

アメリカにおける信託資産の 拡大と証券投資（1）

青山和司

目次

- I. はじめに
- II. 信託機関と信託業務
- III. 信託資産の拡大とその性格
- IV. 信託機関の資産構成
 - (1) 信託機関の投資責任
 - (2) 信託機関の証券投資 (以上、本号)
 - (3) 信託部門による自行預金の形成
- V. 信託機関の株式投資
- VI. むすび

I. はじめに

アメリカでは、1960年代後半以降、証券取引委員会（SEC）や議会によって、金融機関の証券投資とそれにともなう経済的影響力に関する調査・研究が行なわれた。特に、商業銀行の信託部門については、1968年に下院銀行通貨委員会によって、*Commercial Banks and Their Trust Activities*（通称『パットマン委員会報告』）¹⁾と題する報告書が公表された。この報告書は、商業銀行がその信託部門を通じて巨額の信託資産を保有し、その信託資産の大部分が、証券投資によって運用されているという事実を明らかにした。とりわけ、信託部門による株式の保有状況が、会社支配との関連という視点から詳細に分析さ

1988年 5月13日提出

1) U.S., Congress, House, Banking and Currency Committee, *Commercial Banks and Their Trust Activities: Emerging Influence on the American Economy*, vol.1-2, 1968. 志村嘉一訳『銀行集中と産業支配——パットマン委員会報告』東洋経済新報社, 1970年。

れている。

『パットマン委員会報告』以後、71年にはSECの *Institutional Investor Study Report*²⁾において商業銀行信託部門の株式保有が調査・分析の対象となった。また70年代から80年代にかけて、アメリカの主要企業について株式所有と支配に関するいくつかの議会報告書（その委員長名から『メトカーフ委員会報告』、『リビコフ委員会報告』等と呼ばれている）³⁾が公表され、商業銀行信託部門が主要企業の大株主として重要な位置を占めていることが、改めて指摘されている。

そこで本稿では、こうした銀行信託部門を中心とするアメリカの信託機関を研究対象としてとりあげる。特に、70年代の信託資産の拡大に注目して、このような信託資産の拡大がどのようにして可能になったかということ、信託機関の業務、信託資産の源泉（個人信託、年金基金等）の分析を通じて明らかにする。次に、このように拡大した信託資産が、どのような部面で資産運用されているかという点に論及する。その際、信託機関の資産運用の基準についても検討したい。

信託機関は信託資産の運用の結果、証券市場において重要な機関投資家としての位置を占めることになるが、とりわけその株式投資額は機関投資家（投資会社、生命保険会社等）の中で最大である。そこで次に、信託部門の保有する株式がどのような性格を有する株式であるかという問題と、信託機関が株式市場においてどのような位置を占めているかという問題に論及する。

そして最後に、以上の考察を通じて商業銀行と信託部門との関連、信託部門の経済的機能について論及し、信託部門が現代アメリカ経済において果たしている役割の一端を明らかにしたい。

2) SEC, *Institutional Investor Study Report*, 1971. 日本証券経済研究所訳「SEC機関投資家調査の概要」『証券研究』（日本証券経済研究所）第32巻、1971年。

3) これら各委員会によって公表された報告書のタイトルおよび調査内容については、松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説』文眞堂、1986年11月、の第I部において詳しく紹介されているので参照されたい。

II. 信託機関と信託業務

(1) 信託機関の現状

信託機関とは一般に信託部門を保有し、信託業務に従事している金融機関を総称する用語であるが、表1によればアメリカ全体で、4,258の信託機関が実際に活動しており、それは大きく分類すると商業銀行 (commercial bank)、貯蓄銀行 (savings bank)、貯蓄貸付組合 (savings and loan association) の各信託部門と信託専業会社 (nondeposit trust company) という四つの金融機関から構成されている。その内訳は、1984年12月現在で次の通りである。

第1に、信託業務を兼営している商業銀行の数は4,090行に達するが、これは全商業銀行14,494行の28.2%に相当する。つまりアメリカでは全商業銀行のうち、約4分の1強の銀行が信託部門を保有する信託兼営銀行であるということになる。周知の通り、アメリカの銀行制度は設立法の相違によって、州法に基づいて設立された州法銀行 (state bank) と連邦法である国法銀行法 (National Bank Act) に基づいて設立された国法銀行 (national bank) と

表1 信託機関の構成と総数 (1984年12月末現在)

	信託業務に従事 する金融機関	投資裁量権を行 用する金融機関	金融機関の総数
商業銀行	4,090	3,768	14,494
(国法銀行)	(1,605)	(1,531)	(4,904)
(州法銀行)	(2,485)	(2,237)	(9,590)
貯蓄銀行	39	31	544
信託会社 (信託専業)	69	59	183
貯蓄貸付組合	58	30	2,938
相互貯蓄銀行	0	0	97
その他の金融機関	7	5	4,340
重複	5	5	5
計	4,258	3,888	22,591

(出所) Federal Financial Institutions Examination Council,
Trust Assets of Financial Institutions-1984, Table A, より作成。

に分けられる、いわゆる二元銀行制度 (dual banking system) である⁴⁾。商業銀行は、このような国法銀行と州法銀行とを構成要素とし、両者とも信託業務の兼営を行なっているため、それぞれについて信託兼営の状況を見ておこう。

まず国法銀行であるが、その全体の数は、4,904行であり、このうち信託部門を兼営している銀行は1,605行である。全国法銀行中、約3分の1の銀行が信託兼営銀行である。同様に州法銀行について、全体で9,590行の銀行が存在しているが、信託部門を兼営している銀行は、約4分の1に相当する2,485行である。

第2に、貯蓄銀行については、全体数544行のうち39行が、信託業務を兼営しているに過ぎない。その兼営銀行数は、比率的には7.1%に過ぎずであり、商業銀行と比べて貯蓄銀行による信託兼営は、あまり一般化していないようである。

第3に、貯蓄貸付組合については、58の組合が信託業務の兼営を行なっているが、その数は全組合数2,938の僅か2%に過ぎない。

第4に、信託專業会社は全部で69社存在している。ここで信託專業会社とは、預金業務等の銀行業務を行なわず、信託業務のみを営む信託会社を指す意味で使用している。つまり、信託会社 (trust company) という名称を会社名に使用している場合であっても、実際には信託業務だけでなく銀行業務をも併せ営んでいる事例が多いのであるから、その点を明確に区別するために信託專業会社としたわけである⁵⁾。

ただし、ここで留意すべき点は次のことである。それは、上述の4,258の信託機関のうち信託資産統計の対象となる信託機関は、その保有資産に対する投資

4) 国法銀行の行名には、“National” またはその略字の“N” あるいは“National Association” の略字である“N.A.” が含まれているので、それによって州法銀行と区別することができる (高木 仁『アメリカの金融制度』東洋経済新報社、1986年2月、51-52頁)。

5) 信託会社による銀行業務への進出と商業銀行による信託業務分野への進出を引き起こすに至った歴史的経緯については、拙稿「アメリカにおける信託兼営銀行の形成」『経済論究』(九州大学大学院) 第55号、1982年12月、を参照されたい。

裁量権⁶⁾を有している信託機関にのみ限定されていることである⁷⁾。このような信託統計の対象となる信託機関は、全体で3,888存在しており、その内訳は、商業銀行3,768行（国法銀行1,531行、州法銀行2,237行）、貯蓄銀行31行、貯蓄貸付組合30、信託專業会社59社、その他の金融機関5である（重複分5を含む）。したがって、これ以降取り扱う信託統計では、これらの投資裁量権を有する信託機関のみが対象とされる。なお、この他に信託営業権を認可されているものの、実際には信託業務を行っていない753の金融機関が存在していることを指摘しておく。

さて以上のように、アメリカでは信託機関の圧倒的部分、比率にして98.5%が、商業銀行の信託部門兼営によるものであった。しかも、その商業銀行の信託兼営化の比率が、全商業銀行の4分の1以上の4,090行に達していることを考えると、また後述するように、大銀行ではほとんど例外なく、信託業務の兼営を行なっていることを考えると、商業銀行において信託業務はかなり重要な位置を占めているものと推定できる。こうした現代の商業銀行において信託業務の持つ意義をできる限り明らかにすることは、本稿のもう一つの課題である。

6) *Trust Assets of Financial Institutions-1984*, p.8の注によれば以下の勘定の場合には、金融機関は投資裁量権を行使しているものとみなされる。

①証券またはその他の資産の購入・売却に関する権限が金融機関に直接または間接に付与されている勘定。

②他の人物が投資決定に責任を負っている場合であっても、金融機関が直接または間接に証券またはその他の資産の購入・売却に関する勧告を行ないうる勘定。

7) アメリカの信託統計は、信託機関に対する監督当局の相違もあって、1968年までは国法銀行の信託活動についてのみ『通貨監督官年報』(*Annual Report of the Comptroller of the Currency*)によって公表されてきた。したがって、この統計では州法銀行の信託活動は除外されており、信託機関の全国的な活動を把握するには不十分なものであった。そこで、商業銀行の信託活動に関する連邦議会の調査活動を契機として、1968年から全体の信託機関を対象とした信託統計が、連邦預金保険公社、連邦準備制度理事会、通貨監督官の共同によって、発表されるようになった。したがって、本稿における信託機関の保有資産の区分も、この信託統計の資産区分に依拠している。

なお、この信託統計は当初、*Trust Assets of Insured Commercial Banks*（『被保険商業銀行の信託資産』）というタイトルで刊行されていたが、後に *Trust Assets of Banks and Trust Companies*（『銀行および信託会社の信託資産』）に変更され、1984年版から再び *Trust Assets of Financial Institutions*（『金融機関の信託資産』）に変更された。

なお付言すれば、わが国とアメリカとでは銀行制度が相違しているので単純な比較はできないが、わが国においては、「信託分離政策」の下で信託業務の兼営を認可されている銀行は、邦銀8行と外銀9行のみであり、銀行による信託兼営化が進展しているアメリカとはかなり様相を異にしている⁸⁾⁹⁾。

(2) 信託機関の業務

アメリカにおける信託資産を考察するに当たって、まず信託の基本的な考え方について理解しておく必要がある。『信託法リステイメント』(*Restatement of the Law of Trusts*)¹⁰⁾によれば、信託の概念はその第2条において次のように定義されている。

「本リステイメントにおいて使用される用語としての信託とは、『公益』『復帰』または『擬制』という文言がつけられない限り、或る財産権を保有する人に、その財産権を他人の利益のために処理すべき衡平法上の義務に従わせる財産権に関する関係 (fiduciary relationship)であって、当事者の意思表示

8) わが国の信託銀行は、「普通銀行ノ信託業務ノ兼営ニ関スル法律」によって、銀行法に基づく普通銀行が信託業務を兼営する形をとっている。したがって法律的には、既存の都市銀行、地方銀行も、大蔵大臣の認可を得れば、信託業務の兼営は可能といえる。しかしながら、戦後の銀行行政においては、「信託分離政策」に基づく行政指導によって、1985～86年の外国法人による信託銀行の新設が認可されるまで、普通銀行の信託業務の兼営は認められなかった。とはいえ、時折、都市銀行から信託業務の兼営を要求する声があがっている。

なお、わが国の戦後の信託銀行と銀行行政についての詳細は、小林桂吉編『信託銀行読本』(改訂新版)金融財政事情研究会、1983年11月、第2章を参照されたい。

9) 邦銀8行とは、三井信託銀行、三菱信託銀行、住友信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、日本信託銀行、都市銀行による唯一の信託兼営銀行である大和銀行の8行である。なお、正確にはこの他に沖縄返還後、経過措置として信託兼営を認められている琉球銀行と沖縄銀行の2行を付け加える必要がある。

外銀9行とは、モルガン信託銀行、日本バンカース・トラスト信託銀行、チェース・マンハッタン信託銀行、マニュファクチュラス・ハノーバー信託銀行、ケミカル信託銀行、シティトラスト信託銀行、スイス・ユニオン信託銀行、クレディ・スイス信託銀行、パークレイズ信託銀行である。

10) リステイメントとは、アメリカ法律協会 (American Law Institute) によって、アメリカ法の各分野を簡単な条文の形式で体系的に再表現しようとしたものであり、法的効力は持たないものの、實際上権威を持つものとされている(高柳賢三、末延三次編『英米法辞典』、有斐閣、416頁)。

に基づき発生するものを言う。」¹¹⁾

あるいはまた同じことであるが、簡単に次のようにも表現される。

「信託は財産に対する法的権利およびその管理が一個人にあり、利益が他の個人にあるとき存在する。」¹²⁾

今さら言うまでもなく、上述の概念で示されているように、信託の法的関係は財産の委託者 (trustor) と、その財産を管理運用する受託者 (trustee)、および財産の管理運用によって生み出された利益を取得する受益者 (beneficiary) という三者によって構成されている。この関係において個人と並んで法人も受託者の地位につくことができるが、ここで我々が取り扱う信託機関とは、このように規定された法人受託者である。

したがって、信託機関の保有資産はまず最初に、上述のような委託者からの信託財産に基づく資産から成る。そしてさらにこの信託資産は、統計上次のように三つに区分される。

第1に、個人信託 (personal trust) に基づく資産である。これは信託機関による個人に対する信託業務である。

第2に、従業員福祉信託 (employee benefit trust) に基づく資産である。この信託は、企業がその従業員の福利のために利潤分配、退職年金、従業員の貯蓄、従業員の株式保有などを目的として設定される信託である。信託機関はこうした目的のために設定された信託基金の受託者として、その資産の管理運用にあたるのである。この信託の中で中心を占めるのは、従業員の退職後に年金を支給するために設定された年金信託業務である。

11) 慶応義塾大学信託法研究会訳「米国信託法リステイメント(1)」『信託』(信託協会)第88号, 1971年10月, 26頁。

なお、わが国の信託法は英米法を範として制定されているが、その第1条において信託の定義は、次のようにより簡潔に規定されている。「本法ニ於イテ信託ト称スルハ財産権ノ移転其ノ他ノ処分ヲ為シ他人ヲシテ一定ノ目的ニ従ヒ財産ノ管理又ハ処分ヲ為サシムルヲ謂フ」

12) アメリカ銀行協会編, 三井信託銀行信託部訳『アメリカの信託業務』東洋経済新報社, 1975年6月, 124頁。

第3に、個人信託、従業員福祉信託以外のその他信託に基づく資産である。

以上、信託機関の信託業務に基づく資産について簡単に紹介したが、次に信託資産統計で遺産処理 (estate) として一括されている資産項目について検討しよう。

この項目には遺言執行人 (executor)、遺産管理人 (administrator)、後見人 (guardian) と呼ばれる各業務によって受け入れられた資産が含まれる。このうち遺言執行人とは、「遺言において指名され、裁判所によって遺言者の遺言を処理すべく指名された個人もしくは信託機関」¹³⁾を指す用語である。また、遺産管理人とは「有効な遺言を残さずに死亡した人の遺産を処分すべく、裁判所によって指名された個人もしくは信託機関」¹⁴⁾を指す用語である。

このように遺言執行人と遺産管理人とは、死亡した人が遺言を残しているか否か、あるいは遺言があっても有効か否か、という点を基準にして区別されるが、信託機関がこの業務に基づいて管理保有する資産は、個人の多様な遺産 (例えば不動産、各種動産類など) から成っており、こうした遺産は、いずれ相続人に対する遺産分与の完了とともに消滅する性格のものである。

後見人とは、「何らかの特異な事情、すなわち年齢や理解力や自己統制力に不足があることから自分自身を保護したり自分自身の問題を管理することができなと思われる他人について、その人を保護し、またはその財産を管理する (あるいは両方とも) 権限を法律上与えられ、またそうする義務を法律上課せられる人」¹⁵⁾もしくは機関である。

信託機関はこのような後見人として、被後見人の福祉のために財産を管理使用する義務を負うわけであるが、この業務に基づく信託機関の保有資産がどの程度であるか、ということは信託資産統計からは推定できない。恐らく遺産処

13) アメリカ銀行協会編、三井信託銀行信託部訳、前掲書、481-482頁。

14) 同書、471頁。ただし、同書において「有効な遺産を残さずに」と訳されている箇所は、原文では“without leaving a valid will” (American Bankers Association, *Glossary of Fiduciary Terms*, 1977, p.6) となっている。これは明らかに遺言を遺産と誤植したものと思われるので訂正して引用した。

15) 同書、255頁。

理勘定の中に占める比率は、業務の性格から見てそれ程大きなものではないと思われる。

さて最後に、信託機関の代理業務 (agency) について見て行こう。

この業務において、信託機関は前述のような信託制度上の法人受託者という資格ではなく、ある人物の代理人という資格において活動することになる。信託と代理とは、財産の管理運用を行なうという点で類似した業務であるが、その法律上の地位は全く異なったものである。信託の場合には、信託機関が受託した財産に対する所有権は法律上、信託機関に移転されるが、代理の場合には、信託機関はあくまでも本人の指示に従う代理人として行動するのであり、したがって預託された財産に対する法律上の所有権は、信託のように信託機関に移転せず、相変わらず本人の下に帰属したままである。

前述したような従業員福祉基金は、この代理勘定においても受け入れられ、代理業務の中核部分を形成している。統計上、代理業務に基づく資産は、従業員福祉勘定とその他の個人および法人向けの勘定項目とに二分されている。

さて、これまで述べてきたことから知られるように、信託機関の保有資産は基本的に信託業務、遺産処理業務、代理業務という法的関係を異にする三様の業務に由来するものであった。信託機関は上述の業務の他にも担保付社債信託や証券代理業務など各種の多様な業務を展開しているが、これらの業務においては通常何らかの資産を受け入れ、それを管理運用するという事態は生じない¹⁶⁾。したがって、信託機関の保有資産を考察する場合、上記三業務を考察対象とすれば十分である。

III. 信託資産の拡大とその性格

前述したように、二元銀行制度の下でそれぞれの監督当局が相違しているため、1968年のパットマン委員会による調査および報告が行なわれるまで、アメ

16) 信託機関の担保付社債信託や証券代理業務については、拙稿「信託機関と証券市場」『経済学研究』(九州大学経済学会)第48巻第5・6合併号, 1983年10月, の当該箇所を参照されたい。また信託機関の業務全般についての解説は、アメリカ銀行協会編, 三井信託銀行信託部訳, 前掲書, を参照されたい。

リカの信託資産統計は、全国的には未整備の状態であった。それ以前には、注7)で示したように国法銀行に関する信託統計のみが利用可能であり、信託機関として無視できない勢力を持つ州法銀行に関する信託統計はほとんど利用不可能であった。そのような統計上の不備もあって、それまで信託機関、とりわけ商業銀行信託部門の活動は世間の注目を集めることはなかった。そうであるが故に、『パットマン委員会報告』が商業銀行信託部門に初めて本格的なメスを入れ、信託部門の巨額の株式保有を明らかにしたことは、信託機関の研究にとって大きな意義を持つものであった。

ここではその後に公表されるようになった信託統計に依拠して、信託機関の保有信託資産額の動向を考察して行くことにする。

(1) 受託資産の分類

表2は、1971年から1983年までの13年間にわたる銀行と信託会社の保有信託資産を示した表である。この表では、信託資産の種別は、大きく「信託・遺産処理」と「代理勘定」項目とに二分されている。そして「信託・遺産処理」項目は、「従業員福祉」勘定と「個人信託・遺産処理」勘定に細分類され、「代理勘定」項目は、「従業員福祉」勘定と「その他」勘定に細分類されている。この各信託資産の性格については、前節の説明を参照していただきたい。

この表から分かるように、信託機関の保有資産の源泉は、主として信託業務と代理業務を通じた個人資産と従業員福祉基金の受け入れに基づくものである。代理勘定の「その他」項目にどの程度個人資産が含まれているか確認できないので、信託資産に占めるこの両者の比率を正確に比較することは困難であるが、「個人資産」、「従業員福祉資産」、「その他」の各資産の構成比率はほぼ以下の通りである。

70年代前半は、「個人資産」43~46%、「従業員福祉資産」36~40%、「その他」17%、70年代後半は、それぞれ38~40%、40~46%、17~19%、80年代では、37~39%、41~43%、20%という構成比率であった。全体として「従業員福祉資産」と「その他」資産が構成比を高めているのに対し、「個人資産」は低下さ

表2 金融機関の信託資産

単位：100万ドル、()内は%表示

年	信託・遺産処理		代理勘定		合計	報告した 金融機関 の銀行部 門総資産	報告した 金融機関 数
	従業員 福祉	個人信託 遺産処理	従業員 福祉	その他			
1971	110,554 (32.2)	159,677 (46.5)	13,129 (3.8)	59,941 (17.5)	343,300 (100.0)	517,961	3,624
1972	134,547 (33.3)	183,103 (45.4)	16,003 (4.0)	69,930 (17.3)	403,583 (100.0)	602,495	3,804
1973	123,270 (32.6)	170,640 (45.1)	20,198 (5.3)	63,964 (16.9)	378,073 (100.0)	681,061	3,914
1974	107,426 (33.0)	142,615 (43.8)	19,260 (5.9)	56,028 (17.2)	325,328 (100.0)	749,337	3,999
1975	140,721 (35.4)	164,861 (41.5)	23,804 (6.0)	67,832 (17.1)	397,218 (100.0)	770,943	4,049
1976	180,217 (37.0)	192,749 (39.6)	33,468 (6.9)	80,169 (16.5)	486,604 (100.0)	831,223	4,079
1977	195,162 (38.8)	189,576 (37.7)	36,656 (7.3)	81,320 (16.2)	502,715 (100.0)	934,566	4,156
1978	143,434 (32.5)	179,325 (40.6)	38,786 (8.8)	80,256 (18.2)	441,801 (100.0)	1,020,907	4,108
1979	155,924 (31.0)	200,563 (39.9)	48,855 (9.7)	97,644 (19.4)	502,986 (100.0)	1,131,190	4,074
1980	175,243 (30.7)	228,992 (40.1)	53,749 (9.4)	113,230 (19.8)	571,194 (100.0)	1,228,261	4,054
1981	177,026 (30.2)	229,748 (39.2)	63,838 (10.9)	115,177 (19.7)	585,788 (100.0)	1,339,373	4,021
1982	209,460 (30.4)	256,952 (37.3)	81,540 (11.8)	141,087 (20.5)	689,040 (100.0)	1,489,756	4,041
1983	217,953 (28.6)	281,724 (36.9)	117,274 (15.4)	145,849 (19.1)	762,800 (100.0)	1,590,631	3,936
1984	230,861 (28.8)	295,529 (36.9)	116,799 (14.6)	158,472 (19.8)	801,661 (100.0)	2,013,985	3,888

(出所) *Trust Assets of Financial Institutions*, 各年版より作成。

せているということが出来るが、80年代にはこれらの構成比は比較的安定しており、それ程大きな変化は見られない。

上記の信託資産の合計額は、1971年から1984年までの13年間に、3,433億ドルから8,017億ドルへと、4,584億ドルの増加を示した。これを増加率で見ると、13年間で133.5%、つまり2倍以上に信託機関の保有資産が拡大したことになるが、年平均の増加率では6.7%程度である。ただし73年、74年、78年についてはその資産合計額は前年を下回っているが、これは主として、信託機関から監督当局への報告に際して、資産額を市場価格ベースで評価するように義務づけられていることに起因している。つまり、後述するように信託資産の構成において、株式がかなりの部分を占めているため、株式市場での株価の変動が信託資産額に敏感に反映することになるからである。実際に、信託資産の減少した73年、74年、78年は株式市場の低迷期であり、時期的に照応している。

このように部分的な例外はあるものの、信託資産は全体として70年代を通して年々着実に拡大傾向を示してきたとすることができる。では、この信託資産の拡大において、前述した資産項目のうち、どの項目が資産拡大の中心を担ってきたのであろうか。

同期間中の信託資産合計の増加額は、4,584億ドルであったが、このうち各資産項目別の増加分は、信託勘定の「従業員福祉」1,203億ドル、「個人信託・遺産処理」1,359億ドル、代理勘定の「従業員福祉」1,037億ドル、「その他」985億ドルであった。

そこで、全体の増加額に対する各資産項目別の増加寄与度を計算すると、信託勘定の「従業員福祉」26.2%、「個人信託・遺産処理」29.6%、代理勘定の「従業員福祉」22.6%、「その他」21.5%となる。信託勘定と代理勘定の「従業員福祉」を合わせれば、その増加寄与度は48.8%となり、信託資産の増加額の半分近くは、従業員福祉基金の受託増によるものであった。他方、代理勘定の「その他」項目には「従業員福祉」以外の全ての代理勘定が含まれるが、その多くは個人のための代理勘定と思われる。そのため、個人資産の全信託資産に対する増加寄与度は、「個人信託・遺産処理」と「その他」項目との合計によ

表3 各信託資産の平均増加率

単位：％

	従業員福祉勘定 (信託と代理勘定)	個人信託 遺産処理	その他代理勘定	資産全体
71～76年	11.6	3.8	6.0	7.2
76～81年	2.4	3.6	7.5	3.8
81～84年	9.3	8.8	11.2	11.0
71～84年	6.7	4.8	7.8	6.7

(出所) *Trust Assets of Financial Institutions*, 各年版より作成。

る51.1%を若干下回るものと推定される。したがって、個人資産と従業員福祉資産の増加寄与度はほぼ同程度となり、このことから分かるように、70年代における信託機関の保有資産の増大は、個人資産と従業員福祉資産の成長によってもたらされたと言することができる。

ただし表3に見られるように、各信託資産の平均増加率は年ごとに変動しており、70年代前半は従業員福祉資産の増加率が11.6%と最も高かったが、70年代後半は「その他」代理勘定が7.5%の伸びを示した。80年代においても引き続き「その他」代理勘定は11.2%と高い伸びを示したが、従業員福祉資産も再び9.3%という高い増加率を示した。13年間の平均増加率では、信託資産全体が6.7%、「その他」代理勘定7.8%、従業員福祉資産6.7%、個人信託・遺産処理4.8%という順序であった。

そこで、このような従業員福祉資産の拡大をもたらした背景について、簡単に考察しておこう。

(2) 企業年金の普及と信託機関

前述したように、信託および代理業務の「従業員福祉資産」に基づく資産の中心は、企業の年金基金の受託によるものであった。したがって、信託機関の保有資産の拡大は、このような年金基金の拡大と表裏一体の関係をなすものとして把握する必要がある。

企業年金制度は、雇用者と従業員とが毎年一定額の掛金を退職時まで積立て、従業員が退職すると、それまでに積立てた基金を原資として年金給付を行なうというものである。このような企業の私的年金は、その積立基金の運用主体によって、保険会社によって運営される保険型年金とそれ以外の非保険型年金とに分類することができる。非保険型年金については、一般に信託機関と投資顧問会社が基金の管理・運用者として指名される。前述のように信託機関に委託された年金基金は、信託勘定または代理勘定で運用されることになる。表4から分かるように、1983年には年金基金の資産額の32%が保険型、68%が非保険型であった。1976年まで保険型は30%以下であったが、1977年以降保険型の比率が若干増え、それ以後その構成比は、保険型3分の1、非保険型3分の2というほぼ一定の割合で推移していた。

年金基金の総資産額は、1972年から83年までの11年間に2,125億ドルから6,817億ドル増加し、8,942億ドルに達した。実に320.8%、4倍強の増加率であり、年平均では14.0%の増加率となる。特に1975年以降の時期には、それ以前の低迷状態を脱し急速な資産額の成長が見られた。1974年の1,906億円を基準とすると、この時期の年金資産額の平均成長率は、18.7%という驚くべきものである。

こうした私的年金基金の資産額の増加は、民間企業における年金制度の広範な普及によるものである。企業年金の加入者は、1950年に企業の全従業員の23.79% (980万人)であったのが、1960年には39.58% (1,870万人)、1970年には、44.87% (2,610万人)、1979年には48.57% (3,520万人)となり、企業年金は全従業員の約半数を組織するまでに成長を遂げた¹⁷⁾。

なお年金基金の普及にともない、年金制度に関する法律の整備が要求され、1974年に「従業員退職所得保障法」(Employee Retirement Income Security Act of 1974, 略称ERISA)が連邦法として制定されたことを付け加えておく。

17) Laurence J. Kotlikoff and Daniel E. Smith, *Pensions in the American Economy*, 1983, p.29, 参照。

表4 年金基金の資産額

単位：億ドル

年	1972	1973	1974	1975	1976	1977
保険型年金基金	521	561	604	723	887	1,032
非保険型年金基金 (株式資産額)	1,604 1,197	1,466 975	1,386 706	1,866 1,021	2,116 1,160	2,251 1,113
年金資産計	2,125	2,027	1,906	2,589	3,003	3,283

年	1978	1979	1980	1981	1982	1983
保険型年金基金	1,216	1,435	1,720	1,998	2,429	2,864
非保険型年金基金 (株式資産額)	2,574 1,169	3,186 1,466	4,127 2,095	4,340 1,956	5,181 2,484	6,078 3,062
年金資産計	3,790	4,621	5,847	6,308	7,610	8,942

(出所) 厚生年金基金連合会『アメリカの企業年金の資産運用の実態』
1985年、42頁。

このような年金制度の拡充にともなって増大した年金基金は、信託機関の信託勘定と代理勘定で受け入れられ、従業員福祉資産の増加をもたらしたのである。しかし信託機関は年金市場の拡大に十分対応して、その保有資産を拡大したわけではない。表4から分かるように、年金基金の運用において保険会社は1972年から77年まで次第にシェアを高め、77年以降はほぼ31～32%のシェアを維持している。それに対し、信託機関の従業員福祉勘定に基づく資産（年金基金以外の各種従業員福祉プランを含むが、資産額の大半は年金基金と思われる）は、年金基金の総額に占める比率を1972年の70.8%から1983年の37.5%へと急速に減少させている（表2、表4参照）。信託機関が年金基金の受託競争において、その市場シェアを急速に低下させてきたのは、競争相手である保険会社と投資顧問会社によってそのシェアを奪われてきたからにはほかならない。保険会社が77年以降、そのシェアを維持していることを見ると、信託機関のシェアの減少は投資顧問会社のシェア拡大の結果とすることができる¹⁸⁾。

18) 年金基金の受託競争は、年金資産の運用利回りをいかに高率で行なうことができるかということにかかっている。つまり年金基金の積立を行なっている企業にとっ

ただし、ここで注意しておく必要があるのは、商業銀行による年金基金の運用業務は信託部門だけでなく投資顧問部門または銀行の子会社として設立された投資顧問会社によっても行なわれていることである¹⁹⁾。そのため、商業銀行の信託資産として統計上把握されない年金基金も、かなりの部分、実際には商業銀行の管理下にあると推定することができる。

以上述べたように、信託機関の従業員福祉勘定の資産増大は、年金資産の拡大と完全に歩調を合わせてきたわけではないが、信託機関にとってその保有資産を拡大する上で、年金基金の受託は極めて重要な位置を占めていた。

(3) 信託資産の性格

次に、信託機関に委託されている資産の性格を知るために、信託資産勘定の1口座当たりの資産規模について検討することにしよう²⁰⁾。

て、運用利回りが高いほどそれだけ基金に対する拠出金の負担を軽くすることができるわけであるから、運用成績を基準としてファンド・マネージャー（信託機関、投資顧問業等）の選別が行なわれることになる。したがって、ファンド・マネージャーの運用成績が良くなければ、より高い運用成績をあげているファンド・マネージャーにその年金基金の委託先が変更されることになる。ある場合には、年金基金の一部を自主運用し、その他の部分を複数のファンド・マネージャーに委託し相互に競争させるということも行なわれている。そのため年金基金の運用者は、絶えず高い利回りで資産運用することを要求される。

しかし、短期的には優秀な運用成績を残したファンド・マネージャーであっても、長期的に見た場合、平均的な運用成績をあげるのが精一杯であることが近年認識されるようになってきた。そこで登場してきたのが、インデックス・ファンド（Index Fund）という考え方である。これはS & P 500のような株式指数の指標銘柄に投資することにより、この指標銘柄の平均収益にスライドした収益を目標とした運用方法である。詳細については、厚生年金基金連合会、前掲書、84-102頁を参照されたい。

- 19) 大手商業銀行の信託および投資顧問子会社については、成宮克佳「アメリカの信託業務」『調査月報』（東海銀行）、No.461、1985年12月、31頁、表20を参照されたい。
- 20) 表5に示される1口座当たりの平均資産額については、次の点に留意する必要がある。それは、信託部門の保有資産額に基づく区分が、10億ドル以上として一括されている点である。つまり、信託部門の保有資産が10億ドルを越えるような商業銀行は、128行（全信託機関の3.0%）も存在しており、この中には我々が通常イメージするような大手商業銀行（例えば Citibank, Morgan Guaranty, Chase, Bank of America 等の大銀行）以外の準大手銀行が多数含まれている。そのため、こ

表5 信託口座の平均資産額 (1984年12月末現在)

単位: 1,000ドル

信託資産保有額による 信託機関の分類	信託および遺産処理			代理勘定	
	従業員福祉	個人信託	遺産処理	従業員福祉	その他
1,000万ドル未満	41.3	65.7	102.0	58.4	70.5
1,000万~2,500万ドル未満	96.0	124.7	125.3	90.2	144.0
2,500万~1億ドル未満	147.7	162.7	139.1	264.0	249.3
1億~5億ドル未満	260.3	222.2	179.4	635.6	474.4
5億~10億ドル未満	505.8	312.5	199.8	1,479.1	710.8
10億ドル以上	1,078.1	464.2	356.2	16,499.7	1,957.6
全信託部門	640.0	322.5	225.0	5,009.4	1,078.3

(出所) *Trust Assets of Financial Institutions-1984*, Table 3.

表5では、信託機関の保有資産規模にしたがって全体の信託機関が五つに区分され、それぞれについて勘定項目別に1口座当たりの平均資産額が表示されている。これによると、信託機関の保有資産額が大きくなるにつれて、その信託機関に委託される1口座当たりの平均的な信託資産規模も増大する傾向が見られる。この傾向は、従業員福祉信託、個人信託、遺産処理、従業員福祉代理、その他代理の各勘定項目について共通に見られるものである。資産規模による区分のうち、5-10億ドルに属する信託機関と10億ドル以上に属する信託機関とでは、1口座当たりの平均資産規模に極めて大きな格差が存在する。とりわけ従業員福祉の信託と代理の両資産項目において、その格差は顕著であり、前者では28倍近く、後者では10倍強の格差が存在する。

この10億ドル以上のクラスに属する信託機関について、その1口座当たりの平均資産額は、従業員福祉の信託勘定 278万ドル、同代理勘定 1,986万ドル、

の統計数値からモルガン等の大銀行の実態を把握するとすれば、過小評価にならざるをえないであろう。恐らくこれらの大銀行においては、1口座当たりの平均資産額はこの数値以上になることは確実と思われるが、保有資産100億ドル以上の信託機関（この区分には13の信託機関が含まれる）についても統計数値が発表されるようになれば、こうした大銀行における信託資産の実態は、もう少し正確に把握できるようになると思われる。

個人信託44万5,000ドルである。これを当時（1983年12月）の為替レート、1ドル=235円で邦貨換算すると、それぞれ6億5,000万円、46億7,000万円、1億460万円になる。見られるように従業員福祉信託の1口座当たりの資産規模は、代理勘定の方が信託勘定よりも7倍程大きい。これは、基金規模の大きい大企業の年金基金には独自運用型が多く、そのため信託勘定ではなく代理勘定で運用されることに起因するものと思われる。

このように、大口の年金基金や個人資産は、大手商業銀行の信託部門に集中的に委託される傾向にあるとすることができる。資産規模の大きい企業年金は恐らく大企業のそれと推定できるであろうから、大企業は融資等を通じて取引関係のある大手商業銀行に、その企業年金の運用を委託する傾向は特に強いと思われる。例を挙げれば、モルガン・ギャランティは Exxon, IBM, GM 等の多国籍企業25社のうち15社から、バンカーズ・トラストは10社から、シティコープは11社から、チェースは10社から、それぞれ年金基金を受託している²¹⁾。

また、個人信託の1口座当たりの平均資産額が、邦貨換算で1億円以上という巨額なものであるが、このことから富裕階層・財閥家族の財産が、大銀行における個人信託の形態で維持、蓄積されていることの一端をうかがい知ることができる。そこでこれに関連して、富裕階層の資産構成の中で信託資産の占める大きさについて簡単に見ておこう。

表6は富裕階層の保有する主要な金融資産を示したものである。これによると信託資産は、年収28万ドル以上の所得階層でとりわけ大きな位置を占めている。信託勘定はその所得階層に属する25%の家計において保有されているだけであるが、その平均資産額は336万3,400ドル（調査時点の為替レート、1ドル=240円で換算すると約8億円）と金融資産の中で最大の大きさを示している。これに対して、信託勘定に次ぐ大きさである株式の平均資産額は104万6,600ドルと信託勘定の3分の1足らずであるから、信託資産が富裕階層の資産構成において、非常に大きな部分を占めているとすることができる。したがって、信

21) この例については、松井和夫・奥村皓一『米国の企業買収・合併』東洋経済新報社、1987年3月、10-11頁の表を参照されたい。

表6 富裕階層の保有する主要な金融資産

(1982年と83年の抽出調査)

金融資産	年収15万ドル以上 28万ドル未満		年収28万ドル以上		金融資産の集中度 (%)	
	保有家計 の比率 (%)	平均 資産額 (千ドル)	保有家計 の比率 (%)	平均 資産額 (千ドル)	a) 所得分 布の上位 10% ¹⁾	b) 所得分 布の上位 0.5% ²⁾
CD	33	47.4	37	199.3	32	8
地方債	25	115.5	50	456.7	92	56
各種債券	22	92.9	30	312.0	72	43
株式	75	364.1	90	1,046.6	85	43
ミューチュアル・ ファンド	46	51.7	46	168.3	80	31
信託勘定	28	362.9	25	3,363.4	88	69

(注) a) は年収5万ドル以上の所得階層

b) は年収28万ドル以上の所得階層

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, March 1986, pp. 170-1.

託資産の集中度は非常に高く、所得分布の上位0.5%に属する家計だけで信託資産の69%を保有しており、上位10%では信託資産の88%にも達する。

(4) 大銀行への信託資産の集中

次に、大手商業銀行の信託資産について考察してみよう。

表7に保有信託資産額の上位10行が示されているが、これによると全信託機関の僅か0.3%足らずの銀行、信託会社が全信託資産の28.0%を支配している。この10行について同じく各資産項目別の集中度は、信託勘定と代理勘定の従業員福祉資産がそれぞれ28.3%と49.8%、個人信託・遺産処理が13.4%、その他代理勘定が38.7%である。ただし、従業員福祉の信託勘定と代理勘定とを合計した資産の集中度は35.5%である。

個人信託・資産処理の集中度はそれ程高くないが、従業員福祉の信託勘定、代理勘定ともかなり高い集中度を示している。とりわけ代理勘定の従業員福祉

表7 信託資産保有額上位10行 (1984年12月末現在)

単位：1,000ドル

	信託・遺産処理		代理勘定		計
	従業員福祉	個人・遺産	従業員福祉	その他	
1 Bankers Trust (NY)	21,207,063	2,674,095	10,132,666	2,739,709	36,753,533
2 Morgan Guaranty Trust (NY)	5,790,525	5,394,758	10,770,401	13,985,899	35,941,583
3 Citibank (NY)	9,239,270	3,271,062	8,288,691	10,014,374	30,813,397
4 Manufacturers Hanover Trust (NY)	4,064,866	3,386,021	12,929,304	4,445,863	24,826,054
5 Provident National Bank (PENN)	671,640	3,646,987	998,593	17,850,161	23,167,381
6 Northern Trust (ILL)	6,912,635	5,462,547	1,366,030	1,857,339	15,598,551
7 Wells Fargo Bank (CAL)	3,745,408	2,858,408	7,425,105	808,291	14,837,212
8 Harris Trust & Savings Bank (ILL)	5,898,251	5,094,563	1,027,302	2,703,099	14,723,215
9 Chase Manhattan Bank (NY)	4,980,581	3,439,675	28,294	5,448,295	13,896,845
10 Mellon Bank (PENN)	2,874,862	4,297,889	5,163,216	1,445,667	13,781,634
上位10行合計	65,385,101	39,526,005	58,129,602	61,298,697	224,339,406
上位10行の全体に占める比率 (%)	(28.3)	(13.4)	(49.8)	(38.7)	(28.0)
上位4行合計	40,301,724	14,725,936	42,121,062	31,185,845	128,334,567
上位4行の全体に占める比率 (%)	(17.5)	(5.0)	(36.1)	(19.7)	(16.0)
NY 5行合計	45,282,305	18,165,611	42,149,356	36,634,140	142,231,412
NY 5行の全体に占める比率 (%)	(19.6)	(6.1)	(36.1)	(23.1)	(17.7)

(出所) *Trust Assets of Financial Institutions-1984*, Table 1, Table 7, より作成。

資産については、10行で全体の半分の資産が支配されるという驚くべき高い集中度になっている。

また表7から気づくことは、上位4行までがニューヨーク市所在の商業銀行であることである。この上位4行への各資産の集中度は、個人信託・遺産処理が5.0%、従業員福祉の信託勘定と代理勘定が、それぞれ17.5%と36.1%、その他代理勘定が19.7%、全資産項目合計では16.0%となっている。ここでも従業員福祉資産の代理勘定の集中度は極めて高い。この4行の他に第9位のチェースを加えたニューヨーク市中の5大商業銀行は、銀行業務ばかりでなく、信託業務においても重要な位置を占めているのである²²⁾。

前述したように、銀行業務に基づく大企業との取引関係が、その大企業の年金基金の受託に際してかなり有利に作用し、そのため大手商業銀行は、年金基金の受託競争において強い競争力を保持することができるものと思われる。このことは少数の大銀行に従業員福祉資産を集中させる大きな要因の一つを形成している。

IV. 信託機関の資産構成

前節では、信託機関の受託資産の拡大と一部大銀行への信託資産の集中という問題について論じたが、本節ではこのように成長してきた信託資産が、信託機関によってどのように運用されているかという点について検討する。

(1) 信託機関の投資責任

信託機関の基本的機能は、委託者から受託した信託財産を管理・運用し、その投資収益を信託の受益者に配分することである。その際、受託者としての資格で機能する信託機関は、信託法リステイトメントでは信託基金の投資に関して次のような義務を負うものとされている。

22) ニューヨーク市中の大銀行については、銀行業務に占める地位からここで述べた5行に Chemical Bank を加えた6大銀行という呼称が一般的である。また、このニューヨーク市中の大手6行の占める特別の地位については、松井和夫、前掲書、101-109頁を参照されたい。

「信託基金を投資するとき、受託者は受益者に以下の義務を負っている。(a) 信託条項および法規定が反対の規定を設けていない場合は、慎重人(a prudent man)が財産の保全と一定の規則的な収益の確保にもっぱら留意して自己の財産を管理するようなやり方でのみ投資を行なうこと、(b) 信託条項の規定がない場合でも、受託者の投資を規制する法令があればそれに従うこと、(c) 信託条項に従うこと(ある特別の場合を除いて)。」²³⁾

この引用の(a)で述べられている内容は、一般に「慎重人の原則」(prudent man rule)と呼ばれているものである。これは次のような1830年の Harvard College 対 Amory の訴訟における判例に基づいて定着してきた考え方である。

「受託者の投資についての責任は、受託者が忠実に行動し、健全な判断(sound discretion)を行使することが、そのすべてである。受託者は慎重で分別があり、かつ知性ある人(men of prudence, discretion and intelligence)が自己の事務を執行する際に行なうように、投機という観点からではなく、基金の永久的処分(permanent disposition)という見地で、投資した元本の安全性のみならず、収益についても考慮して、行動しなければならない。」²⁴⁾

信託投資に関するこの「慎重人の原則」は、長年にわたって連邦法による明文の規定がなされず、また州法においてもその原則を採用する州とそうでない州とに別れていた。そのため、1971年の「金融構造と規制に関する大統領委員会」(通称ハント委員会)の報告書において、委員会は信託部門と年金基金の投資に関して「慎重人の原則」を規定した連邦法の制定を勧告している²⁵⁾。

委員会は信託部門に対する勧告理由を次のように述べている。

「『慎重人の原則』は長い間、個人信託基金の投資に関連した銀行職員の活動と関わっていた。その原則はコモン・ローを通じて州レベルで発展したが、

23) アメリカ銀行協会編、邦訳前掲書、202頁。

24) 信託協会編『アメリカの信託業務』日本生産性本部、1964年8月、191頁。

25) *The Report of the President's Commission on Financial Structure and Regulation*, U. S. Government Printing Office, December 1971, pp. 101, 106.

いくつかの州では成文化された。その原則の文章表現と適用については州ごとに大きな相違があったが、いずれにせよその原則は、年金基金よりもむしろ個人信託基金に適用されるものであった。委員会は、そのような原則が年金基金による投資証券の選択に際して適用されるべきであると考える。」²⁶⁾

また年金基金に対しても次のように述べ、連邦法のプルードント・マン・ルールが銀行信託部門によって運用される年金基金だけでなく、すべての年金基金に適用されるべきであると勧告している。

「年金プランをうまく運営し、受益者に対する年金契約を守るためにその資産を投資・運用することが最も重要な点である。従業員および年金受益者は年金契約の性格と制約条項に注意する必要がある。／連邦法による受託者の責任規定は、福祉プランおよび年金プランの管理者と受託者にも適用されるように制定されねばならない。伝統的な州の信託法は、福祉プランおよび年金プラン参加者の利益を保護するように制定されていなかった。現在の法的救済措置は不十分であるか、または適切に規定されていない。」²⁷⁾

ハント委員会の勧告が出された後、プルードント・マン・ルールは、1974年に制定された前述の「退職所得保障法」(ERISA)において年金基金の投資基準として連邦法上の規定として法制化された。ERISAにおけるプルードント・マン・ルールの規定は、年金基金を受託した信託部門だけでなく、基金の受託者として活動するすべての個人および法人に適用されるものであった。

プルードント・マン・ルールは、受託者の投資責任の基準を規定するものであるが、實際上その規定は、受託者の投資行動を厳しく律するというより、むしろ受託者にかなりゆるやかな投資裁量権を与えるものと解されている。したがって、株式投資は一般に投機的であるとみなされているが、信託基金の投資対象として専門家によって株式投資が行なわれる場合には、それがプルードント・マン・ルールに違反する行為であるとはみなされない。もちろん、株式投資を行なう際に、極めてリスクの高い株式銘柄を選択し、その結果、実際に基

26) *Ibid.*, p.104.

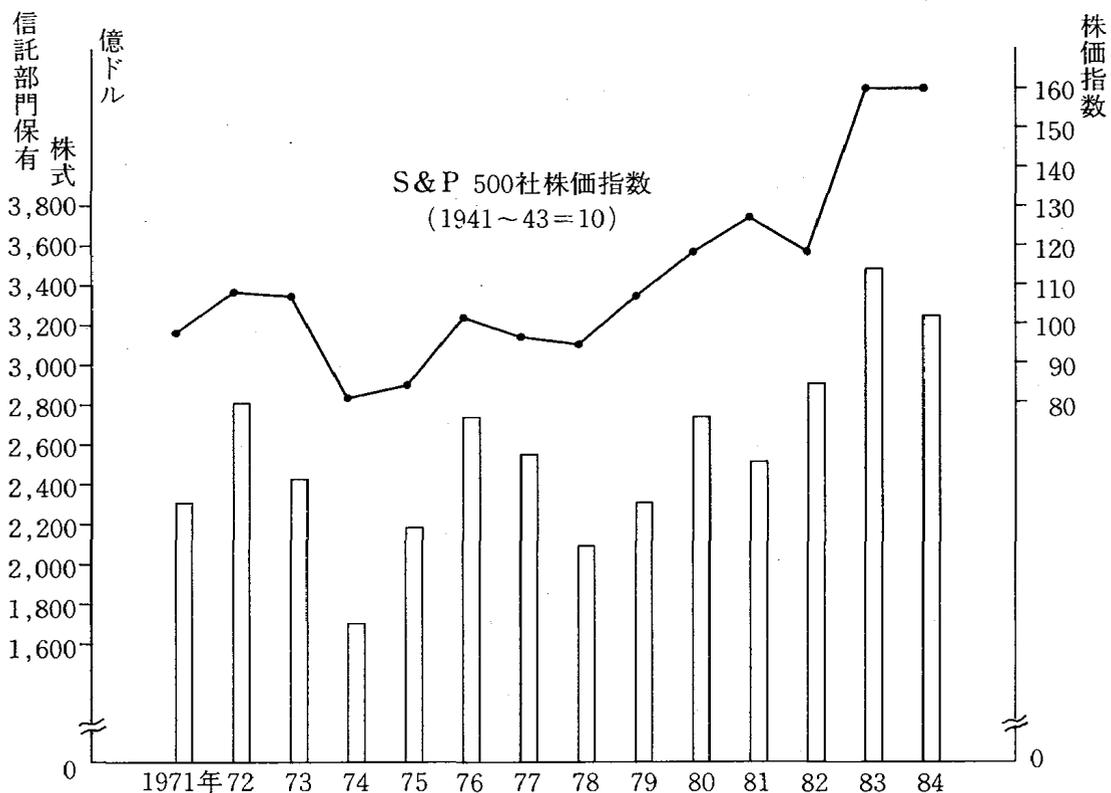
27) *Ibid.*, pp. 107-108.

金に損失が生じた場合には、プルーデント・マン・ルールに反するものとみなされ、受託者の責任が問われることになるだろう。いずれにせよ、プルーデントであるか否かということは、専門家として社会的に要求される能力の範囲に依存するわけであり、時代状況とともに変化するものである。

(2) 信託機関の証券投資

以上述べたように、信託資産はプルーデント・マン・ルールに従って運用されるのであるが、その結果、信託資産の運用部面は大部分、株式・債券等への証券投資によって占められている（表8参照）。株式の信託資産全体に占める構成比は、1972年に70.2%の最高を記録して以後、次第に低下し、1984年には40.3%という低い水準を示している。しかし、それでも1984年において株式の構成比は依然として最大の資産項目であり、信託資産の中軸的な運用部面を形成している。しかし前述したように、信託機関の株式保有額は市場価格によっ

図1 信託部門の株式保有額



(出所) *Trust Assets of Financial Institutions* 各年版より作成。

表8 信託資産の構成

単位：100万ドル，（ ）内は％表示

年	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
政府および政府 関連機関債	17,247 (5.0)	17,772 (4.4)	20,943 (5.5)	24,608 (7.6)	36,051 (9.1)	47,764 (9.8)	57,805 (11.5)
州・地方債	19,546 (5.7)	21,326 (5.3)	22,288 (5.9)	21,530 (6.6)	23,908 (6.0)	28,370 (5.8)	31,844 (6.3)
その他債券	46,406 (13.5)	49,059 (12.2)	56,376 (14.9)	63,093 (19.4)	71,360 (18.0)	85,017 (17.5)	100,439 (20.0)
株 式	230,918 (67.3)	283,514 (70.2)	241,885 (64.0)	171,349 (52.7)	219,850 (55.3)	275,221 (56.6)	256,910 (51.1)
モーゲージ	6,532 (1.9)	6,012 (1.5)	6,452 (1.7)	7,187 (2.2)	7,138 (1.8)	7,565 (1.6)	7,720 (1.5)
不 動 産	9,687 (2.8)	9,919 (2.5)	10,856 (2.9)	12,183 (3.7)	13,410 (3.4)	14,599 (3.0)	16,170 (3.2)
自 行 預 金	6,047 (1.8)	7,111 (1.8)	7,679 (2.0)	9,821 (3.0)	10,882 (2.7)	12,720 (2.6)	10,932 (2.2)
他 行 預 金	1,926 (0.6)	2,959 (0.7)	4,596 (1.2)	7,766 (2.4)	5,834 (1.5)	6,180 (1.3)	9,087 (1.8)
その他資産	4,992 (1.5)	5,910 (1.5)	6,997 (1.9)	7,791 (2.4)	8,784 (2.2)	9,166 (1.9)	11,809 (2.3)
合 計	343,300 (100.0)	403,583 (100.0)	378,073 (100.0)	325,328 (100.0)	397,218 (100.0)	486,604 (100.0)	502,715 (100.0)

(出所) *Trust Assets of Financial Institutions* 各年版より作成。

て評価されているから、統計集約時点の株式市場の状況によってその株式保有額は大きな影響を被ることになる。図1は、信託機関の株式保有額とS & P 500による株価指数とを対照したものであるが、これによると株価指数の変化に照応して信託機関の株式保有額が変動していることが分かる。

このように株式の全体の資産に占める比率は、一方では株式市場の動向によって大きな影響を受けるものである。また他方では株価の上昇傾向にもかかわらず、株式の比率が最大の70.2%から40.3%へと大きく低下したことは、信託機関の投資政策の変化を反映したものであるといえる。つまり表8から推測する限りでは、信託機関は株式投資を減少させ、「その他債券」と国債、地方債への投資を増加させるという投資政策を採用しているようである。ここで、「その

表8 (続き)

年	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
政府および政府関連機関債	49,922 (11.3)	62,578 (12.4)	74,613 (13.1)	85,919 (14.7)	114,323 (16.6)	126,441 (16.6)	149,139 (18.6)
州・地方債	28,769 (6.5)	30,353 (6.0)	28,955 (5.1)	28,448 (4.9)	39,073 (5.7)	42,747 (5.6)	49,439 (6.2)
その他債券	101,728 (23.0)	113,508 (22.6)	119,213 (20.9)	140,906 (24.1)	156,800 (22.8)	155,256 (20.4)	185,913 (23.2)
株 式	209,063 (47.3)	233,297 (46.4)	278,858 (48.8)	252,397 (43.1)	291,688 (42.3)	349,007 (45.8)	323,081 (40.3)
モーゲージ	5,883 (1.3)	6,461 (1.3)	6,818 (1.2)	7,142 (1.2)	8,102 (1.2)	9,548 (1.3)	9,457 (1.2)
不 動 産	16,082 (3.6)	17,890 (3.6)	23,201 (4.1)	26,580 (4.5)	28,496 (4.1)	29,892 (3.9)	30,154 (3.8)
自 行 預 金	12,180 (2.8)	11,531 (2.3)	10,479 (1.8)	9,917 (1.7)	10,287 (1.5)	11,929 (1.6)	11,340 (1.4)
他 行 預 金	10,086 (2.3)	18,334 (3.6)	19,561 (3.4)	23,505 (4.0)	26,463 (3.8)	21,294 (2.8)	23,995 (3.0)
その他資産	8,008 (1.8)	9,034 (1.8)	9,495 (1.7)	10,974 (1.9)	13,808 (2.0)	16,686 (2.2)	19,084 (2.4)
合 計	441,801 (100.0)	502,986 (100.0)	571,194 (100.0)	585,788 (100.0)	689,040 (100.0)	762,800 (100.0)	801,661 (100.0)

他債券」の大部分は社債であると推定されるので、信託機関の投資政策は株式から公社債に重点を移してきたことになる。表8によると州・地方債は70年代と80年代を通して5～6%台を維持しており、それ程大きな変化はないが、「政府および政府関連機関債」は、70年代から着実に資産額と構成比率を高めており、84年には18.6%に達している。「その他債券」の構成比率は77年に20%台に到達した後、近年まで20～24%の範囲内で変動している。「政府および政府関連機関債」、「州・地方債」、「その他債券」を合計した公社債の構成比は、70年代には株式の構成比を下回っていたが、81年に初めて株式の構成比を上回り、84年には48%に達している。同じ84年の株式の構成比が40.3%であるから、信託機関による資産運用の重点が公社債に移行してきているといえることができる。

84年について見れば、株式と公社債の合計の構成比は88.3%であるから、信託資産の大部分は証券投資によって運用されていることになる。したがって、株式、公社債以外の資産項目の構成比は、モーゲージ1.2%、不動産3.8%、自行預金1.4%、他行預金3.0%、その他資産2.4%というように極めて小さなものである。またこれらの資産項目それぞれの構成比は、不動産が若干増えたのを除けば、70年代から80年代を通してあまり変化がなかった。言い換えれば、これらの資産項目は信託資産の積極的な運用部面として位置づけられてこなかったわけである。

なお、信託資産中の自行預金については、資産運用とは別の存在意義があると思われるので、改めて検討することにしたい。

[未完]