

米国の投資信託

1. はしがき

わが国の最近における投資信託の好調は目ざましいものがあるが、これに伴つて種々の問題が発生するに至つている。すなわち、巨額の投資信託資金の利用による大証券会社の市場操作の可能性、大証券会社と投資信託を取り扱っていない中小証券会社との較差の拡大、および大衆資金の動員についての銀行ごと地方銀行との競合の問題などがある。また制度運用上の問題として、投資家保護の立場から現行の宣伝方式の是非、投資信託資産運用上の規制、証券会社の投資信託兼営の是非および投資信託銀行設立の問題などが挙げられよう。

わが国の投資信託制度の歴史は昭和12年にさかのぼるが、本格的発展は昭和24年の投資信託法成立以後のことである。米国における現在の投資信託制度自体はわが国の現在の制度と大分相違があるが、1930年代の大恐慌後に一時わが国の現行制度に近い制度を採用したことがあり、かつその後の米国の投資信託制度発展の経済的背景についてもわが国の現状と類似した点が少なくない。いずれにしろ、わが国の投資信託制度はその範を英米に求めたものであり、この際米国における投資信託制度発展の過程およびその間に発生した諸問題を概観することは有意義と考えられる。

2. 経営形態の推移

米国の投資信託制度はその起源を1893年に求めることができる。これより先、英国においては1860年前後より投資信託制度が確立され、主として海外投資を目的としてきわめて活況を呈してい

た。これが米国に導入され、投資信託制度が広く普及したのは1920年以降であるが、この背後には第1次大戦を契機とする米国経済の飛躍的發展が米国の資本主義を高度化せしめるとともに、一般大衆にも投資の余裕を生ぜしめたという事情が存在した。しかしながら当時の資本市場はもっぱら大金融資本家の支配下であり、一般大衆の直接証券投資のごときはその経済知識の不十分なことおよびその資金の零細なことからほとんど不可能に近い状態であつた。投資信託制度はこのような隘路を打開して、一般大衆の直接証券投資を可能ならしめた方便であつたといふことができるであろう。

投資信託制度はその設立の法的根拠により管理会社型投資信託 (management company) および単位型投資信託 (unit investment trust, 契約型ともいう) に分類され、さらに前者は closed-end 型と open-end 型に、後者は固定的単位型と限定的単位型とに分けられる。

米国における投資信託制度は1930年代の大恐慌後の数年間を除き、原則として管理会社型投資信託が一般的に行われている。初期の管理会社型投資信託は主として closed-end 型投資会社であり、これは普通株、優先株、社債および借入れにより資金調達を行う株式会社の形態を採つていた。この会社は原則として株式の追加発行および買戻しを行わなかつたので closed-end 型と呼ばれており、その普通株は株式市場において取引されていた。また配当率および金利の固定した優先株および社債のほか銀行借入れに依存する割合が比較的大きいため、普通株の配当は大幅な変化を示し、ひいては株価も一般株価の変動を上回り、資産価

値を離れて需給関係により決定される傾向が強かつた。このため closed-end 型投資会社はきわめて投機性が強く、また当時の会社の経営方針も投資家の保護という点はむしろ二義的に扱われ、経営者の利益を追求する度合が強く、さらに投資信託本来の目的たる分散投資の面についても必ずしも十分とはいえなかつたようである。このため1930年代の大恐慌、株式の大暴落に際会して破産ないし極度の不振に瀕するものが多く、投資家に与えた影響もきわめて甚大なものがあつた。

この苦い経験により一般投資家はこの投機性の強い closed-end 型投資会社を嫌い、これに代つて台頭したのが単位型投資信託である。これは信託契約に基き投資信託を行う投資会社であり、受益証券の発行により資金を調達し、信託期間を決定して長期投資を行わんとするものである。当初の単位型投資信託においては受益証券の追加発行および買戻しは可能であるが、その投資対象が信託設定当初より固定されておりその変更は特別の場合を除き許されなかつた。この固定的単位型投資信託はあまりにも厳格に過ぎ、投資の妙味を全く欠いていたため、経済が落ち着くに伴い、投資対象を変更する権限をある程度経営者に与えた限定的単位型投資信託に漸次移行して行つた。その後、後述の1940年投資会社法の成立を契機として open-end 型投資会社の盛況をみるに至つたのである。

この open-end 型投資会社は通常 Mutual

Fund と呼ばれるものであるが、closed-end 型投資会社と異なり、普通株のみを発行しその追加発行および買戻しが可能であつた。また closed-end 型投資会社の株が株式市場で取引されたのに対し、open-end 型投資会社においては証券取引業者を通じて投資会社と投資者間で売買され、その売買価格は単位株当りの資産価値により評価された。かかる相違によつても了解しうるところ、open-end 型投資会社は closed-end 型投資会社に比し投機性がきわめて少なく、また投資対象の選択も経営者の運用に任かされていた点において、単位型投資信託に比べて運用の妙味が大きく、広く大衆の受け入れるところとなり、今日の盛況を示すに至つた。なお前記単位型投資信託はその後新会社の設立はみられず、現在は管理継続にとどまつている。

3. 投資会社の現状とその役割

現在米国における投資会社は第1表に示すごとく、1957年末において投資会社協会 (National Association of Investment Companies) に加盟するもののみでも168社、その純資産額は99億ドルに達しており、その資産額を1940年の10億ドル、1950年の34億ドルに比較すれば最近の目ざましい発展ぶりがうかがわれよう。もちろん、この資産額をその他の貯蓄機関の残高に比較すれば(第2表参照)まだわずかなものであるが、最近の増加率はきわめて高く、もしこの増加率が引続

[第1表] 投資会社発展の推移

区 分	open-end 型 投 資 会 社					closed-end 型投資会社	
	会 社 数	純 資 産 額	株 主 数	追加発行額	償 還 額	会 社 数	純 資 産 額
1940 年	—	4億ドル	296千人	0.5億ドル	0.5億ドル	—	6億ドル
1946 年	74社	13 "	580 "	3.7 "	1.4 "	37社	9 "
1950 年	98 "	25 "	939 "	5.2 "	2.8 "	38 "	8 "
1955 年	125 "	78 "	2,085 "	12.1 "	4.4 "	26 "	12 "
1957 年	144 "	87 "	3,110 "	13.9 "	4.1 "	22 "	12 "

〔第2表〕 主要民間貯蓄残高

(単位・百万ドル)

区 分	1940年	1950年	1957年
商業銀行(定期預金)	15,777	36,314	56,139
相互貯蓄銀行(貯蓄預金)	10,658	20,031	31,662
貯蓄貸付組合(持分権)	4,322	13,992	42,038
投資会社(資産)	1,062	3,374	9,924
生命保険会社(契約準備金)	24,663	53,630	78,100
郵便貯金	1,303	2,923	1,325
貯蓄債券	2,800	49,600	52,500

き維持されるとすれば、その投資機関としての意義は十分注目に値するものとなる。

一方株式市場に占めるウェイトをみるに、1940年当時において、投資会社の純資産額はニューヨーク株式市場上場株式時価総額 424 億ドルの 2.4%であつたのに対し、1957年においては時価総額 1,956 億ドルの 5.1%へと増加している。米国においては商業銀行は株式投資を行わず、金融機関で株式投資を行つているのは保険会社のみであり、その他のもので組織的株式投資を行つているのは年金基金、信託基金などにとどまつている。したがつて、投資会社の株式市場に占めるウェイトは必ずしも小さくないものとみられており、またいわゆる証券民主化に果たした役割も無視できないものがある。ちなみに、1957年末における open-end 型投資会社 67 社の平均資産運用状況は、普通株 77.7%、社債 9.6%、優先株 5.8%、現金・国債その他 6.9%となつており、その投資対象は主として普通株に向けられている。この約80億ドルに近い株式保有額を他の投資機関の保有額すなわち生命保険会社30億ドル、年金基金48億ドルなどに比較すれば、投資会社の株式市場に対する影響力がうかがわれよう。

1954年後半株価の暴騰に際し、投資会社を含めた組織的投資機関の影響が問題となり、上院の銀行通貨委員会で取り上げられたことがある。その時の結論では、これら投資機関の投資銘柄が優良株式に比較的集中していることもあつて、株価変

動の幅を若干大きくする傾向はあるが、その取引総額は全取引額の20%程度にとどまる上、元來投資機関はすべて現金取引であり、また長期投資をその目的とするため、短期的変動を利用する投機的動きは少なく、とくに投資機関の株式投資に対する特別規制を行う必要はないとのことであつた。

投資会社の投資対象については、その会社の登録投資政策により決定されるが、現在米国においては、投資家の種々の需要に応ずべく各種の投資政策が採用されている。いま投資政策の面から open-end 型投資会社を分けると次の五つの型に大別される。

- (1) 分散普通株型……これは最も一般的で、全体の48%を占めているが、その投資対象を原則として普通株に限定し、分散投資を行うことによつて配当および元本の増大による利益を共に享受せんとするものである。しかし株式市場の動向いかにによつては一時現金または優良社債を保有することもある。
- (2) 特定普通株型……これは全体の13%を占めるが、その投資対象を特定産業または特定地域の普通株に限るものである。その目的とするところは、新産業または成長産業に投資して高収益を得んとするものであり、最近では原子力のみを対象とする投資会社もある。また特定地域に対するものとしてはカナダ向け投資を専門に行うものがある。
- (3) 均衡型……分散普通型に次ぎ全体の30%を占めるが、全投資額を一定の割合で普通株、優先株または社債に投資するものであり、合理的収益および元本の保持ないし長期的成長を目的としたものである。ちなみに、この型の投資会社は過去において必ずしも高い配当率を維持していないが、株式市場の変動による影響が最も少なかつた。
- (4) 収益型……これは全体の7%を占め、普通株、

優先株および社債に投資を行うものであるが、均衡型と異なり、収益を高めることに重点を置いて機動的運営を行うものであり、このためその利回りも5~7%（1957年末の121社の平均利回り3.7%、最高8.1%、最低0.9%）が普通で、時には8%を上回ることもあつた。

- (5) 優先株および社債型……これは全体の2%と引きわけてわずかであるが、投資対象を優先株と社債のみに限り、収益の安定を目的としたものである。

open-end型投資会社には上記のごとき特徴を有する各種の投資会社が存在するほか、顧客に対し次のごときサービスを行つており、これがopen-end型投資会社伸長の一助ともなつている。そのサービスの主なものは、

- (イ) 自動的配当再投資計画
- (ロ) 累積投資計画
- (ハ) 投資計画完成保険計画
- (ニ) 配当毎月支払計画
- (ホ) 定期的引出計画
- (ヘ) 多額投資に対する手数料割引計画

などである。

4. 法的小よび自主的規制

米国の投資信託制度が上述のごとき変貌を遂げて今日の発展をもたらしたのには、経済規模の拡大、経済構造の変化などの背景があつたことはいうまでもないが、とくに大恐慌以後施行された各種の法的規制が投資会社の健全化に大きな役割を果たしていることを忘れてはならない。それが結果的に投資家の投資会社に対する信頼を深め、結局投資信託の急伸をもたらしたものと考えられる。

大恐慌後制定された法律のうち、投資会社に関係ある法律としては、1933年連邦証券法、1934年連邦証券取引法および1940年投資会社法などが挙げられるが、以下これら法律につき投資会社に関

係ある事項を取り上げてみよう。

(1) 1933年連邦証券法

これは1929年の株式暴落にかんがみ、株式会社の成立過程すなわち株式発行時の資料提供につき規定したものである。

これはすべての株式会社に適用されるものであるが、新規投資会社は株式発行に際しその会社の資金計画、運営方法などの詳細な内容を含む報告書を連邦通商委員会（後の証券取引委員会）に提出しなければならない。同法の要求に合致した報告書は同委員会に保存され、公衆の閲覧に供せられ、報告書の受理された会社は登録投資会社と称せられる。またその投資会社は委員会に提出した報告書と同じ内容の目論見書を、株式を新たに購入せんとするものに対して提供せねばならない。closed-end型投資会社は原則として成立当時一回の株式発行にとどまるが、open-end型投資会社は常時株式の発行を行つているため定期的に報告書を提出しなければならない。

この登録投資会社とは合法的報告を提出したことの証明にとどまり、同社が健全な投資方針を有することおよび報告書の内容に虚偽の申告がないかどうかの保証を行つているわけではない。ただし虚偽の申告に対しては罰則が定められている。

(2) 1934年連邦証券取引法

これは前記証券法と並んで証券の取引に関する規定を定めたものであり、証券取引委員会および株式証拠金率（連邦準備制度理事金規定TおよびU）の根拠法規である。

この法律によつてその株式が株式市場に上場されているclosed-end型投資会社の株式は、一般上場株と同様不正手段による売買が禁じられている。

(3) 1940年投資会社法

この法律は投資会社の伸長に伴い投資会社の運営その他が投資家および株式市場などに与える影

響が甚大となり、総合的な規制が緊要となつたので、証券取引委員会を中心として1930年代における投資会社について詳細な研究を行つた結果1940年に制定されたものであり、本法制定の背後には投資会社の発展に伴う次のごとき諸事情があつた。

(イ) 投資会社の発行する有価証券が、一定期間に公募される証券中かなりの部分を占めるに至つた。

(ロ) 投資会社の投資活動が、証券市場における取引にかなりの影響を与えるに至つた。

(ハ) 投資会社がその投資対象たる証券の発行会社の経営を支配・干渉する可能性が生じた。

(ニ) 投資会社は、大量の国民貯蓄を産業資本に媒介する機関となつたので、資本市場に対する影響が大きくなつた。

本法はきわめて詳細にわたつているが、その主な規定を列挙すれば次の通りである。

(イ) 登録……100人以上の投資家を有する投資会社はすべて証券取引委員会に登録しなければならない(第3条C項)。

(ロ) 資本金……最低資本金を10万ドルとする(第14条A項)。

(ハ) 資本構造……これは1940年以後に設立された投資会社に適用されるものであり、closed-end型投資会社については、社債発行または銀行借入れに当つて少なくとも3倍、優先株の発行については少なくとも2倍以上の資産によりそれぞれ担保されることを要し、open-end型投資会社については、普通株の発行のみを認める(第18条A項、F項)。

(ニ) 投資政策……各会社は基本的投資政策を登録し、その変更には株主の承認を要する。また投資状況については、証券取引委員会および株主に対して四半期ないし半年ごとに報告しなければならない(第8条、第13条)。

(ホ) 経営陣の構成……これは経営者が自己の利

益のみを図り、投資家の利益を軽視することを防ぐために定められた。すなわち、取締役は株主総会における選任を要し、欠員の補充は認めるが、これによつて選任取締役が総数の3%を下回つてはならない、取締役会の過半数は投資銀行家または証券取引業者であつてはならない、取締役の40%以上が投資会社の役員または投資顧問で占められてはならない、取締役は会社と取引関係にある証券会社の役員または会社の発行する証券の主要引受人になつてはならない、などを規定している(第10条、第16条、第17条)。

(ヘ) 他の会社の支配……他の投資会社の議決権証券の一定比率以上を保有することはできない。

これらの規定はいずれも投資会社の経営健全化および投資家保護を目的としたものであり、これがひいては投資会社に対する信頼を高め、今日のごとき open-end 型投資会社を中心とする投資信託の盛況をもたらす結果となつた。

(4) 内国歳入法M章

これは三重課税を防ぐため投資会社の取得配当および資本利益に対し、税法上の例外的取扱を認めたものであるが、この取扱を受けるためには規制投資会社たることを要し、この面からも投資会社の規制を行つている。

その規制事項は、

(イ) 国内法人であることを要し、持株会社であつてはならない。

(ロ) 1940年投資会社法に基く登録投資会社または登録単位型投資信託であること。

(ハ) 課税年度間における総収益の90%以上が証券の配当、利子および売却益によるものであること。

(ニ) 所有期間3か月未満の証券の売却益が総収益30%以上を占めていないこと。

(ホ) 売却益を除く純収益の90%以上を配当すること。

(カ) 各課税年度末において、その資産の50%以上が、現金、国債、他の投資会社株式およびその他の証券でなければならないが、一発行者の証券は自社の資産の5%以内であることおよび1社の議決権証券についてはその10%以内であること。

(ク) 各課税年度末において、1社または同産業に属する2社以上の被統制会社（議決権株の20%以上を所有されている会社）に対して自己の資産の25%以上を投資していないこと。

などである。

(5) Statements of Policy

これは1933年連邦証券法に定められた発行株式に対する情報提供に加えて、投資会社の性格につき投資家の誤解を防止するために投資会社の行う広告、宣伝および勧誘につき、証券取引委員会および証券取引業者協会が共同して定めた自主規制である。というのは従来ややもすると投資会社およびその取引業者は、元本をも保証するかのとき錯覚を与える文句を使用し、または過去の高配当が引続き行われるかのとき宣伝を行う向きが多かつたためである。

この規制もきわめて詳細にわたっているがその主なものは、

- (イ) 配当率を記載する時は将来の保証を与えるものでないことを併記すること。
- (ロ) 元本の増加を保証するとき記述を行つてはならない。

(ハ) 銀行などの金融機関が保管者（受託者）または代理人となつていることが経営に堅実性を与えるとき印象を与えてはならない。

(ニ) 買戻価格が発行価格より低い場合のあることを記述せねばならない。

(ヒ) 確定利付証券のごとき印象を与えてはならない。

などである。

5. む す び

以上、米国の投資信託制度の発展過程およびそれに加えられた法的規制を概観したわけであるが、その間中産階級の零細資金を集め、高度の知識、経験を利用して分散投資を行うという投資信託本来の目的を達成するに当り、投資家の保護ということが最も重視され、種々の法的あるいは自主的規制が行われていることは注目に値しよう。

これらの努力の結果、米国の投資信託は現在においては他の金銭信託の対象または年金基金の余裕資金の運用対象ともなるほどの信頼を得ている。とくに1940年投資会社法が投資信託の健全化とその発展に果たした役割はきわめて重要なものといえよう。さらに同法成立の背後にある諸事情が今日のわが国投資信託の置かれている現状ときわめて類似している点は興味深く、その意味からも米国の投資信託の歴史は今後のわが国の投資信託制度の在り方にとって重要な参考となるであろう。