが期待されたため、小口投資家により好んで購入され、投資会社はその資金を主にニューヨーク市場における普通株の購入に振り向けている。その意味で投資会社は小口資金を大口資金に転化させるとともに、カーブ・地方市場からニューヨーク市場に資金を移転させるという二重の役割を果たしている。投資会社はニューヨーク市場における一流銘柄に集中投資をしており、このプー

ムの最後の局面では最大の株式購入主体として機能している」(小林真之 [1998] 197頁)。

- 44) それでは、「導管体」としての投資信託において、キャピタル・ゲインはどのように取り扱われる必要があるのだろうか。金融市場の定常的な存在を前提にすると、キャピタル・ゲインの発生は「非経常的・一時的」ではなくなってしまう。キャピタル・ゲインが「非経常的・一時的」とみなす理論的背景は、貨幣ヴェール観に包まれた古典派的な思考様式が存在する。その理論的枠組みのもとでは、キャピタル・ゲインは、個々の証券の売り手と買い手が存在するなかで、一方がキャピタル・ゲインを得れば、他方はキャピタル・ロスが生じることになり、キャピタル・ゲインとキャピタル・ロスは、マクロ的には相殺され、それは「経常的な」存在としてはあらわれてこないことになる。しかし、単なる資金仲介の場であったはずの金融市場が、それ自体、利子生み資本の運動の場として独自の存在意義をもつことで、その世界は全く逆転してしまう。現実資本の運動と切り離された世界での利子生み資本それ自体の自己循環的な運動は、キャピタル・ゲインそのものの自己増殖的な運動を可能にしていくのである。多くの投資家による複雑な取引関係のもとで、キャピタル・ゲインがキャピタル・ゲインを連鎖的に発生させ、その存在の場としての金融市場がますます拡大していくのである。

なお、最近の日本においても、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの経常性をめぐって議論がなされている。例えば、非経常的・一時的なゲインやロスに関する規定の整備に関しては、以下のような指摘がある。「これから『投資信託税制らしい枠組み』の確立を目指すためには、株式投資などに対する税制と同じように、投資信託税制も経常的なインカム・ゲインと一時的なキャピタル・ゲインやキャピタル・ロスとを、明確に区分する必要がある。そして、それらをすべて包括した所得課税の対象にするのか、それともキャピタル・ゲインなどに限っては、特殊な資産課税として別扱いにするのかなど、全体としての租税体系についての整備が必要と思われる」(田邊昇 [1995] 186-187頁)。

- 45) 証券投資信託専門視察団報告書 [1962] 124頁を参照。
- 46) 江口行雄 [1961] 132-134頁を参照。「それらは、ニュー・ディール政策の一環として行われたものだけに、根本的には従来のような自由放任主義の是正の意味を強く含んでいたのである」(同上書, 133頁)。
- 47) 「結局、1940年の投資会社法は、過度の管理報酬から投資大衆を保護するのに成功しなかった」(落合誠一編著 [1996] 32頁)。
- 48) その他に、投資会社法では、投資会社のグループ化や、運用資産の集中を抑制することはできず、その後の投資信託の資産運用の集中化がもたらされることになった。
- 49) SECが1992年に出版した『投資家保護(Protecting Investors)』という報告書の第1章「投資会社法のもとでの仕組み金融の取扱い」において、「仕組み金融とは、多くの場合、非流動的な金融資産をプールし、資本市場証券(capital market instruments)に転換する

金融技術のことである」(cf., U.S. Securities and Exchange Commission [1992] p. 1)と説明されている。

- 50) Cf., U.S. Securities and Exchange Commission [1992] pp. 1-101.
- 51) ピラミッド・システムについては、三谷進 [1997b, 1999] を参照されたい。
- 52) 1998年10月のロング・ターム・キャピタル・マネジメント (Long Term Capital Management: LTCM) の破綻の際に、金融システムを大きく動揺させる可能性を示し、それらを規制する必要性が世界各国の金融当局において認識されてきている。また、投資信託は、投資会社法によってレバレッジを規制されることになったが、資本市場における上位証券の発行から、銀行信用に置き替えることが制度的に可能であったため、LTCMの破綻の際には、多くの商業銀行がこのヘッジ・ファンドに対して、証券担保貸付をもとにしたレバレッジを行っていたのであった。

引用文献

- 江口行雄 [1961], 『投資信託発展史論』, ダイアモンド社。
- 落合誠一編著 [1996], 『比較投資信託法制研究』, 有斐閣。
- 川口恭弘 [1989], 『米国金融規制法の研究—銀行・証券分離規制の発展—』, 東洋経済新報社。
- 神田秀樹 [1992], 「アメリカにおける証券投資信託規制—販売チャネル, 投資形態, 外国投資信託規制を中心として—」財団法人資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について』, 資本市場研究会。
- [1995], 「証券投資信託の法的側面」『フィナンシャル・レビュー』第36号, 大蔵省財政金融研究所, 11月。
- 小林真之 [1998], 『株式恐慌とアメリカ証券市場—両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊—』, 北海道大学図書刊行会。
- 坂本 正 [1997], 『金融革新の源流』, 文眞堂。
- 柴田徳太郎 [1996], 『大恐慌と現代資本主義』, 東洋経済新報社。
- 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。
- 佐美光彦 [1994], 『世界大恐慌—1929年恐慌の過程と原因—』, 御茶の水書房。
- 田邊 昇 [1995], 「投資信託の税制」『フィナンシャル・レビュー』第36号, 大蔵省財政金融研究所, 11月。
- 西川純子・松井和夫 [1989], 『アメリカ金融史—建国から1980年代まで—』, 有斐閣選書。
- 日本証券経済研究所 [1992], 『外国証券関係法令集・アメリカIV (改訂版)』, 日本証券経済研究所。
- 平田喜彦 [1969], 『アメリカの銀行恐慌1929~33年—その過程と原因分析—』, 御茶の水書房。
- 三谷 進 [1995], 「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—」『経済論究』第92号, 九州大学大学院, 7月。
- [1997a], 「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。
- [1997b], 「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—」『証券経済研究』第9号, 日本証券経済研究所, 9月。
- [1999] 「アメリカ投資信託とピラミッド・システム」『証券経済学会年報』第34号, 5月。
- 吉富 勝 [1965], 『アメリカの大恐慌』, 日本評論社。
- Frankel, T. [1978], *The Regulation of Money Managers*, Little, Brown and Company, Boston.
- Peach, W. N. [1941], *The Security Affiliates of National Banks*, The Johns Hopkins Press, Baltimore.
- U.S. Committee on Banking and Currency [1932-1934], U.S. Senate, *Stock Exchange Practices*, 72nd Congress, 1st & 2nd Session; 73rd Congress, 1st & 2nd Session, U.S. GPO, Washington, D.C.

—— [1940], U.S. Senate, *Hearings before a subcommittee of the Committee*, 76th Congress, 3rd session on S. 3580, Part 1, U.S. GPO, Washington, D.C.

—— [1969], U.S. Senate, *Investment Company Amendments Act of 1969, Hearings before the committee on Banking and Currency*, 91st Congress, 1st session on S. 34 & S.296, U.S. GPO, Washington, D.C.

U.S. Committee on Interstate and Foreign Commerce [1940], U.S. House of Representatives, *Hearings before a subcommittee of the Committee*, 76th Congress,

3rd session on H.R.10065, U.S. GPO, Washington, D.C.

U.S. Securities and Exchange Commission [1939-1946], *Investment Trusts and Investment Companies*, U.S. GPO, Washington, D.C.

—— [1992], *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, U.S. GPO, Washington, D.C.

SEC Release

Investment Company Act of 1940

(名城大学商学部助教授)