

投資の經濟理論序説

加藤 金三

一、經濟發展と資本

經濟學者はしばしば人類の經濟生活を一定の標準によりその發達過程に段階を設け、經濟が如何なる發達をなすものであるかを類別せんとする。斯のごとき企は古くより多くの學者の試みた処であつてアリストテレス(Aristotèles)はその「政治學」(Politica)において、當時の社會生活を平面的に觀察して、牧畜者・農耕者・海賊・漁撈者・狩獵者等の生活を區別した。その後十八世紀にはこの種区分説は盛に行なわれ Ferguson, Condect 等は文化民族はその古き發展段階において、狩獵民族・遊牧民族・農耕民族として現われ、やがて工業民族・商業民族に發展したと論じた。Adam Smith (1723—1790) の著 Wealth of Nations (富國論) (1776 年刊) もまたこの種段階説の影響を受けていると思われる。その後十九世紀に入つては多くの學者はそれぞれ独自の立場より經濟發展進歩の跡を觀察して經濟の發展段階に関して諸の學説を述べている。しかしこれら多数の諸説を類別すれば大体次の如くなると思う。^(一)

(A) 生産形態を標準として區別するもの。フリードリッヒ・リスト (Friedrich List) により初めて論ぜられた

すなわち①未開狀態 (Wilder Zustand) 又は狩獵漁撈狀態、②遊牧狀態 (Hirtenstand) ③農耕狀態 (Agrikultur-stand) ④農工狀態 (Agrikultur-Manufakturstand) ⑤農工商狀態 (Agrikultur-Manufaktur-Handelsstand) (B) 富の種類及び集積の程度を標準として區別するもの。John Stuart Mill によれば次の四段階に区分している。①狩獵漁撈による生産物が重要な富とせられ、その富の集積の無かった時代。②家畜及びその生産物が富の重要部分とせられた時代。③土地の生産物が富の重要部分を占めた時代。④工業的生産物が主要な富とせられ、資本財の形において富が集積せられる時代。

(C) 經濟活動の範圍による區別。

これはカール・ビュッヒャー (K. Bücher) の説く処である。①封鎖的家内經濟 (Geschlossene Hauswirtschaft)
(11) ②都市經濟 (Stadtwirtschaft) ③國民經濟 (Volkswirtschaft)

(D) 交換形態を標準として區別するもの。

これはブルノー・ビルブランド (B. Hildebrand) の説である。すなわち①自然經濟 (Naturalwirtschaft) ②貨幣經濟 (Geldwirtschaft) ③信用經濟 (Kreditwirtschaft) の三段階である。
(12)

(E) 生産要素を標準として區別するもの。

これはウィルヘルム・ロッシャー (W. Roscher) の説く処である。すなわち生産要素である自然・労働及び資本が生産上において演ずる役割の重要さ如何によって發展段階を區別せんとするものである。即ち①自然が主役を演ずる時代、②労働が主役を演ずる時代、③資本が主役を演ずる時代、等の三段階に区分した。この区分方法は極めて抽

象的ではあるがそれだけ各民族に共通する区分方法である。

以上諸学者の説によるも人類はその文化まだ開けず無智蒙昧の時代においてさえこの世に生存せんとする欲望の為に経済生活を向上発展せしめんとする努力を絶えず続けて来た。最切に人類によって用いられた資本は粗雑な狩猟用具に過ぎなかったであろう。しかし十八世紀後半に至るまでは経済組織において資本は支配的強力な役割を果す事はなかった。その初期に使用された資本は原始的粗雑な手製の道具の如きものに過ぎなかった。当時においては現代に見られるが如き細分化された分業は存在しなかった。生産物の標準化や大量生産は知られず、専ら各個人の熟練と技術に依存したのであった。十八世紀後半からの英国産業革命(industrial revolution)によって生産方法は大変革をもたらした。マニファクチュア(manufacture)時代においては散在的には機械が使用されていたが、しかし機械の役割は附随的であって、マニファクチュアの主要な技術的基礎は手工業であった。従ってこの時代における生産は労働力を出発点としていたのであるが、大工業生産においては労働手段たる機械設備を出発点としている。大工業の労働手段たる機械は、原動機、伝力機、作業機、の三つの構成部分からなりたっているが、その中で作業機が基本的である。作業機が道具から機械への、マニファクチュアから大工業生産への発展の出発点をなした。英国産業革命は紡績等にならず現れた作業機の革命である。紡績工業に広く応用された紡績機は Hargreaves のジェニー機(一七六四年〜六七七年発明、一七七〇年特許)であった。この発明の最大の意義は一人の労働者による数箇の紡錘の操作を可能ならしめたことにある。次に Arkwright の水力紡績機(一七六九年特許)等は繊維工業を根本的に変革し、能率を高め生産を大量化した。Watt の蒸汽機関(一七八四年特許)の発明、一八〇七年 Fulton の汽船、一八

「五年 Stephenson の汽車の發明等は産業革命の原動力となつた^(四)。生産への動力の適用・交通の進歩・続いて起つた新領土・新市場の開拓によってこの傾向は益々促進せられた。その後大規模工場は益々發展し、動力の利用は増大し、多種多様の設備が商品生産を容易にするために設定されていった。新設備の開発設定は今日に至る迄なお続行されているのである。斯の如き新生産方法の主要な特色はその以前とは異つた労働の使用方法である。例えば机を製造する場合を考えて見るに、直接機の製作をする事なく、先ず労働は工場と機械の建設に使用される。工場と機械が建設された後において多量の労働が直接機の生産に使用される。機械生産の結果、労働の分化分業が生じ、生産は著しく増大する。斯の如き生産上の發展が進めば進む程、設備は益々専門化し、生産量はいよいよ増大して行く。この生産方式には必要不可欠のものがある。それは資本財の存在である。資本財は或社会、或国家、又は個人が現在の収入の一部を使用せずに、貯蓄した結果生ずるものである。その貯蓄は直ちに消費財を生産して消費者の欲望を直接には満足せしめないが、より大なる生産という目的のために使用される工場、機械設備、運送等の配給機関、その他の生産財を生産するために使用される。この種の財を經濟学においては直接に消費に供される財又はサービスと對比して「資本」と呼んでいる。資本が生産要素の重要な一つである理由は生産において価値増殖の役割を果す点にある。すなわち資本は迂回生産の手段となるのである。本来生産要素である労働は結局は消費財の生産のために用いられるものである。しかし労働が直接に消費財の生産に捧げられる段階は經濟の原始段階であつた。經濟の進歩した段階においては労働の一部は生産手段の生産に用いられる。労働と生産手段との協働によって得られる生産効果は直接的生産の場合よりも遙に大きいことが明白である。資本 (Capital) は經濟学上次の如く定義される。すなわち「労働に

よって得た財貨の中で、直ちに消費されず、他の財貨又は用役（サービス）を生産せんがために使用されるものが資本である」と。

- (一) Proesler, H., Die Epochen der deutschen Wirtschaftsentwicklung, 1927. 本庄栄次郎著「経済史研究」
- (二) K. Bücher, Entstehung der Volkswirtschaft, 1893. (権田保之助訳、国民経済の成立)
- (三) B. Hildebrand, Natural, Geld-, Kreditwirtschaft, 1864.
- (四) E. Power, The Industrial Revolution 1750—1850

二、貯蓄と資本

資本の供給源泉は貯蓄と紙幣増発・銀行による信用創造の三つである。この内主なる供給源泉は貯蓄である。個人は所得の一部を消費し残部を貯蓄する。所得を Y 、貯蓄を S 、消費を C 、とすれば次の方程式が成立する。

$Y = C + S$ 所得の内の消費と貯蓄の割合は限界効用均等の原理に基いて決定される。すなわち現在及び将来にわたって最大の満足を得る事を目的として決定せられるのである。個人の貯蓄の動機は次の如く列举出来る。

- ① 不時の災害に備えるために。(不意の事故による収入の減少、経費の増大等に備えて)
- ② 子供の教育のために。
- ③ 生活改善を目的として。(従って社会的地位の向上をも目指す)
- ④ 貯蓄した資本から利子を得るために又はこれを事業に投下して利潤を得るために。
- ⑤ 老後に備えるために。

⑥ 納税に備えるために。

⑦ 全くの吝嗇に基くもの。

⑧ その他

貯蓄は企業によっても行なわれる。企業はその基礎を固め経営を安定化するために利潤の一部を社内に留保する。近代社会においては企業による貯蓄は多額に達している。わが国における個人、法人の貯蓄高は次の如くである。

	個 人	法 人 (単位億円)
昭和36年度	25,175億	11,964億
37年度	27,042億	9,960億

(経済企画庁、昭和37年度版国民所得口帳による)

以上によって個人対法人の貯蓄の比率は昭和三十六年度は約2対1であり、三十七年度は約3対1である。貯蓄は利子率の函数であるとして一般に考えられていたが必しもそうではない。利子率が低下したためにより以上の貯蓄を必要とする場合がしばしば生ずる。従って最近においては貯蓄と利子率の間には密接な関係を認めなくなった。貯蓄は所得の一部が消費されないで蓄積されたものであるが蓄積だけでは利子は生じない。貯蓄を預金とするか、他人に貸付けるか、事業に投下する事によって利子が発生する。従って貯蓄は預金されるか、投資されるものである。預金もまた産業に投資される事になる。従って投資をIとすれば

$$Y = C + S$$

$$Y = C + I$$

$$\therefore S = I$$

すなわち貯蓄は原則として投資の額に等しくなる。貯蓄の内で投資されない部分もあるであろう。これを退蔵 (hoarding) と言う。これは消費へも投資へも支出されないで貯えられている部分である。全貨幣を瓶に入れて地下に埋蔵したり、算筒預金の如きものは此の事例である。この点については後で論じたい。

三、投資の意義

およそ経済理論の究極の目的は経済社会の構造及びその変動を解明することにある。この目的のために現代における経済学は経済社会の分析方法として微視的分析 (microscopic analysis) と巨視的分析 (macroscopic analysis) との二つの方法を持っている。微視的分析は古典派経済学以来用いられた方法であるが巨視的分析はケインズ経済学以来盛に使用せられるに至った方法である。微視的分析方法による経済理論を微視的経済理論 (microeconomics) (又はミクロ的理論) と言い、巨視的分析方法による経済理論を巨視的経済理論 (macroeconomics) (又はマクロ的理論) と言う。現代の経済学界においては以上二つの理論体系が存在している⁽¹⁾。前者の微視的経済理論は箇々の経済主体の行動様式の分析より出発して箇々の財に対する需給関係を分析し、それらを合成して社会経済を把握せんとするものである。後者の巨視的経済理論は国民所得、物価水準等の集計概念を以て経済理論を樹立せんとするものである。後者の巨視的経済理論は国民経済の全過程を総合的に把握するには役立つのであるがその理論的基礎は必ずしも明確とは言い難いのである。⁽²⁾ゆえに比較的に明確な基礎を持つ微視的経済理論より巨視的理論が導き出さるべきである。投資の経済的理論についても国民経済的、全体的な面より見る巨視的経済理論と私経済的個別的な面より見る微視

的經濟理論とがある。まず巨視的經濟理論に従つて投資を考えて見るに、前述した様に支出國民所得においては次の式が成立する。 $Y = C + I$ (Y ＝所増 C ＝消費 I ＝貯蓄) すなわち國民所得は消費と投資からなる。その内投資支出は經濟界の原動力となるものである。投資は國民經濟全体としての実物資本の増加額、すなわち追加的資本蓄積を指すのである。ケインズ (J. M. Keynes) は実物資本の全体を固定資本 (fixed capital)、經營資本又は運轉資本 (working capital)、流動資本 (liquid capital) の三種に分類した⁽¹¹⁾。固定資本とは工場建物・工場設備・機械・住宅・用家屋・公共建造物等である。經營資本とは企業者の手許に在つて事業經營を効果的ならしめるに必要な正常な未完成財ストックすなわち生産過程にある財貨をいう。保有するだけでは何等の収益をもたらない余剰の未完成財ストック (在庫品) 及び完成財ストック (保藏品) を一括して流動資本と言う。何れの形態の財貨にせよ一定の期間内におけるこれら実物資本総額の増加分はすべて投資と言うのである。資本財の純増加量を計算するためには全体の投資総額に減価償却分をも含めた全体の投資を粗投資 (gross investment) といひ、粗投資から減価償却分を差引いた残が純投資 (net investment) である。一般に國民所得分析の上では純投資を以て本来の投資と考えている。

次に微視的經濟理論 (microeconomics) に基いて投資概念を考察し私經濟的、個別經濟的立場に立つて投資なる用語の意味を明にしたいと思う。「投資」なる語は一般に玄く使用されているのであるが必ずしも同一の内容を持つているものではない。既に述べた如く一般の經濟学者は巨視的經濟理論 (macroeconomics) に基く投資概念によつて企業の立場から考へて經濟的財又はサービスの生産を促進するために使用される資本設備の建設を以て投資と考へているのであるが、銀行・生命保險会社の経営者は公債 (國債、地方債) 又は優良な社債を購入する事を投資と考

え、又個人の中には普通株を購入する事を投資と考え、或は又個々の証券の性質をあまり重要視しないで、公債社債及び優先株の購入を投資と考え、普通株の購入を投機とみなす人もいる。斯の如く投資なる語には種々な意味があることは明白である。筆者は茲で微視的に個人又は機関投資家の立場より投資の意義を考えて見たい。それは斯の如き微視的観点よりする投資の分析は巨視的分析の内部を充実し、延いては両者の綜合に進み得ると信ずるからである。この意味における投資は個人又は投資機関が元金の保全、安定した収益、又は譲渡所得、或はこれら三者全部を目的とし、同時にこれに伴う危険を最少限度に止めることを目的として資金を財産に支出することである。斯の如き投資は不定期間或は長期間にわたってなされるものである。又その場合投資される財産に対する管理支配権は通常の場合他人に帰属するものである。資金の支出とは消費目的に支出される資金ではなく、貯蓄を目的として資金を支出することを意味する。例えば公社債券の購入は資金の支出であり、投資である。この場合投資家は形態こそ異なるが自己の元金に相当するものを保有しているからである。これに対し一揃の着物を購入するために資金を使用すれば、それは消費目的の支出である。次に財産なる語は現金及び銀行預金、株式、美術品、宝石、等の動産並に土地、家屋、等の不動産を意味する。従って資金を現金以外の動産、不動産に支出することなく、単に現金のみを所有している場合でもこれを投資と言うことが出来る。何故ならば此の場合投資は貯蓄の購買力すなわち貨幣価値を保全するために行なわれたことになる。投資家は収益を発生する事がなくも、元金の保全を完遂出来る様な取引を行なうことになるからである。しかし一般的に投資は定期的収入所得或は譲渡所得収入を得る事を目的として行なわれるものである。譲渡所得は財産の価格が購入時における価格よりも売却時における価格が大なる時に発生する。次に投資家の行動の一大

特色は投資に伴う危険を最少限度に止めんとする点に在る。損失の危険を小ならしめんとするならば、多額の収益を得る機会を或程度犠牲にしなければならない。従つて投資家は自己の個人的事情を判断の基礎として危険と収益とを合理的に均衡せしめねばならないのである。先に筆者は投資される財産に対する管理支配権は通常の場合他人に帰属するものであると述べた。新しい証券を購入する場合にとると、投資家は資金を該証券発行者たる法人に管理を一任する。その代償として株券又は債券を受領する。この場合投資家はその資金の用途については直接支配権を持たない。或投資家が市場において売買流通している証券を購入した場合は、該証券を売った他の投資家に入れ代つて投資家となつたに過ぎない。従つてその法人は最初に証券を発行して獲得した資金に対する支配力は全然影響を受けていないのである。すなわち該資金の支配権は依然としてその法人の手中に在るのである。又一方該証券に対する支配権は新投資家の手中に握られるのである。投資なる語は広く種々なる意味に使用されるので、支出された資金に対する支配力が他人に移転しない場合がしばしば生ずる。生命保険の加入や証券の購入の場合には企業に移転した資金に対する支配力は確かに投資家にはないのである。しかし商業用の店舗建物を購入した場合は、その建物の所有権者と賃借人の何れかが支配権を握ることになる。その場合所有権者或は賃借権者によって如何なる程度の支配力が発揮されるかは本来該建物の賃借期間の長短によって決定さるべきものである。しかしわが国においては実際上は大正十年制定の借家法によって正当の理由（法律上の用語）が無い限り所有権者は期間満了後といえども、借家権者の承諾がない限り、これを明渡しせしめる事は殆ど不可能であつて、その建物は将来も借家権者の支配下に在るものと考えねばならない。商業用の店舗建物の如き財産の購入は現金、銀行預金、証券、生命保険、等と共に投資の一形態と一般

に考えられている。しかし斯の如き購入が同時に事業経営を伴う場合には筆者は斯の如き建物の購入を投資と考えるよりもむしろ事業経営の一形態と見るべきであると思う。勿論事業経営には資金の投資を伴うのであるが、事業経営においては財産の保有如何よりも、経営者の経営能力の如何が先ず第一に重要視されなければならない。

投資に関する定義は第二次大戦後非常に変化したと思う。本来投資は長期間にわたる資金の支出を意味した。しかし斯の如き意義が変化して長期短期を問わず不定期間にわたる財産の保有も投資と考えられる様になった。今日の多くの投資は期間を初めより定める事なく不定期間にわたって行なわれている。その理由は近代社会においては政治経済上の諸条件が急速に変化するために、投資者も自己が投資している投資対象を絶えず検討して自己の投資計画に適應せざるが如き保有財産は直ちに処分して排除する必要があるからである。例えば或投資家が数年間保有の予定で優秀なる公社債を投資の一形態として購入する場合がある。しかし該投資家はその債券の価格に非常に影響を与えるが如き政治経済的変動をいち早く察知して半年か一年後にその債券を売却する場合もあり得る。斯の如く投資は不特定の期間にわたって行なわれる場合が多いのである。それは結局長期的安定性が全経済社会に欠除しているのみならず特定の投資においても長期安定性が失われているという点を重視して投資概念を定義して来たのである。しかし現代においては譲渡所得目的の財産購入をも定義の中に含ましめねばならない。斯の如き結果になったのは近代における税法の影響によることが大きいのである。すなわち近代の租税法は各国共に利子及び配当という形での収入 (income gain) と財産の価格変動による収入すなわち譲渡所得 (capital gain) をきびしく差別して規定しているからであ

る。現行の税率によって計算した例を次に記すこととする。配当所得、不動産所得、事業所得、給与所得、等を収益所得と呼ぶ事とし、又資産の譲渡による所得を譲渡所得とする。今茲に、収益所得と譲渡所得がいずれもそれぞれ1,000,000円の場合と10,000,000円の場合と60,000,000円の場合を考えてその税額を計算して見る。(昭和三十八年度確定申告書の税率による)

利子所得には①公社債の利子②預金の利子③合同運用信託の利益等あるが昭和三十四年四月一日から昭和四十年三月三十一日迄に支払を受けるべき利子所得は他の所得と分離して一律に5%の源泉課税が行なわれる事になっているから茲にはこれを含めない。納税義務者たる個人の家族構成が妻一人、子供二人(十五才未満一人、十五才以上一人)とし雑損控除・医療費控除・社会保険控除・生命保険控除が無いものと仮定して計算すると次の如くなる。

		国 税		地 方 税	
所得 控 除	収入金額から必要経費を控除した金額	所 得 税		住 民 税	
		収 益 所 得	譲 渡 所 得	収 益 所 得	譲 渡 所 得
基礎控除 配偶者控除 扶養控除 子二人 (五歳以上一人 (五歳未満一人 tot.		107,000円 103,750 83,750 50,000 33,750 127,000円		基礎控除 扶養控除 (妻 (子二人@30,000 tot.	20,000円 130,000 30,000 60,000 110,000円

	課税所得金額	税	課税所得金額	税	課税所得金額	税
1,000,000円	50,000円	100,000円	100,000円	11,000円	50,000円	40,000円
10,000,000円	500,000円	1,000,000円	1,000,000円	110,000円	1,000,000円	100,000円
50,000,000円	5,000,000円	10,000,000円	10,000,000円	1,100,000円	10,000,000円	1,000,000円

右の表によって各所得金額（必要経費を控除した金額）に対する国税（所得税）、地方税（住民税）の合計額を算出しそれぞれ所得金額に対する比率を求めると次表の如くなる。

必要経費を控除した後の収入金額	収益所得に対する国税 地方税の合計額	収入金額に対する百分率	譲渡所得に対する国税 地方税の合計額	収入金額に対する百分率
1,000,000円	100,000円	10・0%	50,000円	5・0%
10,000,000円	1,000,000円	10・0%	1,000,000円	10・0%
50,000,000円	10,000,000円	20・0%	10,000,000円	20・0%

右の如く一、〇〇〇、〇〇〇円の所得がありたる場合、それが収益所得である場合は税額は其の約一五％であるが、譲渡所得である場合は税額は其半以下の約六％である。所得一〇、〇〇〇、〇〇〇円の場合は収益所得なる時は税額は約五二％で、譲渡所得の場合は其半以下の約二〇％である。所得六〇、〇〇〇、〇〇〇円の場合は収益所得なる時は税額は約七五％で、譲渡所得なる時はその半以下の約三三％である。

従つて現代の投資家は自己の個人的投資条件と矛盾しない範圍内において自己の定期的収益所得をしばしば譲渡所得に転化せしめんとするのである。斯の如く投資のための諸条件は変化して来た。現実に即して投資を定義付けん為にはこれらの変化を取入れる必要がある。因つて筆者の前述の定義は現代における大部分の投資家の見解とも一致すると考へる。

- (一) L. R. Klein, The Keynesian Revolution, 1947. 篠原三代平、宮沢健一共訳「ケインズ革命」昭二十七年
- (二) 山田勇「微視的理論と巨視的理論の関連について」数理統計研究第二卷第三号
- (三) J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and money, 1936. 塩谷九十九訳「雇用・利子及び貨幣の一般理論」
- (四) Alvin H. Hansen, Monetary Theory and Fiscal Policy, McGraw-Hill Book Co. Inc., New York, 1949, p.47.

四、投資と投機と賭博

投資家と投機者の區別はしばしば甚だ困難なる場合が多い。それは投資と投機が一般に混用されているからである。しかし或個人が投資的側面よりも投機的側面により以上の比重を置いた方針をとっているかどうかを判断する事は可能である。投機の定義としてエメリー (Emery) は次の如く述べている。「投機とは代価變動より生ずる利潤を得る目的を以て物品又は有価証券を購入又は販売することである」⁽¹⁾と。又米国のヒューズ委員会 (Hughes' Committee) もこの趣旨と同様な定義を下している。すなわち「投機とは代価の變動を予測して、この代価變動を利用するために買入れ又は売却するを言う」⁽¹⁾と。要するに投機とは将来における政治的經濟的諸条件の變動を合理的に予測して

これに自己を適應せしめんとする經濟的活動である。しかし投資も將來の諸條件の変動の予測を伴うので、両者の相違を理解するためには両者の特質を分析する必要がある。筆者は先に投資は不特定期間或は長期間にわたって行なわれるものであるという特色を指摘した。政治經濟上における諸條件の変化が投資物件と如何なる關係にあるかを絶えず調査して投資の転換を行なう事が必要である。従って投資活動の近代的分析方法は單に長期間のもののみならず不特定期間のものをもその対象とせねばならない。斯の如く投資活動は不特定期間にわたって行なわれると考える必要がしばしば生ずる。しかし斯の如き投資支出も最初においては大部分長期的支出である事を言外に暗示している。従って投資環境の諸條件が基本的に変化しないならば投資の期間は相当長期にわたるものであることは一般に考えられるところである。他方、投機は普通の場合最も短期間に行なわれるものであり、数日後、数週間後、或は数ヶ月後に利潤を目的として売買取引を行なうものである。勿論その場合においても、投機者は数年間にわたって、その財産を保持することもあり得るのであるが、投機者自身の意志は短期取引を希望しているのである。投機者はその仕事の性質上早急に利潤を実現せんとすることに在るのは当然である。しかし投機者は利潤の獲得が不可能となった場合は自己の投機目的の保有財産を長期にわたって保有することなくむしろ短期間にこれを処分してしまう場合の方が多いのである。

過去において投資は原則として安定的な所得を獲得する事を目的として行なわれて来た。投資が意識的に長期的譲渡所得を目的として行なわれる様になったのは第二次世界大戦後の茲十数年来の事である。その原因は収入所得に対して非常な重税が課せられる様になったからである。前にも税額の数字を以て明示した様に累進税であるから高額所

得階層に属する人々程税率は増大する。所得税が高くなるに従って、投資者の中には定期的収入所得を得ることを好まざるものが生ずる。長期的投資目的の保有財産の売却によって得られる譲渡所得に対しては、税額（国税、地方税の合計）は前述の如く最高三十三%前後であるが、定期的収入所得に対しては最高七五%或はそれ以上の所得税がかかるために、斯の如き高率税を避けて低い譲渡所得税を払わんと努める事は当然である。斯の如く投資は近年においては長期の譲渡所得を得んがために行なわれるのであるが、投資が本来定期的収入所得を目的として行なわれるものであるという事実を見逃してはならない。これに対して典型的投機は本来定期的収入所得よりも譲渡所得の獲得を目的として行なわれるものである。投機者はその投機的活動から継続的定期的収入を獲得せんとする考えはない。投機的活動も時には投資と同様に租税負担の軽減を目的として長期的譲渡所得の獲得を目的とする場合もあり得る。しかし投機者は早急な利潤の実現を最も重要視しておりその利潤は投機対象たる財産の価格の変動を通じて実現されるものである。従って本来投機が目的とする処は短期的性格のものである。

投資家は企業の内部の諸条件を非常に重要視する。これに対し投機者は市場の技術的条件を重視する傾向がある。例えば証券の売買について言えば、証券売買の専門投機者は種々の図表、相場の変動状況、短期的經濟状況、株式売買高（出来高）或は又貸借残高等の売買上判断の資料となるものを検討する。投資家は国の内外にわたる一般的經濟情勢の如き市場外の要素のみならず、企業の内的要素、すなわち企業資産の帳簿価格、企業の収益力、過去の配当記録等に関心を持つのである。投機者は投資家と異り、購入した財産の内部的要素を検討して、その健全性については原則として関心を示さないものである。投機者の最大の関心事は投機対象たる財産の売買を通じて利潤の獲得が可能

であるか否かにある。

投機と投資とを倫理的に考察して道德的なりや否やによって區別せんとするものがある。投機は価格變動を激化せしめ經濟社会を不安に陥らしめると言うのが一般の通説である。しかし投機といえども合理的に行なわれるならば經濟界に重要な貢獻をなすものである。投機は価格變動を激化せしめると言うよりもむしろ價格安定に貢獻するものである。有能な投機者は價格の下落した後に証券又はその他の財産を購入する。これによって投機者は價格の更に下落する事を防止する社會經濟的機能を果すのである。又投機者は價格が騰貴した後において証券その他の財産を売却する事によって價格水準の一層の騰貴を防止するのである。すなわち有能な投機者は利潤追求を目的として投機的売買を行なうのであるが、その投機活動が經濟社会の安定に寄与し、自らは利益を獲得するのである。反対に無能な投機者はその投機活動によって價格變動を激化せしめる弊害を生ぜしめる。すなわち無能な投機者は價格が騰貴した後において購入し、價格の下落した後においてこれを売却するからである。この如き無能な投機者は價格變動を激化せしめて、經濟社会を不安に陥れ、自らも損失を受けるものである。

投資と投機の差は單に程度の問題に過ぎない。兩者の區別は誠に困難な場合が多い。投機者が國債を買い、反対に投資家が平和不動産株式会社の株式を買う場合もあり得るのである。勿論兩者の売買に対する考え方は全く異っているのである。斯の如く投資家と投機者とをその売買する目的の財産の種類の如何によって區別する事は困難である。今投資家と投機者が同じ種類の財産を買う場合を考えて見るとこの問題が一層明確になるであらう。もし兩者が共に日立製作所の株式を若干株宛購入したとしたならば、証券の種類によってのみ投資家と投機者を區別する事は到底不

可能である。両者を區別せんがためには日立製作所の株式購入に當つての内面的精神活動及びその際考へた判断の基礎となつたものを見出して、検討する事が必要である。斯の如く、特殊の場合を除いて、投資家と投機者を區別する事は甚だ困難である。前述の如く投資活動は保守的な取引方法であり、投機活動は相當の危険を伴う攻勢的なものである。投資家は借入資金を以てする事は稀であるが、投機者はしばしば借入資金を以てする。借入資金によつて自己資金のみによる場合以上に多額の利得を得んとするものである。これに對し投資は本来原則として守勢的性格を持っている。投機は攻勢的である。従つて投機活動は小額資金を多額にする努力であるのに對し、投資活動は多額の資金が減少しない様にする努力であると言う者もある。しかしこの言葉は全部正しいと言う事は出来ないが、投機に比して投資活動はより一層慎重に行なわれている点を強調している点は妥当である。

投機が實際上經濟社会にいかなる影響を及ぼすかは、その投機活動の合理性の如何によるのである。投機活動は現代の社会においては一般的に疑惑の目を以て見られている。何となれば投機活動が財産の価格の変動を利用して利得を獲得せんとしているために、財産の売買を重要視するからである。投機活動は製造工業、農業、漁業、林業、運送業等とは異つて生産的でない仕事と考えられるからである。しかし斯の如き事は投機が生産に従属し、生産に支配せられてゐる限り重要な事ではない。投機が生産を離れ、逆に生産を支配する場合に初めて重大問題となるのである。諸外国においてのみならずわが国においても突発的投機活動が經濟界を支配し國民の經濟的活動が財・サービスの生産に向けられる事が少くなつた時期もあつた。しかし國民各個人は投機に自己の生活を支配され、社会において価値あるものが何であるかを見失うが如き事があつてはならない。投機活動が或個人の生活を支配する様になると、その

者は結局經濟的破滅に陥ることが多いのである。投機は本来これを專業とする専門業者に委すべきものであり、素人が一攫千金を夢みてこれに介入する事はしばしば社会的弊害を齎すものである。ケインズは次の如く言っている。

“Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation.”
(iii)

投機と投資においては現存する危険及び将来の危険が引受けられねばならない。しかし賭博においては当事者によって人為的に作り出された危険を引受ける事になるのである。例えば競馬・競輪・パチンコの如き、又諸種の運動競技の勝敗を賭するが如き、或は又株価の変動を利用した賭博の如きすべてこの範疇に入るのである。勿論、投資、投機においても必ず危険負担を伴うものである。危険を伴わない投機も投資もあり得ない。唯々危険たるや賭博の如く人為的に作り出されたものでなく經濟社会に必然的に存在する危険である。従って資本主義社会にせよ、共產主義社会にせよ、如何なる經濟制度のもとにおいても何人かによってこの危険は引受けられねばならないものである。唯資本主義經濟社会においては各個人又は私的企業がこれを負担し、共產主義社会においては国家がこれを負担するのである。もっとも資本主義社会においても国营事業については国家が危険を負担するのである。一九一四年に生命保険に加入したドイツの投資家は一九二五年迄には、第一次世界大戦によるインフレ財政のために、保険証書の価値を失った。わが国においても一九三九年に生命保険に加入した投資家は第二次世界大戦後のインフレのために一九五〇年には保険証書の大部分の価値を失ってしまった。しかしこの場合においても投資家の損失は人為的に作り出されたものではない。投資家は自己の投資活動に固有な危険のために損失を蒙ったのである。斯の如き投資家の損失は通常徐

々に齎られるものである。投資は普通の場合賭博と異つて突発的に急激に損失を蒙るが如きことはない。

(一) H. C. Emery, Regulation of the Stock Exchange pp. 800-832.

(ii) Report of Governor Hughes' Committee on Speculation in Securities and Commodities, New York, 1909.

(iii) J. M. Keynes, *ibid.* p. 159.

五、投資と經濟的危險

投資、投機、賭博の三者は程度の差はあるが現在存在している危險を伴うものである。全然危險のない投資を求めてもそれは不可能である。最も危險のない投資対象であるところの銀行預金、保險、公債、社債等は一定の貨幣収入を生じ、一定の満期における貨幣価値を持っているが、これらの所有者たる投資家は物価水準の騰貴すなわち貨幣の購買力の低下に対しては保護されていないのである。或種の株式に投資した場合は一般にインフレーション期には極端な損失を蒙らないですむが、デフレーション期にはそれ程の保護は与えられないのである。勿論インフレーション、デフレーションいずれの時期においても保護される様な投資計画を樹立する事は可能であるが、それが可能であつてもすべての危險を除去する方法はありえない。現在の經濟制度のもとにおいては投資家と投機者は諸種の有価証券、營業用不動産、その他諸財産を購入すると同時に種々の危險を引受けた事になるのである。投資家と投機者がそれぞれ危險を伴う取引を通じて資金を支出するからこそ、われわれの經濟生活の継続的拡大も可能となるのである。もしも危險を求める資本が不用なものとなる時期が到来したならばわれわれは現在の經濟制度の終末を予想せねばならない。成長変化を続ける現在の經濟生活においては、自然界において生物の生死があるが如く、經濟的生死がある。一

方において新企業が誕生すると共に他方においては古い企業が破産又は解散によって消え去って行くのである。文明の浮沈と共に政治体制も変化し、それと同時に投資における価値体系もこれらの変化と共に移り変って行くのである。投資家は損失が利潤と同様にわれわれの経済機構の内部に必然的に存在していることを知らねばならない。経済的資金の増加の程度は極めて遅いものである。個人的投資家は所得を再投資する事によって元金を増殖する事を好むものであるから、従来の資金増殖程度について考えて見たい。損失を伴わないで利潤を得ることが如何に困難であるかは H. Gordon Hayes 教授の次の言葉に生き生きと表現されている。

“Compound interest over a considerable period of time is as impossible as is geometric progression among plants and animals. One cent compounded yearly at 6 per cent from the year one A. D. to the end of 1944 would have amounted to approximately \$156,531,000,000,000,000,000,000,000,000,000,000,000,000,000. To put this—shall we say?—in more understandable terms, this sum of money is equivalent to the value of balls of pure gold the size of the earth to the number of more than 6,000,000,000,000,000,000 (6 billion billion). If a rate of 5 per cent is used the number of balls of pur gold the size of the earth required to equal the value reached would amount only to a little over 64 billion……”⁽¹⁾

H. Gordon Hayes 教授と同じ考え方に従って現在わが国の経済情勢に合せて幾分数字を異にして計算して見る事にする。地球はその質量をとる事とした。

地球の質量……… $6 \times 10^{27} \text{g}$

純金の金塊価格 1 g ……690 円（現在の小売価格）

ゆえに地球と同質の純金塊の価格は

$$690 \text{ 円} \times 6 \times 10^{27} = 4.14 \times 10^{30} \text{ 円} \cdots \cdots (A)$$

紀元元年の最初に 1 円が在ったとして、それが本年（1964 年）の年末迄複利（年 0.055）で増殖したと仮定すればその金額は

$$1 \text{ 円} \times (1 + 0.055)^{1964} = 4.611 \times 10^{45} \text{ 円} \cdots \cdots (B)$$

(B) を (A) にて除すれば地球と同質量の金塊の価数が出る。

$$\frac{4.611 \times 10^{45}}{4.14 \times 10^{30}} = 1.1137 \times 10^{15} \text{ 箇}$$

すなわち紀元元年の 1 円を現在の銀行定期預金利子（1 年 0.055）で本年（一九六四年）年末迄複利で増殖したと仮定すればその 1 円は地球と同じ質量の金塊が 1,113,700,000,000,000 箇に増大することになる。しかし斯の如き増殖の不可能な事は何人にも明である。利子や利潤を獲得する反面には必ず損失や破産が伴っている。だからこそ資本の蓄積が困難なのである。資本蓄積の進行程度は全く遅いのである。

すなわちすべての投資家が自己の資金を長期にわたって実質的に増殖する事は不可能である。一方において利潤を得る者があると同時に、他方において損失を受ける者があるという事を知らねばならない。投資に関する知識が普及するに従い、投資家が一般的平均以上の定期的収入所得や譲渡所得を得ることは次第に困難となって来る傾向があ

る。投資に関する知識が普及すればする程わが国の投資市場は安定的となり、投資家は益々合理的行動をとる必要に迫られるであらう。

(1) H. Gordon Hayes, Spending, Saving, and Employment, Alfred A. Knopf Inc., New York, 1945, p. 39.

六、投資の巨視的概念と微視的概念

資金を財に対して支出した場合それが経済学者のいわゆる投資となるのは次の場合だけである。すなわちその支出によって財又はサービスの生産高を増加させる目的で新規に資本設備が設定された場合においてのみその支出が投資を意味するのである。個人的又は機関的投資家の行なう投資は斯の如き経済学者のいわゆる投資と一致する場合もあるし、又一致せざる場合もある。もし投資家が新しく発行された証券を購入し、その代金が企業に吸収せられて新資本設備のために使用される予定になっている時は、経済学者のいわゆる投資の意義においても、個人的又は機関的投資家の立場においても投資が行なわれたと見ることは出来る。しかし市場において売買流通している証券を購入した場合は、購入者たるAの投資は売却者Bの負の投資によって相殺された事となる。すなわちAの投資はBの投資の肩替りをしたに過ぎないのである。この場合は微視的観点によって個人的立場に立てば投資が行なわれたのであるが、巨視的観点より経済社会全体の立場においては投資は何等行なわれなかったのである。一般に投資に対する経済学的分析は巨視的経済理論に従って集合概念によって行なわれる。全社会的観点から見た新投資が先ず第一次的に重要なのである。個人によって行なわれる投資はそれが全社会経済的に見た投資と一致する場合にのみ重要性を持つのである。

る。經濟学者は巨視的經濟理論に従つて綜合的分析手法の上に立つて一国全体の經濟觀察をして総貯蓄、総投資に関心を持っている。なぜならばこれらが国民の雇傭及び国民生活水準と関連しているからである。全社会經濟的意味における新投資は国民の雇傭及び景氣との関連を通じてわが国全体の經濟に影響を与えるものであるからである。

七、貯蓄と投資

未開の經濟生活においては一家族が貯蓄をすると同時に投資を行なつた。一家族内の男等は木を切り倒し、それを必要に應じて使用して洞穴、丸太小屋を作り、寺院、教会、学校、農地、農場設備の建設等これらはすべて經濟学者の巨視的觀點より見ても又は微視的に個人的投資家の觀點より見ても明に投資である。非貨幣的經濟制度の下においては貯蓄という行為が同時に投資を引き起すのである。もし今貯蓄を S とし、投資を I とすれば、非貨幣經濟においては必ず次の式が成立する。 $S = I$ 貨幣經濟においてのみ貯蓄と投資の乖離が生ずるのである。斯の如き乖離が生ずるのは貯蓄が貨幣の形で行なわれて、投資を同時に伴わないことがあるからである。貯蓄が投資されずして、現金の形で貯えられ、すなわち退藏されて投資や消費によって相殺されないならば、国民所得は減少する。その結果失業は増加し、物価は低落し、新投資への需要も減少する。従つて投資されない貯蓄は消費によって相殺されないならば、国民所得の減少という結果を生ずるに至る。斯の如き国民所得の減少は二重の効果を齎す。すなわち第一に商品への需要が減少して、商品生産者は生産物の価格が下落している時は増産を目的として生産設備の拡張をする事を希望しなくなる。第二に国民所得の低下は個人所得の減少を招来する。その結果自然に個人が行わんとしていた貯蓄を減少

せしめる事になる。予期された貯蓄は実現されないのである。すなわち貨幣貯蓄が投資されずして、そのまま退蔵されている場合は、遂に貨幣貯蓄そのものが消え去って行く結果になるのである。斯の如くして長期間にわたって投資されない貯蓄は自ら消滅の過程をたどるものである。⁽¹⁾結局、国民経済に在っては貯蓄は常に投資に等しくならなければならない。しかし現在のいかなる一時点においても同一貨幣単位で表示された貯蓄と投資が一時的に乖離する事⁽²⁾はあり得ることである。斯の如き見解に対する基礎をきづいた者は英国の経済学者 John Maynard Keynes (1883—1946)⁽³⁾であった。貯蓄と投資に関する彼の分析は資本主義経済において国民所得を拡大し、失業を吸収する場合における投資の重要性を明にした。

(1) Paul A. Samuelson, *Economics*, McGraw Hill Co., Inc., New York, 1961, pp. 645—654.

(1) Harold G. Moulton, *Controlling Factors in Economic Development*, Brooking Institution, Washington, D. C.

(2) Keynes, *op. cit.*

八、投資と銀行の信用創造

投資の中には貯蓄から支出されずして、銀行の貸付によって供給されるものがある。⁽¹⁾企業が商業銀行から資金を借入れ、その資金によって資本設備の拡張を計る傾向がある。斯の如き方法が用いられる時は国民所得を増大せしめその所得の増大と共にその所得の中より行なわれる貯蓄は予期以上に多額となる。本来商業銀行は短期貸付を行なう事をその職能としている。しかるに企業は商業銀行に長期又は中期の貸付を希望している。企業はその希望を達するために次の如き方法をとるのである。先ず企業は自己の流動資金を使用して資本設備の拡張を行ない、次にその運転資

本と交替せしめるために商業銀行に対し運転資本として短期借入契約を締結する。この短期借入契約は満期になると全面的に又は部分的に更新される。この更新を何回かくり返す事によって短期借入金は長期又は中期の借入金となって企業はこれを固定資本として使用する事が出来るのである。しかし斯の如き方法による時は借入をした企業の不利益になる場合もしばしば生ずる。それは満期になった時、銀行が契約の更新を拒否して、企業は他に好都合な資金の獲得方法が見出せない場合があるからである。

(1) Hansen, op. cit., p. 46.

九 投資乗数

投資の量及び種類は国民所得決定上に重要なものである。従って消費及び雇傭量の決定に当って重要な要素となる。又逆に一經濟社会における投資量を決定するに当っては雇用量、国民所得、利子率、その他の經濟的要素が大なる影響力を持っている。投資家の投資活動の如何によって既投下資本の価値の決定にも影響を与えるのである。近代經濟学においては種々の形の乗數理論 (theory of multiplier) が展開せられている。投資家として特に関心を持つ乗數理論は投資乗數 (investment multiplier) である。⁽¹⁾ 投資乗數は新投資の増加とその増加から生ずる国民所得の増加量との關係を示すものである。投下資本が増加すると、それは派生效果 (derivative effects) によって国民所得を増加せしめる。新投資が行なわれた場合はその資金は労働者、企業、その他の經濟主体の所得となる。これ等の所得受領者はその所得を全部又は一部を支出する事によって、その次の所得受領者のために所得を生むのである。かく

して最初の投下資本は所得の循環を高め、その結果国民所得は最初の投下資本の数倍の量に増大するのである。

(1) J. M. Keynes, op. cit.

十、投資と成熟経済

以上の叙述によって現代の資本主義経済社会においては個人的又は機関的投資及び全社会的投資が重要である事を明にした。現代の資本主義経済においては、より以上に技術の発達、熟練度の向上が望めない様な成熟経済(Mature economy)が実現する迄は、国民経済の繁栄と雇傭量を維持するためには投資に依存せざるを得ないのである。成熟経済とは人々が安定して、技術的進歩はあるが、全国民所得に対しては、其の技術的進歩はさしたる重要性のない様な経済である。斯の如き経済においては資本的支出も大部分減価償却のための投資の性質を持っていて、多額な貯蓄を必要としないのである。成熟経済の概念は静態(stationary state)の概念と密接に係合している。ジョン・スチュアート・ミル(John Stuart Mill)はその著書⁽¹⁾において次の如く述べている。「静態とは資本及び人口がそれ以上増大しなくなった経済状態のことである。静態経済においては資本財の減価償却は行われ、経済活動は行われても、経済の全体は変わらないのである。又新規貯蓄、新投資に対する需要はないのである。なぜならば資本の総量は大体同じ水準に止まっているからである。もし新投資の必要が起れば、その場合は現在の建物及び設備に対する減価償却分から資本が供給される事になるのである」と、これに対してマーシャル⁽¹¹⁾(Alfred Marshall)は静態を次の様に考えた。「静態は生産、消費、分配、交換の一般的諸条件が変化しない状態である。人口の標準年令は企業の標準規模と同じく一

定である。生産費が価値を決定する。更に静態経済においては国民所得は百パーセント消費される。なにゆえというに新しく純資本形成が行なわれないのであるから貯蓄は必要なのである」と。ケインズもまた投資が重要な役割を果さなくなった経済を表す概念について考えている。すなわちいわく。

“I should guess that a properly run community equipped with modern technical resources, of which the population is not increasing rapidly, ought to be able to bring down the marginal efficiency of capital in equilibrium approximately to zero within a single generation; so that we should attain the conditions of a quasi-stationary community……”
(11)

斯の如くほぼ成熟した経済においては殆ど投資は行なわれないので貯蓄に対する需要は少いか或は全くなってしまうのである。従って利子は零に向って低下する傾向を示す。如何なる国の国民にせよその人口の成長率が鈍化するに従って新投資の機会は少くなる。経済が益々成熟するにつれて投資が停滞する可能性は増大するのである。

過去の多くの不況の原因が投資の停滞にあったという説が Keynes の考え方を基礎として形成されて来た。この学説の代表的学者はハンセン博士である。ハーバード大学 A. H. ハンセン (alvin Harvey Hansen) は長期停滞理論 (theory of secular stagnation) を説いた。⁽¹²⁾ すなわち起動的投資は経済進歩の主要因であって、投資が増加すれば総需要も雇傭も増加する。しかし資本主義の高度に発展し、経済が成熟段階に達すると、投資を生ぜしめる諸要因が消極化し投資は完全雇傭を達成させる水準に到らず、経済は停滞し失業を生ぜしめる。彼はこの長期停滞の趨勢の四つの原因を挙げている。(1)人口増加率の逓減 (2)資本節約的技術革新 (3)フロンティアの消滅 (4)個人及び法人貯蓄

の増加がこれである。しかし現在では人口増加率は通減し、地理的フロンティアは消滅した。技術革新については過去においては資本吸収的なものが多かったが次第に資本節約的なものになって来た。従ってこれらの要因による投資の必要性は次第に減少して来た。次に貯蓄についていえば、労働の生産性が増加し、国民所得が増加するにつれて個人貯蓄は過剰になる傾向がある。なぜならば消費水準は生産性の増加と同一歩調では上り得ないからである。彼は特に法人貯蓄の増加を重視している。彼によれば法人貯蓄は資本設備の更新、新資本形成を賄ってあまりあるものとし、法人投資は会社の内部によって賄われて、外部より個人貯蓄を吸収する必要がなくなるというのである。斯の如くハンセンは長期的趨勢として貯蓄が投資を超える必然性を説き、このギャップを埋めるために政府の積極的経済関与を主張するのである。

自然的意味におけるフロンティアが拡大するにつれて、家屋、道路、工場、学校の増加の形において多額の資本が吸収される。新しい領域が開発されれば、投資設備に対する需要が発生して経済を刺激発展せしめる結果となる。人工が膨脹すればフロンティアの拡大と同様の結果を齎す。新しい家屋、道路、学校、公共機関等が必要となるからである。更に人口が増加すれば消費が増大する。次に更に第三の点技術革新の相対的重要性について考えて見たい。技術発展から生ずる新規の資本設備に対する需要は資本主義経済発達初期時代に比較すれば非常な減少を示している。技術革新を進展せしめるために以前と同じ絶対額の資本が必要であっても、その資本は以前に比してそれ程重要性がないのである。なにゆえと言うに、現代の経済においては既に多量の資本財が存在し、国民所得も増加し、又資本財を生産するための設備も充分拡張されているからである。既に多量の資本設備が存在しているために新規の発明

が經濟にとって相對的に重要でなくなったというばかりでなく、近代の發明の多くが資本節約的な性質を持っているのである。すなわち斯の如き資本節約的發明が嘗ては多額の資本投下を必要とした現存の生産方法と交替しつつあるのである。例えば小野田セメント株式会社の石灰焼成法によれば燃料費は半減して生産量は三倍以上となる。東洋レヨン株式会社の開發による光合成法、鉄鋼会社各社の純酸素転炉、或は又高炉の高圧操業法等々枚挙にいとまがない。斯の如く自然的意味におけるフロンティアの消滅、人口増加率の低下、技術的進歩の相對的重要性の減少、これら三つが新規の資本に対する需要を減少せしめる傾向を示して來た。又同時にこれらによって投資の停滯という現象が生ずると多くの学者は説くのである。^(五)しかし茲に有力な反對説がある。それはジョージ・ターボール (George Terborgh) の説である。ターボールはハンセンの長期停滯理論を否定し、成熟經濟なる概念を否定しているのである。すなわち、人口の増加率が減少しても投資は他の分野に進められる。又自然的意味におけるフロンティアは半世紀以上も前から消滅しているが、それでも尚投資は続けられている。又資本節約的技術革新の占める割合が増大しているという事に対しても何等実証されていないというのである。更に彼は主張する。過去の自然的意味のフロンティアよりも技術的意味のフロンティア (未開拓の分野)の方が資本投下の機会を多く提供する。又技術的進歩は蓄積を伴うものである。一つの發明は他の發明の上になされるものであり、しかも發明の速度は加速度的に増加するものである。以上がジョージ・ターボール (George Terborgh) の説く処である。斯の如き經濟の動態的分析は長期停滯理論や經濟成熟説とは全く反對である。思うに人口の増加率が遁減して行くとしても國民の生活水準の向上發展は技術的意味のフロンティアを拡大し、技術的進歩の相對的重要性を更に増大することは明である。殊に今後において原子核分裂が

工業に実用化せられるに至れば何千億万円の資金を必用とするに至るだろう。此の様な時代においては、むしろ貯蓄が却って不足の状態に至る可能性がある。経済の動態的發展は例外というよりも法則であるというべきである。

(一) John Stuart Mill, Principles of Political Economy, Longmans, Green & Co., Ltd.

(二) Alfred Marshall, Principles of Economics, Macmillan and Co., Ltd., London

(三) Keynes, op. cit. p. 220.

(四) A. H. Hansen, Economic Progress and Declining Population Growth.

太田英一、後藤蒼之助共訳「景気変動の理論」

(五) George Terborgh, The Bogey of Economic Maturity, the Machinery and Allied Products Institute, 1945.

十一、技術革新と投資

前述の如く経済的成熟を強調する学者と継続的な経済の動態的發展を強調する学者とは全く反対の主張をするのであるが、投資を繞る諸問題及び投資政策はたとえ成熟経済においても尚存在するのである。なぜというに、成熟経済においても財産を売買する投資家が必要である。又特定の企業の将来性の評価に関しては人によりそれぞれ見解を異にするものである。斯の如き見解の相違が投資上の種々の問題を生ずるのである。従って投資原則は成熟経済においても動態経済におけると同様に重要である。約一世紀にもわたって多くの経済学者が経済の静態的狀態の到来を予言して来たのであるがいまだに実現していない事を知らねばならない。技術的フロンティアは今尚拡大しつつある。原子核の分裂、ジェットエンジンによる推進方式、宇宙の開発の進展、人工衛星によるテレビジョン通信の革新等今後において開発せらるべき面は極めて広大である。原子核の分裂の工業上の適用だけでも従来の投下資本の総

額以上になるのではないかと予想せられる。これらを考える時經濟が成熟狀態に達することは遙に將來のことである。

十二、負の投資

經濟的意味における負の投資 (disinvestment) は國民の消費が國民所得を超過する場合に生ずる。國民所得を以て減価償却すべき部分を完全に償却し得ないために過去の投資の一部分が消費される場合である。生産設備の消耗は資本の減少を意味する。この資本の減少が粗資本形成によって相殺されないならば、その場合純資本形成は行なわれていないのである。これは一定の期間に純新投資が行なわれなかった事を意味する。生産設備の減価が粗資本形成より大である場合は「負の投資」が行なわれたことになる。個人的投資家によって行なわれる「負の投資」は投資財産から得られる定期的収入所得がその所得獲得のために要する費用を賄い得ないという形で行なわれる可能性がある。例えば營業用財産の減価がその財産から得られる所得より大なる場合、又は國債を持っている投資家がその一部を売却する事によって自己の所得を補充する場合、或は又病氣その他の出費のために個人的投資家が「負の投資」をせざるを得ない場合がある。斯の如き場合その個人の消費は所得を超過し、その超過分は投資財産を売却する事によって賄われるのである。個人投資家が減価によらざる負の投資をする場合は自己の投資財産の一部を売却せねばならない。残部の投資財産はその投資家の將來の必要に応じた最良の状態に整備する必要がある。個人による負の投資は全國家的には「負の投資」が行なわれない場合にもしばしば行なわれる。或企業によって証券が売出され、その売却代金が

生産設備に投資されるならば、その場合は微視的個人的意味における投資と巨視的経済学的意味の投資とは一致する。該証券がその後市場において売買されてもそれはAの投資家からBの投資家へ財産の移転が行なわれるのみである。巨視的経済学的意味の投資は依然として続けられ、その投下資本は該企業によって減価償却費という形において将来長年月にわたって少額ずつ回収せられるのである。個人的投資家が証券を売却し、その代金を以て自己の消費水準を高めるために使用する時は、その個人投資家は負の投資を行なったことになる。しかしこの場合にも巨視的観点よりの経済学的意味に於てこれに相應する額の負の投資は必ずしも行なわれないのである。投資家が投資財産を売却して、その代金を以て他の財産に投資するならば、それは負の投資とは考えられないからである。⁽¹⁾投資財産の売却代金を投資所得額よりも多く消費した時においてはじめて個人による負の投資が行なわれた事になるのである。

(1) Dudley Dillard, *The Economics of John Maynard Keynes*, Prentice Hall, Inc., New York 1958, p. 147.

十三、個人的投資と資本主義経済

資本主義経済は本来人間の経済的自由を根幹とするもので次の諸原則に基礎を置く経済制度である。

- ① 私有財産制度 (Private ownership system)
- ② 契約自由の原則 (Principle of liberty of contract)
- ③ 営利主義の原則 (Principle of commercialism)
- ④ 自由企業制度 (Free enterprise system)

- ⑤ 自由創意の原則 (Principle of original idea)
- ⑥ 自己責任の原則 (Principle of self-responsibility)
- ⑦ 自由競争の原則 (Principle of free competition)

先ず私有財産制度、契約自由の原則については一般によく理解されている。第三の営利主義の原則は各人が自己の個人的利益を追求する自由である。これは人間が生れながらにして持っている性質である。この本能的性質を最高度に活用して社会経済に貢献せしめる経済制度が資本主義経済である。危険を冒して利益を獲得せんとする投資投機の活動の基礎は茲に存する。従ってその経済活動は自由であり、その結果に対しては自ら責任を負わねばならない（第六の自己責任の原則）。第五の自由創意の原則とは現代の経済社会においては個人の創意工夫に対して報酬が与えられるという事である。すなわち投資活動においても又は製造工業の分野においても鋭い思考力を持っている人はその創意と勤勉とを結びつける事によって社会的報酬を獲得することが出来るといふことである。資本主義はその基礎にレッセフェール (laissez faire) (自由放任) の哲学を持っている。従って個々の企業及び個人の重要性を強調するものである。資本主義なる言葉は Adam Smith が「Wealth of Nations」(1776 年刊行) を書いていた頃に活発になりはじめた資本投資の重要性に基いて生じたものである。当時英国においては第一次産業革命が進行し、米国においては独立宣言が行なわれた年であった。共產主義も社会主義も資本主義と同様に資本財の拡充を重要視している。個人の利潤追求は共產主義、社会主義においては無視されている。しかし政府自身はこの利潤追求の動因に関心を持っているのである。共產主義、社会主義の国家においても経済活動の結果利潤が得られる場合は、その国の支配者の考

えの如何によつては現在の国民の生活水準を引き上げることが出来、或は又将来の生活水準を高めるために新投資を行なうことが出来るのである。資本主義制度の下において個々の企業又は個人が負担する危険は、共產主義、社会主義制度の下においては、その大部分を国家が負担するのである。勿論国家といえども個人の集合体であるから最終的にはそれらの危険は租税その他の方法によつて個人が負担することになるのである。共產主義、社会主義の経済社会においては投資・投機の動因は資本主義経済において見られる様な形では存在しない。個人個人の経済的思考はこれらの経済社会においては資本主義経済における程重用視されないのである。これらの経済社会においては個人に代つて種々の官僚が経済的思考をめぐらすのである。従つて個人的利潤追求の動因は投資の分野においては存在しない。巨視的総体概念に基づく投資は現在世界の如何なる経済制度の下においても行なわれているのである。しかしながら微視的個別概念に基づく個人的投資は資本主義経済に固有のものである。

十四、投資家行動の理論

投資家が投資活動を決定する場合は種々の要因によつて影響を受ける。一般にこれらの要因は第一次的要因と第二次的要因に区別する事が出来る。第一次的要因は投資活動の直接的な決定要因であり、第二次的要因は第一次的直接的決定要因に影響を与えるものである。収入所得、財産価格の変動、財産を購入する際の取引費用等は投資家の行動を決定する第一次的直接的要因である。第一次的直接的要因の中で正の作用をするものは①収益所得獲得の期待、②譲渡所得獲得の蓋然性等であり、負の作用をするものは①資本損失の発生の蓋然性の予想②取引費用等である。投資

家の行動は財産の売買に當っては期待即ち予想に其の基礎を置く。之に反して第二次的間接的決定要因の中には過去及び現在の水準、収入所得の利回り、利率水準、投資財産に対する需要供給の変動、等が含まれる。筆者は今茲に於て投資家の行動を分析するに當って投資対象となる財産を現金及び証券に限定して理論を進めたいと思う。此の如くする事によって分析を単純化する事が出来るのみならず、他の種の財産に対しても此の分析の理論を適用することができるのである。投資家は負の要因たる資本損失の危険性及び取引費用に対するよりも予想収益率及び予想譲渡所得を重要視する。正の作用をする要因が負の作用を及ぼす要因より優勢なる時に於てのみ投資家は財産の購買を行なうべきである。若し負の要素が正の要素よりも優勢である場合は投資家は其の財産を処分してしまう可きである。予想収益率を計算する場合に、投資家は当該投資財産の現在及び過去の収益率を考慮す可きであり、又所得の減少する危険度をも考慮せねばならない。株式に対する予想収入所得は其の配当が固定せざる為確定利子の債券の場合に於けるよりも予想が甚だ困難である。福田敬太郎博士は其著「市場論」に於て株式の予想収益に關して曰く

「投資的観点から見て株式価格は、各期に於ける予想正味収益の割引現価の総計である可きである。ここに於て株式の投資価値は、収益還元法又は其の簡便法としての収益倍数法によって算定される。収益還元法には二つの変数が存在する。その一は収益額であり、その二は還元利率である」 「収益還元法に於ける正味収益額の算定に關して特に注目す可きは、収益趨勢である。いうまでもなく収益趨勢が下向している場合には、最近収益または平均収益がいかに大であってもこれらを基準として株式の投資価値を決定することは危険である。反対に収益趨勢が上向している場合に、比較的小なる最近収益または平均収益を資本還元することも亦、投資価値の正しい測定方法とは

いえない。上向又は下向の趨勢が顯著な時には将来に対して同様の趨勢が続くか否かを充分に検討して、確信する理由を発見する限りに於て過去の記録に示された趨勢を将来に向つて延長することが許される。しかし下向趨勢については零を以て一つの限界として採算することが出来るけれども、上向趨勢は無限に之を延長して採算する危険があるから、上向趨勢の計算については特に考慮を要する。従つて一般に将来に対する趨勢を考えるに當つては、一定の年数を限る可きであり、概言すると、過去の趨勢を考慮した年数の約半分以下の年数に限ることを適當と思う。このように将来の趨勢値を計算に入れて正味収益額を算出することは実現収益を基礎として予想収益を測定する最も典型的な方法である」と。^(一)

筆者が収益所得について先きに述べた分析は譲渡所得及び資本損失には適用出来ない。何故と云うに最低収益所得は零以下にはなり得ないのであるが、資本価値の場合は予想譲渡所得以上の資本的損失があると予想する事は可能であるからである。若し或る証券価格の下落の可能性が価格騰貴の可能性の二倍位であると予想されるならば、投資家は此の如き証券を買はないのである。予想収益高は取引費用、収益所得喪失の危険、及び資本損失の危険を差引いて計算されるものである。投資家の行動を決定するものは此の最終的な純見積高によるのである。各種証券の危険度が異つて居るのみならず収益所得、及び譲渡所得獲得の可能性も異つて居る。又費用も異つて居る。従つて個人的投資家は投資に當つては正の決定要素と負の決定要素を予測する必要がある。多くの投資家によって行われる売買取引の大部分は夫々異つた危険の要素及び利得の可能性を持つて居ると云う事が出来る。投資家は投資に當つては負の要素に対して正の要素を最大にする様に努力せねばならない。或投資家は或る証券が他の証券より遙に大なる利得獲得の

可能性があると信じて其証券の保有分量を増加する場合がある。然し其証券の獲得分量には一定の限界がある可きである。何故ならば其証券の所有量が増加するに従つて該証券一単位が持っている利得獲得の可能性が減少するからである。其は次の如き事實があるからである。即ち先ず第一に投資家の或種の証券の保有量が増大するにつれて、投資家の心理に損失の蓋然性が利得の蓋然性を超過して拡大して行く傾向がある事である。第二に投資家が同種の投資証券の保有量を集中的に増大して行く場合には其供給価格が騰貴する傾向があると云う事實である。此の為に投下資本の財的集中度が増大するに従つて予想収益は通減するのである。此点に關してケインズは資本の限界効率 (marginal efficiency of capital) なる概念を導入して居る。彼の説く所は次の如くである。今一台の機械を購入した場合、其耐用年数を n 年とし、其の機械による生産物の毎年の予想売上金額から其生産に必要な予想費用を差引いた残額 (然し減価償却費は差引かない) 即ち毎年の予想収益の系列を夫々 $Q_1, Q_2, Q_3, \dots, Q_n$ で示し、其機械の供給価格を R とし、年々の予想収益を一つの年金収益と見なすとすれば、之を一定の率 (m) で割引いた場合、其現在価格が供給価格 (R) に等しくなる様な割引率が考えられる筈である。資本の限界効率は此の割引率によってあらわされるものである。即ち其は

$$R = \frac{Q_1}{1+m} + \frac{Q_2}{(1+m)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+m)^n}$$

此式を成立させる m の値が資本の限界効率である。尤も資本の限界効率は種々の機械・資本設備によって夫々異つた大きさを示すものである。然し新投資には最も有利な資産の購入が選ばれるはずであるから、均衡点に於ては、これ

ら各種の資産の限界効率のうち最大なるものが、資本一般の限界効率である。此の概念はケインズが其著「雇用・利子及び貨幣の一般理論」に於て述べたものであるが、マシーナルが「生産要素の純効率」(marginal net efficiency of a factor of production)⁽ⁱⁱⁱ⁾ 又は「資本の限界効用」(marginal utility of capital)と云ふ、フィッシャーが「費用超過収益率」(rate of return over cost)^(iv) と呼んだ概念と大体同一のものである。同じ類型の資本資産への投資が増加するに従つて①競争激化によつて将来の予想収益($Q_1, Q_2, Q_3, \dots, Q_n$)は次第に低下し、②又該資産の生産が次第に困難になる為に一般に其供給価格(R)は騰貴せざるを得ない。即ち或一定の種類の資本財の投資が進められるに従つて資本の限界効率は低下して行く。そして新投資は資本の限界効率が、其時の市場の利子率と等しくなる点迄進められるとケインズは説くのである。

個人的投資家が或種の証券に投資した後、於て他の証券がより有利であると考える場合がある。此の場合に投資家の行動を決定する要因は次の様に考えることが出来ると思う。当該有利な証券の購入は、其証券の最終購入単位の純予想収益が、他の保有証券の最終単位の予想収益と同じになる迄続行せられるのである。此の最終単位とは経済学上限界単位と呼ばれるものである。従つて投資家は証券のみならず種々の投資財産に対して夫々の限界予想収益が均等になる様に投資活動をして居るのである。

今仮に投資す可き資本が一定(例えば一、〇〇〇、〇〇〇円)であつた場合、此投資から得られる収益を最大にするには如何なる行動を投資家はとればよいかを考えて見よう。尚茲で言う収益とは各株式の配当と値上り利益とを合計したものから売買費用・税金等を差引いた純利益とする。株式は現在及び将来の収益を現在の配当額及び株価に反

映するからである。一〇〇、〇〇〇円で買入れた東芝(Ⅱ)の株式の一単位当りの予想収益は同じく一〇〇、〇〇〇円で買入れた松下電産(Ⅰ)の株式の一単位当りの予想収益よりも小であるが、同金額で買入れた東洋レイヨン(Ⅲ)の株式の一単位当りの予想収益よりは大であり、更に同金額の三井物産(Ⅳ)の株式の一単位当りの予想収益は東洋レイヨンのそれよりも小なりと仮定する。松下電産・東芝・東洋レイヨン・三井物産の株価は何れもあらかじめ与えられて居る。而も各株式の予想収益高は前にも述べた如く、①一定種類の証券に投資が集中する場合に投資家の心理に損失の蓋然性が増大すること、②証券の保有が集中的になるに従って価格の騰貴を招来すること、以上二つの理由により予想収益率は通減して行くのである。(此の点について前にも述べた如くケインズは彼の所謂資本の限界効率は次第に低下して、其時の市場の利子率に等しくなる迄投資は続行せられると説いたのである)以上の如く考へる時投資に於ては予想収益通減の法則(Law of diminishing prospective yields)が存在するものと考へられる。左記の如く筆者は予想収益表[Prospective yields schedule]なるものを作成し説明しよう。

Prospective Yields Schedule					
投資 対象 単位		I	II	III	IV
1	10	9	8	7	
2	9	8	7	6	
3	8	7	6	5	
4	7	6	5	4	
5	6	5	4	3	
6	5	4	3	2	
7	4	3	2	1	
8	3	2	1	0	

右記の予想収益表について見るに、 $1,000,000$ 円の投下資本による予想収益を最大ならしめるには、 $1,000,000$ 円を夫々の証券に投下し尽した時、総ての投下資本について $100,000$ 円当りの限界予想収益が均等であればよいのである（之は投資対象が等質等量に分割出来ると仮定すれば、 1 円当りの限界予想収益を考えてもよい）。夫は右表に明な様に $100,000$ 円当りの各株式の限界予想収益が 7 である場合である。即ちⅠ（松下電産）に $400,000$ 円、Ⅱ（東芝）に $300,000$ 円、Ⅲ（東洋レイヨン）に $200,000$ 円、Ⅳ（三井物産）に $100,000$ 円を投資した場合である。何故というに投下資本百万円の予想収益の総額は $10 + (9 \times 2) + (8 \times 3) + (7 \times 4) = 86$ であるが、之以外の如何なる方法によっても 80 以上の予想収益を齎し得ないからである。此の法則を投資に於ける限界予想収益均等の法則（Law of equimarginal prospective yields）と呼んで然る可きではなからうか。ゴッセンは消費に於ける法則として限界効用均等の法則（Law of equimarginal utilities）（ゴッセンの第二法則）を導入したのであるが、筆者は之を投資に適用して投資家の行動を分析説明したのである。斯の如き資本の限界予想収益の資本に対する比率はケインズの所謂資本の限界効率の概念に類似するものであって、ケインズの説く如く投資が続行せられるに従って結局は市場利子率に一致するものと考えられる。投資家は此の法則に従って自己の投資を最も有利に処理せんが為に、其の投資対象を分散せしめることによって其の目的を達しようとして居るのである。

投資家の或者は自己の投資物件の貨幣的流動性を維持せんとして其の投資目標を高級な短期債券に限定せんとする場合がある。此の投資方針によって最大の収益を獲得せんとするのである。又他の投資家は投資証券の種類を分散させて、其の中に優秀な債券と優秀な普通株を組み入れるとする場合もある。此の場合普通株の純予想収益が債券の純

予想収益よりも大となる事も考えられるが、然し一般に普通株の純予想収益は負の要素が大なので結局は債券の純予想収益よりも小となるのである。又普通株の所有割合が増加して行く場合は、其の普通株の最終購入単位の限界予想収益は通減する傾向がある。それ故投資家は自己の所有証券の種類を分散せしめる事によって純予想収益の最大化を計る事が出来るのである。

(一) 福田敬太郎著「市場論」新版、昭和三五年第三版、春秋社。

(二) J. M. Keynes, op. cit.

(三) A. Marshal, op. cit.

(四) I. Fischer, op. cit.

十五、代替効果と貯蓄の集中

投資家が經濟界の将来に対して悲觀的予想をして居る場合は最終購入単位の限界予想収益は負となる可能性がある。斯の如き場合は投資家は証券を購入せず、現在保有の現金を其のまま所有す可きである。何となれば現金も証券其他の投資物件と同じく投資の一形態であるからである。デフレーションが起るか、又は經濟界の将来に悲觀的予測が行われる場合は株式を債券によって代替せしめる傾向が生ずる。更にデフレーション及び悲觀的觀察が極端になると債券は更に現金によって代替せられる様になる。又株式の限界予想収益が債券の限界予想収益以下になれば、其の時は株式は債券によって代替せられるのである。又若し証券の限界予想収益が現金の限界予想収益以下に下降する時は証券が現金によって代替せられるに至るのである。

国民の階層を年間の所得額に応じて階層別に分けて考えて見る場合、低額所得階層よりも高額所得階層に流動資産及び所得が集中される傾向がある。此の事實は代替効果に影響を及ぼすのである。即ち現金又は之に準ずる流動資産が増加するに従って証券及び其他投資物件の限界予想収益は増加する傾向がある。従って投資家は現金以外の投資物件によって代替せしめるのである。低所得階層の人々は普通の場合其の所得を消費の為に支出する。即ち換言すれば、其の所得収入による貨幣を証券によって代替せしめるのではなく商品によって代替せしめるのである。斯の如くして経済社会の全貨幣貯蓄の大部分が高額所得を得て居る個人及び企業によって所有せられて居る場合は貨幣と商品の間の代替よりも寧ろ貨幣と証券の間の代替が行われる傾向があるのである。

(1) Jacob Louis Mosak, *General Equilibrium Theory in International Trade*, Cowles Commission Monograph 7 p. 130.

十六、拡張効果と経済組織の硬直性

投資家の間に流動性選好が増大して現金の形で富を所有せんとする傾向が生ずると、デフレーションは激化し、失業・不景気を招来するに至る。此の如き流動性選好は証券の限界予想収益が現金の限界予想収益よりも大となる迄証券其の他の投資物件の価格を低落せしめるのである。此の如く証券価格が低下すると巨視的経済理論による投資（経済学的集合概念）が拡大し、雇用の増大、景気の上昇を招来するに至る。其の理由は、証券及び其の他の投資物件を以て、現金及び其の他の高度の流動性を持った資産に代替せしめる傾向があらわれるので経済界全体に拡張効果を及ぼす結果になるからである。

雇傭の均衡水準は貨幣の所有、負債の負担、資本財の購入、新設備の建設等によつてもたらされる利益が夫々凡て相等しくなった時に実現する。限界予想収益均等の法則に則らんとする投資家は其の富の所有形態の如何は問う所ではない。然し經濟社会全体にとっては国民の富が貨幣の形で蓄積される場合は失業・不景氣を招来するのである。投資家の斯の如き行動は經濟社会全体に対して単に無関心であると言うよりも寧ろ革命への道を示唆するものと言う可きである。⁽¹⁾

労働組合等による労働の広範な組織化、利子率及び信用条件に対する政府の規制、産業独占の發展等によつて、投資家が現金を保有し増殖しても、現金の限界予想収益が証券のそれよりも小となる様な事はないのである。従つて現代の經濟制度に見られる之等の硬直性は現金に対する証券其の他の投資物件の代替作用の發展を阻止することになるのである。其の結果、硬直性が無い場合は經濟的拡張が行われるのであるが、上述の如き硬直性がある為に經濟的拡張が行われないのである。

(1) Dillard, op. cit., pp. 203—204

十七、税制の貯蓄・投資に及ぼす影響

筆者は先きに所得の集中が行われて居る場合は現金と証券との間の代替が有効に作用する傾向がある事を述べた。所得税は此の所得の集中度を減少せしめる作用のある事は明らかである。近代国家に於ける税制に於ては何れも所得税は累進税法により上層所得階層程高率となつて居る。個人所得に対する累進課税は更に次の如き影響をもたらすも

のである。個人に対する所得税の税率が高ければ高い程、企業は其の所得収益の大部分を企業の内部に残留せしめて外部に配当として分配し尽す事はしないのである。企業が必要な資本を調達する為に、新たに証券(株式又は債券)を売り出す事が出来るならば、企業所得の大部分を配当として株主に進んで支払うであろう。然し実際には企業は自己の資本拡大資金獲得の為に企業収益の大部分を企業内部に保有する必要を感じて居るのである。其の理由は株主は税法上配当所得に対して累進的所得税を課せられる結果其支払後は企業の資本拡大の為の資金を所有して居ないからである。若し企業が資本拡充の為に一〇〇、〇〇〇、〇〇〇円の収益(法人税を除去した額とする)を保有して居る場合は株主又は其の他に証券を売却して資金を獲得する必要はないのである。今若しこの一〇〇、〇〇〇、〇〇〇円が配当の形で株主に支払われ株式所有者が仮に三〇%の所得税を課せられるものとすれば株主は七〇、〇〇〇、〇〇〇円しか保有しない事になる。今企業が一〇〇、〇〇〇、〇〇〇円の新証券を売り出し度いとしても、株主が受け取った配当は七〇、〇〇〇、〇〇〇円に減少して居るので、企業が支払った配当から一〇〇、〇〇〇、〇〇〇円を吸収する事は到底不可能である。従って企業が資本設備増設改良の為に資金を獲得する実際的方法是次の如くである。すなわち企業は企業所得の大部分を株主に配当した後再びこれを回収するという方法をとることなく、企業所得の大部分を企業内部に留保するのである。富裕な個人に対しては所得税、相続税、贈与税等の重税がかけられるので、証券その他の投資物件を購入する能力は減退しつつある。斯の如くして富裕階級すなわち高額所得階層の貯蓄が減退すれば、企業は中堅の所得階層の貯蓄に企業の必要資金を求めなければならない。その結果各種の証券は民間に広く分布する事となり、又他面社会的には投資上の諸知識の普及が切実に要望せられるに至るのである。(一九六四年一月十日稿了)