

タイトル	両大戦間期のアメリカ投資信託
著者	小林, 真之; KOBAYASHI, Masayuki
引用	季刊北海学園大学経済論集, 60(4): 1-21
発行日	2013-03-30

《論説》

両大戦間期のアメリカ投資信託

小 林 真 之

- I. はじめに
- II. 投資会社とスポンサー
 - 1. 投資会社の成長
 - 2. 投資会社のスポンサー
- III. 投資会社の資金調達と証券市場
 - 1. 投資会社の資金調達
 - (1) 証券売却の目的
 - (2) 発行証券の種類
 - 2. 投資会社と証券市場
 - (1) 投資会社と「非上場取引特権」
 - (2) 投資会社と株式保有の分散化
- IV. 投資会社の証券投資
 - 1. 投資証券の多様化
 - 2. 投資証券の産業別構成
 - 3. ポートフォリオの均質化
- V. むすびに

I. はじめに

1920年代末のアメリカ株式ブームはたんに金融市場の領域における現象としての位置づけにとどまらず、経済の多様な領域にかかわる現象としてこれまでに注目されてきた。株式ブームに関わってこれまでに提起されてきた主要な論点としては、第一に株式ブームは世界各国からアメリカへ大量の資金流入をもたらすことで世界恐慌勃発の契機となったとする資本輸出入の観点からする議論¹⁾、第

二に株式ブームは株式取引のための資金（非生産的用途）を吸引することで産業用の投資資金（生産的用途）を奪ったとする議論（資金拘束論争²⁾、第三に株式ブームの抑制と関わって中央銀行金融政策と株式市場の関係をめぐる議論³⁾などが従来展開されてきた。

また株式ブームそれ自体に関する議論も活発に行われてきた。とりわけ1920年代末の株式ブーム・崩壊が過去のアメリカが経験してきた株式ブーム・崩壊と区別される特徴は何であったのか、という歴史的視点からの検討が重要であろう。1903年恐慌は一般に「リッチマン・パニック」と呼称されるように、第一次大戦前のアメリカ証券市場における主要プレイヤーは大口資産を保有する投資家からなっていた⁴⁾。しかし20年代後半の

については、W. A. Lewis, *Economic Survey* 1919-1939, London, 1949；石崎昭彦、森恒夫、馬場宏二訳『世界経済論』新評論、1969年；安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資』東京大学出版会、1984年、を参照。

2) 資金拘束論争に関しては、拙著『株式恐慌とアメリカ証券市場』北海道大学図書刊行会、1998年、第5章、補論1、を参照。

3) 金融政策と株式市場の関係について次の文献を参照；C. O. Hardy, *Credit Policies of the Federal Reserve System*, The Brookings Institution, Washington DC, 1932, Chapter VII-VIII;

4) R. Sobel, *The Big Board-A History of the New York Stock Market*, 1965, Free Press, NY；安川七郎訳『ウォール街二百年』東洋経済新報社、1970年、260～262頁

1) 株式ブームがアメリカによる対外投資を減少させ、世界恐慌へ展開する原因となったとする見解

証券市場ではそうした職業的な大口投資家に加えて、多数の中小投資家が市場に参入してきており、そのことは株主数の増加として反映されていた。

株式分割による投資単位の小口化などと並んで、この時期の投資の「大衆化」に寄与したのは投資信託の普及であった。投資信託は証券発行を通じて集めた小口資金を大口資金に転化させ、その資金を運用することで分散投資を実現するために設立された金融仲介の機関であった。だが両大戦間期のアメリカ投資信託はこのような「証券代位」の役割を果たすだけでなく、企業支配を確保する目的でも使用され（支配のピラミッド・システム）、さらにレバレッジ（槌子の原理）を効かせることで株価の異常な騰落を招く要因ともなっていった⁵⁾。ガルブレイスは投資信託のレバレッジに関して次のように述べている。

「ある投資信託においては、普通株のある手持高を多少とも集中的に買い入れるために、普通株ばかりでなく社債、優先株を発行することによって、槌子が行われた。このようにして買い入れた普通株の価額が騰貴するばあいには……、その投資信託の社債や優先株の価値は、たいして影響を受けなかった。これらの証券類は一定の収益から引き出される固定した価値をもっていた。手持ち証券の価額騰貴から生ずる収益の大部分、もしくはすべては、その結果として、驚くほど騰貴したその投資信託の普通株に集中した。」⁶⁾

5) 三谷氏はこの時期のアメリカ投資信託を「資金集中の領域を一般流通にまで拡張させた」とする側面と、「将来の収益力という考え方を積極的に資本市場に導入し、レバレッジやピラミッド・システムという技法を用いた株価形成を行った」という側面の2つを指摘している（三谷進『アメリカ投資信託の形成と展開』日本評論社、2001年、88～89頁）

6) J. K. Galbraith, *The Great Crash 1929*, ; 小原敬士訳『大恐慌』徳間書店、1971年、122～23頁

投資信託は資金の供給および需要の両側面から証券市場に大きなインパクトを与えることで、20年代末の株式ブームとその崩壊過程を演出する主要なプレイヤーとなったのである。

また投資信託は金融制度論の関わりでも注目すべき位置を占めている。アメリカ金融制度のなかでは、商業銀行が決済業務と預貸業務を担う金融機関として主要な地位を占めており、相互貯蓄銀行・貯蓄貸付組合が貯蓄金融機関として補助的な地位を占めていた。貯蓄を預金として集積するそうした金融機関以外に、保険として資金を集積する保険会社（生命・損害）も機関投資家として金融市場において有力な地歩を占めるようになっていた。これらの金融機関を証券市場との関連でいえば、いずれの金融機関も確定利子付き証券である国債・社債のような債券市場と深く関わっていたものの、株式市場との関係は疎遠であったといえる。商業銀行・貯蓄金融機関のいずれも株式投資を規制されており、生命保険会社が優先株への投資を認められたのはようやく1928年になってからであった⁷⁾。したがって従来普通株投資を主要資産としていたのは損害保険会社のみであった。このような金融状況において、投資信託は普通株投資を通じて金融市場に関わる機関投資家として注目を集めるようになってきたのである。

以上のような両大戦間期に投資信託のおかれた経済的背景をふまえながら、本稿では20年代末に急成長した投資信託について「証券代位」機関としてはたした一般的役割とともに、後に1940年投資信託法として連邦規制をうけることになった投資信託がこの時期にはたした特殊な役割という2つの側面を念頭におきながら考察を進めることにした

7) L. D. Jones, *Investment Policies of Life Insurance Companies*, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, 1938, Chap II, p.79

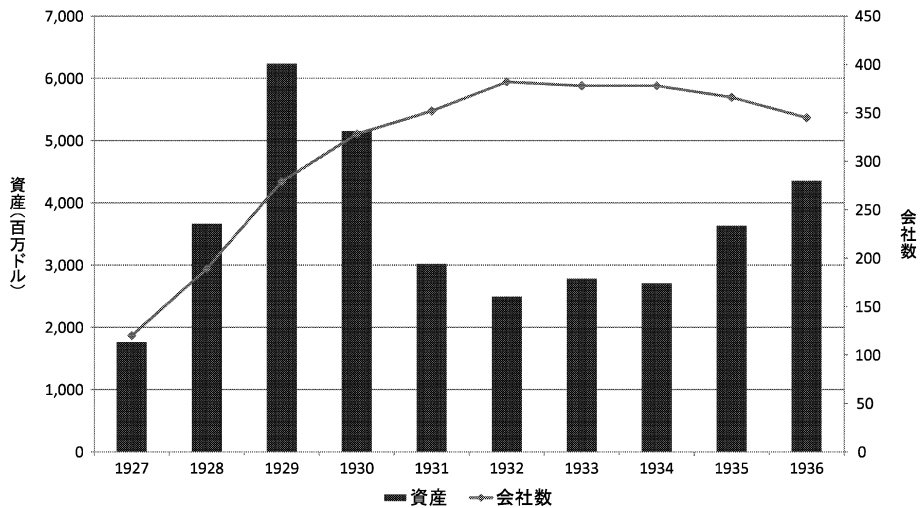


図1. 投資会社の推移

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, pp.112-114

い。投資信託は資産・自己資本というバランス・シートの両側面で普通株と関わるため、このことは投資信託と普通株式市場の関係を1929年株式恐慌という時代背景のもとに検証することを意味する。本稿の主要な課題は両大戦間期における投資信託の発展に焦点をあて、投資信託の資産運用と資金調達の実態を解明することであり、30年代における投資信託業界再編成の予備的考察をすることである。

II. 投資会社とスポンサー

1. 投資会社の成長

アメリカにおいて投資信託が注目を集めるようになったのは1920年代の後半のことである。投資信託は金融市場から資金を集め、その資金を運用することにより受益者に対して利益を還元する機関投資家としての役割をはたすものであり、資産運用者には高い受託者責任が課せられる。アメリカでは投資信託の多くが会社形式をとるため、投資会社とも呼ばれ、資金の調達および資金の運用の両面で証券市場と深い関わりをもつこととなる。

投資会社が機関投資家として金融市場で一定の地歩を占めるようになったのは、まさに20年代末の株式ブームの時期と重なっており、株式の需給両面に影響を与えることを通じて、投資会社は株式ブームの受益者であると同時に、株式ブームを一層加速させる演出者としての役割をはたすことになる。

投資会社の成長過程を図1によりながら見よう。まず投資会社の会社数は1927年(120社)から32年(382社)まで3.2倍の増加を示している。ピークは32年に迎えているとはいえ、28年(+69社)、29年(+90社)の2年間で増加数の6割を占めており、投資会社設立ブームは28~29年に頂点を迎えていたと言っているであろう。32年以降は会社設立数は純減に転じており、36年(345社)まで10%の減少を示している。次に資産額の推移をみれば、資産額は27年(1,763百万ドル)から29年(6,235百万ドル)まで3.5倍に増加していたが、そのピークから32年(2,491百万ドル)まで6割の減少を示している。資産額の変動は会社数の増減とともに、証券市場における株価変動を反映しており、36年(4,349百万ドル)までに再び

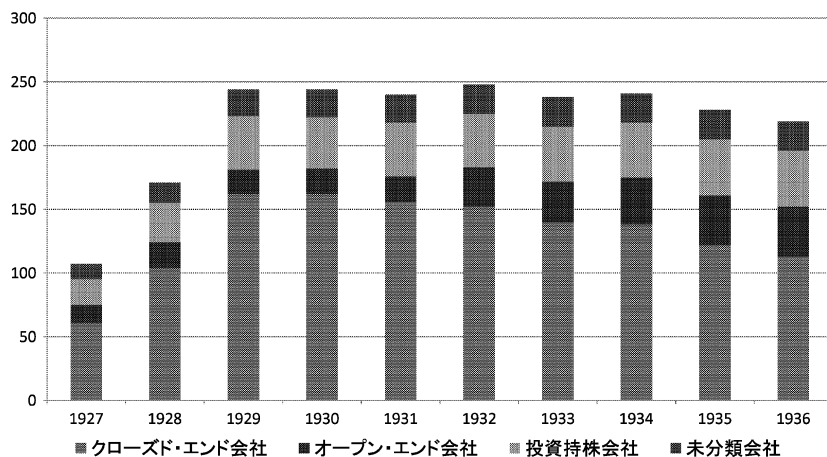


図2. 管理型投資会社の推移 会社数

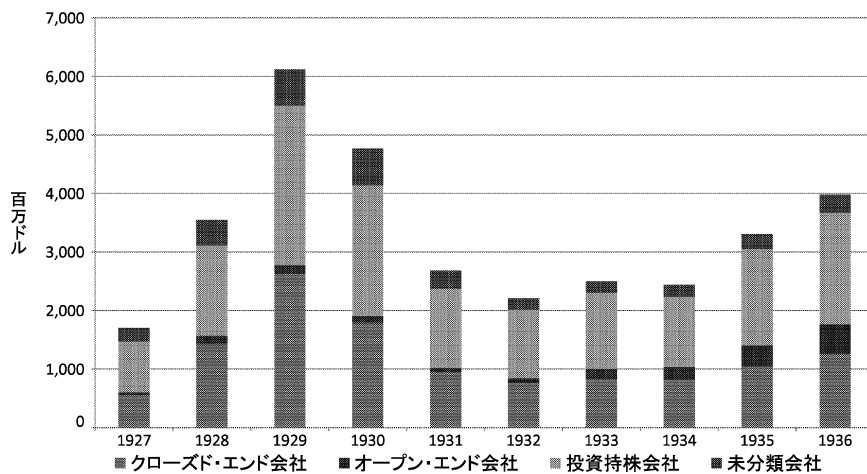


図2. 管理型投資会社の推移 資産

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, pp.112-114

1.7 倍に増加していた。

投資信託のタイプを分類すれば、管理型投資会社およびその他の投資信託（固定・半固定型投資信託，定期投資プラン，額面証書会社，共通信託基金）となるが，この時期の投資信託の大部分は圧倒的に管理型投資会社により占められていた⁸⁾。1929 年時点の管理型

投資会社の比率を見れば，会社数で 84%（244 社），資産額で 98%（6,119 百万ドル）の比率を占めており，会社経営者に投資証券の売買入替の自由裁量権を付与している「管理型」として投資信託が運営されていた⁹⁾。

管理型投資会社をさらに細分化すれば，クローズド・エンド型会社・オープンエンド型会社・未分類会社に区分される（図 2）。ク

8) 投資信託の分類に関しては，U. S. Securities and Exchange Commission, *Report of the Study of Investment Trusts and Investment Companies*, Part. One, Chapter II を参照。

9) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.30

ローズド・エンド型において株主は投資会社に対してその償還を求めることができないため、出資金の流動性は取引所あるいは店頭市場における売買可能性に依存する形式をとる。これに対しオープン・エンド型では投資会社が自己株式の買手、売手となって出資金の流動性を保証するため、株式の公開市場を特に必要としない。投資会社は投資家の求めに応じて純資産価値の比例的部分（償還価格あるいは発行価格）で株式を売却・償還することになる。

29年にはクローズド・エンド型が会社数で83.6%、資産額で87.7%を占めており、オープン・エンド型（会社数=7.8%、資産額で2.3%）のシェアは無視しうる規模といえる。クローズド・エンド型はさらに投資の多様性を重視する一般投資会社と支配目的に少数の特定証券に投資する投資持株会社に分類される。一般投資会社は会社数で66.4%（162社）を占めていたものの、資産額では投資持株会社が一般投資会社を上回っており、一般投資会社（43%）と投資持株会社（44.7%）はほぼ互角の状況にあった。

2. 投資会社のスポンサー

投資会社を創設する人（会社）は「スポンサー」と呼ばれ、スポンサーは受益証券の発行・売却、基本証券の預託、証券の管理を行う。スポンサーは株式を購入することで当該投資会社に利害関係を持つ投資家のエージェンシーとして誠実に行動する義務を負っているが、スポンサーの本来業務に関わる利害と一般投資家の利害が対立する場合が往々にして生じてくる。

そこで投資持株会社を除いて、管理型投資会社のスポンサーの出自についてみることにしよう。スポンサーを出自別に会社数および資産額で分類したのが図3である。会社数で見ると、最大のスポンサーは証券ブローカー・ディーラー（65社）であり、次いで投

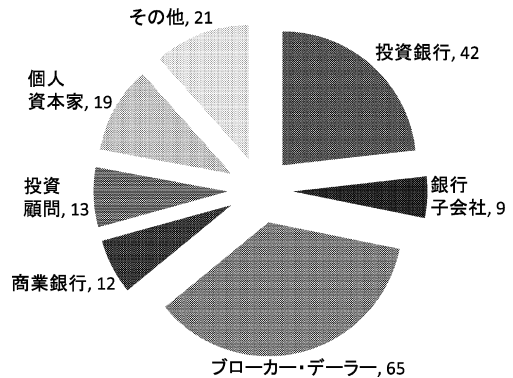


図3. 管理型投資会社のスポンサー 会社数

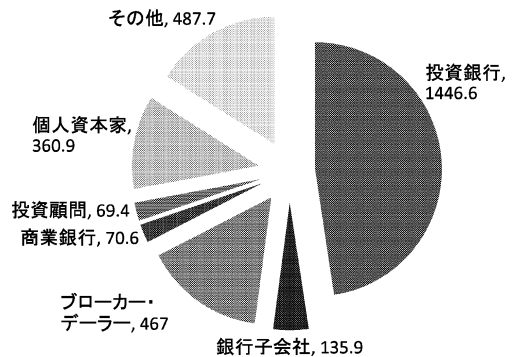


図3. 管理型投資会社のスポンサー 資産額(百万ドル)
 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.124

資銀行（42社）、個人資本家（19社）となっている。証券ブローカー・ディーラー、投資銀行、銀行系証券子会社、投資顧問を証券系として一括すれば、証券系スポンサーが全体の71.3%を占めており、これらのスポンサーが親会社の利害と株主の利害のいずれを重視するかにより、利益相反問題が生じてくることになる。

次にスポンサーを資産額で見れば、投資銀行が最大のシェア（47.6%）を占めており、以下証券ブローカー・ディーラー（15.3%）、個人資本家（11.9%）の順位となる。このことはスポンサーの企業規模が投資会社の資産に反映されていると考えることができ、1投資会社あたりの資産では、投資銀行（34.4

百万ドル), 個人資本家 (19 百万ドル), 銀行系証券子会社 (15.1 百万ドル), 証券ブローカー・デラー (7.18 百万ドル) となる。つまり証券ブローカー・デラーは会社数で最大のグループであったとはいえ, 比較的中小規模の企業が多かったことを示しており, その点では投資銀行・銀行系証券子会社とは対照的であったといえる。

他方では同じ管理型投資会社とはいえ, 投資持株会社は当初より企業の支配を主要目的として特定産業の特定銘柄に集中的に投資している。このタイプの投資会社は会社数では 42 社にすぎなかったが, 資産額は 2,733.9 百万ドルに及んでおり, 1 社平均では 65.1 百万ドルとなる (表 1)。これを一般投資会社の平均資産額 (16.8 百万ドル) と対比すれば, 投資持株会社の規模の大きさが一目瞭然となろう。

次に投資持株会社とスポンサーとの関係を示す事例として, 化学産業銘柄に特化した投資持株会社についてみよう。化学銘柄に特化した投資持株会社は, クリスチアーナ・セキュリティズ社 (Christiana Securities Company, 資産 361.5 百万ドル), ソルベイ・アメリカン・インベストメント社 (Solvay American Investment Corporation, 165.1 百万ドル), アメリカン・I・G・ケミカル社 (American I・G・Chemical Corporation, 72.3 百万ドル) の 3 社である。この 3 社はそれぞれデュポン一族, 外国化学会社, 外国持株会社グループによって所有されている¹⁰⁾。このうちクリスチアーナ・セキュリティズ社の資産勘定には次の 4 社の普通株が保有されている¹¹⁾。

E・I・Du Pont	44,659,257 ドル
General Motors	4,412,835 ドル

表 1. 管理型投資持株会社: 1929 年

	会社数	資産額	平均資産額
化学	3	598.9	199.6
公益事業	20	1,311.0	65.6
その他	19	824.0	43.4
合計	42	2,733.9	65.1

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two, p.156*

(備考) 資産単位=百万ドル

Wilmington Trust	903,582 ドル
News Journal Co	846,592 ドル
合計	51,726,756 ドル

同社は普通株 (1,500 万ドル), 優先株 (1,500 万ドル) を発行しており, 1940 年末のデュポン社の発行済み普通株 (1106 万 5726 株) のうち, 27.6% (304 万 9800 株) を保有していた。つまりデュポン一族→クリスチアーナ・セキュリティズ→デュポン化学という経路を通して, クリスチアーナ・セキュリティズはデュポン一族によるデュポン化学および GM の経営権を掌握する媒介環として機能していたのである。

III. 投資会社の資金調達と証券市場

1. 投資会社の資金調達

(1) 証券売却の目的

投資会社はその開始時から 1936 年までの期間に 70 億ドルの証券を発行しており, そのうち 26 年までに 5 億ドルが発行されたにすぎず, 27~36 年に 65 億ドルが発行されている (図 4)。投資会社は 1928~30 年に集中的に証券を発行しており, 3 年間の証券発行高 (4825 百万ドル) は全期間の 76.3% を占めていた。投資会社は 20 年代後半の株式ブームの一翼を担っていたのであり, 全産業証券発行高に占める投資会社の比率は 28 年 (12.4%), 29 年 (30.2%), 30 年 (15.1%) と高水準に達している。

10) *ibid.*, Part Two, pp.511-513

11) *Moody's Bank & Finance*, 1941, pp.722-723;
Moody's Industrials, 1941, pp.2231-36

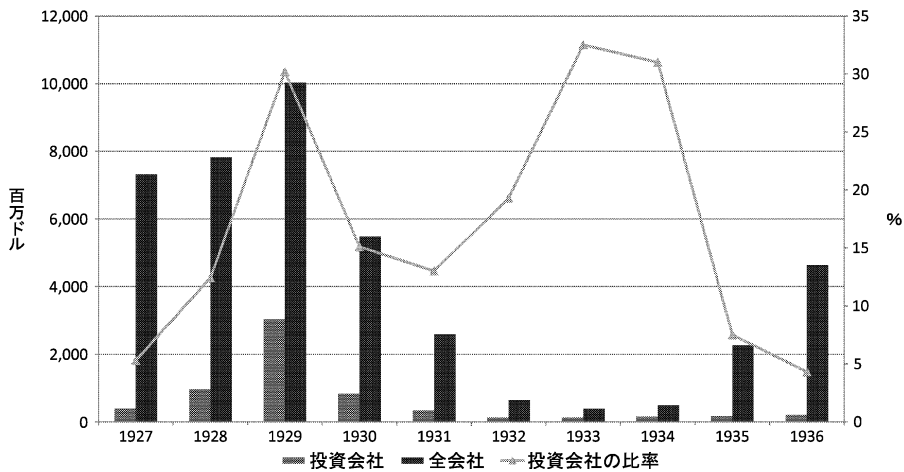


図4. 投資会社の証券発行 投資会社と全会社

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two*, p.186

既述したように、投資会社の証券発行の70%はクローズド・エンド型の管理投資会社(一般会社および持株会社)によって担われていた。そこで以下ではクローズド・エンド型投資会社に対象を限定して、その証券発行の目的をみることにしよう(図5)。証券売却方法を大別すれば、市場への売却(2,242百万ドル)、私的売却(627百万ドル)、会社間取引(1,219百万ドル)となる。証券業者による引受けを通じて市場で売却された証券は全体の54.8%を占めており、これを投資会社間取引を除く外部への証券売却と対比すれば78.1%となる。これに対し15.3%は市場を通さずに投資会社との私的ルートで売却されていた。そうした私的ルートとしては、第一に株式引受権を通じた自社株主に対する証券売却(252百万ドル、6.2%)、第二に私的な証券売却(176百万ドル、4.3%)、第三に銀行家・スポンサーへの証券売却(167百万ドル、4.1%)、第四に銀行家などに付与されたオプションの行使による証券売却(33百万ドル、0.8%)がある¹²⁾。これらの証券

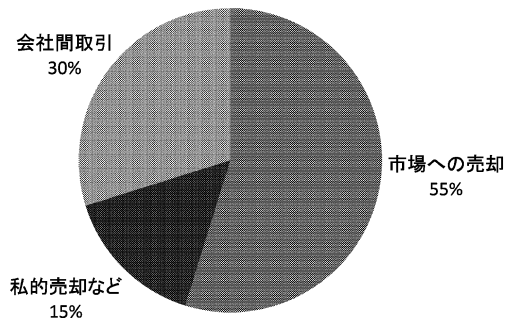


図5. クローズド・エンド型投資会社の証券発行方法

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two*, p.198

売却は20年代後半の株価上昇によるキャピタル・ゲインを取得できる株式市場の“熱狂”を背景に行われており、30年代の株価下落局面になればそうした種類の証券売却は姿を消していく。

市場への売却、私的売却のいずれも投資会社に現金の流入をもたらすのに対し、会社間取引は個別投資会社次元で現金の流出入があったとしても、基本的には外部からの資金流入は存在しない。この会社間取引はさらに次の3つの取引に分類される(図6)。第一は親会社による子会社証券の現金による購入

¹²⁾ *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two*, pp.206-209

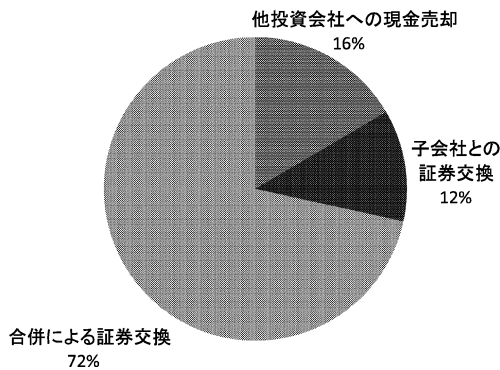


図6. 会社間証券取引

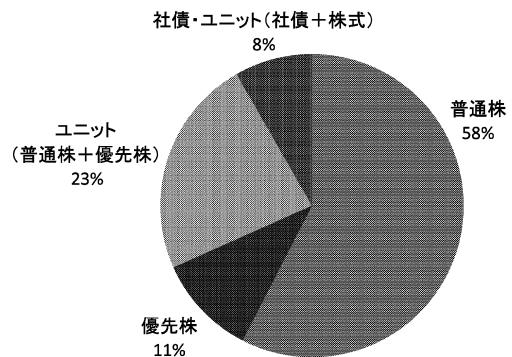
(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.198

(202百万ドル, 16.5%), 第二は親会社と子会社証券の交換(145百万ドル, 12%), 第三は合併による証券交換(873百万ドル, 71.5%)である。現金・親会社証券による子会社証券の取得は「投資会社の循環的所有構造あるいはピラミッド構造を創造する重要な手段」¹³⁾となっていた。親会社は支配権を維持するためにそうした子会社証券を保有するが、その一部は市場に売却され、「架空の利潤」を創造するために使用されている。投資会社のピラミッド・システムを形成するためにこうした手段を積極的に活用したのが、ゴールドマン・サックス・トレーディング社(Goldman Sachs Trading Corporation)とユナイティッド・ファンダーズ社(United Founders Corporation)であった¹⁴⁾。

他方、会社間取引の大部分(71.5%)を占めるのが証券交換による投資会社と他投資会社との合併である。この証券交換による企業合併は1930年代の投資会社の資本集中と資産拡大を促進するために利用されていた。なかでもエクィティ社(Equity Corporation)とアトラス社(Atlas Corporation)が30年代の投資信託業界の再編成の中軸を

13) *ibid.*, Part Two, p.209

14) *ibid.*, Part Two, p.210

図7. クローズド・エンド型投資会社の証券売却
証券種類別

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.195

なしていたが、この2グループは30~35年の投資会社合併(705百万ドル)の61%(529百万ドル)を占めていた¹⁵⁾。

以上のように20年代末から30年代初めにかけて投資会社は証券交換を通じて巨大な支配のピラミッド・システムを形成していたが、それは一握りの巨大投資会社によって担われていたのである。

(2) 発行証券の種類

次に売却された証券種類の視点からこの時期の投資会社と証券市場(発行市場)の関わりをみることにしよう。27~35年に発行された証券のなかで普通株は57.6%の最大の比率(2,354百万ドル)を占めており、次いで優先株が10.8%(440百万ドル)を占めている(図7)。この2種類の株式で全体の68.4%を占めており、残りの31.6%が株式・社債を組み合わせたユニット型として発行されていた。後者のユニット型がこの時期を特徴づける証券発行の方法であり、優先株と普通株のユニット、社債と株式のユニットなど様々な組み合わせで発行されている。優

15) *ibid.*, Part Two, p.198

先株と普通株のユニットは 23.4% (957 百万ドル) を占め、最多の組み合わせとなっており、社債と株式 (特に普通株) のユニットは 8.3% (338 百万ドル) となっている。

例えばシカゴ社 (Chicago Corp) はコンチネンタル・イリノイ社 (Continental Illinois Co) 及びフィールド・グロア社 (Field, Glore & Co) を幹事証券として 1929 年 9 月に株式を発行している。同社は 1 株の優先株と 1 株の普通株をユニットとし、ユニットあたり 68.5 ドルで市場に販売した¹⁶⁾。またスターリング・セキュリティズ社 (Sterling Securities Corp) は 1928 年 3 月に 5 株の優先株、5 株のクラス A 株式及び 1 株のクラス B 株式をユニットとし、ユニットあたり 160.5 ドルで販売している¹⁷⁾。

また普通株とのユニットとして販売される以外にも、優先株・社債はなんらかの“甘味料”を付帯して販売される場合が多かった。実際にも優先株の 48%、社債の 26% がそうした特権を付帯していたとされる¹⁸⁾。例えばトリ・コンチネンタル社 (Tri-Continental Corporation) の子会社であるインベスターズ・エクイティズ社 (Investors Equities Co) は 1928 年 4 月に社債 (5% 利子率) を発行するさいに、社債購入者に対し 1000 ドル額面価値に対し 5 株の普通株を 30 ドルで応募する権利 (ワラント) を付与している¹⁹⁾。自社株主に対し株式への応募権が与えられる場合も多数見られる。アダムス・エクスプレス社 (Adams Express Co) は既存普通株主に 1929 年 5 月に保有 4 株に対し 2 株の優先株・1 株の普通株のユニットを 600 ドルで購入する権利を与えている²⁰⁾。証券発行の種

別において普通株・優先株の単独発行として分類されているなかには、このように自社株主、経営者、スポンサー、銀行家に対し与えられた株式応募権、ワラント、オプションなどが市場における株式の購入に向かう部分を含んでいたのである。

証券売却の 85% が 1928~29 年の 2 年間に集中していたことから了解されるように、普通株株価が異常に上昇していた株式ブームの期間においてこそ、優先株・社債と普通株のユニット、あるいはワラント・オプションのようなデリバティブ商品の隆盛が見られたといえるだろう。つまり普通株の株価上昇期において取得が可能となるキャピタル・ゲインの存在こそが多様な金融商品、デリバティブを生み出す背景となっていた。かくて「そうしたユニットは準固定所得の優先株を普通株の所有を通じてキャピタル・ゲインを取得する可能性と結合させる手段として投資会社によって提供された」²¹⁾ のである。

以上のような資金調達の結果、投資会社の資本・負債はどのような構造となったのであろうか。1929 年のクローズド・エンド型投資会社 162 社のうち、レバレッジ型が 72.8% (118 社)、非レバレッジ型が 27.2% (44 社) となっており、圧倒的にレバレッジ型が優勢であった。このことは資産額を基準としてみても同じ傾向がみられ、レバレッジ型が 77.8% (2,254.8 百万ドル) となり、会社数基準よりも 5% ほど上回っている²²⁾。

図 7 で証券発行 (フロー) として見たところであるが、資産・負債構造 (ストック) における普通株と資本・負債のより詳細な組み合わせについて次にみよう (表 2)。会社数でみれば、普通株・優先株が 40.5% (32 社) を占めて第 1 位となっており、普通株・優先

16) *Moody's Bank & Finance*, 1934, p.644

17) *ibid.*, 1934, pp.2719-2720

18) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.196

19) *Moody's Bank & Finance*, 1934, pp.616-617

20) *ibid.*, 1934, p.586

21) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, pp.194

22) *ibid.*, Part Two, pp.115-116

表2. レバレッジ型投資会社の資本・負債の組合わせ: 1929年

	会社数		資 産	
	数	%	金額	%
普通株・優先株	32	40.5	687.3	43.4
普通株・社債	8	10.1	145.7	9.2
普通株・銀行信用	9	11.4	315.8	19.9
普通株・優先株・社債	11	13.9	238.0	15.0
普通株・優先株・銀行信用	13	16.4	156.5	9.9
普通株・社債・銀行信用	1	1.3	6.8	0.5
普通株・優先株・社債・銀行信用	5	6.4	32.7	2.1
合計	79	100	1,582.8	100.0

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two, pp.117-118*

(備考) 資産単位=百万ドル

株・銀行信用が16.4% (13社)、普通株・優先株・社債が13.9% (11社) と続いている。これを資産額で見れば、普通株・優先株の第1位は変わらないものの (43.4%, 687.3百万ドル)、第2位が普通株・銀行信用 (19.9%, 315.8百万ドル)、第3位が普通株・優先株・社債 (15%, 238百万ドル) となっている。

重複計算になるが、普通株と組み合わせられる資本・負債を基準としてみることによって、投資会社においてどのような資本・負債項目が重要性を持っていたのかを検証しよう。まず優先株をバランス・シートに計上していた会社は累計で61社 (資産=1,114.5百万ドル) となり、投資会社にとり優先株の配当を維持することが重要な財務政策の課題となっていることがわかる。次いで銀行信用を計上していた会社は累計で28社 (511.8百万ドル) となり、35%の会社が銀行借入金という負債を保有していた。さらに社債を計上していた会社は累計で25社 (423.2百万ドル) となり、31.6%の会社が主に機関投資家により保有される負債を保有している。つまり全体の6割弱の会社が銀行借入金、社債という負債をバランス・シートに計上しており、これらの企業にとりこれらの負債の元本返済

および利子の支払を継続することが可能か否かが企業の生死を分ける重要な分岐点となる。

ここで優先株と社債・銀行借入金のバランス・シート上で有している意義について考えてみる必要があろう。優先株の歴史は長く、19世紀後半以降の鉄道会社、世紀転換期の産業企業の合併期に普通株とともに発行され、普通株は将来の超過利潤を化体するものとして、また優先株は有形資産から生まれる平均利潤を擬制資本化されたものとして位置づけられた。優先株は初期においては普通株と同様に議決権を有する場合が多かったが、大企業の利潤率が安定してくるにつれて、優先株から議決権が失われていき、優先株の社債化が進むようになる。だが優先株から議決権が完全に失われたわけではなく、優先株の配当が遅延し、一定期間、例えば4四半期連続して無配の場合には、議決権が付与されるという条件付き議決権を付帯した優先株が登場するようになる。だが優先株と社債の根本的な違いは、社債の場合には債務不履行となれば債権者として普通株主より上位の立場を占めるのに対し、優先株の場合には配当支払いの遅延は必ずしも普通株主に対する優先株主の優越的立場を保証するものとはいえないことである。その意味で企業にとり優先株発行に

よる資金調達には社債発行によりもはるかに強い勝手が良いといえる²³⁾。

では1920年代に登場した投資会社の優先株はどのような性格を有していたのであろうか。優先株を発行している主要な投資会社の議決権は次の4種類に分類される²⁴⁾。

I. 普通株と対等な議決権を保有する場合
(1株1票)

- ・ Atlas Corp ・ Equity Corp
- ・ Tri-Continental Corporation
- ・ Shenandoah Corp
- ・ Blue Ridge ・ Chicago Corp

II. Bクラス株式と対等な議決権を保有し、
かつAクラス株式として総投票数の1/3
に等しい議決権を付与される場合

United Founders Corp

III. 条件付き議決権を保有する場合

- ① American Founders Corp: 4 四半期
連続配当支払いがデフォルトの場合
に1株1票の議決権を付与
- ② Adams Express Co: 4 四半期連続配
当支払いがデフォルトの場合に経営
陣の多数を選出する権利を付与

IV. 議決権を付与されない場合

- ・ United States & Foreign Securities Corp
- ・ United States & International Corp

一般的に投資会社の優先株は議決権を保有する 경우가多く、その意味で初期の産業優先株と類似しているといえる。しかし議決権を付与されていた場合でも、投票数の上で普通株を上まわる議決権を確保できるのかは別問題である。ただ優先株配当の無配が継続する

限り、普通株の配当がなされ得ないので、そうした利益請求権の側面から普通株主に対する圧力となるであろう。その意味でユニティド・ファンダーズ社のクラスA株式に付与された投票総数の1/3の議決権を付与する規定は注目に値するであろう。つまり株式数の上ではクラスB株式に遠く及ばなかったとしても、クラスA株式は全体の1/3の投票権を確保できるからである。同社のクラスA株式は当初創業者に全株保有されており、その意味でこれは創業者の支配権を防衛するために作り出された株式であった²⁵⁾。

2. 投資会社と証券市場

(1) 投資会社と「非上場取引特権」

投資会社の証券発行を発行市場の視点からみてきたが、ここでは証券に流動性を付与する流通市場の視点から投資会社証券について検討しよう。資金調達を広範囲かつ大規模に行うためには、投資された証券に転売可能性を与えることが必要となる。投資会社証券の流動性は店頭市場と証券取引所という2つの市場を通じて与えられたが、1930年末に487投資会社証券が店頭市場で取引され、219投資会社証券が証券市場で取引されていた。店頭市場における取引は相対取引であり、流動性に制約があるため、ここでは主に中小規模の投資会社証券が取引され、大規模投資会社証券は主に証券市場で取引されていた²⁶⁾。

証券取引所で取引されていた投資会社証券のすべてが取引所の上場基準ををみたしていたわけではなく、上場基準を満たしていないが、取引特権を認められていた証券(security with unlisted trading privileges)があった。上場証券は証券取引所の上場基準を満たしたうえで当該会社により申請されるが、後者に

23) 優先株の性格の歴史的変化とその意義については、拙稿「優先株と資本構造の再編(1)・(2) (北海学園大学『経済論集』第37巻1号・2号, 1989年8月, 10月)を参照。

24) 投資会社の優先株の議決権については、いずれも *Moody's Bank & Finance* の関連記事よっている。

25) *Moody's Bank & Finance*, 1930, pp.2240-2241

26) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.274, p.280

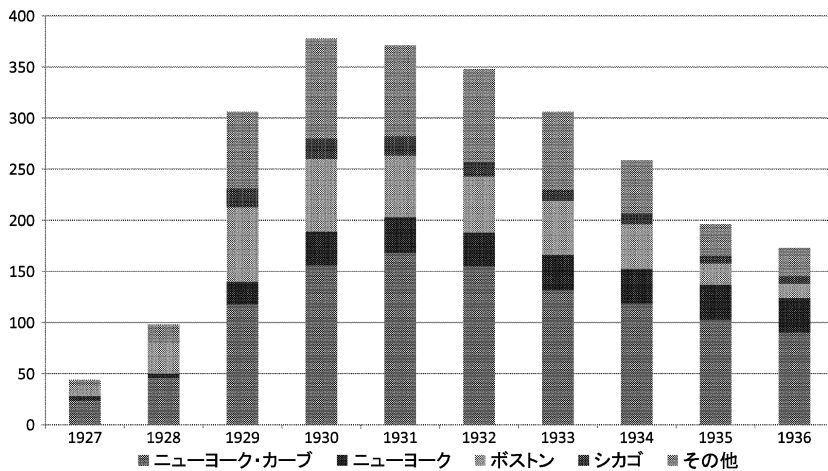


図8. 証券市場で取引された投資会社数 証券市場別
(出所) *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two*, p.333

関しては証券取引所会員により会社および証券に関する情報が提供され、申請される形式をふむ。したがって非上場であるが、取引特権のみを認められた証券（「非上場取引証券」と呼称する）に関する情報は上場された証券と比較して不十分なものであった²⁷⁾。

以上のように証券市場では上場証券と非上場取引証券という2種類の証券が取引されていたが、どのような取引所で取引されていたのかを図8でみよう。証券市場で取引されていた投資会社数は1930年に378社のピークを迎えており、36年(173社)まで1/2以下にまで減少している。こうした減少は投資会社の破綻、合併によってもたらされていた。投資会社証券が取引されていた最大の証券市場はニューヨーク・カーブ市場であり、全体の41.2% (156社)を占めている。以下ボストンの18.8% (71社)、ニューヨークの8.7% (33社)、シカゴの5.2% (20社)と続いている²⁸⁾。ニューヨーク・カーブ市場で取引された証券の内訳(1929年)をみれば、

上場証券は6割(71社)、非上場取引証券は4割(47社)となっている²⁹⁾。

次に投資会社の株式取引高を証券市場別にみることにしよう(図9)。株式取引高は1929年(114,260千株)にピークを迎えており、取引高の大部分は上位3取引所によって占められている。第1位は46%(52,475千株)を占めているニューヨーク・カーブ市場であり、第2位は32%(36,451千株)のニューヨーク市場、第3位は14%(16,042千株)のシカゴ市場である。株式取引高に占める投資会社の比率は1929年に全取引所で6.3%であったが、ニューヨーク・カーブ市場(11.1%)、その他地方市場(11.2%)では高く、ニューヨーク市場では3.2%を占め

27) *ibid.*, Part Two, pp.285-286

28) ニューヨーク証券市場において投資信託を上場するための「暫定的特別要件」が公表されたのは

1929年6月であった(*ibid.*, Part Two, pp.287-288)。しかしそれ以前に上場されていた投資信託があり、次の5社が一般の上場要件を満たして取引されていた——Chesapeake Corporation (1927), Alleghany Corporation (1929.1), The United Corporation (1929.5), Adams Express Company (1854), American International Corporation (1917)

29) *ibid.*, Part Two, p.333

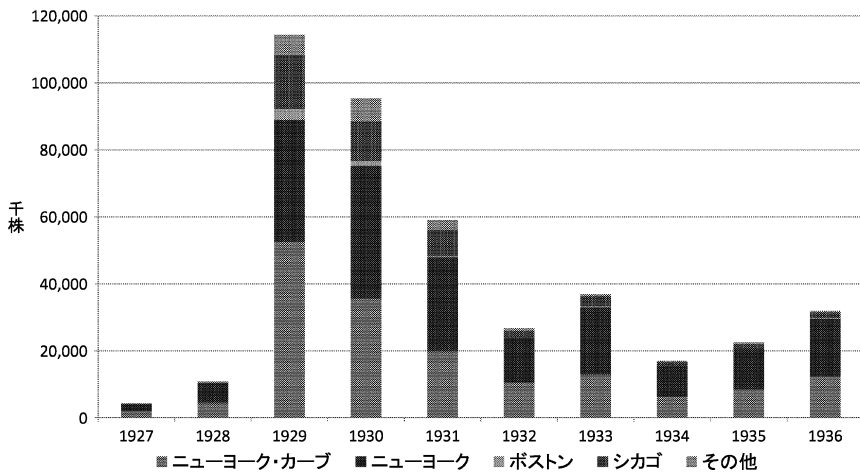


図9. 投資会社株式の取引高 証券市場別

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.337

るに過ぎなかった³⁰⁾。20年代末の株式ブームの過程でニューヨーク証券取引所の取引シェアの低下, 地方証券取引所のシェアの上昇という証券取引の分散化現象が見られたが, これはニューヨーク証券取引所の上場基準を満たしていない投資会社証券が証券の流動性を確保するために, 「非上場・取引特権」を得ることが出来るカーブ市場・地方市場で取引されるようになったことに起因していた。

(2) 投資会社と株式保有の分散化

次に投資会社の増加がアメリカの株主数に与えた影響について考えてみよう。アメリカにおける株主数は1920~27年頃まで比較的安定して推移していたが, 28年以降に顕著な増加を示している。株主数は株式ブーム期から恐慌期にかけて400~600万人(1927年末)から800~900万人(1932年)に増加している。こうした株主数の増加の原因として, ①ブローカー名義から個人名義への変更, ②既発行株の大株主から中小株主への移転, ③新株式の中小株主による取得などがあげられ

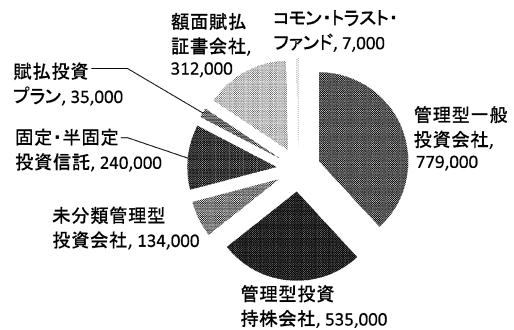


図10. 投資会社別の株主 1935年

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.370

る³¹⁾。かくて多数の小口投資家が株式を保有するようになり, 株式所有の広範な分散化現象が生み出されてきた。

株式保有のこうした分散化に大きく寄与したのは20年代末に急速に成長していた投資信託の存在である。既述したように, アメリカの投資信託の大部分は契約型ではなく, 株式会社型をとっていたため, 1920年代末の投資信託の隆盛は投資会社の株式を保有する投資家(株主)を増加させていた(図10)。

31) TNEC, *Monograph*, No.29; なお一般産業企業の株主数の変化に関しては, 拙著『株式恐慌とアメリカ証券市場』140~147頁を参照。

30) *ibid.*, Part Two, p.340

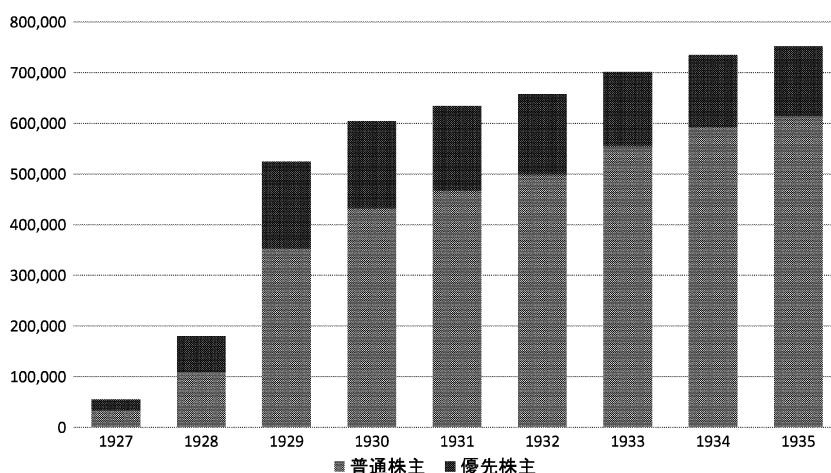


図 11. 投資会社の株主数 証券タイプ別

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.377

1935 年末の投資会社の株主数は 204.2 万人を記録しており、そのうち管理型投資会社は 71% (144.8 万人) を占めている。管理型投資会社のうち、36.2% (77.9 万人) は一般投資会社、26.2% (53.5 万人) は投資持株会社であった。管理型以外で一定の株主を有していたのは額面払証書会社と固定・半固定投資信託であり、それぞれ 15.3% (31.2 万人)、11.7% (24 万人) を占めている。株主数の増加は時期的に変化しており、27 年から 31 年までに急増し、31 年以降にはほぼ横ばいの状態となっている。会社別の増加率をみれば、固定・半固定投資信託 (16 倍) がもっとも高い増加率を示しており、次いで管理型一般投資会社 (14.4 倍)、管理型持株会社 (11.7 倍) の順位となる。このように株主数、増加率のいずれの指標で見ても、管理型投資会社がこの時期に広範に投資家を吸引した主体となっていたといえる³²⁾。

投資会社は普通株とともに、優先株を有力な資金調達的手段としていたが、管理型投資会社における証券クラス別の株主数の推移を

みたのが図 11 である。35 年において普通株主は 82% (61.5 万人)、優先株主は 18% (13.7 万人) という構成となっており、投資会社の株主は圧倒的に普通株主により占められていた。優先株主は 1929 年 (17.2 万人) にピークを迎えており、この年の比率は普通株主 (67%)、優先株主 (33%) であり、優先株主は全体の 1/3 を占めている。しかし優先株の株価は恐慌期に配当支払の停止、延滞などにより大きく下落していったが、投資会社は自社優先株を大幅なディスカウント価格で再購入し、償却していった。再購入は 27～35 年に売却された優先株式数の 37% に及んでおり、その大部分は 30 年以降に遂行されていた³³⁾。

次に投資会社株を購入した投資家の資産規模についてみよう。表 3 は保有株数および保有株式価値で株主を分類したものである。まず株主が保有する株数で株主の累積分布をみれば、普通株においては 22.7% が 100 株以下、62.9% が 200 株以下、そして 73.9% は 500 株以下となっている。他方優先株では株

32) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.374

33) *ibid.*, Part Two, p.378

表 3. 株主の保有株式規模：1935 年

保有株式数	普通株		優先株	
	株主数	%	株主数	%
—25	16,788	3.7	1,436	1.5
—50	21,764	4.8	23,336	24.2
—100	101,961	22.7	83,032	85.8
—200	282,834	62.9	96,401	99.7
—300	303,741	67.5	96,401	99.7
—400	310,797	69.1	96,401	99.7
—500	332,633	73.9	96,466	99.7
—1,000	448,137	99.2	96,690	100.0
—2,000	449,777	100.0	96,723	100.0
—3,000	449,797	100.0	96,723	100.0
—4,000	449,807	100.0	96,723	100.0
—5,000	449,807	100.0	96,723	100.0
—10,000	449,847	100.0	96,738	100.0
—最大数	449,868	100.0	96,738	100.0

保有株式価値 (ドル)	普通株		優先株	
	株主数	%	株主数	%
—25			20,966	28.5
—50			20,966	28.5
—100	7,505	2.8	20,966	28.5
—200	19,798	7.5	21,091	28.7
—300	24,389	9.2	21,605	29.4
—400	34,094	12.9	21,605	29.4
—500	51,948	19.6	21,718	29.6
—750	92,956	35.1	23,618	32.2
—1000	110,370	41.7	24,235	33.0
—2000	188,599	71.2	33,685	45.9
—3000	245,365	92.7	55,395	75.4
—4000	249,764	94.3	58,100	79.1
—5000	253,641	95.8	58,970	80.3
—7500	256,011	96.7	69,597	94.8
—10000	257,597	97.3	72,618	98.9
—15000	264,183	99.8	73,393	99.9
—20000	264,358	99.9	73,393	99.0
—25000	264,358	99.9	73,443	100.0
—最大金額	264,726	100.0	73,443	100.0

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, pp.451-453

(備考) 対象投資信託は株式数で分類した一般投資会社が 149 社、株式価値で分類した一般投資会社は 66 社である

主保有はさらに小規模となり、85.8%が 100 株以下となっている。つまり普通株・優先株のいずれにおいても、株主の大部分が保有する株数は小規模であり、投資会社株を購入した投資家の零細性と分散性を裏付けるものといえる。

株主の規模を保有株式価値を基準としてみ

た場合にも、ほぼ同様な傾向が指摘できる。それは株価の動向によって左右されるが、35 年時点で普通株主の 71.2%が 2000 ドル以下の株式価値を、また優先株主の 75.4%は 3000 ドル以下の株式価値を保有していた。普通株価は優先株価よりもはるかに下落していたため、優先株主の保有価値が大きく計算されているものの、70~75%の株主が保有する株式価値は 2000~3000 ドル以下であり、投資会社株を購入した投資家の多数は新しく株式市場に参入してきた小口投資家層であったという事実を物語っていた。

IV. 投資会社の証券投資

1. 投資証券の多様化

投資会社の基本的役割は証券市場において自らの証券を発行することで余剰資金保有者(貯蓄者)から資金を調達し、その資金を再び証券市場における証券に投資することを通じて産業界(投資家)に投資資金を供給することである。投資会社は「証券代位」を行うことで最終的な資金需要者と資金供給者を結合させ、証券の運用利回りから証券の調達コストを控除した利益を株主に対し配当金として還元する。すでに前章において資金の調達面から投資会社を検討したので、ここでは資金の運用面についてみることにしよう。

一般投資会社は 1927 年に 66.3%を普通株、19%を社債、13.7%を優先株に投資しており、およそ資産の 1/3 を利子の確定した証券で保有していた(図 12)。だが株式ブームがピークとなった 1929 年になれば、普通株投資は 83.5%を占めるようになり、優先株(7.9%)、社債(7.6%)が残りのシェアを分け合っている。普通株のシェアは 30~33 年に株価の下落を反映して 80%を割り込むが、33 年から再び 80%台に回復している。1936 年の資産構成は普通株(86.6%)、優先株(7.6%)、社債(5%)となっている。資金

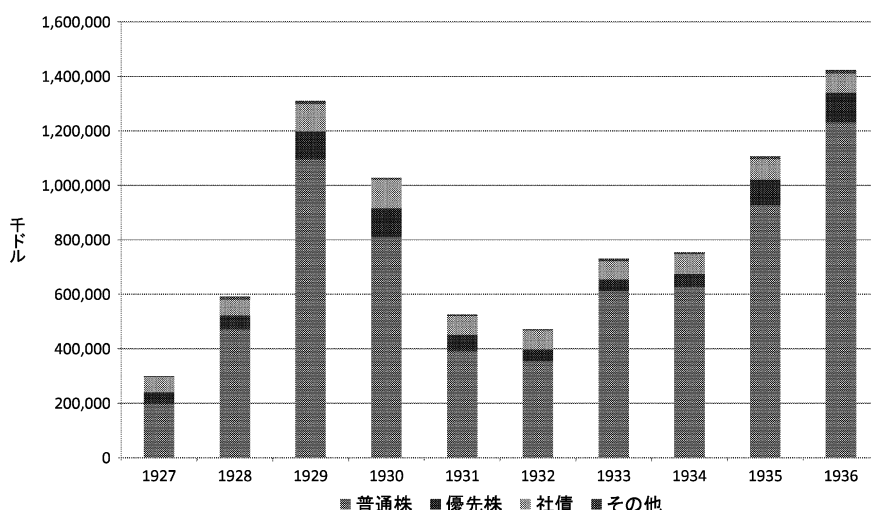


図 12. 一般投資会社の投資証券

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.554

調達における普通株単独の比率は58%であったので、資金運用における普通株の偏重が際立っているといえる。

一般投資会社を3分類して普通株投資比率を比較すれば(1935年)、クローズド・エンド・レバレッジ型が80.2%で最も低く、次いでクローズド・エンド・ノンレバレッジ型が87.1%、オープン・エンド型が96.1%と最も高い比率を示している³⁴⁾。オープン・エンド型投資信託は解約請求に対し純資産価値の比例的部分を支払う義務を負うため、所得の安定性という点では社債・優先株に劣るとはいえ、市場での流動性という点で相対的に優れた普通株に投資を集中している。

しかし普通株は他証券よりもリスクが高いため、リスクの分散のために、特定株への集中投資を避けることが不可欠となる。投資の多様性を一般的投資会社が保有する銘柄数という指標でみることにしよう(図13)。一般投資会社全体で見れば、銘柄数は61.9(32年)から79.5(27年)の間に分布しており、

比較的投資の多様化が行われているといえる。そのなかで対照的なのはクローズド・エンド・レバレッジ型とオープン・エンド型である。クローズド・エンド・レバレッジ型の保有する銘柄数は87(29年)から116.8(27年)とかなり多様化が進んでいるのに対し、オープン・エンド型は47.2(32年)から57.9(35年)となり、クローズド・エンド型の1/2の銘柄保有数となっている。つまりオープン・エンド型は投資の大部分を普通株で保有していたが、その普通株は比較的少数の銘柄に投資されていたことになる。

投資持株会社は企業支配を目的にして株式投資をしていたため、多様な投資対象に分散投資していた一般的投資会社とは対極的な位置にあった。投資持株会社は35年末に37社存在していたが、これらの投資会社は基本的には特定の1産業の銘柄に集中して投資をしていた(表4)。投資持株会社を産業別に分類すれば、12社は公益事業証券に集中的に投資しており、以下銀行・保険(5社)、石油(4社)、化学・鉄道(3社)と続いている。

投資持株会社を株価変動の影響を受ける保

34) *ibid.*, Part Two, p.556

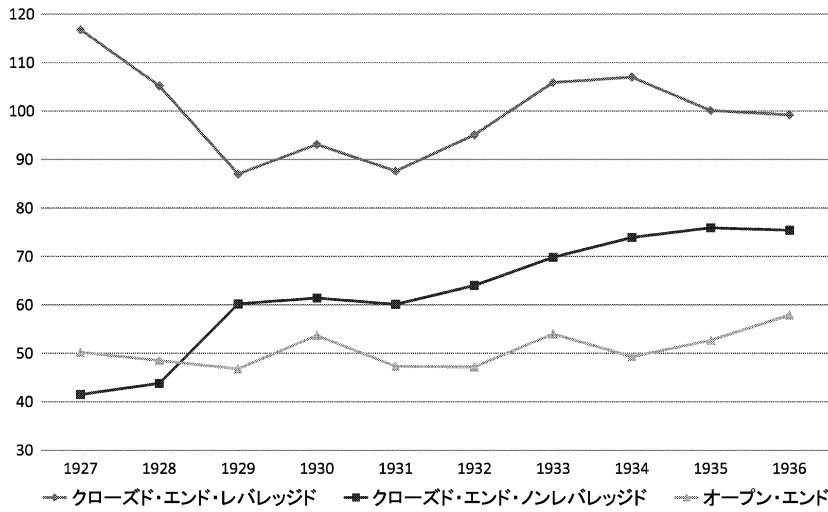


図 13. 一般投資会社の保有銘柄数

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.546

表 4. 投資持株会社の保有証券価値：1935 年末

産 業	会 社		証券価値	
	会社数	%	金額	%
銀行・保険	5	13.6	68,382	4.8
化学	3	8.1	608,625	42.3
石油	4	10.8	70,179	4.9
鉄道	3	8.1	196,624	13.7
公益事業	12	32.4	432,164	30.1
その他	10	27.0	59,927	4.2
合計	37	100.0	1,435,901	100.0

 (出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, p.600

(備考) 証券価値単位=千ドル

有資産額でみれば、会社数とは異なった様相を知ることが出来る。化学銘柄に投資していたのは 3 社に過ぎないが、その保有資産額は 42.3% (6,088.6 百万ドル) にのぼっており、1 社あたりの平均資産額は 203 百万ドルとなっている。これに対し公益事業銘柄に投資していた投資持株会社は 12 社であり、資産全体の 30.1% (432 百万ドル) を占めていたが、1 社あたりの平均資産額は 36 百万ドルにすぎなかった。鉄道銘柄に投資していた 3 社の保有資産額は全体の 13.7% (197 百万ドル) であり、1 社あたり資産額は 65.5 百万

ドルと化学持株会社に次ぐ規模を有していた。以上のように投資持株会社は化学・鉄道・公益事業の 3 部門によってほぼ代表され、資産額の 86% を保有していた³⁵⁾。

2. 投資証券の産業別構成

投資会社は多様な証券に投資していたことをみてきたが、次に投資証券の産業別配置についてみることにしよう。まず産業を大枠で分類し、投資会社によって選別された主要産業比率の推移をみたのが図 14 である。投資会社が最も積極的に活動していた 1929 年の産業別比率をみれば、一般産業が 39.4% (516 百万ドル) を占めて、他産業分野を引き離して断然トップの地位にある。第 2 位は金融であり、それは 21% (274 百万ドル) を占めていた。第 3 位は電力・ガス (225 百万ドル)、輸送・通信 (227 百万ドル) でとも

35) 投資持株会社は必ずしも単一産業の証券に投資していたわけではなく、複数の産業にまたがって投資していた場合もある。例えばアメリカン・I・G・ケミカル社は主に化学企業の証券に投資していたが、スタンダード・オイル (NJ) の株式にも投資していた (*ibid.*, Part Two, p.602)。

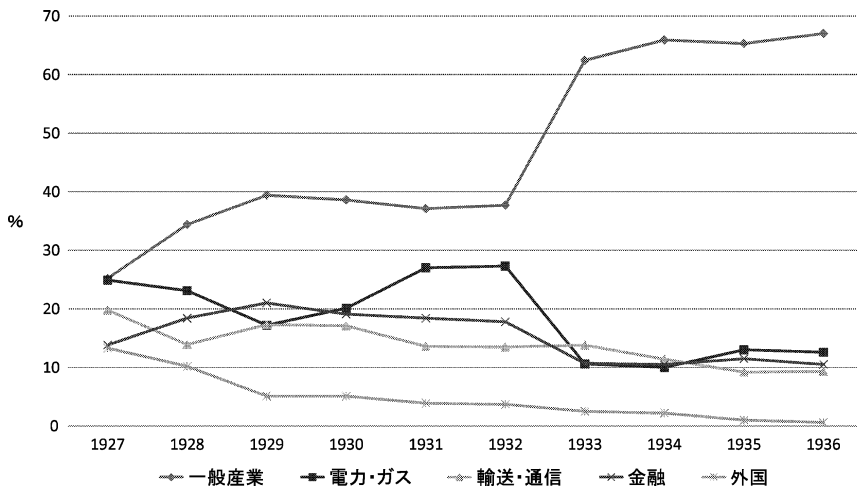


図 14. 投資証券の産業別比率 一般投資会社

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies, Part Two*, pp.644-645

に 17%台であり、5.1%の外国証券（67 百万ドル）がそれに続く状況である。

株式ブームが崩壊した以降の 1930 年代になれば、投資会社の証券投資は益々一般産業分野に属する銘柄に集中するようになり、その比率は 39.4%から 67%へ 27.6%の飛躍的な上昇を示している。一般産業をさらに細分化することで、投資会社が選好した産業証券の詳細をみよう³⁶⁾。産業証券で最も高いシェアを占めたのは機械（6.1→9.4%）、石油（4.5→9.3%）であり、製造業の 2 つの証券だけで 36 年の投資証券全体の 2 割弱を保有している。次いで 7%台が鉱業（2→7.4%）、化学（4.3→7%）であり、6%台が自動車（1.5→6%）、5%台が商業（2.9→5.6%）となっている。ただし食料品は大幅に比率を減少させており、29 年には製造業で最も高い比率を占めていたが、36 年までに 3.5%の低下を示していた（6.6→3.1%）。

一般産業以外の他産業証券は軒並みシェア

を低下させている。なかでも金融が 10.5%の最大のシェア下落（21→10.5%）を示していた産業部門である。金融部門のなかでは商業銀行が 4.5%の下落（6.7→2.2%）を示しており、投資会社は銀行恐慌に見舞われて苦境にあった商業銀行株を売却していったことを物語っている。また投資会社は支配の確保などを目的にして他投資会社株を保有していたが、投資会社の再編を反映して、他投資会社株の比率も 2.9%の下落（7.5→4.6%）を示している。投資会社のなかでも一般投資会社はほぼ横ばい状態（3→3.3%）にあるので、この低落は投資持株会社株の大幅な縮小（4.5→1.3%）によってもたらされたといえる。輸送・通信部門は金融部門に次ぐ 8%の低落（17.3→9.3%）を示していた。通信部門（2.8→1.3%）、郊外電車（0.7→0.4%）は保有比率および低下幅ともに小規模であったので、この部門の大きな低落は鉄道部門（12.5→6.4%）の地位低下を反映していた。

電力・ガスの公益事業部門は 4.6%の低下を示していた。この低下は主に電力持株会社の顕著な低落（9.3→5.1%）によってもた

36) 証券投資の詳細に関しては、*ibid.*, Part Two, pp.646-649, を参照。

らされており、ここに 1935 年公益事業会社法の影響を見ることが出来る。

3. ポートフォリオの均質化

当該会社の支配権確保を目的にして特定産業の特定証券に集中的に投資する投資持株会社を除けば、一般投資会社は多様な産業に属する多種類の証券に投資しており、投資の多様化はかなりの程度で進展していた。他方では投資の多様化とは矛盾するかに見える現象も同時に進行していた。それは各投資会社が保有するポートフォリオにおける均質化、画一化の進行という現象である。

このポートフォリオの均質化現象を検出するために、個別株式銘柄に投資した投資会社の会社数という基準を使用してみよう³⁷⁾。個別銘柄に投資した会社数が多ければ多いほど、投資会社のポートフォリオの均質化が進んでいると判断できるだろう。29 年に営業していた一般投資会社は 116 社であり、そのうちの 20 社以上から投資をうけていた株式は 51 銘柄であった。51 の銘柄の内訳を示せば、鉄道株は 9 社、公益事業株が 17 社、銀行株が 3 社、その他産業株が 22 社となっている。29 年時点で投資会社によって最も選好された銘柄は鉄道・公益事業株 (26 社) であったことがわかる。

51 銘柄をさらに投資会社数によって細分化すれば、3 銘柄が 50 社以上、5 銘柄が 40 社以上、9 銘柄は 30 社以上、34 銘柄が 20 社以上となっている。30 社以上から投資を受けていた銘柄は次の通りである。

- ・投資会社の 1/2 前後が投資した銘柄
Consolidated Edison of New York (57 社)
General Electric (51 社)
New York Central RR (51 社)

- ・投資会社の 1/3 前後が投資した銘柄
Union Carbide & Carbon (46 社)
American Telephone & Telegraph (42 社)
Electric Bond & Share (42 社)
Standard Oil of New Jersey (42 社)
Atchison, Topeka & Santa Fe Ry (40 社)
- ・投資会社の 1/4 前後が投資した銘柄
Columbia Gas & Electric (39 社)
Union Pacific RR (39 社)
International Harvester (36 社)
Pennsylvania Railroad (33 社)
U.S. Steel (32 社)
Baltimore & Ohio RR (31 社)
Guaranty Trust of New York (31 社)
American Can (30 社)
Texas Corporation (30 社)

以上のように投資会社は多様な銘柄に投資していたとはいえ、同一銘柄が多くの投資会社のポートフォリオのなかに見いだされたのであり、ポートフォリオの均質化が進行していたといえる。

では 1936 年時点には投資会社の証券投資政策に変化が生じていたのであろうか。一般投資会社数は 164 社にまで増加しており、20 社以上の投資会社によって投資を受けていた株式は 92 銘柄となっている。そのうち鉄道・公益事業株 (24 銘柄) の占める地位は全体の 1/4 にまで低落しており、投資会社による一般産業株への投資が一層強化されている。さらに 1 銘柄あたり投資会社数で区分すれば、50 社以上が 17 銘柄、40 社以上が 13 銘柄、30 社以上が 21 銘柄、20 社以上が 41 銘柄という構成となっている。最も多数の投資会社により選好された株式銘柄は下記の通りである。

- ・1/2 前後の投資会社により投資された銘柄
General Motors (91 社)

37) 個別株式銘柄に投資した投資会社数に関しては、*ibid.*, Part Two, pp.661-698, に記載されている資料から筆者が算出したものである。

表5. 投資会社により保有された大企業普通株：1935年末の比率

	発行済み 株式数 (A)	投資会社により 保有された株式数 (B)	B/A (%)
Missouri Pacific R. R	828,395	523,300	63.17
Chesapeake & Ohio Ry	7,654,002	3,762,196	49.15
Niagara Hudson Power	9,036,387	3,161,287	34.98
E. I. du Pont de Nemours	11,048,479	3,269,321	29.59
United Gas Improvement	23,251,755	6,397,656	27.51
Allied Chemical & Dye	2,214,099	577,359	26.08
North American	8,575,335	2,044,956	23.85
Columbia Gas & Electric	11,731,978	2,585,632	22.04
Commonwealth & Southern	33,673,328	7,414,095	22.02
Public Service of New Jersey	5,503,193	1,177,278	21.39
American Water Works & Electric	1,741,008	357,203	20.52
Erie R. R	1,511,067	300,340	19.88
Consolidated Oil	13,983,287	2,368,135	16.91
Missouri, Kansas & Texas R. R	808,939	124,700	15.42
Brooklyn Manhattan Transit	735,664	94,700	12.87
United Light & Power B	1,067,630	136,743	12.81
United Light & Power A	2,405,332	306,352	12.74
American Gas & Electric	4,482,738	471,556	10.52
Sears, Roebuck	4,832,447	340,153	7.04
International Harvester	4,245,773	259,838	6.12
General Electric	28,845,927	1,030,248	3.57
Texas Corporation	9,340,069	325,954	3.49
Standard Oil of New Jersey	25,856,081	800,462	3.10
U.S. Steel	8,703,252	191,672	2.20
General Motors	42,705,665	676,960	1.59

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part Two, pp.725-727

Standard Oil of New Jersey (80 社)
 International Nickel of Canada (79 社)
 Chrysler (75 社)
 Montgomery Ward (71 社)
 ・ 1/3 前後の投資会社により投資された銘柄
 Union Carbide & Carbon (69 社)
 Sears, Roebuck (66 社)
 General Electric (65 社)
 Kennecott Copper (61 社)
 E. I. du Pont de Nemours (61 社)
 U.S. Steel (58 社)
 International Harvester (57 社)
 Texas Corporation (55 社)
 American Gas & Electric (54 社)
 Pennsylvania Railroad (51 社)
 North America (51 社)
 Continental Oil (51 社)

鉄道・公益事業に属する 3 銘柄を除く一般産業株の構成は、石油 (3 銘柄)、自動車・鉱業・商業・化学 (各 2 銘柄)、電気・鉄鋼・農業機械 (各 1 銘柄) となっている。投資会社の選好する銘柄はアメリカ産業構造の変化を反映していると同時に、29 年時点ですでにみられたポートフォリオの均質化がより一層進んでいることが窺われる。

では投資会社の普通株投資は大企業の発行済み株式に対しどのような影響力を持っていたのであろうか。投資会社が 1935 年に保有していた大企業普通株 88 銘柄についてみれば、発行済み株式数に対する投資会社保有株の比率は平均して 8.05% であった。だが投資会社比率が高い銘柄の大部分は鉄道・公益事業により占められており、一般産業株に占める比率は必ずしも高いものとはいえなかった (表 5)。デュポンは例外であり、投資会

社保有比率は 29.59%に及んでいる。しかしその他の主要大企業はいずれも 10%以下の比率であり、比較的の高い銘柄としてはシアーズ・ローバック (7.04%)、インターナショナル・ハーベスター (6.12%)、低い銘柄として GM (1.59%)、US スチール (2.2%)、スタンダード・オイル NJ (3.1%)、GE (3.57%)、テキサス (3.49%) があげられる。

したがって 1930 年代においては鉄道・公益事業などの特定の産業分野を除いて、投資会社が産業株の支配的部分を保有し、議決権を通じて会社経営に対し大きな影響力を行使し、また証券市場における株価形成を左右する段階には至っていなかったといえるであろう。

V. むすびに

アメリカ投資信託は 1927 年以降に急速な成長を遂げていたが、その主要部分は株式会社形式をとり、かつ管理クローズド・エンド型として運営されていた。クローズド・エンド型投資会社のもとでは、投資家（普通株主）は保有株式を売却することによって初めて資金（貯蓄）を回収することができるのであり、投資家の貯蓄は投資信託の資産価値（普通株）と投資信託株式という 2 つの変動リスクに晒されることになる。両者は基本的には資産（普通株価）→投資信託・普通株価という関係にあるといえるが、他面ではそれぞれ独自の動きを示す局面があり、増幅した動きや逆行する動きを示す場合もある。20 年代末の株式ブーム期には投資信託の后者の側面が強く表面化しており、「既発行の会社証券の額を現存の会社資産の額からほとんど完全に切り離す」³⁸⁾ 状況を創出していた。多

くの投資信託の資金調達が普通株だけでなく、優先株・社債・銀行借入金を通して行われており、レバレッジ比率の高さは投資信託の普通株価下落（投資価値の低落）を招くことになる。

投資信託がかかえていたこの時期特有の問題は、会社支配の目的のために投資信託が子会社投資信託あるいは他投資信託との間で株式交換をおこない、巨大なピラミッド・システムを形成していたことである。鉄道・公益事業株を主な投資対象としていた投資持株会社はその典型といえるが、一般投資会社に分類され、資産規模 1000 万ドル以上のユニティッド・ファンダーズ社（→エクィティ社）およびゴールドマン・サックス・トレーディング社（→アトラス社）も一般投資会社と投資持株会社との折衷的性格を帯びていた。これらの投資信託は支配目的と収益目的という異なる目的を同時に満足させる必要があり、恐慌期の利潤率の低下は支配目的に構築されたピラミッド・システムの基盤を動揺させることになる。

本稿では主に投資会社の資産および負債・資本の構造を切り離して検討してきたが、資産における収益率（配当）と負債・資本における利子・配当コストの関係がどのように推移したのか、という総体としての視点からの考察が次の課題となろう。投資信託業界は 1930 年代に大規模な再編成の渦中に巻き込まれるが、次稿ではそうした再編過程を個別投資信託会社の次元から検討することで、実物資産と金融資産の対応関係の実体に迫ることにしたい。

（本稿は平成 23 年度北海学園大学研究助成（一般研究）にもとづく研究成果の一部である）

38) J. K. ガルブレイス、前掲書、111 頁