

タイトル	大恐慌期における投資信託業界の再編(1)
著者	小林, 真之; KOBAYASHI, Masayuki
引用	季刊北海学園大学経済論集, 61(2): 1-33
発行日	2013-09-30

《論説》

大恐慌期における投資信託業界の再編(1)

小 林 真 之

- I. はじめに
- II. 投資会社の収益
 - 1. 証券価格の推移
 - 2. 投資会社の収益
 - (1) 投資会社の収益構造
 - (2) 投資会社クラス別の収益
 - A. 経常利益と配当
 - B. 資産売却益（損失）
 - C. 自己資本
- III. 1930年代におけるクローズド型一般投資会社
 - 1. クローズド型一般投資会社の推移
 - 2. 子会社として存続した投資会社
 - 3. 清算された投資会社
 - 4. 再編された投資会社
- IV. 分散投資型投資会社の動向
 - 1. ノンレバレッジ型：リーマン社（Lehman Corporation）
 - 2. レバレッジ型（普通株＋優先株）：シカゴ社（Chicago Corporation）
 - 3. レバレッジ型（普通株＋優先株＋社債）：トリ・コンチネンタル社（Tri-Continental Corporation）……………以上第61巻第2号
- V. 巨大投資会社の再編(1)——アトラス社（Atlas Corporation）……………以下次号
- VI. 巨大投資会社の再編(2)——エクィティ社（Equity Corporation）
- VII. 巨大投資会社の再編(3)——投資会社の破綻
- VIII. むすびに

I. はじめに

投資信託（会社）がアメリカ金融市場にお

いて注目を浴びるようになったのは1920年代後半の株式ブーム期であった。投資信託は大衆の貯蓄を受託し、それを運用することで得られた収益を投資家に分配する機関投資家としての役割をはたすものとして登場してきた。アメリカではすでに保険会社が機関投資家として金融市場で重きをなしていたが、その第一義的機能は保険（リスクの分散）にあり、資産運用は派生的役割として位置づけられる。だが投資信託は当初から投資家の貯蓄を資産運用目的で受託するのであり、貯蓄の受け入れと資産運用の2側面で金融市場に大きな影響を及ぼす存在となっていく。1929年末の投資信託の資産は62億ドルであり、商業銀行（656億ドル）、生命保険（174億ドル）にはるかに及ばないにしても、相互貯蓄銀行（98.7億ドル）、貯蓄貸付組合（74億ドル）に迫る規模となっていた。

前稿でふれたように、この時期の支配的な投資信託はクローズド・エンド管理型投資会社であり、資金調達・資金運用の両側面で証券市場と深く関わらざるを得ない機関投資家であった。アメリカの投資会社が社会的認知をえたのは20年代末の株式ブーム期であったことはきわめて象徴的であったといえる。つまり投資会社は主として普通株発行によって資金を調達し、普通株投資で資産を運用するため、株式ブーム（株価上昇）から直接に恩恵を受けると同時に、株式ブームを「創造」する役割をも担うことになるからである。

投資会社の資産運用は主として投資銀行・銀行系証券子会社・証券会社（ブローカー・デラー）などのスポンサーによって担われていたが、インサイダー取引など不正な取引が横行し、スポンサーの受託者責任が問われるようになり、1940 年の投資会社法の成立による連邦規制強化の方向に収斂していきり。

前稿では資金調達と資金運用の両側面に焦点をあてて、両大戦間期の投資信託の動向を総体的視点から明らかにした²⁾。投資信託の資金調達は普通株・優先株・社債の発行に依存していたが、株価上昇の局面ではキャピタル・ゲイン取得を動機として普通株、あるいは普通株と優先株・社債のユニット形態で資金が調達されていた。また資産運用ではコール・ローンでの運用がかなりの規模を占めていた時期があるものの、主として普通株投資を中心に行われていた。普通株投資の産業別構成は 1930 年代に鉄道株・公益事業株から一般産業株へ移行しており、さらに特定一流銘柄に集中することにより、投資会社のポートフォリオが均質化する傾向がみられた。

以上のような前稿における結論をふまえて、本稿では 1930 年代における投資信託業界の再編について検討することにした。具体的には株式ブームが崩壊し、株価が低迷した 1930 年代に投資信託の資産（普通株）→収益と負債・資本→コストの関係がどのように推移したのかを個別投資会社の次元にまで掘り下げて解明することである。こうした問題を明らかにすることにより、預金・保険・株式などその他金融商品と比較した、投資信託に委ねられた貯蓄のパフォーマンスの独自性がみえてくるであろう。

II. 投資会社の収益

1. 証券価格の推移

投資会社の主要資産は証券投資であった。管理型投資会社のうち投資持株会社は企業支配目的で証券を保有しており、したがってその投資の大部分は経営権に直結する普通株投資によって占められていた。投資持株会社を除く一般投資会社では証券投資は資産合計（17 億 8690 万ドル）のうち 76.9%（13 億 7450 万ドル）を占めており、その内訳をみれば、普通株は 63.9%（11 億 4220 万ドル）、優先株は 6%（1 億 720 万ドル）、社債が 5.9%（1 億 580 万ドル）となっている。つまり一般投資会社においても主要な投資資産は普通株投資であったことがわかる（表 1）。

さらに一般投資会社を 3 つのタイプに分類して、それぞれの証券投資の傾向をみてみよう。資産規模からみれば、レバレッジ型が全体の資産の 75% を占めて最大のグループをなしており、次いでノン・レバレッジ型が 17.8%、オープン・エンド型が 7.5% となっている。これら 3 グループのいずれもが普通株投資を最大の資産としている事実には変化はないものの、普通株投資の比率に差異がみられる。つまり普通株投資比率が最も高いのはオープン・エンド型（80.2%）であり、レバレッジ型（63.8%）、ノンレバレッジ型（57.9%）と続いている。このことは出資の償還が要求されるオープン・エンド型、社債・銀行借入金の返済を迫られるレバレッジ型において普通株投資の比率が高く、社債・優先株に資金調達を依存しないノン・レバレッジ型では負債返済を強制されないため、普通株投資の比率が比較的低いことを示している。普通株投資は投資会社にとって市場に売却することで現金を調達することができる「流動的」資産としての位置を占めていたといえる。

では投資会社の主要資産を形成していた投

1) 1940 年投資会社法の詳細に関しては、三谷進『アメリカ投資信託の形成と展開』（日本評論社、2001 年）第 7 章、を参照。

2) 拙稿「両大戦間期のアメリカ投資信託」北海学園大学『経済論集』第 60 巻第 4 号、2013 年 3 月

表1 投資会社の証券投資 (1929 年)

	管理型一般投資会社		オープンエンド型		クローズド・エンド型			
	金額	%	金額	%	ノンレバレッジ型		レバレッジ型	
社債	105.8	5.9	4.4	3.3	19.6	6.2	81.2	6.1
優先株	107.2	6.0	1.8	1.3	11	3.5	93.7	7.0
普通株	1142.2	63.9	107.3	80.2	184.5	57.9	851.5	63.8
その他	19.3	1.1	0.1	0.1	4.8	1.5	14.6	1.1
証券投資合計	1374.5	76.9	113.6	84.9	219.9	69.1	1041	78.0
資産合計	1786.9	100.0	133.8	100	318.4	100	1334.7	100.0

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part.2, Chap.2, pp.131-141

(注) 1. 投資会社にはアトラス及びエクィティ・グループが除外されている

2. 金額単位=百万ドル

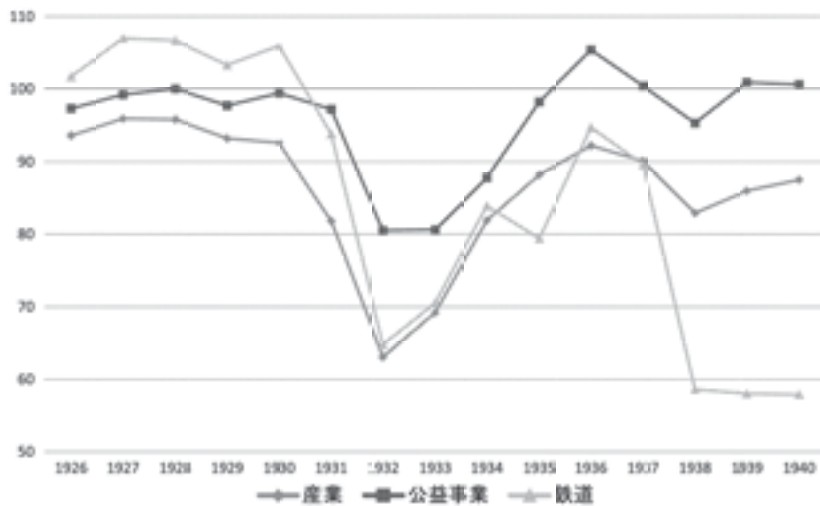


図1 社債価格の推移

(出所) *Statistical Abstract of United States*, 1941, p.338

資証券は1930年代にどのような価格変動を示していたのであろうか。まず資産の6.1%を占めていた社債の価格動向についてみよう(図1)。利潤→配当という不確定な要因に左右される普通株とは異なり、社債の利子は発行時に確定しており、利子所得を資本還元した社債価格は相対的に安定した推移を示すものと期待される。だが社債も擬制資本である限り、社債価格は元本・利子の支払い状況および市場利率の動向の2要因によって規定される関係にある。社債価格は1932年(69.5)に底を打つたものの、40年(82)に至ってもなお元本価格を回復していない。さ

らに社債を3つのクラスに分類すれば、産業別に異なった動向を辿っていることが判明する。公益事業債は30年代通じて価格変動幅が最も小さく(80.5~100.6)、30年代後半に元本価格を維持し得た唯一のグループであった。他方鉄道債は最大の価格下落を経験しており、40年(57.9)において42%の減価率を示している。これは鉄道業の利潤率の下落および鉄道債の債務不履行の続出を反映したものであった。一般産業債は2つのグループの中間に位置し、32年(63.1)まで30%下落していたが、40年(87.5)までに回復を示していたものの、ついに元本価値を

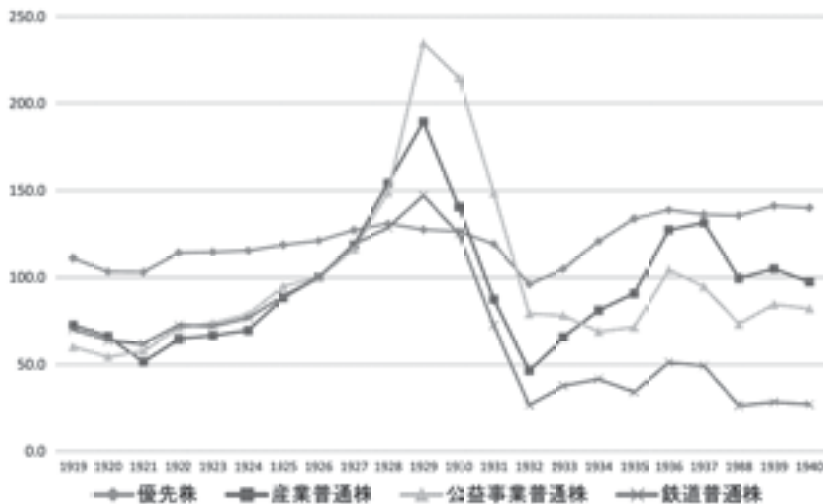


図2 株価の推移

(出所) *Statistical Abstract of United States*, 1941, p.338

(注) 1. 優先株は1株あたり株価
 2. 普通株は1926=100とした指数

回復し得ていない。したがって投資会社は社債投資の分野においてもキャピタル・ロスを被っており、とりわけ29年時点ではまだ「一流」投資資産としての地位を維持していた鉄道債から大きな損失を受けることになる。

次いで投資会社の主要資産であった株式の価格動向についてみよう(図2)。優先株は資産合計の5.9%、普通株は63.9%を占めていたが、その株価は対照的な動向を示している。優先株は29年(127.4ドル)から32年(96.1ドル)に25%低落したものの、その後の回復は急速に進み、40年には140.1ドルにまで上昇している。優先株は普通株に先行して配当を請求できる権利を有しており、例えば配当が未払いとなったとしても未払配当は累積していき、未払配当がある限り、普通株主は配当を享受することが出来ない。つまり優先株は普通株と社債の中間的位置を占める証券であり、株価動向から判断すれば、優先株に対する配当は維持されており、企業は優先株配当を支払うに足る利益をあげていたことを示していた。

しかし普通株には「梔子の原理」が作用す

るため、その株価は景気循環の諸局面で増幅した動きを示している。普通株株価は29年(190.3)から32年(48.6)にかけて74%の下落を示した後、40年(83.6)までに29年の44%の水準にまで回復していたに過ぎない。なかでも公益事業株は29年(234.6)から40年(82.1)にかけて65%、鉄道株(147.3→26.9)は82%の大幅な下落を示しており、産業株(189.4→97.4)のみが49%の下落にとどまっていた。このように40年の普通株株価は29年水準に比較すれば56%の大幅な下落を経験していたが、この株価下落の性格を1株あたり平均配当額の推移と関連させて考えてみよう(図3)。普通株600銘柄の1株あたり配当額は29年(2.96ドル)から33年(1.09ドル)にかけて低落し、40年(1.81ドル)までに再び上昇するという動きとなっている。普通株株価は29~40年に56%下落していたのに対し、1株あたり配当額は39%の下落であるから、株価はファンダメンタルから乖離して変動しているといえる。とりわけ20年代末の株式ブーム期の株価上昇は異常であり、利潤率という基

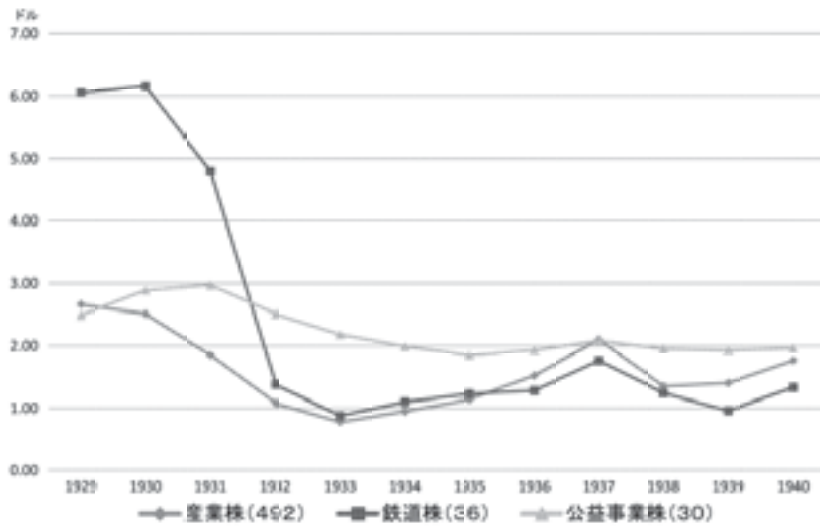


図3 普通株配当の推移

(出所) *Moody's Industrials*, 1941, pp.a 40-41

表2 会社利潤の推移

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1940/1929(%)
産業株(168)	1391.7	795.6	303.5	87.1	183.5	323.7	580.0	940.8	977.9	391.0	743.0	945.6	67.9
自動車(28)	386.5	183.3	87.8	48.8	85.2	94.6	225.1	348.6	283.3	99.2	239.6	271.7	70.3
化学(13)	163.8	123.7	99.0	52.4	77.1	94.8	121.5	166.9	136.1	85.9	128.8	131.2	80.1
食料品(19)	101.3	93.3	82.0	59.5	66.4	72.0	67.6	82.9	77.5	75.5	81.5	81.6	80.6
機械(17)	61.5	35.6	4.2	14.5	1.8	17.6	26.0	41.2	53.2	22.4	29.3	38.2	62.1
金属・鉱業(12)	32.3	15.7	4.4	3.7	3.6	8.2	11.7	16.5	23.8	8.5	14.2	21.7	67.2
石油(13)	83.8	25.6	38.2	5.0	6.5	14.5	29.6	56.1	73.2	40.1	41.4	45.8	54.7
鉄鋼(11)	308.6	152.4	1.8	123.3	60.8	22.9	22.4	100.3	165.1	6.3	93.4	197.2	63.9
雑(55)	253.9	166.0	66.1	13.7	3.7	44.9	76.1	128.3	165.7	65.7	114.8	158.2	62.3
公益事業(53)	252.2	250.6	240.8	198.6	169.0	163.6	176.1	197.7	205.8	188.7	207.1	212.3	84.2

(出所) *Statistical Abstract of US*, 1937 p.288; 1941 p.340

(注) 単位=百万ドル

礎的条件から大きく乖離して騰貴していた事情が1930年代の株価下落率を大幅にしていた理由となる。だが30年代の大幅な株価下落は株式ブーム期の反動だけでは説明できないであろう。もう一つの要因は普通株配当の原資となる利潤の低落である。1株あたり配当額の下落を産業別にみれば、公益事業株は21% (2.49→1.96ドル)、産業株は34% (2.66→1.76ドル)、鉄道株は78% (6.06→1.33ドル) となる。つまり30年代の株価下落は株式ブーム期の異常な株価騰貴の反動としての側面と同時、産業部面における利潤

率の低下という基礎的条件の変化をも反映していたといえるだろう。

さらに利潤動向を産業部門別に細分化して検討しよう(表2)。表を一瞥して気づくことは産業企業の利潤は30年代に大きく変動していることであろう。いずれの産業部門も利潤額の底を32~33年に迎えているが、29年のピークと比較したボトムの水準は鉄鋼(0.6%)、機械(2.9%)、石油(6%)、金属・鉱業(11.1%)、自動車(12.6%)において下落率が大きかった。他方、化学(32%)・食料品(59%)の2部門の利潤は不況

表 3 管理型一般投資会社の収益動向

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	合計
経常収入											
利子	5.67	9.92	27.45	18.02	12.22	10.01	7.62	5.95	5.38	4.40	106.64
配当	8.09	13.83	33.01	54.09	42.59	27.20	23.33	28.34	32.81	55.44	318.72
利子・配当収入	13.90	24.26	61.17	73.14	55.51	37.46	31.10	34.36	38.19	59.93	429.01
合計	14.38	25.07	63.15	74.64	56.51	38.16	31.68	35.08	38.86	61.13	438.66
経常費用	2.36	4.34	10.21	12.10	9.14	6.65	8.24	10.67	8.95	12.89	85.55
〈経常収入－費用〉	12.02	20.73	52.94	62.54	47.37	31.51	23.44	24.41	29.91	48.24	253.11
支払利子	2.92	6.14	10.97	10.34	8.76	6.74	6.00	5.70	5.36	5.34	68.27
経常利益	9.10	14.59	41.97	52.20	38.61	24.77	17.44	18.71	24.55	42.90	284.84
証券売却益（損失）	12.19	41.93	70.35	-41.63	-156.17	-176.79	-33.03	-10.92	30.58	97.29	-166.20
純利益	20.09	52.72	106.47	10.97	-119.00	-152.32	-16.10	7.10	52.08	133.68	95.69
配当支払い											
優先株	4.13	7.44	22.46	29.16	20.25	12.23	12.52	11.91	12.22	22.10	154.41
普通株	8.72	14.22	39.38	53.93	36.21	22.44	22.91	25.75	33.01	84.92	341.48
合計	8.72	14.22	39.38	53.93	36.21	22.44	22.91	25.75	33.01	84.92	341.48
〈純利益－配当支払額〉	11.37	38.50	67.09	-42.96	-155.21	-174.76	-39.01	-18.65	19.07	48.76	-245.79

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 2, Chap.2, pp.146-7

(注) 単位=百万ドル

の底でも 29 年の 3～6 割を維持しており、相対的とはいえ恐慌に対する耐性を示している。次に 1940 年の利潤の回復度合いを 29 年水準と比較すれば、食料品 (81%)、化学 (80%) が上位のグループ、自動車 (70%)、金属・鉱業 (67.2%)、鉄鋼 (63.9%) が中位のグループ、石油 (54.7%)、機械 (46%) が下位のグループを形成していた。こうした利潤の動向が各部門に属する株価に反映されていくことになる。

2. 投資会社の収益

(1) 投資会社の収益構造

前節では投資会社の主要資産を形成する証券（社債・優先株・普通株）の価格動向についてみてきた。本節では主に証券から生ずる所得（利子・配当）および証券売買益（損失）に依存する投資会社の収益動向についてみることにする。ここで対象とする投資会社は 141 社（1929 年末）の一般投資会社であり、投資会社相互間の投資関係により巨大なピラミッド・システムを形成していたアトラス社、エクィティ社系列の 41 社（29 年末）を除いたものである。表 3・表 4 を参照しながら、一般投資会社の収益に影響を与えた諸

要因について検討しよう。

投資会社の経常収入は利子と配当の 2 要因から構成されている。利子収入はさらに連邦債利子 (6.75 百万ドル)、社債および貸付利子 (99.20 百万ドル)、関連会社貸付からの利子 (0.68 百万ドル) によって構成され、93%を占める社債・貸付利子が利子収入の主力となっている。利子収入 (10.01 百万ドル) は経常収入の 24.3%を占めているが、27 年 (39.4%)、28 年 (39.6%)、29 年 (43.5%) の期間には 40%前後の高い比率を示していた。こうした収入に占める利子比率の上昇は株式ブーム期において投資会社が巨額のコール・ローンを供給していた事情を反映しており、株式投機の抑制を意図した連銀による“道義的説得”によりコールローンの供給を抑制した商業銀行に代わって、大企業・外国投資家とならんで“その他”の供給主体となったのが投資会社であった³⁾。アメリカン・ファンダーズ (2400 万ドル)、エレ

3) 株式ブーム期におけるブローカーズ・ローンの実態に関しては、B. H. Beckhart, *The New York Money Market*, Vol.III Uses of Funds, Columbia University Press, NY, 1932, V-VI, 参照。

表 4 管理型一般投資会社の主要資産・負債

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
会社数	63	102	140	141	140	148	145	150	151	148
<資産>										
現金	13,786	38,384	82,239	91,267	46,016	49,330	32,064	54,254	66,809	91,132
コールローン	19,177	119,255	167,841	22,807	11,823	630				
連邦債	2,392	22,783	24,909	35,590	75,145	50,146	6,170	15,779	7,968	9,349
受取配当・未収利子	1,867	2,360	6,507	7,214	5,634	4,555	4,187	4,501	4,422	5,214
受取手形	12,719	78,618	66,882	44,457	28,388	20,921	17,133	10,164	8,651	6,383
証券投資 (簿価)	288,000	517,401	1,492,260	1,440,561	1,118,281	841,991	907,704	905,943	1,009,656	1,112,723
子会社投資	14,119	19,452	11,816	12,829	10,512	10,240	10,104	1,143		
親・子会社投資・融資	1,038	13,140	26,108	25,125	16,349	17,362	21,057	20,460	18,967	26,642
証券以外の投資	1,736	2,993	8,871	9,081	11,590	5,785	6,016	3,843	3,557	4,072
資産合計 (簿価)	357,491	824,959	1,899,525	1,697,667	1,330,145	1,004,972	1,007,657	1,018,648	1,123,422	1,258,162
貸借対照表に反映されない純増価(減価)	44,213	126,145	-53,373	-329,532	-529,529	-340,631	-168,154	-144,907	103,112	309,199
準備金によって反映される純未実現減価	4,850	4,149	59,297	54,168	66,089	31,839	19,851	15,389	11,169	1,146
資産合計 (市場価値)	396,854	946,955	1,786,855	1,313,967	734,527	632,502	819,652	858,352	1,215,365	1,266,215
<負債・資本>										
支払手形	25,467	53,842	46,545	58,365	38,024	27,063	24,657	16,774	21,725	53,508
未払い負債	3,356	7,661	15,072	6,860	3,561	3,621	4,810	4,248	7,397	9,696
支払い配当	1,464	2,583	4,361	4,348	2,957	2,414	2,372	2,796	4,847	6,491
親・子会社からの貸付			9,006	133	124	150	4,085	76	36	
社債	69,140	115,742	157,618	149,114	120,008	106,091	103,645	101,807	97,961	79,245
資本金	197,685	512,625	1,155,335	972,493	636,593	460,718	424,333	425,500	457,287	475,152
優先株	105,967	285,184	510,943	440,684	321,508	228,623	199,818	193,575	188,839	174,406
普通株	91,718	227,441	644,392	531,809	315,085	232,095	224,515	231,925	268,448	300,746
準備金	11,940	12,507	78,597	73,036	93,732	52,328	37,390	32,909	31,920	26,906
剰余金	47,297	118,825	460,770	432,012	431,718	349,699	404,255	432,239	499,876	606,620
資本金・剰余金合計	244,982	631,450	1,616,105	1,404,505	1,068,311	810,417	828,588	857,739	957,163	1,081,772

(出所) *ibid.*, Part.2, Chap.2, pp.133-34

(注) 単位=千ドル

クトリック・ボンド・アンド・シェア（1億5800万ドル）、トリ・コンチネンタル（6200万ドル）、ユニティド（300万ドル）などの投資会社は証券発行により巨額の資金を市場から吸収すると同時に、高い利子率に惹かれてコール市場で資金を運用することで市場に資金を供給していたり。投資会社の年末のコール残高は27年（1918万ドル）、28年（1億1926万ドル）、29年（1億6784万ドル）、30年（2281万ドル）という推移をたどっており、利子収入の増加を裏付けるデータといえる。利子収入は29年をピークとして減少していき、36年には経常収入の7.2%（440万ドル）を占めるに過ぎない要因となっている。

経常収入のもう一つの要因である配当収入はどのような推移を示していたのであろうか。配当収入は純粋な証券投資からの配当と関連会社株からの配当に分けられるが、アトラス・エクィティの2グループを除いた一般投資会社は多様な証券に投資しているため、関連会社からの配当は2%程度にすぎなかった。したがって配当収入は株式投資をした産業・企業の利潤率に左右されることになる。配当収入のピークは1930年（5408.7万ドル）、ボトムは33年（2333.4万ドル）に迎えており、36年（5543.7万ドル）には30年水準を回復している。配当収入は経常収入の73%を占めており、その動向こそが投資会社の純利益および投資会社株の配当の帰趨を決める要因となる。

経常費用は主に営業費用（8555万ドル）、利子支払（6827万ドル）からなる。先に触れたように、利子収入（1億664万ドル）は利子支払いをはるかに上回っており、個別投資会社レベルでは逆の場合があるとしても、全体としては債務不履行となる状況ではない

だろう。利子支払が利子収入を上回った年は34年と36年の2カ年に過ぎなかった。利子収支を有利にした事情としてあげなければならないのは、社債残高の減少による利子支払額の減少という事実である。社債は投資会社負債の大部分を占めているが、その残高は29年（1億5762万ドル）から36年（7924.5万ドル）に1/2の規模に縮小している。これは投資会社による社債の償還によってもたらされていた⁵⁾。

経常収入から経常費用を控除した金額が投資会社の株主に対する配当支払いの原資となるが、27～36年の期間にあげた経常利益は2億8485万ドルとなっている。これに対して投資会社の株主に支払われた配当総額は同期間に3億4148万ドルであり、そのうち優先株配当は1億5441万ドル、普通株配当は1億8705万ドルであった。つまり投資会社は経常利益を上回る配当を支払っており、不足額（5663万ドル）は剰余金に依存せざるを得なかったのである。このことを年度毎にみれば、経常利益を超える配当を支払った年は30年（-173万ドル）、33～36年（-4555万ドル）となる。30年の配当超過額は僅少であることを考慮すれば、27～32年の期間、投資会社は稼得した利子・配当収入でもって株主に対する配当をなしえたとして良いであろう。

ただしこれは結果論として妥当であるものの、次のような限定を付さなければならない。第一に優先株資本が29年（5億1094万ドル）から36年（1億7441万ドル）までにおよそ1/3の規模にまで縮小していたことである。これは先述した社債と同様に、投資会社は価格下落している優先株を市場から購入し、

5) 「公開市場における再購入による社債の大きな縮小——その大部分は社債の元本額より低い価格で行われた——が多数の会社によって1931～32年になされた」(Investment Trusts and Investment Companies, Part.2 Chapter 2, p.70)

4) J. T. Flynn, *Security Speculation*, Harcourt, Brace and Company, NY, 1934, p.256

それを償却していたからである⁶⁾。優先株の発行株数の減少は優先株主に対して交付すべき配当の減少をもたらしていた。第二に普通株配当において減配・無配をする投資会社が増加し、そのことが配当支払額を減少させている。つまり投資会社は普通株に充てるべき経常利益を十分に確保することが出来ず、結果として配当支払い超過額を小さなものとしていたのである。また優先株と同様に、普通株資本も29年(6億4436万ドル)から33年(2億2452万ドル)、36年(3億75万ドル)までに1/3~1/2の規模に縮小している⁷⁾。これは普通株において大規模な減資が行われていたことを推察させるものといえよう。普通株資本金の減少については後述することにした。

利子・配当収入というインカム・ゲインに加えて、投資会社の収益を規定する第2の要因はキャピタル・ゲインである証券売買益(損失)である。投資会社は27~36年の期間全体で1億6619万ドルのキャピタル・ロスを被っている。これを年度別に見れば、10年間のうち27~29年および35~36年の5カ年はキャピタル・ゲイン(2億5234万ドル)を取得していたが、30~34年の5カ年間はキャピタル・ロス(4億1853万ドル)を被っていた。つまりこの数字が示すところによれば、投資会社は証券を長期に保有することにより利子・配当収入をえるだけでなく、この全期間にわたり証券を市場で売買することでキャピタル・ゲイン(ロス)をえていた

ことになる。

投資会社の証券売却益が利子・配当収入を上回った年は28年(+1767万ドル)、29年(+918万ドル)、36年(+3737万ドル)の3カ年であった。とりわけ29年は差引額は小さいものの、証券売却益は7035万ドルに及んでおり、36年(9729百万ドル)に次ぐ規模となっている。投資会社は株価上昇を利用してキャピタル・ゲインを取得していたが、そのキャピタル・ゲインは投資会社による株価操縦によって積極的に創出されてもいたのである。

他方、投資会社は株価下落の局面においても証券を売買しており、巨額のキャピタル・ロスを招いていた。とりわけ31年(1億5617万ドル)、32年(1億7679万ドル)のキャピタル・ロスの規模は大きかった。投資会社は株価下落の局面でそうした証券の実現損失だけでなく、保有投資証券に潜在的な損失要因(未実現の損失)をかかえていた。投資会社の資産(帳簿価値)は29年(18億9953万ドル)から32年(10億766万ドル)にほぼ半減していたが、株価下落を反映させた資産(市場価値)は29年(17億8686万ドル)から32年(6億3250万ドル)に35%の規模まで下落していた。だが株価の上昇は投資証券価値を35年より増加に転じさせており、こうした「潜在的な損失」は現実化することはなかった。

株価の下落する局面で巨額の損失を予期しながらも、投資会社はなぜ証券を売却しなければならなかったのであろうか。こうした売却には次のような要因が考えられるだろう。第一の要因は銀行借入金の返済、社債・優先株の償還資金、株主の償還請求などの現金資金の需要(オープン・エンド型投資会社の場合)に応える必要である。投資会社は株価下落の局面でそうした現金需要に応えるために保有証券の売却を余儀なくされ、31~33年には証券売却損を控除した配当支払前の純利

6) 「巨額の優先株が1930~31年に再購入された。そしてより小さな規模であったが、この政策は1936年まで継続した。1929~32年の優先株の相対的比率の上昇は絶対額の減少と対照的であった。他方、1932~36年の比率の低落は絶対額の低落よりはるかに大きかった」(ibid., p.71)
7) 「1929~32年の普通株資本の急速な低落は、普通株が証券価格下落によって被った損失の矢面に立ったという事実を反映していた」(ibid., p.71)

益は赤字に転落していた。第二の要因は配当支払の原資を確保する必要に迫られたことである。第三の要因はパフォーマンスの悪化した証券を売却し、より高い利回りを期待できる証券を購入する、投資銘柄の入れ替えが行われたことである。

(2) 投資会社クラス別の収益

上述した管理型一般投資会社をさらにレバレッジ型 (88 社)、ノンレバレッジ型 (30 社)、オープン・エンド型 (23 社) に細分化して、クラス別の収益構造の特徴をみることにしよう。

A. 経常利益と配当

投資会社の利益を変動させる要因は、①営業収入 (配当・利子収入)、②営業費用、③利子支払の 3 つであり、この経常利益から④配当支払 (優先株・普通株) がなされる。いま営業利益 (①-②) が資金調達コストである利子・配当 (③+④) を支払うのに十分であるのかという基準で見れば、営業利益が利子・配当支払額を上回っていたのはノン・レバレッジ型投資会社のみであり、残りのレバレッジ型・オープン・エンド型では利子・配当支払額が営業利益を超過していた。

1) ノンレバレッジ型

ノンレバレッジ型の資金調達は主に普通株に依存しているため、利子支払い (106 万ドル)、優先株配当 (280 万ドル) はほとんど無視しうる規模となっている (表 5)。また証券投資の構成も社債 (19.6 百万ドル)、優先株 (11 百万ドル)、普通株 (184.5 百万ドル) となっており、普通株投資からの配当収入が営業収入の大部分を構成する。したがってノンレバレッジ型においては普通株配当の水準が収入と経費の両側面を規定する関係にある。27~36 年の全期間をとれば、経常利益 (5282 万ドル) は配当支払額 (5173 万

ドル) を 109 万ドル超過しており、剰余金に依存することなく配当を支払っている。だが単年度で見れば経常利益と配当の関係が逆転する年もあり、27 年 (-26 万ドル)、28 年 (-11 万ドル)、33 年 (-61 万ドル)、35 年 (-95 万ドル)、36 年 (-414 万ドル) の 5 カ年間に利益以上の配当を支払っていた。

2) レバレッジ型

ノンレバレッジ型と対照的であったのは、株主に対し償還義務負わないクローズド・エンド型という点では同一であるが、資金調達を社債・優先株に大きく依存していたレバレッジ型の投資会社である (表 6)。レバレッジ型の負債・資本構造 (1929 年) において社債 (157.6 百万ドル)、優先株 (574.3 百万ドル) は 54.4% を占めており、40.4% の普通株・剰余金 (539.1 百万ドル) を上回る規模を有している。このことは好況期には普通株主に対しより多くの配当支払いを可能にするが (レバレッジ作用)、不況期なれば利益の大部分が固定所得の社債利子・優先株配当に回されるため、普通株に支払われるべき配当の原資を確保することが困難となる (逆レバレッジ作用)。他方証券投資の構成を見れば、社債 (81.2 百万ドル)、優先株 (93.7 百万ドル)、普通株 (851.5 百万ドル) となっており、普通株 (63.8%) が社債・優先株 (13.1%) を上回って最大の資産としての地位を占めている。こうした資産・負債資本の構成は収支勘定に反映され、利子費用 (6693 万ドル)・配当支払い (2 億 142 万ドル) が経常利益 (2 億 4693 万ドル) を超過している。さらに配当を優先株 (2 億 142 万ドル)・普通株 (5145 万ドル) に分ければ、利子および優先株配当のような固定経費は 2 億 6834 万ドルに及んでおり、普通株配当は営業利益の 1/5 にすぎない。とりわけ普通株配当は 32 年 (89 万ドル)、33 年 (64 万ドル)、34 年 (17 万ドル) に 100 万ドル以下の

表5 クローズド・ノンレバレッジ型

(1) 所得勘定

会社数	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	合計
	4	12	30	34	34	33	32	33	32	31	
営業収入	0.46	4.60	7.66	12.16	9.95	6.98	5.30	6.67	7.25	12.38	70.40
営業費用	0.04	0.23	1.17	2.27	1.98	1.44	1.65	2.03	2.12	3.39	16.52
営業利益	0.42	1.37	6.28	9.89	7.97	5.54	3.65	4.64	5.12	8.99	53.88
支払利子		0.03	0.34	0.20	0.10	0.06	0.03	0.01	0.01	0.80	1.06
経常利益	0.42	1.34	5.94	9.69	7.87	5.48	3.62	4.63	5.12	8.71	52.82
証券売却益(損失)	0.11	2.06	1.47	-12.35	-32.74	-50.66	-9.14	-1.43	7.84	21.17	-73.94
純利益	0.51	3.34	7.14	-2.64	-24.92	-45.23	-5.78	2.62	11.71	27.69	-25.56
支払配当											
優先株	0.30	0.57	0.76	0.76		0.12	0.06			0.23	2.80
普通株	0.38	0.88	2.07	6.18	6.81	5.25	4.17	4.60	6.07	12.62	43.93
配当合計	0.68	1.45	2.83	6.94	6.81	5.37	4.23	4.50	6.07	12.85	51.73
剰余金への残高	-0.17	1.89	4.31	-9.58	-31.73	-50.60	-10.01	-1.88	5.64	14.64	-77.29
営業費用/営業収入(%)	8.70	14.38	17.91	18.67	19.90	20.63	31.13	30.43	29.24	27.38	23.47

(出所) *ibid.*, p.150

(注) 単位=百万ドル

(2) 貸借対照表

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
〈資産〉										
流動資産	1.5	19.5	75.9	39.0	45.2	28.9	13.4	19.1	23.9	21.5
受取手形		1.0	4.6	4.5	2.0	1.6	1.3	1.0	0.8	1.5
証券投資	11.6	56.1	219.9	178.7	84.2	81.8	141.5	145.8	196.4	251.6
債券	0.4	4.8	19.6	18.0	9.3	12.8	11.3	13.0	13.0	12.6
優先株	0.3	5.4	11.0	10.4	7.0	5.4	6.1	7.6	14.3	17.9
普通株	10.6	41.8	184.5	149.2	67.6	63.3	123.7	124.5	167.9	219.1
雑	0.3	4.1	4.8	1.1	0.3	0.3	0.4	0.7	1.2	2.0
その他		1.6	18.0	17.0	17.0	17.0	19.9	9.1	7.3	8.8
合計	13.1	78.2	318.4	239.2	148.4	129.3	176.1	175.0	228.4	283.4
〈負債・資本〉										
支払手形		0.2	7.6	4.5	1.8	0.7	1.4	1.3	1.0	1.3
親・子会社からの貸付					0.1	0.1	4.0	0.1		
社債			0.1	0.1	0.1				2.1	2.0
負債合計	0.2	1.1	9.4	6.4	3.2	1.7	7.1	2.9	6.0	8.5
優先株										
普通株	12.9	77.1	309.0	232.8	145.2	127.6	169.0	172.1	222.4	274.0
資本合計	12.9	77.1	309.0	232.8	145.2	127.6	169.0	172.1	222.4	274.9

(出所) *ibid.*, Part.2, Chap.2, pp.138-139

(注) 単位=百万ドル

規模にまで低下しており、投資会社株を保有する普通株主に大きな犠牲を強いることになる。

3) オープン・エンド型

オープン・エンド型は株主に対する償還義務を有する点でクローズド・エンド型と区別されるが、資産および負債・資本構造ではノン・レバレッジ型と類似している(表7)。優先株は5.1%(6.8億ドル)に対し、普通株・剰余金が91.8%(122.8百万ドル)を占

めており、営業利益が直接に普通株主に対する配当として支払われる構造となっている。証券投資の面でも、社債は3.3%(4.4百万ドル)、優先株は1.3%(1.8百万ドル)に対し、普通株投資は80.2%(107.3百万ドル)を占め、資産の大部分を構成している。

このようにオープン・エンド型はノン・レバレッジ型と類似した資本構造を有していたものの、普通株配当の一部は剰余金に依存して行われていた点で異なっていた。つまりオープン・エンド型の投資会社は社債利子・

表6 クローズド・レバレッジ型

(1) 所得勘定

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	合計
会社数	40	65	88	88	88	90	85	81	81	81	
営業収入	12.77	20.68	49.83	57.46	41.87	27.42	20.79	20.73	21.19	30.17	302.91
営業費用	2.17	3.67	7.44	8.79	6.37	4.60	5.40	7.03	4.58	5.93	55.98
営業利益	10.60	17.01	42.39	48.67	35.50	22.82	15.39	13.70	16.61	24.24	246.93
支払利子	2.89	6.08	10.50	10.12	8.66	6.68	5.97	5.68	5.33	5.02	66.93
経常利益	7.71	10.93	31.89	38.55	26.84	16.14	9.42	8.02	11.28	19.22	180.00
証券売却益(損失)	10.42	35.49	58.88	-20.47	-101.83	-93.33	-19.51	-8.53	10.77	40.46	-87.65
純利益	17.05	43.06	85.88	18.55	-76.27	-77.33	-10.36	-0.44	21.50	55.97	77.61
支払配当											
優先株	3.81	6.75	21.46	28.15	20.08	12.01	12.38	11.82	12.02	21.49	149.96
普通株	2.97	4.21	11.61	14.74	4.77	0.89	0.64	0.17	2.95	7.91	51.45
配当合計	6.78	10.96	33.07	42.89	24.85	12.90	13.02	12.29	14.97	29.40	201.42
剰余金への残高	10.27	32.10	52.81	-24.34	-101.32	-90.23	-23.38	-13.03	6.53	26.57	-123.81
営業費用/営業収入	16.90	17.75	14.93	15.30	15.21	16.78	25.97	33.91	21.61	19.66	18.48

(出所) *ibid.*, Part.2, Chap.2, p.149

(注) 単位=百万ドル

(2) 貸借対照表

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
〈資産〉										
流動資産	24.9	122.6	189.0	108.1	81.9	63.9	22.0	28.4	30.5	43.9
受取手形	12.7	77.5	59.1	39.6	21.9	17.6	13.3	6.9	6.5	2.6
証券投資	285.3	513.6	1041.0	788.8	400.0	331.3	426.8	424.6	579.9	706.1
債券	59.4	56.5	81.2	89.9	61.2	56.3	55.1	57.8	58.6	51.5
優先株	42.5	49.8	93.7	93.1	50.4	34.1	34.1	38.6	70.2	78.4
普通株	178.0	397.0	851.5	601.1	283.6	235.9	330.8	322.3	444.2	566.3
雑	5.4	10.3	14.6	4.7	4.8	5.0	6.8	5.9	6.9	9.9
その他	14.1	32.1	45.6	36.3	18.0	15.9	11.5	12.4	14.1	24.1
合計	337.0	745.8	1334.7	972.8	521.8	428.7	473.6	472.3	631.0	776.7
〈負債・資本〉										
支払手形	24.5	33.3	37.8	53.5	36.1	26.2	21.5	13.9	19.5	47.9
親・子会社からの貸付			9.0	0.1			0.1			
社債	69.1	115.7	157.6	149.0	119.9	106.1	103.6	101.7	95.4	76.3
負債合計	98.5	158.2	226.3	212.2	163.9	139.4	131.5	121.5	121.8	133.1
優先株	103.0	290.4	574.3	521.0	466.8	439.2	409.8	403.8	394.2	345.7
普通株	135.5	297.2	539.1	239.6	-108.9	-149.9	-67.7	53.0	115.0	297.9
資本合計	238.5	587.6	1113.4	760.6	357.9	289.3	342.1	350.8	509.2	643.6

(出所) *ibid.*, pp.140-141

(注) 単位=百万ドル

優先株配当の支払いに拘束されることなく、普通株主に対する配当を高水準に維持していたため、配当支払額(8803万ドル)は経常利益(5202万ドル)を大きく上回っていた。だがニューディール税制の一環として未分配利得税が実施された1936年に巨額の配当支払い(4266万ドル)が行われており、この年の超過額(2769万ドル)を除けば、27～35年の利益を上回る配当額は832万ドルに縮小する。

B. 資産売却益(損失)

実物経済の悪化による企業利潤率の低下は投資家に支払われる利子・配当額に影響を及ぼしただけでなく、証券価格の低下を媒介にして投資資産の「減価」を招くことになる。投資会社の主要資産は他証券に比較して価格変動の大きな普通株により占められていたため、株式ブームの崩壊以降における株価下落は投資会社の経営にとりわけ深刻な打撃を与えることになった。

投資会社の資産および負債・自己資本がと

表7 オープンエンド型

(1) 所得勘定

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	
会社数	13	17	23	19	21	31	32	37	39	39	合計
営業収入	1.15	2.79	5.66	5.02	4.69	3.76	5.59	7.68	10.42	18.58	65.34
営業費用	0.15	0.44	1.39	1.04	0.79	0.61	1.19	1.61	2.25	3.57	13.04
営業利益	1.00	2.35	4.27	3.98	3.90	3.15	4.40	6.07	8.17	15.01	52.30
支払利子	0.03	0.03	0.13	0.02				0.01	0.02	0.04	0.28
経常利益	0.97	2.32	4.14	3.96	3.90	3.15	4.40	6.06	8.15	14.97	52.02
証券売却益(損失)	1.66	4.38	10.00	-8.81	-21.00	-32.80	-4.11	-0.96	11.97	35.66	-4.61
純利益	2.53	6.32	13.45	-4.94	-17.81	-29.76	-0.04	-4.92	18.87	50.02	43.64
支払配当											
優先株	0.02	0.12	0.24	0.25	0.17	0.10	0.08	0.09	0.20	0.38	1.65
普通株	1.24	1.69	3.25	3.85	4.38	4.06	5.58	8.58	11.76	42.28	86.68
配当合計	1.26	1.81	3.49	4.10	4.55	4.16	5.66	8.67	11.96	42.66	88.03
剰余金への残高	1.27	4.51	9.96	-9.04	-22.36	-33.92	-5.62	-3.75	6.91	7.36	-44.69
営業費用/営業収入	13.04	15.77	24.56	20.72	16.84	16.22	21.29	20.96	21.59	19.21	19.96

(出所) *ibid.*, p.151

(注) 単位=百万ドル

(2) 貸借対照表

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
〈資産〉										
流動資産	10.8	40.7	16.8	10.2	10.8	12.2	6.9	27.1	24.8	40.3
受取手形		0.1	3.2	0.3	0.5	0.4	1.3	1.2	0.8	2.3
証券投資	35.8	82.2	113.6	91.5	52.4	61.8	161.8	182.7	330.3	463.0
債券	1.3	0.3	4.4	2.9	1.4	2.4	1.6	1.8	3.6	6.9
優先株	0.3	0.7	1.8	2.7	1.1	1.4	1.1	2.0	8.6	10.2
普通株	34.2	81.2	107.3	85.9	49.8	57.7	158.3	178.5	318.1	445.0
雑			0.1		0.1	0.3	0.8	0.4		0.9
その他	0.2		0.2		0.6	0.1		0.1	0.1	0.5
合計	46.8	123.0	133.8	102.0	64.3	74.5	170.0	211.1	356.0	506.1
〈負債・資本〉										
支払手形	0.9	20.4	1.2	0.3	0.1	0.2	1.7	1.6	1.2	4.3
親・子会社からの貸付								0.1	0.5	0.9
社債										
負債合計	1.8	21.7	4.2	1.4	1.0	1.1	3.0	3.6	6.5	7.8
優先株	9.8	18.6	6.8	6.5	6.2	6.4	5.4	6.5	14.4	24.7
普通株	35.2	82.7	122.8	94.1	57.1	67.0	161.6	201.0	335.1	473.6
資本合計	45.0	101.3	129.6	100.6	63.3	73.4	167.0	207.5	349.5	498.3

(出所) *ibid.*, pp.136-137

(注) 単位=百万ドル

もに主として証券から構成されているため、価格下落の影響は二様である。第一は資産価値に与えた影響であり、それは保有資産の簿価下落による「含み損」の発生、さらには証券売却による損失の現実化として現れる。

3クラスの投資会社はいずれも証券売却損を計上しており、とりわけクローズド・エンド型投資会社の損失は巨額に達していた。10年間の証券売却損はオープン・エンド会社で461万ドルに過ぎなかったのに対し、レバレッジ会社で8765万ドル、ノンレバレッジ

会社で7394万ドルに及んでいた。いずれの投資会社も株価が大きく下落していた31～32年に巨額の証券売却損を計上している。レバレッジ会社では負債(社債・優先株)サイドからの売却圧力が作用していたと考えられ、またオープン・エンド型会社は株主からの償還請求に応える義務があるため、償還請求にさいして証券売却により現金を調達する必要が生じてくる。だがノン・レバレッジ型投資会社においても巨額の損失を計上していることからわかるように、投資会社は恐慌期

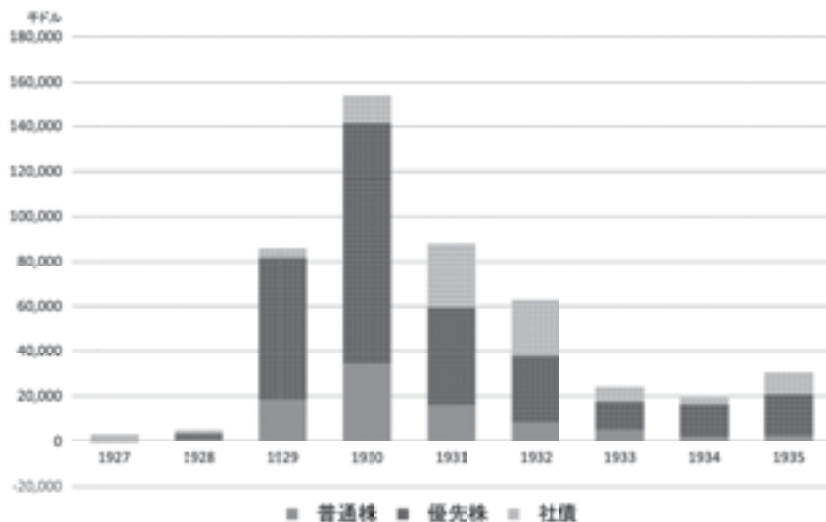


図4 自己証券の再購入額（ネット）

（出所）*ibid.*, Part 2, Chap.3, p.233

に大規模な投資銘柄の入れ替えを行っていた。前稿でふれたように、投資会社の投資証券の重点は外国証券・鉄道証券・銀行株から優良な少数の産業株銘柄に移行しつつあり、その銘柄移行の過程において巨額の売却損を被っていたのである。

第二は負債サイドへの影響である。恐慌期には債務・利子支払力の低下及び配当支払いの延滞などにより、社債・優先株のいずれも厳しい価格下落を経験していた。こうした状況は社債・優先株を発行価格以下で市場から購入することにより「キャピタル・ゲイン」を取得する機会をレバレッジ型投資会社に提供した。図4は投資会社による自社証券の再購入額から再売却額を控除したネットの再購入額を証券種類別に示したものである。再購入額は全期間（27～35年）で4億7239万ドルに及んでおり、その内訳は優先株が61%（2億8856万ドル）、社債が20%（9399万ドル）、普通株は19%（8985万ドル）となっている。自己株式の再購入の動機としては、1）価格維持のための市場操作の手段としての利用、2）発行済み証券の減少による残存証券価値の上昇、3）社債の場合にはタッ

チ・オフ条項が付帯される場合が多く、純資産価値を維持するために社債の早期償還が迫られていたこと、などがあげられる⁸⁾。

こうした再購入政策はレバレッジ型会社の社債・優先株の発行残高を大きく減少させている。減少率は優先株で29年から35年にかけて40%（5億7430万ドル→3億4570万ドル）、社債で52%（1億5760万ドル→7630万ドル）の大規模なものとなっている。再購入額の規模を証券発行額との比率（27～35年）で示した表8で検証してみよう。最初に再購入を株数で見れば、社債は38%、優先株は27%、普通株は5%となっており、再購入政策が社債・優先株の発行済み数に与える影響の大きさが示されている。とりわけ優先株では一般投資会社（44%）、アトラス社（42%）、社債では一般投資会社（44%）、エクィティ社（55%）の再購入比率が高くなっている。次に再購入を金額で見れば、発行時の価格が購入時の価格を上回っていたため、株式数よりも低い比率となっている。再

8) 再購入政策の詳細に関しては、*ibid.*, Part.2, Chap.2, pp.236-241, を参照。

表 8 証券売却額に対する再購入額の比率

	一般投資会社	アトラス社	エクィティ社	投資持株会社	全会社
〈株式数〉					
普通株					
レバレッジ会社	5	3		5	3
ノンレバレッジ会社	24	16	0	27	9
合計	9	5		10	5
優先株	44	42	18	27	27
社債	44		55	19	38
〈金額〉					
普通株					
レバレッジ会社	4	1		4	3
ノンレバレッジ会社	12	10		9	7
合計	8	3		5	5
優先株	27	28	15	22	25
社債	19	9	10	12	14

(出所) *ibid.*, p.262

購入額の比率では優先株（25%）、社債（14%）となり、社債の再購入比率は大きく低下している。以上のように再購入政策は利潤率の低下という現実に対応してレバレッジ比率を低下させ、配当・利子負担を軽減させることを意図して行われていたのである。

C. 自己資本

以上のような営業利益（利子・配当収入－営業経費）から1）利子支払い、2）証券売却損失、3）配当支払いを控除した収支は2億4579万ドルの赤字となっている。収支はレバレッジ会社（－1億2381万ドル）、ノンレバレッジ会社（－7729万ドル）、オープン・エンド型会社（－4469万ドル）のいずれも赤字であり、それは自己資本（株式資本・剰余金）に対して賦課されていった。

最初に資本金の動向をみよう。優先株資本は29年（5億1094万ドル）から36年（1億7441万ドル）におよそ1/3の規模にまで減少している。優先株資本ほどでなかったものの、普通株資本も29年（6億4439万ドル）から36年（3億75万ドル）に1/2の規模にまで減少していた。ただし普通株は33年（2億2452万ドル）にピーク時の36%の規模にまで減少し、それ以降に反転するという推移をたどっている。いずれの資本金も30～32年に大きく減少しており、恐慌期の

証券価格の下落は自己資本比率の大きな縮小を招いていた。

こうした資本金の大幅な縮小を招いた要因として次の二つの要因が考えられる。第一は投資会社による株式の大規模な再購入である。前述したように、一般投資会社は優先株を大量に償還し、レバレッジ比率を低下させていた。またこのことは普通株にも妥当し、規模では劣るとはいえ、再購入株式は株式数ベースで売却株式数の5%に及んでいた。とりわけ資金調達を社債・優先株に依存していないノンレバレッジ会社においては、それは24%に及んでおり、普通株資本減少の大きな要因となっていた。第二は投資会社による減資政策である。減資政策の詳細に関しては個別ケースの分析をまたなければならないが、産業企業・銀行企業と同様に、投資会社は配当支払・証券売却損を自己資本の取り崩しに依存することで恐慌期を切り抜けることが出来たといえる⁹⁾。

他方、剰余金（利益・資本）の変化は資本

9) 産業企業の減資政策に関しては、拙著『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、1998年）第7章、銀行企業の減資政策に関しては、拙著『アメリカ銀行恐慌と預金者保護政策——1930年代における商業銀行の再編——』（北海道大学出版会、2009年）第8章、を参照。

金よりも小さい。剰余金は 29 年（5 億 8796 万ドル）から 32 年（4 億 203 万ドル）に 32% 低落したものの、36 年（6 億 3353 万ドル）には 29 年水準を上回る規模にまで回復している。だがこの剰余金の推移には注意しなければならない点がある。それは剰余金の数字に普通株・優先株において実施された減資政策によって創出された資本剰余金が含まれていることである。資本金から剰余金に移転された金額を相殺するために、普通株と剰余金を合計した金額（狭義の自己資本）の推移をみよう。自己資本は 29 年（11 億 5376 万ドル）から 32 年（6 億 3412 万ドル）に 45% 低落したものの、36 年（9 億 3427 万ドル）までに 29 年水準の 81% の規模にまで回復している。

さらに自己資本のこうした推移には投資証券の下落をすべて反映されていない点にも注意を払う必要がある。投資会社は証券価格の下落のすべてを資産価格に反映させていたのではなく、保有証券の売却による「実現損失」のみが自己資本に反映されていたに過ぎない。だが証券価格の下落に伴い、投資会社資産の帳簿上の「含み損失」は 30 年（3 億 2953 万ドル）、31 年（5 億 2953 万ドル）、32 年（3 億 4063 万ドル）に巨額に及んでおり、「含み益」に転じたのは 35 年になってからであった。その意味で恐慌期の投資会社はかなり脆弱な財務状態にあり、証券価格の下落を資産価値にすべて反映させたとすれば、剰余金が消失する事態に至ったであろう。

このことを投資会社クラス別にみてみよう。証券売却損のみを反映させた自己資本を 29 年のピークからボトムの推移で見れば、ノンレバレッジ会社は 29 年（3 億 900 万ドル）から 32 年（1 億 2760 万ドル）に 59%、オープン・エンド会社は 29 年（1 億 2960 万ドル）から 31 年（6330 万ドル）に 54% の低落を示していた。この 2 つのクラスの投資会社は最悪期にもかろうじて自己資本を有して

いたが、レバレッジ会社はマイナスの自己資本を計上することを余儀なくされている。つまりレバレッジ会社は 29 年に 5 億 3910 万ドルの自己資本を計上していたが、31 年（－1 億 890 万ドル）、32 年（－1 億 4990 万ドル）、33 年（－6770 万ドル）に自己資本を超過する累積損失をかかえていた。以上の考察から明らかなように、投資会社のいずれも恐慌期に主要資産である証券価格の下落により苦しい経営状況にあったが、なかでもレバレッジ会社の苦境は厳しいものがあり、そのことは投資会社の大規模な再編成に向かわせることになる。

III. 1930 年代におけるクローズド型一般投資会社

投資会社は 1930 年代に会社数・資産の両面で縮小過程に入っていた。投資会社は会社数で 17%（675 → 558 社）、資産額で 37%（7157 → 4502 百万ドル）の減少を経験していた。とりわけ好況期に投資会社ブームの中心をなしていたクローズド型の一般投資会社は減少幅が最も大きく、会社数で 45%（174 → 113 社）、資産額で 52%（2642 → 1261 百万ドル）の減少を示している。投資持株会社は会社数を維持していたものの、資産額では 30%（2738 百万ドル → 1906 百万ドル）の減少を示していた。

他方、オープン・エンド型投資会社はこの期間に会社数（19 → 39 社）、資産額（140 → 506 百万ドル）とともに増加傾向を示している。このことは 30 年代の証券発行の趨勢において確認される。証券発行額は全体としては恐慌期に急減していくなかで、固定・準固定型投資信託は 30～31 年に、オープン・エンド型は 33～36 年に発行額の 1/2 強を占めていた¹⁰⁾ アメリカの投資信託は第 2 次大戦

10) *ibid.*, Part 2, Chap.2, pp.32-34

以降にオープン・エンド型を中心にして発展していくことになる。

本章では 30 年代におけるクローズド・エンド型投資会社の再編の推移について考察しよう。

1. クロズド型一般投資会社の推移

表 9 は 1920 年代末投信ブームの主演を演じていたクローズド型一般投資会社の動向を

示したものである。1929 年末に資産規模 1000 万ドル以上の投資会社は 66 社あり、これはクローズド型投資会社数全体 (174 社) の 38% に相当している。これをさらに資産規模でグループ分けをすれば、5 社が資産 1 億ドル以上、10 社が 5000 万ドル～1 億ドル、14 社が 2000～5000 万ドル、37 社は 1000～2000 万ドルとなっている。またクローズド型会社の資産総額は 2642 百万ドルであった

表 9 管理型一般投資会社の動向

	資 産		動 向
	1929.12	1940.12	
Goldman, Sachs Trading Co	251.9	*	1933. 4 会社名を Pacific Easdtern Co に変更；1936.10 Atlas Corp と合併
United Founders	208.2	*	1935.11 American General Corp に合併
American Founders	171.6	*	1935.11 American General Corp に合併
Blue Ridge	133.5	37.1	1929. 8 Del 設立；Central States Electric Co の支配下
Shenandoah	104.4	*	1936.10 Atlas Corp と合併
Lehman Co	92.4	67.5	1929. 9 設立
Selected Industries, Inc	81.0	34.3	1928.12 設立；Tri-Continental Co の支配下
Tri-Continental Co	76.5	42.7	1929.12 設立
Adams Express Co	72.2	43.6	1854. 7 設立
General Investment Co	66.0	2.3	1929. 9 Public Utility Holding Co として設立；1933 現在の会社名；American General Co の支配下
International Securities Co	63.8	*	1935.11 American General Corp に合併
United States & Foreign Securities Co	61.9	32.4	1924.10 設立
American International Co	60.6	20.1	1915.11 設立
Chicago Co	59.2	30.9	1930.12 Continental Chicago Corp と合併；1932.12 Chicago Investors Co と合併
Chatham Phenix Allied Corp	50.4	*	1929. 9 設立；1931. 8；Atlas Corp と合併
United States & International Securities Co	42.3	43.5	1928.10 設立；US& Foreign Securities Co の支配下
General Public Service Co	36.0	5.4	1925.12 設立
General American Investors Co	34.2	26.5	1928.10 設立
National Securities Investment Co	32.8	*	1935. 7 Atlas Corp と合併
Sterling Securities Co	31.8	*	1936.10 Atlas Corp と合併
Investors Equity Co	28.4	*	1932. 5 Tri-Continental Co と合併
Commonwealth Securities, Inc	27.6	2.2	1923. 6 設立
American European Securities Co	26.2	13	1925.10 設立
Interstate Equities Co	25.2	*	1932.12 Equity Corp と合併
Fourth National Investors Co	23.5	*	1937. 4 National Investors Corp と合併
M & T Securities Co	22.8	*	1937. 4 清算
Second International Securities Co	22.6	*	1935.11 American General Corp と合併
Utility Equities Co	21.2	6.5	1928.11 General Investment Co・American General Co の支配下
American & Continental Co	20.8	*	1935.11 American General Corp と合併
Mayflower Associates, Inc	18.8	*	1936.12 清算
Railway & Light Securities Co	18.6	8.9	1928.10 設立
Illiminating & Power Securities Co	18.4	7.1	1912. 5 設立
Amercan, British & Continental Co	17.6	*	1935. 9 Equity Corp と合併
American & General Securities Co	17.1	*	1935.11 American General Corp と合併
United States & British International Co	17.0	*	1935.11 American General Corp と合併
Investment Trust Associates	16.9	*	1931. 7 United Founders Corp と合併
Reliance International Co	16.7	*	1935. 9 Atlas Corp と合併
American Capital Co	16.5	6.7	1928. 5 設立；1930. 9 Pacific Southern Investors Corp の子会社
Prudential Investors Inc	16.1	7.9	1929. 1 設立
Carriers & General Co	15.6	7.3	1929. 8 設立

Investment Co, of America	15.2	4.5	1926.10	設立; 1933. 8 再編
Central Illinois Securities Co	14.9	4.4	1929.10	設立
Standard Investing Co	14.4	3	1927. 1	設立
Pacific Investing Co	14.3	*	1927	設立; 1932. 4 合併→ Pacific Southern Investors Corp
Ungerleider Financial Corporation	14.1	*	1929. 5	設立; 1935. 7 Atlas Corp と合併
Atlas Corp	13.8	56.5	1929. 7	設立
Securities Corporation General	13.4	1.2	1912. 2	設立
Public Utilities Co	13.4	*	1936.11	Light & Power Securities Co と合併
Insuranshares Certificates, Inc	13.4	4.8	1929.10	設立
Aldred Investment Trust	12.9	8.6	1927.11	設立
Reybarn Co	12.8	*	1929. 2	設立; 1938.10 清算
Vick Financial Co	12.7	6.9	1929. 5	設立; 1936.12 再編
American Investors, Inc	12.3	*	1935. 7	Atlas Corp と合併
Old Colony Investment Trust	12.1	7.4	1927. 1	設立
Liberty Share Co	12.0	0.6	1929. 4	設立
Capital Administration Co	11.8	5.3	1928.10	設立; 1931. 5 Tri-Continental Co の支配下
United Securities Trust Associates	11.6	*	1929.12	設立; 1931.10 Massachusetts Investors Trust と合併
Reynolds Investing Co	11.4	2.2	1928. 3	設立; 1940.11 Reynolds Realization Corp に会社名変更
Chicago Investors Co	11.3	*	1927. 8	設立; 1932.12 Continental Chicago Corp と合併
International Superpower Co	11.0	*	1928. 9	設立; 1932.11 Bullock Fund Ltd と合併
General Capital Co	10.7	3.2	1929. 6	設立
Second National Investors Co	10.5	*	1924.12	設立; 1937. 4 National Investors Corp と合併
Continental Securities Co	10.3	*	1924.12	設立; 1937.10 破産
National Bond & Share Co	10.3	8.4	1929. 2	設立
North American Investment Co	10.3	4.2	1925.10	設立
Reynolds Bros, Inc	10.1	2.2	1929. 2	設立; 1930. 5 Reynolds Investing Co と合併

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 2, Chap 1, pp.53-54

Moody's Bank & Finance, 1930 & 1941

(注) 単位=百万ドル

が、資産規模 1 億ドル以上の 5 社の資産占有率は 33%、5000 万～1 億ドルの 10 社の占有率は 23%となっている。つまり 5000 万ドル以上の上位 15 社の資産占有率は 56%となり、上位の大投資会社への資産集中が進んでいたことがわかる。

一般投資会社の大部分は産業・銘柄ともに多様な証券に投資していたが、少数の投資会社は投資証券のなかになんか高い比率で系列投資会社証券を保有していた。一般投資会社(分散型証券投資)と投資持株会社(特定産業・企業の証券投資)の折衷的性格をおびていた投資会社としてあげられるのは、ゴールドマン・サックス・グループ(Goldman Sachs Trading Co)とファンダーズ・グループ(United Founders, American Founders)であった。この 2 つのグループは資産規模の小さな投資会社を系列化し、巨

大な投資ピラミッドを形成していた¹¹⁾。

ではバブルの絶頂期に形成されたこうした投資会社の構造は 1930 年代の不況期にどのような変化を見せたのであろうか。表に示されるように、65 社の投資会社のうち 33 社が 29～40 年に同一の組織形態を維持しており、残りの 32 社は組織の再編(2 社)、合併(26 社)、清算(4 社)という組織の大きな変化

11) 2 大投資会社グループこそが恐慌期に大きな打撃を受けていた投資会社である。一般投資会社を 2 大グループとそれ以外の投資会社に分離し、資産動向を比較すれば、29～36 年の資産下落率は一般会社で -12% (1787→1566 百万ドル)、2 大グループで -80% (985→201 百万ドル) となり、一般投資会社の資産低落(-36%)は 2 大投資会社グループの大幅な地位の低下によりもたらされていた (*op. cit.*, p.37)

を経験していた。つまり投資会社の半数が組織変更を余儀なくされていたことは、30年代において投資信託業界がおかれた苦境を物語っているといえよう。また組織変更の大部分が合併の形態で行われ、再編・清算は6社にすぎなかったことも投資信託業界の再編成の大きな特徴であろう。投資会社のなかでも資金調達を社債・優先株発行および銀行借入金に大きく依存していたレバレッジ型投資会社にとって、投資会社の吸収・合併という再編形態が利害関係を調整するうえで最も摩擦の少ない方法であったことを示している。

2. 子会社として存続した投資会社

65社のうち35社は40年末に貸借対照表を公表し、営業を継続していた。そのうち下記の8社は経営の独立性を喪失し、親会社の支配をうける子会社として存続していた（括弧内は1929年末の資産）。

United States & International Securities Co (4350 万ドル)

-United States & Foreign Securities Co
Blue Ridge Corporation (3710 万ドル)

-Central States Electric Co
Selected Industries, Inc (3430 万ドル)

-Tri-Continental Co
Capital Administration Co (530 万ドル)

-Tri-Continental Co
General Investment Co- (230 万ドル)

-American General Co
Utilities Equities Co (650 万ドル)

-American General Co
Standard Investing Corp (1440 万ドル)

-Henderson Brothers of Boston
American Capital Co (670 万ドル)

-Pacific Southern Investors

このうち2社は設立時のスポンサーとの関係を維持していた投資子会社である。U.S. インターナショナル・セキュリティーズ社は1928年の設立時から親会社（U.S. フォリ

ン・セキュリティーズ社、1924年）によって普通株の80%を保有されていた子会社であり、2つの投資会社は投資銀行デイロン・リード社（Dillion, Read & Co）により支配されている¹²⁾。

ブルーリッジ社は1929年8月にシェナンドー社をスポンサーとして設立されているが、後者はさらにセントラル・ステイト・エレクトリック社とゴールドマン・サックス・トレーディング社の2社によって支配されていた¹³⁾。だが36年にシェナンドー社がアトラス社と合併されることで、ブルーリッジ社はセントラル・ステイト・エレクトリック社及び子会社のアメリカン・シティーズ・パワー・ライト社の管理下におかれている¹⁴⁾。

他の6社は30年代に新たに子会社となるか、あるいはスポンサーの交代が行われてい

12) U.S. インターナショナル・セキュリティーズ社は28年10月に1株の第1優先株・1株の普通株・ワラント（普通株を25ドルで購入する権利）からなるユニットを100ドルで投資家に売却している。同社はユニットを4回の分割払いで売却し、5000万ドルの資金を調達している。第2優先株と普通株の大部分は親会社、U.S. フォリン・セキュリティーズ社に1000万ドルで売却されている（*ibid.*, Part 3, Chap.3, pp.958-960）。ディロン一族はUS・フォリン・セキュリティーズ社の普通株の45.8%を保有する最大株主であった（*ibid.*, Part 2, Chap.5, p.425）。

13) シェナンドー社はブルーリッジ普通株の86%（625万株）を保有し、投資家は100万株の普通株および100万株の優先株を購入した。浮動株を少なくすることで株価を高水準に維持するのが、ゴールドマン・サックスの戦略であった（*ibid.*, Part.3, Chap.7, pp.2785-2786）。

14) ブルーリッジ普通株の25.7%はアメリカン・シティーズ・パワー・ライト社に、12.8%はエレクトリック・シェアホールディング社によって保有されていた。この2つの投資会社はセントラル・ステイト・エレクトリック社の子会社であり、後者の親会社は自社所有を含めてブルーリッジ普通株の過半数を保有し、単独支配権を獲得している（*ibid.*, Part 2, Chap.5, p.424）。

た事例である。セレクトイド・インダストリーズ社は28年にレイノルズ・バーニー・グループを主要スポンサーとし、リーマン・ブラザーズをふくむ5社の共同スポンサー体制で運営されていた¹⁵⁾。しかし同社は31年5月にトリ・コンチネンタル社からの出資(普通株の25%)を受け入れると同時に投資サービス契約を締結し、投資銀行、J & W・セリグマン社の傘下で激しい投資信託業界の競争からの生き残りを図っている。トリ・コンチネンタル社はさらに32年6月にブロード・ストリート・マネジメント社の64%の普通株を取得し、その傘下にあった投資会社・キャピタル・アドミニストレーション社を子会社としている¹⁶⁾。

これに対しスポンサーの交代が最も激しかったのはゼネラル・インベストメント社である。同社はハリス・フォーブス社及びユナイティッド・ファンダーズ社により29年9月にパブリック・ユーティリティ・ホールディング社(Public Utility Holding Co)として設立されていた。同社はドイツ企業・中南米向けの外国貸付及び公益事業証券への投資から大きな損失を被り、経営悪化した同社は33年7月にゼネラル・インベストメント社と会社名を変更し、投資証券の多様化を目指すことになる¹⁷⁾。35年11月に同社はファンダーズ・グループを再編するために形成されたアメリカン・ゼネラル社(American General Corp)の子会社となっている。ところが同社の支配権はその後転々としており、36年8月にE・B・ワリナーの影響下にあるインターナショナル・エクイティズ社(Inter-

national Equities Co)の子会社に、さらに37年3月にヘンダーソン・ブラザーズ社(Henderson Brother, Boston)の子会社となっている。しかし同社は最終的には39年6月に再びアメリカン・ゼネラル社によって取得され、エクイティ社の支配下に落ち着くことになった¹⁸⁾。

スタンダード・インベスティング社(Standard Investing Co)は1927年に設立され、投資銀行、ブラウン・ブラザーズ社(Brown Brothers & Co)を主要なスポンサーとしていた。だが前述したように、そのスポンサーは36年にグローブ(W. Groves)・ワリナーの支配下にあるゼネラル・インベストメント社に、さらに37年3月にヘンダーソン・ブラザーズ社に移動している。同社はビーコン・パーティシペーション社、アトランティック・セキュリティズ社、アライド・インターナショナル・インベスティング社、インターナショナル・エクイティズ社から成るヘンダーソン・ブラザーズ・グループの一角を形成することになる¹⁹⁾。

3. 清算された投資会社

組織変更を行った32投資会社のうち、5社が清算されて、姿を消している。5社のうち3社は普通株資本金のみの単純な資本構造を有していた投資会社である。メイフラワー・アソシエイツ社(Mayflower Associates, Inc)は36年²⁰⁾、M & T セキュリテイ

15) *ibid.*, Part.3, Chap.7, p.2578

16) *ibid.*, Part 2, Chap.5, pp.1927-1930

17) ハリス・フォーブス社により主導されたパブリック・ユーティリティ・ホールディング社の資産劣化の詳細については、*ibid.*, Part 3, Chap.2, pp.527-577を参照。

18) *ibid.*, Part 3, Chap.2, pp.584-623

19) *ibid.*, Chap.7, pp.2742-2750

20) メイフラワー・アソシエイツ社は1928年2月に設立され、不況期に資本剰余金に依存して配当を実施していた(*ibid.*, Part 3, Chap.6, p.2003)。だが同社は36年12月に清算されることになったが、その背景には普通株の大部分が同社の経営者によって保有されていた事情が指摘できるであろう(Moody's Bank & Finance, 1937, pp.1729-30)。

ズ社 (M&T Securities Corporation) は 37 年²¹⁾、レイバーン社 (Reybarn Company, Inc) は 38 年に清算され、それぞれ普通株主に対し 1 株あたり 56.06 ドル、19.05 ドル、2.85 ドル (プラス株式) の清算配当が交付されている。投資会社の資産は比較的流動性の高い証券に投資されているため、資産の現金化が比較的容易であり、清算業務が短期間で終了している。この点では投資会社の清算は主要資産が企業向け貸付により占められ、資産回収に平均 5 年以上の期間を要していた銀行清算の場合と決定的に異なっている。

上記 3 社の利害関係者は普通株主だけであるため、証券売却により調達された現金のすべては普通株主に還元されている。だがコンチネンタル・セキュリティズ社 (Continental Securities Corp) およびレイノルズ・インベスティング社 (Reynolds Investing Company) のようなレバレッジ会社の場合には、利害関係者は社債権者・優先株主・普通株主など複数にまたがっており、普通株主への配当はきわめて困難となる。コンチネンタル社は 24 年に J・H・シュローダー・バンキング社 (J. H. Schroder Banking Corporation) によって設立されていたが、37 年 10 月にその支配権はフィスカル・マネジメント社 (Fiscal Management Co) に移っ

ている²²⁾。同社の資本構造は 36 年末で普通株 (28.9 万ドル)、優先株 (142.6 万ドル)、社債 (277.8 万ドル) となっており、きわめて高いレバレッジ比率を示していた。37 年 3 月に社債権者が破産手続きを申請し、40 年 7 月に清算への移行が決定された。社債権者は 40 年 9 月に債権額の 19.3% を受け取ることになり、その資金は同社のスポンサーであった J・H・シュローダー・バンキング社とペイン・ウェバー社 (Paine, Webber & Co) によって支払われている²³⁾。

他方、レイノルズ・インベスティング社は 28 年 3 月に C・D・バーニー社 (Chas. D. Barney & Co) とレイノルズ社 (Reynolds & Co) をスポンサーとして設立され、30 年 5 月に同じレイノルズ系の投資会社、レイノルズ・ブラザーズ社と合併している。レイノルズ系とされる投資会社は他にインベスターズ・エクイティ社 (Investors Equity Company) 及び清算されたレイバーン社があり、インベスターズ社は 32 年 5 月にトリ・コンチネンタル社により吸収合併されている²⁴⁾。レイノルズ社の支配権は 37 年 12 月にフィスカル・マネジメント・グループに移り、さらにその株式は 38 年 1 月にコンチネンタル・セキュリティズ社によって取得されている。同社は資産の 38% を占める社債残高 (345 万

21) M&T セキュリティズ社はマニファクチャラーズ・トレーダーズ・トラスト (Buffalo, NY) をスポンサーとして 1929 年 8 月にウエスタン・ニューヨーク・インベスターズ社 (1925 年 12 月設立) の資産を継承して設立されている。同社の資産にはスポンサー銀行の経営者などのインサイダー貸付が多く含まれており、株価下落のなかでこれらの貸付が不良債権化していった。同社の資産は 31 年 5 月 (3136 万ドル) から 35 年 12 月 (392 万ドル) におよそ 1/10 に縮小しており、37 年 1 月に清算されている (*Investment Trusts and Investment Companies*, Part 3, Chap.7, pp.2670-2676)

22) フィスカル・マネジメント・グループが複数の個人投資家 (P. A. Frear, G. H. Clayton, Jr, V. Ferretti) によって 1937 年 8 月に形成され、自らの資金を使用することなく投資会社を支配するプランを実行していた。フィスカル・マネジメント・グループによって獲得された代表的投資会社は、First Income Trading Corporation, Continental Securities Corporation, Corporate Administration, Inc, Reynolds Investing Company, Inc, である (*ibid.*, Part 3, Chap.3, pp.1072-75)。

23) *Moody's Bank & Finance*, 1941, p.1505

24) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 3, Chap.2, pp.414-437

ドル)を有しており、この社債には“touch off”条項が付帯し、社債の裏付けとなる純資産価値が110%を下回れば、償還義務が生ずることになっていた²⁵⁾。レイノルズ社の社債権者は38年5月に破産手続きを申請し、40年11月に清算業務を行うレイノルズ・リアリゼーション社(Reynolds Realization Co)が設立されている²⁶⁾。

以上の2つのケースにおいて社債・優先株がありながら破産→再編の手続きに入った背景には、旧大株主が持株を売却して退場し、新しく大株主となったフィスカル・マネジメント・グループも証券利得の取得という短期的利益を優先していた事情がある。2つのケースは株主・社債権者の利益を擁護する意思を持った経営者が不在のなかで再編手続きが行われており、その意味でレアー・ケースといえるかもしれない。

4. 再編された投資会社

2つの投資会社が組織を再編して、存続していた。いずれも再編はかなり形式的なものであり、投資信託業界では他業態と比較して、組織再編の意義が限定されていた。再編を実施していた投資会社はビック・ケミカル社(Vick Financial Co)とインベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ(The Investment Company of America)の2社である。

ビック・ケミカル社は29年5月に親会社(Vick Chemical Co)の保有する市場性証券を基礎にして設立された投資会社であり、製薬会社の顧客および役員に対して有望な投資対象を提供することを目的に設立されていた。しかし株式恐慌以降になれば、投資家は逆に普通株の下落によって損失を被るようになっていた²⁷⁾。かくて36年12月に同社の資産は

新会社(Reinsurance Corporation of New York)に譲渡され、旧普通株主は1:1の交換比率で新会社の普通株を受け取っている²⁸⁾。したがってこの再編は投資会社から再保険会社(損害保険)への業態転換を意図してなされていたといえる。

他方、インベストメント・カンパニーの場合には、再編は支配を獲得する目的で行われていた。同社は26年10月にデトロイト市に所在する証券会社、E・E・マックローン社(E. E. MacCrone & Co)をスポンサーとして設立されている。後者の証券会社はマックローン氏によって主導されていたが、その諮問委員会にはデトロイトの銀行界・産業界を代表する10人のメンバーで構成されている。その後マックローン社のパートナーであるラブレース(J. B. Lovelace)及びロサンゼルスの実業家によってパシフィック・インベスティング社(Pacific Investing Co, 27年)・アメリカン・キャピタル社(American Capital Co, 28年)の2つの投資会社が合衆国西部で創設されている。また28年にマックローンは南部のアラバマ州バーミンハム市にサザン・ボンド・シェア社(Southern Bond & Share Co)を設立しており、これらの4投資会社はアメリカン・キャピタル・グループと呼ばれていた²⁹⁾。恐慌期に入ると、4社の支配権をめぐる再編が起きてくる。まずパシフィック・インベスティング社は32年4月にサザン・ボンド・シェア社と合併し、パシフィック・サザン・インベスター社となり、さらに33年8月にインベストメント・カンパニー社を再編し、パシフィック・サザン・インベスター社が4万5000株のインベストメント・カンパニー社の普通株を取得し

25) *ibid.*, Part 3, Chap.5, pp.1823-1934

26) *ibid.*, Part 3, Chap.3, pp.1072-75

27) *ibid.*, Part 3, Chap.3, pp.893-895

28) *Moody's Bank & Finance*, 1937, p.1916; 1941, p.1334

29) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 2, Chap.3, pp.899-904

ている³⁰⁾。こうして〈パシフィック・サザン→インベストメント・カンパニー→アメリカン・キャピタル〉という新しい支配関係がつくられ、このグループの支配権はマックローンからラブレースに移ることになった。

IV. 分散投資型投資会社の動向

24の投資会社は1930年代に経営の独立性を維持して存続していた。このうちアトラス社およびエクィティ社については後章で詳説することにして、分散投資型の投資会社のうち、資産規模の大きな投資会社3社について本章で検討することにしよう。これらの投資会社はいずれもニューヨーク・シカゴで活動する投資銀行をスポンサーとして設立されており、投資会社をめぐる投資銀行と一般投資家の関係が30年代にどのように推移したのかを検証することにしたい。何故なら投資銀行は投資会社経営から派生する証券業務から生ずる利益を期待するのに対し、一般投資家は投資会社の保有証券から生ずる利益を期待するのであり、両者の利益は往々にして相反する関係に陥りがちであるからである。

3つの投資会社をその資本構造により分類すれば、ノンレバレッジ型（普通株のみ）を代表するリーマン社（Lehman Corp）、レバレッジ型（普通株＋優先株）を代表するシカゴ社（Chicago Corporation）、レバレッジ型（普通株＋優先株＋社債）を代表するトリ・コンチネンタル社（Tri-Continental Corp）の3つの類型に区分される。それぞれの類型が示したパフォーマンスについて以下でみることにする。

1. ノンレバレッジ型：

リーマン社（Lehman Corporation）

リーマン社は1929年9月に投資銀行、リーマン・ブラザーズ社（Lehman Brothers）によって設立されている。リーマン・ブラザーズ社は1848年にニューヨーク市で創設された古参の投資銀行であり、すでに27年にラザール・フレール社（Lazard Freres）との共同スポンサーでゼネラル・アメリカン・インベスターズ社（General American Investors, Inc）を設立し、投資信託業界に参入していた。リーマン・ブラザーズ社はその他にも、アメリカン・インターナショナル社（American International Corporation）、セレクトィド・インダストリーズ社（Selected Industries, Inc）、フレンチ・フォリン・インベスターズ社（French & Foreign Investors Corporation）の投資会社に一定の利権を保有していたものの、リーマン社は単独スポンサーとして設立された最初の投資会社であった³¹⁾。

リーマン社は100万株の普通株（無額面）を発行し、10万株がリーマン・ブラザーズに、残りの90万株が市場に売却されている。同社は普通株発行により取得した資金の1/2を資本金勘定（5000万ドル）に、1/2を資本剰余金勘定（5000万ドル）に計上している。リーマン・ブラザーズはリーマン社の10%の普通株を保有している少数株主に過ぎなかったが、同社と単独の管理契約を締結し、経営陣の大部分を指名することで、その支配権を確実なものとしている。またリーマン・ブラザーズはその設立に関わったコマーシャル・ナショナル・バンク・トラスト（Commercial National & Bank Trust Co, 1928. 11）をリーマン社の機関銀行として使用し、証券の保管・移転・配当支払いなどの金融

30) *ibid.*, Part 3, Chap.4, pp.1237-1247; Part 3, Chap.5, pp.1864-1869

31) *ibid.*, Part 3, Chap.7, pp.2566-2580

サービスを提供させている³²⁾。

ノンレバレッジ型の投資会社は資産1000万ドル以上のサンプルのうち15社を占めるに過ぎず、その大部分は2000万ドル以下の資産規模を有する投資会社であった。このうち11社は30年代に清算・合併により消滅しており、4社が40年末に活動を継続していたにすぎない³³⁾。したがってレバレッジ型が優勢を占めていた大規模な投資会社において、普通株発行にのみ依存していたリーマン社はノンレバレッジ型投資会社の貴重なサンプルを提供しているといえる。

表10はリーマン社の29～40年の所得勘定及び貸借対照表の推移を示したものである。リーマン社の経常利益(利子・配当収入－営業経費)は全期間で2590万ドルの黒字であったが、普通株主に支払われた配当は2881万ドルであり、同社は経常利益以上の配当を支払っていたといえる。同社は配当支払のための不足額を証券売却に依存することになるが、売却に伴う損失を739万ドル計上することを余儀なくされている。この結果同社の貸借対照表における利益剰余金項目は30年から累積欠損を計上しており、40年の累積損失額は1875万ドルに達していた。証券価格の下落は証券売却による実現損失を招くだけでなく、投資会社に対し保有証券の帳簿価格の切下げを余儀なくさせる。同社の保有証券は29年(9221万ドル)から32年(5028万ドル)に45%の大幅な減少を示していた。さらにこの数字は証券価格の実勢をすべて反映させたものではなく、31年6月時点で帳簿価格に反映されていない市場価格を

超過する金額は2490万ドルにも及んでいる。もし証券投資に市場価格の下落をすべて反映させていたとしたら、31年の証券投資は7951万ドルから6065万ドルへ24%低下していたであろう。

証券価格下落による実現損失および帳簿上の損失という資産側の劣化に対応して、同社が行った財務政策は資本金から資本剰余金への資金の振り替えであった。第一に31年10月に普通株(無額面)1株あたり公示価値を50ドルから5ドルに縮小させ、資本金は5000万ドルから343万ドルに、資本剰余金は5000万ドルから8125万ドルに変更されている。第二に37年5月に1:3の株式分割が行われ、さらに37年10月に無額面株から額面1ドルに変更され、139万ドルが資本剰余金に計上されている。40年末の同社の自己資本は6701万ドルとなり、その内訳は資本金(209万ドル)、資本剰余金(8367万ドル)、累積損失(1875万ドル)となっている。つまり同社の自己資本は29年9月の設立時の1億107万ドルから6701万ドルに2/3の規模に縮小したことになる。

同社の資産は29年(1億361万ドル)から40年(6747万ドル)に35%低落していたが、クローズド型一般投資会社の順位は第6位から一躍第1位に上昇している。その意味で他の投資会社より相対的に打撃が軽微であったといえるが、証券投資の構成は大きく変化している。表11に示されるように、普通株投資の比率は29年時点からすでに高かったが(85.5%)、30年代にその内訳に変化が生じている。大きく低落したのは鉄道株(8.7→2.7%)、公益事業株(19.6→6.5%)、金融株(7.7→4.6%)であり、産業株は35.1%から48.5%に13.4%の上昇を示している。つまり同社の普通株投資は金額面で15%減少してただけでなく、保有銘柄の大幅な入れ替えを行っていた。例えば同社は29年に鉄道株を14銘柄保有していたが、こ

32) *ibid.*, Part 4, Chap.1, pp.193-194

33) リーマン社に加えて、ノンレバレッジ型の投資会社はリバティ・シェア社(Liberty Share Co, 資産1200万ドル)、ゼネラル・キャピタル社(General Capital Co, 1070万ドル)、ナショナル・ボンド・シェア社(National Bond & Share Co, 1030万ドル)の3社であった。

表 10 リーマン社の主要財務資料

1. 株価

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940
普通株配当		1.5	3	2.4	2.4	2.4	2.65	5	7.25	0.9	0.8	0.8
株価－高値	136	97.25	69 3/8	51 7/8	79.75	78	95.75	123 3/4	43 1/2	29	27 3/4	24 7/8
株価－低値	63	51.75	35	30.5	37.5	64.25	67 1/8	89	22 3/4	19 3/8	20	15 1/4

2. 所得勘定

	29.9-30.6	30.7-31.6	31.7-32.6	32.7-33.6	33.7-34.6	34.7-35.6	35.7-36.6	36.7-37.6	37.7-38.6	38.7-39.6	39.7-40.6	合計(29.9-40.6)
受取利子	1,594,996	1,175,742	1,020,463	699,124	557,672	600,121	423,216	304,004	318,653	339,187	301,200	7,334,378
受取配当	1,408,254	2,064,269	1,433,684	1,240,882	1,581,376	1,882,674	2,138,462	3,229,129	2,304,511	1,746,899	2,427,302	21,457,442
経常利益	3,215,620	2,861,023	2,008,858	1,496,304	1,699,819	2,043,924	1,960,371	3,042,254	2,728,497	2,086,086	2,752,248	25,895,004
証券売却益	-1,275,672	-9,293,285	-19,172,554	-1,478,261	4,034,255	1,072,641	10,055,847	12,358,879	-1,855,938	-555,025	-1,279,293	-7,388,406
普通株取引益				161,576	-108,737	25,139	2,043					80,021
配当前利益	1,819,948	-6,432,262	-17,163,696	173,619	3,509,896	3,126,704	10,336,537	12,497,339	282,562	957,950	858,241	9,966,838
支払配当	750,000	2,747,625	1,988,715	1,639,440	1,632,240	1,804,405	2,627,695	9,790,167	2,497,896	1,665,264	1,664,424	28,807,871
純利益	1,069,948	-9,179,887	-19,152,411	-1,465,821	1,877,656	1,322,299	7,708,842	2,707,172	-2,215,334	-707,314	-806,183	-18,841,033

3. 貸借対照表

	29.12	30.6	31.6	32.6	33.6	34.6	35.6	36.6	37.6	38.6	39.6	40.6
現金	1,337,380	2,870,558	718,204	1,094,201	882,821	1,085,115	1,192,105	1,976,921	1,502,671	1,229,011	2,404,763	2,089,382
コール・ローン	13,300,000											
証券投資	80,739,811	92,214,628	79,512,744	51,736,316	50,282,640	54,115,477	55,805,291	64,761,220	68,330,116	65,810,323	63,726,332	63,971,229
不動産投資				2,618,636	2,588,636	2,574,036	2,509,036	2,509,036	2,509,036	975,688	975,688	975,688
その他貸付	4,429,774	10,553,880	4,372,359	2,165,885	2,095,175	43,750	5,210					
合計	100,386,653	103,611,761	84,336,202	58,029,281	56,186,029	58,430,209	60,014,837	70,014,271	72,758,430	68,348,897	67,469,489	67,466,737
資本金	50,000,000	50,000,000	43,670,000	3,434,500	3,434,500	3,434,500	3,434,500	3,434,500	3,450,615	2,086,884	2,086,884	2,086,884
資本剰余金	50,000,000	50,000,000	48,082,083	81,250,210	81,250,210	81,256,887	81,294,067	81,338,741	81,739,883	83,673,396	83,673,396	83,673,396
利益剰余金	-505,082	1,069,948	-8,109,939	-27,262,350	-28,728,171	-26,850,516	-25,528,217	-17,819,375	-15,112,203	-18,021,776	-18,713,363	-18,753,286
帳簿価値>市場価値	7,950,000	12,099,000	18,860,000	24,902,000	1,475,000	1,005,000	5,120,000					

(出所) *Moody's Bank & Finance* 関連号より作成

(注) 単位＝ドル

表 11 リーマン社の証券投資の構成

	1929.12	%	1933.6	%	1940.12	%
債券	4,557,237	7.4	5,527,795	11.0	10,754,150	18.1
優先株	4,388,212	7.1	2,372,481	4.7	3,867,687	6.5
普通株	52,915,737	85.5	39,932,134	79.4	44,764,457	75.4
一般産業	21,703,012	35.1	22,511,806	44.8	28,787,035	48.5
公益事業	12,152,594	19.6	4,724,915	9.4	3,846,178	6.5
鉄道	5,384,318	8.7	2,422,645	4.8	1,590,493	2.7
石油	5,432,500	8.8	2,962,168	5.9	5,070,300	8.5
銀行・保険	4,735,083	7.7	4,174,873	8.3	2,755,323	4.6
鉱業	1,913,606	3.1	3,135,727	6.2	2,715,128	4.6
雑	1,594,624	2.6				
合計	61,861,186	100.0	50,282,640	100.0	59,386,295	100.0

(出所) *Moody's Bank & Finance*, 関連号

(注) 単位=ドル

のうち 40 年に保有されていた銘柄は 3 銘柄にすぎない。同様に公益事業株では 16 銘柄のうちわずか 4 銘柄が継続して保有されていた³⁴⁾。証券売却の過程で同社は大きな損失を被っていたことは、売却利益を計上したのは 33～36 年の 4 カ年に過ぎず、残りの 7 カ年は売却損を計上していたことで示されるであろう。

同社は普通株だけの単純な資本構造を有していたため、資産面の利益（配当）が普通株資本の配当→株価に直接的に反映される関係にある。同社の普通株配当（2881 万ドル）は証券投資から得られる配当（2146 万ドル）を上回っており、普通株に対する配当が低い水準にあるとすれば、それは恐慌期の企業配当の実情を反映していたと判断できるであろう。では配当支払いはどのように行われていたのだろうか。同社は 37 年に 1:3 の株式分割を行っているため、38～40 年の 3 カ年

の配当を修正する必要がある、修正後の配当は 38 年（2.7 ドル）、39 年（2.4 ドル）、40 年（2.4 ドル）となる。この修正を考慮すれば、30～40 年の普通株の平均配当は 3.1 ドルとなり、恐慌期にしては比較的良好な水準を維持しているといえるであろう。

株価は 29 年の 63～136 ドルから 40 年には 151/4～24 7/8（修正後は 46～75 ドル）で推移している。リーマン社は株式恐慌の直前（9 月 11 日）に株式を市場に売却しており、高値（136 ドル）で購入した投資家にとって、その資産価値は 45～66% の下落を被っていたことになろう。これを 1 株あたり純資産価値で見れば、29 年末（91.54 ドル）から 39 年末（32.72 ドル）に 64% の下落となり、株価はほぼこれに照応した水準で推移しているといえるだろう。

2. レバレッジ型（普通株+優先株）:

シカゴ社 (Chicago Corporation)

シカゴ社 (旧) は 1929 年 2 月にシカゴの投資銀行、フィールド・グロアー社 (Field, Glore & Co) によって設立されている。同社はシカゴ証券市場で 1 株の普通株と 1 株の優先株をユニットにして 66 ドルで売却された。さらに 29 年 9 月にコンチネンタル・シカゴ社がコンチネンタル・イリノイ・ナショ

34) リーマン社が 30 年代に継続して保有していた鉄道株は、Atchison, Topeka & Santa Fe Ry Co, Northern Pacific Ry. Co, Pennsylvania R. R. Co の 3 銘柄であり、公益事業株は American Gas & Electric Co, Commonwealth & Southern Corp, National Power & Light Co, United Gas Improvement Co, の 4 銘柄であった (*Moody's Bank & Finance*, 1930/1941)。

ナル・バンク・トラストの証券子会社であるコンチネンタル・イリノイ社 (Continental Chicago Corp) 及びフィールド・グローア社により設立され、普通株・優先株のユニットが 68.5 ドルで市場に売却されている。コンチネンタル・イリノイ社は 100 万株の普通株を 1500 万ドルで購入し、発行済み株式数 (175 万株) の 57% を保有する支配株主となっている。シカゴ社 (旧)・コンチネンタル・シカゴ社の経営陣はシカゴを始めとする合衆国中西部を代表する銀行・投資銀行・産業企業の経営者によって占められ、中西部地域の企業に中期信用を提供するものと期待されていた。

2 つの投資会社はそれぞれ 6000 万ドル台の資産規模を有していたが、ほぼ同じ経営者により担われていたため、30 年 12 月に合併し、コンチネンタル・シカゴ社が存続会社となっている。株式交換は優先株で 1:1、普通株で 1:0.65 の比率で行われ、資産規模は 6778 万ドル (30 年末) となっている。コンチネンタル・シカゴ社はさらに 32 年 12 月に資産 400 万ドル規模のシカゴ・インベスターズ社 (Chicago Investors Co) を 1:1 の株式交換比率で合併し、シカゴ社 (新) を形成している。ここにシカゴを代表する投資会社が一本化されることになった³⁵⁾。

シカゴ社は優先株を発行するレバレッジ会社であったが、株式に対する配当支払いを可能とする利益を上げることが出来たのであろうか (表 12)。優先株は 1 株 3 ドルの配当を株主に交付し、配当未払いの場合には配当は累積していき、普通株への配当を実施することができない契約となっている。また優先株は利益請求権で普通株に対し優越的な地位にあるだけでなく、議決権においても普通株と同一の権利を有している。同社の配当支払い

の実態を見れば、普通株に対して一度も配当がされておらず、優先株に対する配当支払いもかなり不規則に行われていた。優先株の配当は 30~40 年に年平均 2.87 ドルであり、40 年末に 1 株あたり 1.5 ドルの未払配当を有していた。

つまり同社は優先株に対し不規則ながらも契約配当をどうにか支払っていたものの、普通株への配当の余裕がなかったことになる。これを配当支払いの原資の側面から具体的にみてみよう。証券投資からの受取配当は 1474 万ドルであり、優先株配当 (1868 万ドル) に遠く及ばない金額である。利子などの収益を加えた経常利益 (2125 万ドル) からかろうじて優先株配当を支払っており、普通株は収益から判断すれば “water” にすぎなかったことになる。

こうした資産収益性の脆弱性は 1931~32 年に同社経営を厳しい危機へと向かわせることになる。この時期はまたシカゴの金融界が信用不安の渦中にあり、シカゴ社の主幹事証券会社 (コンチネンタル・イリノイ社) の親会社であるシカゴ最大の銀行、コンチネンタル・イリノイ・バンク自体が預金取り付けに襲われる状況にあった³⁶⁾。シカゴ社は 32 年 12 月のシカゴ・インベスターズ社との合併を前にして、投資証券の抜本的な見直しと再評価を実施している。投資証券の売却によって 31 年 (-105 万ドル)、32 年 (-1026 万ドル) に巨額の実現損失を計上し、また 30 年 (1978 万ドル)、32 年 (-2158 万ドル) には保有証券の大幅な評価下げを実施している³⁷⁾。同社の投資証券は 31 年末から 32 年 11 月に大きく低落しており、減少の規模は

35) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part.3, Chap.3, pp.882-885

36) コンチネンタル・イリノイ・バンクが迎えていた当時の金融危機に関しては、拙稿『アメリカ銀行恐慌と預金者保護政策』第 8 章、284~287 頁、を参照。

37) *ibid.*, Part 4 Chap.1, p.270

表12 シカゴ社の主要財務資料

1. 株価														
	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940		
普通株 (無額面)														
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
株価－高値	73	19 3/8	10 1/4	3.5	5	4	6 1/8	6 1/8	6.75	2.5	2 3/8	1 7/8		
株価－低値	12 1/2	5 1/4	1 1/2	3/8	0.75	1.5	1 5/8	4	1 3/4	1 1/2	1 1/4	3/4		
3ドル優先株 (無額面)														
配当	0.55	3	3	2.25	1	1.5	1.75	8.5	3	2.25	3	2.5		
株価－高値	69	52	37 1/2	25.5	34.25	31.25	46 7/8	55.5	48	36	38 1/2	37		
株価－低値	35	35	14	7 7/8	12 7/8	22.25	43 1/2	4.5	30 1/2	25.75	32.5	25.75		

2. 所得勘定														
	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	合計(29-40)	
受取利子	2,478,315	1,702,420	1,203,329	874,508	398,258	283,048	240,350	209,412	124,156	122,906	131,036	159,477	7,927,215	
受取配当	410,423	2,333,784	1,706,795	782,109	600,471	977,093	1,077,528	1,639,321	1,974,768	942,695	1,097,784	1,196,476	14,739,247	
経常利益	4,676,685	4,036,204	2,910,123	1,660,216	998,729	1,292,641	1,351,313	1,860,905	2,106,289	1,072,060	1,232,308	1,361,466	24,558,939	
支払利子	13,793												13,793	
配当前利益	4,223,444	3,780,292	2,645,659	1,452,416	719,932	1,064,195	1,120,084	1,571,681	1,815,449	795,862	960,974	1,104,525	21,254,513	
支払配当													0	
普通株													0	
優先株	1,687,485	3,828,277	2,643,758	1,607,611	727,053	1,007,412	1,127,969	1,364,419	1,613,805	1,194,100	816,957	1,065,601	18,684,447	
証券売却益(損失)	1,105,276	1,653,322	-1,045,847	-10,261,053	330,403	1,710,846	5,230,654						-1,276,399	
純利益	2,536,959	-18,175,984	-1,043,946	-155,195	-7,121	1,710,846	-7,885	207,262	201,644	-398,238	144,017	38,924	-14,948,717	

3. 貸借対照表														
	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940		
現金	665,718	2,884,711	881,375	1,060,818	1,161,152	1,161,152	1,221,519	3,495,959	4,055,343	3,619,718	2,887,461	4,056,101		
コール・ローン	7,000,000	4,591,133												
貸付	10,773,152													
証券投資	43,218,824	65,371,424	52,710,458	22,936,863	23,017,865	23,017,865	26,081,233	28,357,910	28,476,117	26,801,331	28,360,882	26,587,620		
合計	62,997,694	67,775,612	57,621,992	24,206,651	24,381,636	24,381,636	28,481,643	32,087,423	32,674,648	32,447,061	31,384,520	30,921,975		
3ドル優先株	37,499,500	47,000,000	37,557,800	17,290,400	16,524,150	16,524,150	15,752,275	18,738,525	14,665,000	14,141,250	13,497,375	13,045,500		
普通株	8,750,500	14,437,532	14,437,532	3,337,506	3,301,342	3,301,342	3,301,342	3,303,341	3,306,342	3,306,341	3,308,513	3,310,597		
資本剰余金	13,125,000	5,055,982	1,727,669	3,286,860	4,386,161	4,386,161	9,241,367	12,270,568	14,056,193	14,764,773	14,124,313	14,200,263		
利益剰余金	2,536,959		205,701	43,384	100,167	100,167	92,282	299,544	501,188	102,950	246,968	285,891		

(出所) *Moody's Bank & Finance* 関連号

(注) 1. 1929年はシカゴ社(旧)、1930-31年はコンチネンタル・シカゴ社、1932年以降はシカゴ社(新)の財務資料である。

2. 単位=ドル

債券で63% (1237 → 463 万ドル)、株式で66% (3947 → 1360 万ドル) の大きなものであった。その結果として同社の総資産は短期間に51%の大幅な減少 (5454 → 2667 万ドル) を示している³⁸⁾。

これらの損失は証券価格の下落を反映していたものであるが、特にドイツを始めとする中東欧債券および中南米債券、さらにインサル帝国の崩壊による公益事業債の債務不履行などから大きな打撃を受けていた。その意味でシカゴ社の証券投資は親会社であるコンチネンタル・イリノイ・バンクの投資政策の一環を担っており、親会社によって引き受けられた証券の「受け皿」として機能していたとして良いであろう。

こうした投資証券の減価に対応するため、同社は32年1月に無額面株の公示価値を切り下げ、資本剰余金を創出している。つまり優先株の公示価値は1株50ドルから25ドルへ、普通株は5ドルから1ドルに切り下げられ、3011万ドルの剰余金は証券帳簿額の再評価のための原資となっている³⁹⁾。同社は29年 (6186万ドル) から40年 (2659万ドル) まで資産規模を57%減少させていたものの、クローズド型投資会社のランクでは第11位から第9位に上昇している。同社の資産構成にも大きな変化があり、債券比率の低下、普通株比率の上昇という現象が見られた。債券の推移を見れば、鉄道債では31年 (21銘柄) から40年 (8銘柄)、公益事業債では31年 (23銘柄) から40年 (6銘柄)、外国債では31年 (22銘柄) から40年 (0) となっており、このような変化は同社に巨額の証券の実現損と評価損をもたらしていたのである。

3. レバレッジ型(普通株+優先株+社債)： トリ・コンチネンタル社 (Tri-Continental Corporation)

トリ・コンチネンタル社 (旧) は1929年1月に投資銀行 J. & W. セリグマン社をスポンサーとして設立され、株式発行により調達された資金は5300万ドルに及んでいる。さらにセリグマンは29年8月にトリ・コンチネンタル社 (旧) との共同スポンサーでトリ・コンチネンタル・アライド社 (Tri-Continental Allied Co) を創設し、ユニット株 (1.5株の普通株+1株の優先株) の発行により5700万ドルの資金を調達している。株式ブーム期に設立された2社は巨額の資金を調達することが出来たが、29年末にセリグマンの主導により合併し、トリ・コンチネンタル社 (新) が成立した⁴⁰⁾。同社の合併時の資産は7600万ドルであり、株価下落の影響により短期間に1億ドル強の資産の1/4はすでに失われていた。

セリグマンは同社普通株の16% (32.5万株) を所有する少数株主に過ぎなかったが、管理契約を締結することで同社の支配権を維持している。トリ・コンチネンタル社の取締役16名のうち、6名がセリグマンの出身であり、経営陣においてもセリグマンのパートナーであるベイリー (E. Bailie) が社長、ホワイト (R. V. White)、ランドルフ (F. F. Randolph) が副社長の地位を占めていた⁴¹⁾。

トリ・コンチネンタル社は基本的に多様な証券に投資する投資会社として位置づけられるが、証券投資に占める子会社投資比率は

40) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 3, Chap.3, pp.885-887

トリ・コンチネンタル (旧) とトリ・コンチネンタル・アライドの合併の理由として、トリ・コンチネンタル・アライドの優先株に対する資産カバレッジを上昇させることが指摘されている (*ibid.*, pp.1009-1011)。

41) *Moody's Bank & Finance*, 1932, p.878

38) *Moody's Bank & Finance*, 1933, pp.2056-58

39) *ibid.*, p.2056

30 年末に約 12% (790 万ドル) となっており、同社を中心とした投資会社グループを形成するという別の性格ももっていた。後述するアトラスおよびエクィティのような規模ではないものの、同社は 30 年代に他の投資会社を積極的に吸収・合併して資産を拡大している⁴²⁾。以下はトリ・コンチネンタルによって合併あるいは支配権を獲得された投資会社を示したものである (括弧内は 29 年末の資産)。

1931 年 1 月	Wedgewood Investing Co (502 万ドル)
1931 年 5 月	Selected Industries, Inc (8100 万ドル)
1932 年 5 月	Investors Equity Co (2840 万ドル)
1932 年 6 月	Capital Administration Company (1180 万ドル) Broad Street Investing Co (270 万ドル)
1933 年 1 月	Graymur Co (887 万ドル)
1935 年 11 月	Blue Ridge Co (1 億 3350 万ドル)
1938 年 11 月	Electric Shareholding Co (5100 万ドル)

これらの普通株投資のうち、とりわけ注目されるのはブルーリッジおよびエレクトリック・シェア・ホールディングへの投資である。トリ・コンチネンタル社は 35 年 11 月にシェナンドー社からブルーリッジ株を購入しており、その購入代金はギャランティ・トラストからの 200 万ドルの借入れで調達された。トリ・コンチネンタル社のブルーリッジへの投資は子会社保有分をふくめて普通株の 31% に及んでいたが、同社の支配権は H・ウィリアムズに率いられるセントラル・ステイト・エレクトリック社にあり、トリ・コンチネン

タル社はシカゴ社 (25%) と並ぶ少数利権にとどまっている。だが 1935 年の公益事業持株会社法の成立はブルーリッジおよびエレクトリック・シェア・ホールディング社の支配関係に大きな変化をもたらすことになる⁴³⁾。エレクトリック・シェア・ホールディングはセントラル・ステイトの子会社であり、その資産の 1/2 はノース・アメリカン株によって占められていた。セントラル・ステイトはエレクトリック・シェア・ホールディングおよびその他子会社を媒介してノース・アメリカン株式の 10% 以上を保有していた。ところが公益事業持株会社法の成立により、セントラル・ステイトは公益事業持株会社法第 4 条にもとづき登録するか、ノース・アメリカンの利権の一部を処分するかを選択を迫られている。セントラル・ステイトは後者の道を選び、トリ・コンチネンタル社の保有するブルーリッジ株とセントラル・ステイト社の保有するエレクトリック・シェア・ホールディング株が交換され、トリ・コンチネンタルの支配下に入ったエレクトリック・シェア・ホールディングはゼネラル・シェア・ホールディングと社名を変更している⁴⁴⁾。

トリ・コンチネンタル社の資本構造はそうした合併に伴い変化している (表 13)。創立時には同社の資本は普通株 (505 万ドル) と優先株 (4337 万ドル) から成っていたが、インベスターズ・エクィティ社およびグレイムアー社の合併にさいして社債を継承・発行

43) *ibid.*, Part 3, Chap.7, pp.2774-2775

44) 公益事業持株会社であるノース・アメリカン社が発行していた普通株は 1940 年末で 857 万 2626 株であった。そのうちセントラル・ステイト・エレクトリック社が 2.1% (17 万 6021 株)、アメリカン・シティズ・パワー・ライト社が 5.6% (47 万 5030 株)、ゼネラル・シェア・ホールディングが 4.2% (35 万 8100 株) であり、もしセントラル・ステイト・エレクトリックがゼネラル・シェア・ホールディングを手離さなければ、持ち分比率は 11.9% となり、10% を超過することになる。

42) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part 3, Chap.5, pp.1927-1932

表 13 トリコチンケナル社の主要財務資料

1. 証券価格

	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940
普通株											
配当	0	0	0	0	0	0	0.5	0.25	0	0	0
株価－高値	20.25	5.5	8.75	6.75	6.75	8.25	12	11 3/8	4 7/8	4 3/8	2 3/4
株価－低値	5 5/8	1.5	2.75	3	3	1 7/8	7 1/8	3 1/8	2 5/8	2	1.25
優先株											
配当 (6ドル)	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
株価－高値	96.5	94 1/4	72	75	78	97 1/8	110	109 1/8	91	88	82.5
株価－低値	75	36	42	41	60.25	69	93	82	77	74	64
社債 (5%利子) : 1933-53年											
社債価格－高値	80 7/8	75 1/8	87	87	100	119 1/8	130	123	110	109	108.75
社債価格－低値	72 3/4	59	55	55	82 5/8	112.5	115	104	103	104.5	104

2. 所得勘定

	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	合計 (30-40)
受取利子	1,063,492	592,784	452,186	668,944	624,127	514,802	215,779	112,819	106,418	81,484	4,573,779
受取配当	2,237,555	1,788,498	1,314,365	1,041,100	1,234,951	1,489,386	2,455,037	2,032,801	950,221	1,192,520	17,133,292
営業収入	2,804,074	2,083,714	1,998,105	1,516,495	1,682,757	1,813,453	2,526,329	2,050,317	838,688	1,091,737	19,720,722
支払利子			178,031	394,946	379,345	373,820	213,510	297,550	283,508	283,000	2,686,475
経常利益			1,374,232	1,106,138	1,303,412	1,439,633	2,312,820	1,752,767	555,180	808,737	16,572,996
支払配当											
普通株							1,214,659	607,330			1,821,989
優先株	2,365,386	1,913,501	1,627,602	1,564,752	1,564,752	1,364,226	1,364,226	908,550	898,800	874,200	15,519,371
粗利益	438,688	170,213	-253,370	-458,614	-261,340	-125,119	-266,065	236,887	-343,620	-65,463	-768,364
証券売却益(損失)	2,817,681	-9,985,477	-6,874,084	-2,948,596	-2,467,532	1,188,761	2,387,376	784,491	833,270	147,378	-13,047,911
純利益	438,688	-9,815,264	-7,127,454	-3,407,210	-2,728,872	1,063,642	2,121,311	1,021,378	489,650	81,915	-13,816,275

3. 貸借対照表

	1930.1	1930.12	1931.12	1932.12	1933.12	1934.12	1935.12	1936.12	1937.12	1938.12	1939.12	1940.12
現金・コーラルローン	19,732,056	8,193,567	7,652,314	2,278,746	1,848,840	1,335,183	2,243,300	4,244,533	6,784,976	700,607	1,895,693	2,758,950
証券投資	53,691,992	59,585,696	48,513,450	48,429,870	49,498,393	47,743,939	45,997,619	40,821,760	33,226,120	35,603,606	35,770,848	33,915,196
子会社投資		7,902,954	57,661	1,809,652	1,130,173	1,294,822	1,294,822	1,505,373	1,230,373	5,443,735	5,504,735	5,458,153
資産合計	76,459,131	78,692,026	57,191,703	55,955,856	52,438,648	50,327,054	50,749,122	47,683,827	44,380,390	44,140,954	43,792,263	42,734,154
優先株	43,365,000	40,000,000	7,396,350	7,396,350	7,369,350	7,396,350	6,519,800	3,837,500	3,752,500	3,687,500	3,640,000	3,630,000
普通株	5,050,375	5,050,395	2,020,158	2,326,318	2,429,318	2,429,318	2,429,318	2,429,318	2,429,318	2,429,318	2,429,318	2,429,318
資本剰余金	26,353,693	19,989,151	46,149,510	28,998,769	35,545,092	33,661,323	33,840,667	23,740,977	23,480,440	23,312,207	23,198,598	23,181,797
利益剰余金										3,527,397	3,414,256	2,551,104
銀行借入金							1,922,446	10,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	7,900,000
社債				5,126,900	7,586,900	7,586,900	7,043,200	2,460,000	2,460,000	2,460,000	2,460,000	2,460,000

(出所) *Moody's Bank & Finance*, 関連号

(注) 単位=ドル

している。インベスターズ・エクィティ社は 1927 年に 5 % 社債 (—1947 年 6 月) を発行しており、512 万ドルの残高は 32 年にトリ・コンチネンタル社に継承されている。またグレイムアー社の社債はトリ・コンチネンタル社が 1933 年に新たに発行した 5 % 社債 (246 万ドル) と交換されており、1933 年末にトリ・コンチネンタルの負債項目に 759 万ドルの社債残高が計上されることになる。

かくて普通株・優先株・社債という複雑な資本構造を有していたトリ・コンチネンタル社は株主・債権者の所得期待を満足させるに足る投資証券からの収益 (利子・配当) を挙げることが出来たのであろうか。同社は 30~40 年に利子支払い (269 万ドル)、優先株配当 (1552 万ドル)、普通株配当 (182 万ドル) の現金支出を行っている。利子・配当支払額は総計で 2003 万ドルとなり、利子・配当受取り額は 1972 万ドルであるので、その他費用を含めれば、76.8 万ドルの現金が不足となっている。このように若干の現金収支の不足があるとはいえ、同社の経常収入と支出はほぼ均衡した状況にあったといえるが、これにはいくつかの留保を付さなければならぬ。第一に普通株の配当は 36~37 年を除いて実施されていなかったことである。普通株価は 36~37 年を除けば高値でも一桁台で低迷しており、1940 年には 1.25~2.75 ドルで推移していた。したがって普通株投資家の立場からすれば、同社の普通株資本は何らの収益を生み出さない “water” に過ぎないといえるだろう。

第二に優先株は 6 ドルの配当を規則的に維持しており、株価も 31~32 年に低値が 40 ドル台に下落していたが、40 年には 64~82.5 ドルで推移している。優先株の発行株数は 30 年 (43 万 3650 株) から 40 年 (14 万 5200 株) にかけて 28 万 8450 株減少しており、特に 30~31 年と 36 年に大幅な減少を示している。恐慌期に同社はセリグマン社を通して公

開市場で優先株を大量に再購入しており、発行済み優先株の 60% が 1 株 92.18 ドルで購入・償還されている⁴⁵⁾。さらに 36 年に同社は銀行から調達した借入金 (1000 万ドル) で優先株の償還及びインベスターズ・エクィティから継承した社債を償還している。優先株数の減少は配当支払額に反映されており、配当支払額は 30 年 (237 万ドル) から 40 年 (87 万ドル) に 63% 減少している。つまり優先株数の減少こそが優先株配当額を経常収益 (利子・配当受取額) の水準の範囲内に収斂させた最大の理由となろう。

以上のように優先株の配当支払額を縮小させることで収支の赤字幅は 30~40 年に 77 万ドルの金額におさまっていたが、赤字は 32~36 年、38~39 年の 7 カ年で記録されている。さらにトリ・コンチネンタル社の証券売却損失は 30~40 年に 1305 万ドルに及んでおり、とりわけ 31 年 (—999 万ドル)、32 年 (—687 万ドル) の証券売却損は巨額に及んでいた。これに対応して行われたのは 1931 年 10 月に実施された減資政策であった。優先株は 100 ドル額面から無額面 (公示価値 25 ドル) へ、普通株は無額面株の公示価値を 2.5 ドルから 1 ドルへ切り下げられ、剰余金が 2522 万ドル創出されている。かくして同社の自己資本は 1930 年 1 月の合併時に 7477 万ドル計上されていたが、40 年末には 3179 万ドルにまで減少しており、4298 万ドルの資本が恐慌期に失われていた。

以上ノンレバレッジ型、レバレッジ型を代表する 3 つの投資会社の財務状況を検討してきたが、いずれの投資会社にも共通する事態は投資証券の価格下落に対応するために減資政策を採用していたことであろう。このことはその他の投資会社にも一般的にみられた現

45) *ibid.*, Part 3, Chap.3, pp.967-971; Chap.5, pp.1753-1758

象であり、自己資本を「食いつぶす」までに資産側の劣化が進んでいたことを示していた。そして減資政策は投資信託業界に固有に見られた現象ではなく、産業企業、銀行企業にお

いてもかなり広汎に実施されており、いわば大恐慌期を象徴する財務政策としての性格を帯びていたのである。