

三谷 進著

『アメリカ投資信託の形成と展開』

(日本評論社, 2001年3月)

三 和 裕美子

Ⅰ. はじめに

今日、G7諸国の金融資産はGDPに対して約8倍にも上っている。1970年の同比率は約4倍であったことと比べると、この間金融部門の肥大化が急速に進んできたことが分かる。1998年現在におけるアメリカ機関投資家（投資信託、保険会社、年金基金）の資産額は対GDP比176%であったが、投資信託の同比率は60%と年金基金について大きい。アメリカ投資信託は、1990年代には資産額で20%の成長を遂げており、保険会社の9%、年金基金の14%と比べて高く、1990年の成長率が高かったことを示している。また、同期間におけるG7諸国の機関投資家の資産額の伸び率は8%～13%であったことと比較すると、アメリカ投資信託は国際的にも最も成長している機関投資家だといえる。今日の先進資本主義諸国においては金融資産の累積現象が起き、金融流通の肥大化が実体経済に及ぼす影響は大きくなっており、投資主体としての機関投資家の影響力は無視できない¹⁾。

本書は、金融資産が累積し肥大化しているという今日的な問題を、投資信託の金融技術の解析を行うことにより、その発生段階における内

部的形成要因の解明を試みたものである。筆者のそもその問題意識は、信用理論体系における擬制資本の解明という点にあり、投資信託という金融技術によってもたらされた擬制資本のあらたな形態が解明されている。

Ⅱ. 本書の構成

本書が分析対象としているのは、証券の分散投資と専門家による管理を目的として設立されたアメリカの投資信託であり、アメリカ投資信託が一産業として地位を確立した両大戦間期から、その制度的基盤を次第に整備していく1960年代までの期間に焦点があてられている。1920年代の株式ブーム時に登場した投資信託は、レバレッジという特殊な証券代位構造をもち、そしてピラミッド・システムという技術を用いることにより、株式価格の上昇をもたらした。本書は、当時の投資信託の証券代位構造が擬制資本の形成にいかに関与し、それがどのようにしてピラミッド・システムという複雑な投資信託機構をつくりだしていくかを詳細に解明している。

本書は3編9章から構成されている。まず第Ⅰ編「アメリカ投資信託の基本的性格」第1章

では、アメリカにおいて投資信託が生成していく制度的基盤が考察され、証券をもとに証券を発行する「証券代位」という投資信託の基本的メカニズムが明らかにされている。さらに第2章では、アメリカ投資信託の生成と発展の歴史的経緯から投資信託のもつ二面的性格—資本形成と金融肥大化の要因—が分析されている。第Ⅱ編「両大戦間期のアメリカ投資信託」は本書の核となる部分である。第3章では、投資信託のレバレッジの分析に重点をおきながら、投資信託を通じてアメリカの擬制資本の形成がどのような変化を遂げていったのかが解析され、第4章では、投資信託と信用制度の關係に着目し、投資信託がアメリカの資本蓄積に果たした役割が明らかにされている。第5章では、1920年代に形成された投資信託のピラミッド・システムの構造が具体的に分析されている。第6章では、1920年代から1930年代にかけて、アメリカ金融システムと資本市場が大きく変化するなかで、投資信託のピラミッド・システムがどのような構造上の変化を遂げていくかが解析されている。次に、第Ⅲ編「アメリカ投資信託の規制と新たな展開」第7章では、1940年代以降のアメリカ投資信託の制度的な基盤を形成した投資会社法の分析がなされ、投資信託の発展における投資会社法の意義と限界が解明されている。第8章では1950年代から1960年代にかけてのアメリカ投資信託の国際的展開が明らかにされている。最後に終章では、擬制資本と信用制度の理論的関連に着目しながら、商業銀行と投資信託との關係について考察されている。

以下では本書の論点の中心となる投資信託の基本的な性格と位置付けられている「証券代位」機能、レバレッジ、ピラミッド・システム、そして投資信託と信用制度との関連に焦点をあて、

その内容を紹介する。

Ⅲ. アメリカ投資信託の基本的性格

第Ⅰ編ではアメリカ投資信託の基本的性格が明らかにされているが、イギリス投資信託と比較し、どのような点がアメリカ投資信託の特徴であったのかが解明されている。また、なぜそのような特徴をもった投資信託が成長してきたのかが詳細に分析されている。

そもそも投資信託は、資本蓄積の進展したイギリスで生まれてきたが、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。この管理と分散投資をおこなう仲介機関として投資信託が必要とされた。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付けていたことが影響し、投資信託においても、収益性の追求と同時に資産の安全管理が求められた。2つの運用原則がイギリス投資信託の特徴を表すものとして紹介されている。1つは「資本＝資産構成比率の原則」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、運用する証券の種類の比率を同程度にして管理する方法である。イギリスの場合には、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対3で均衡していた。イギリス投資信託のもう一方の特徴は、「準備金積み立て原則」である。これは、受益者配分は当期の経常所得（利子・配当）のみから行い、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。この2つの原則が、その後の恐慌期のイギリス投資信託の倒産を防止し、投資信託は産業として基

盤を確立していった。

イギリスで形成された投資信託は、両大戦間期になりアメリカに本格的に導入された。とくにアメリカでは、資産運用を自由に行える株式会社形態の投資信託が多く設立された。このような形態の投資信託は管理型投資会社とよばれている。この時期のアメリカ投資信託は、資本市場における小口資金集中という機能により、産業資本の発展に一定の貢献を果すという資本形成の役割を担っていた。しかし、イギリスで確立され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。その理由として、アメリカでは信託概念に法人概念が結合されたこと、統一的な会社法や信託法がなかったこと、また当時のアメリカ会計制度のもとでは利益剰余金と資本剰余金の区分が曖昧であり、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインが同じ勘定で取り扱われ、両者が同時に「所得」として扱われていたことがあげられている。

このような制度的基盤のもとで、アメリカ投資信託は主として投資銀行によって設立されていった。そして、「証券代位」という投資信託独特の機能を通して証券の量的かつ質的な水増しを幾重にも推し進める役割を果していた。「証券代位」とは、投資信託がそのポートフォリオで、ある会社の株式を保有し、自らも株式を発行し、投資信託会社の株式を別の投資信託が保有することにより、請求権が幾重にも発行されることを意味している。このような「証券代位」のメカニズムを基礎に、当時の投資信託はレバレッジとその原理をシステムに内在させたピラミッドといわれる構造をもち、1920年代の株式価格を押し上げていった。

IV. 投資信託のレバレッジとピラミッド・システム

第Ⅱ編「両大戦間期のアメリカ投資信託」では、レバレッジとピラミッド・システムという金融技術を基に、アメリカ投資信託が擬制資本の形成構造に与えた影響が明らかにされている。

当時の投資信託は、買戻し請求権のないクローズド・エンド型が主流であり、その中でも複数種類の証券発行を認めるレバレッジ投資会社がほとんどであった。レバレッジ投資会社の資金調達は、上位証券（社債、優先株）と下位証券（普通株）で行われたため、投資信託が高い収益を上げれば、上位証券の固定請求権をのぞいた収益はすべて普通株が獲得できた。投資信託の超過収益部分は、普通株の収益力として現われた。この超過収益部分がキャピタル・ゲインである。未実現のキャピタル・ゲインの増加は、普通株の潜在的な収益力を上昇させ、その結果、証券価格全体の上昇期には、普通株の期待収益率は高まり、流通市場での価格は上昇した。さらに投資信託特有の「証券代位」機能により、投資信託は価格上昇の見込める投資信託の下位証券に投資を行った。投資信託の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った。このような投資信託のレバレッジ機能により、1920年代の株式流通市場の価格上昇がもたらされ、不安定性が増大した。

当時の投資信託のレバレッジは、独特な所有者構造を背景としていた。上位証券は一般大衆が購入し、スポンサーである投資銀行は普通株を無償で取得した。それゆえ、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った。投資銀行は優先株を一般投資家に販売する一方で、価格の上昇した手持ちの普通株を株式市場で売却していた。この普通株の価格の上昇にひきつられて株式市場への資金流入がさらに進められた。レバレッジは、継続的に資金が流入するという仕組みのなかで行われたが、その流入をさらに拡張する効果をもっていた。これを通じて株価はさらに上昇することが可能となり、その価格上昇を基盤にした投資信託の期待収益率は高まることになった。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、さらに別の投資信託の証券発行へと展開していく。このレバレッジの展開過程において、証券価格は実体経済から乖離したものになるのである。

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活用することが要請される。同一の投資信託で継続的に上位証券を発行すると、上位証券比率が著しく高くなり、投資家の心理に不安を与える。そこで考え出されたのが、ピラミッド・システムである。投資信託のスポンサーである投資銀行は、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・補強を行おうとしたのである。ピラミッド・システムは、持株会社のもつ支配技術を利用し、相互の投資信託の間での証券保有関係、クロス・ホールディングやサーキュラー・オーナーシップを形成する形態であるが、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株価形成が人為的になされていた。

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。このようなシステムの拡大は投資銀行を中心に進められていった。一般投資家は、産業資本の収益から乖離した投資信託の収益力の人為的形成過程についての情報を得ることができない状況で株式投資を行っていたのである。

V. 投資信託と信用制度

筆者の擬制資本論は川合一郎の理論に依拠しているが、川合一郎は、株式会社と信用制度との関連について次のように説明している。生産力の発展による所要前貸資金量の増大は、狭隘な個人所有の枠と衝突する。これの一応の解決策として既存の資本の結合・集中が必要となる。資本結合による使用総資本の増大は、具体的には自己資本の利潤率を高めようとする機能資本家の衝動と、債権の安全を確保しようとする貨幣資本家側の行動とをバランスさせるような姿をとってのみ進行している。これが株式会社（出資の受入）と信用制度（借入）の関係の基礎である。そして、利潤配当が借入利子に擬制され、資本還元された姿が流通市場の株式価格として現われる²⁾。

株式会社は内外の競争に勝ち残ってゆくために、生産力を拡大しなければならない。生産力の増加は、絶えず資本量の増大を必要とし、そのために企業経営者は配当性向を低くし、社内留保部分を増大させる。これを次の投資という観点からみれば、自己金融の増大ということになる。これは究極的には生産力の増加によって要求される所要資本量の絶えざる要求である。これに応えるためには株式会社内部で「所有と支配の分離」がおき、一般株主の無機能化が進

んでいることが一定条件として必要になる。このような株主の無機能化の条件は、第一次大戦中から戦後にかけて急速に進行しはじめた株主数の増大、株式の分散、株式の大衆化によって用意されてきた。

1920年代以降、大企業の資金調達 は 自己金融の比重が高くなった。この結果、投下資本は継続的に増大しているにも関わらず、発行株数は比例して増えないから相対的に過小になっていく（株式資本の過小資本化傾向）から、一株あたり利益は押し上げられていく。このような傾向を示した企業は優良企業であったから、市場での評価も高く（リスクプレミアムが低い）、利益の増大に伴って株価も押し上げられていくことになった。これが川合の「成長株の理論」である³⁾。

川合は株式会社の内部メカニズムから株式価格形成の理論を導いたが、本書においては、形成された擬制資本を保有し、自らも証券発行をレバレッジという技術を用いて行い株式価格を上昇させていった投資信託のメカニズム、さらにこのようなメカニズムは、ピラミッド・システムという金融技術を用いて人為的に強められていったことが明らかにされた。投資信託の基盤とする収益力の源泉はキャピタル・ゲインにあり、これが定期的な収益であり、キャピタル・ゲインが資本還元された価格が投資信託の理論価格として考えられてきた。投資信託の「証券代位」機能により、実体経済を担う産業資本の収益力を資本還元した価格と投資信託の価格との間に乖離が生じるが、レバレッジやピラミッド・システムといった人為的な金融技術によってさらにその乖離は大きくなり、投資信託の価格は独自の展開を示すことになった。

これまでの擬制資本論では、資本還元される

対象は、あくまでも定期的な利子と配当収入に限定されており、キャピタル・ゲインは一時的な所得として資本還元の対象としては理論的には考えられなかった。しかし投資信託の金融技術は、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作りだした。このような新たな擬制資本は、信用制度および資本蓄積の新たな構造のもとでのみ存在可能であり、1920年代のまさに従来とはことなる不均衡の累積現象のなかで形成された。そしてこの不均衡の累積現象は、それ以前の循環的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及ぼした。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、さらに金融デリバティブ市場の拡張にまで作用している。

このようなアメリカ投資信託の金融技術は1940年投資会社法によって規制されることになるが、第二次世界大戦後には、オフショア・ファンドのような海外で設立された投資信託が、アメリカ国内の規制を回避しながら、アメリカ国内の投資信託をポートフォリオに組み込み、ファンド・オブ・ファンドという投資信託システムを構築していった。また国内的には、買戻し請求権付の投資信託であるミューチュアル・ファンドの成長により、大量の貯蓄性資金が資本市場へ集中し、いくつかのファンドを一つの投資顧問会社のもとで管理をするファンド複合体と呼ばれる仕組みのもとで資本市場に資金が滞留するシステムが作り出された。

VI. 本書の意義

従来の機関投資家に関する研究は、資本形成のための貯蓄動員としての役割の解明や金融仲介機関による金融資産累積の量的な解析が中心であった。本書の意義は、これまで十分に展開されてこなかった金融資産の累積による金融的流通肥大化の内部形成要因を、投資信託の内部構造分析を通じて解明した点にある。本書が対象としているのは1920年代から1960年代までであるが、金融的流通肥大化はまさに今日的な問題でもあり、資本市場における機関投資家の役割を考える上で本書が解明した内部形成要因は示唆に富んでいる。

機関投資家の役割は第一に資本形成である。株式会社の大規模化が零細な資本まで必要とし、株主の分散化を促進した。生産力の発展を期待する株式会社の要求は、投資信託の登場によって満たされた。次にさらに零細な資本である労働者の年金までも資本形成にとりこむ仕組みが生み出された。1950年代に設立された確定給付型年金は当初から株式投資を積極的に行い、1980年代に台頭してきた確定拠出型年金(401(k)プラン)は自社株投資や投資信託を通して株式を購入している。現在ではアメリカの発行済み株式総数の約3分の2が年金基金や投資信託などの機関投資家によって保有されており、アメリカ人の退職後の所得が資本形成のための資金として利用されている状況である。

一旦分散した株式所有が再び年金基金や投資信託などの機関投資家に集中してきた。しかし、1980年代の後半以降明らかになったことは、大規模な機関投資家はその資産の運用を外部委託し、直接的管理をしていない傾向にあることで

ある。さらに、今日の複雑な金融商品の氾濫によって金融流通は肥大化し、管理不能状況が起る可能性が指摘された。1980年代のM&Aブーム時には、年金基金の資金がLBO関連ファンドに投資されていた。当時のアメリカでは、「金融資産の所有と支配・管理の分離」が起こっていると懸念され、議会で問題にされた。こうした状況が憂慮され、機関投資家には「責任ある投資家」としての役割が期待されている⁴⁾。

アメリカにおいては、機関投資家の資本形成と金融部門の肥大化に作用する性質について、1970年代以降議会などで議論されてきた。1980年代以降は、後者の問題が顕在化し、資本市場やコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響が懸念されてきた。コーポレート・アカウントビリティ・システムのなかで機関投資家に対し新たな役割が求められているのである⁵⁾。

このように、今日大きな問題となっている金融流通肥大化の問題を、投資信託生成の段階に遡り解明した点、すなわち「証券代位」により、いわば金融資産(請求権)創造ともいえる機能を果し、投資信託の内部構造メカニズム—レバレッジとピラミッド・システムを解明し株式価格の形成に及ぼした影響を解明した点において、本書の貢献は大きく機関投資家研究において重要な専門書である。

最後に若干の問題点と疑問点について述べる。レバレッジによる過小資本化によって一株当たり利益率は押し上げられ、株価の上昇をもたらすことは説明ができるが、キャピタル・ゲインを収益として資本還元して理論価格を導く際に、投資家はどのようにキャピタル・ゲインを予測すればよいのであろうか。本書の分析により、新たな擬制資本の形態が明らかにされたが、複雑なピラミッド・システムを形成する投資信託

の価格形成のメカニズムをどのように考えたらよいのであろうか。

次に、本書においては分析の中心となる管理型投資信託のレバレッジ型の内部構造メカニズムに関しては、非常に精緻な分析が行われているのに比べ、後半のミューチュアル・ファンドの内部構造分析に関する分析については疑問が残る。ミューチュアル・ファンドの特徴として、キャピタル・ゲインの「配当化」の進展があげられているが、このことが株式価格の形成にどのような影響を及ぼしたのかという点である。

この時期には一般に「株価の二極化現象」が起きていたとされ、投資信託が積極的に投資を行った銘柄は成長株と呼ばれ人気を集めたが、それ以外の銘柄は低迷していた。キャピタル・ゲインの「配当化」によるパフォーマンス競争

の結果ということで説明されるのか、あるいはミューチュアル・ファンドにおいても株価を押し上げる金融技術が存在していたのであろうか。

今日的な金融流通肥大化のメカニズムの解明とともに筆者の今後の研究に期待したい。

注

- 1) Philip E. Davis, and Benn Steil, *Institutional Investor*, 2001, pp.3-12.
- 2) 川合一郎, 『川合一郎著作集 第二巻 資本と信用』, 1981, 有斐閣。
- 3) 川合一郎, 『川合一郎著作集 第三巻 株式価格形成の理論』, 1981, 有斐閣。
- 4) *The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance, Takeovers, and the Capital Market*, Hearing before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate, 101st Congress 1st Session on the Role of the Institutional Investors in Corporate Governance and Capital Market, Oct. 3, 1989, pp.1-3.
- 5) 三和裕美子, 『アメリカにおける機関投資家の議決権行使』, 『証券アナリストジャーナル』, 2002, 日本証券アナリスト協会, 55-60頁。

(明治大学 助教授)