

# 投資家の意義と其諸形態に就て

加 藤 金 三

## 一、投資家の意義

## 二、投資家階級の拡大

## 三、投資家の諸形態

### ④投資収益所得の種類による分類

①定期的収益所得を目的とする投資家

②価格騰貴を予想して譲渡所得を目的とする投資家

投資家

### ⑤投資家主体の如何による分類

①公共的投資家

### ③社会福祉的投資家

形態

①個人企業

②民法上の組合

③匿名組合

④合名会社

⑤合資会社

⑥シンジケート

⑦有限会社

⑧株式会社

## 四、投資家形態の重要性

## 一、投資家の意義

筆者は先ず投資を次の如く定義したい。「投資とは個人又は投資機関が元金の保全、安定した定期的収益、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事を目的として資金を財産

投資家の意義と其諸形態に就て

に支出することである。<sup>(註1)</sup>」と。そもそも投資は長期間か不定期間にわたって行なわれるものである。投資の定義を明確にしておけばおのずから投資家の意義も明らかとなる。すなわち投資家とは「投資を目的として財を獲得する人である。」とすることが出来る。しかし投資を定義する場合に生じた種々の困難が投資家を定義する場合にも必然的に伴ってくる。例えば今ここにA・B二人の個人が同じ投資物件を購入したとした場合にA・B両者は其投資物件について処理方法が各心理的に異っている場合がある。Aは短期間に巨利を博せんとし、Bは長期に亘って安定的収入と比較的確実な譲渡所得を得んと考えるならば前者は投機家と言う可く、後者は投資家と言う可きである。<sup>(註2)</sup>斯の如く投資家、投機家の明確な区別ははなはだ困難である。<sup>(註3)</sup>

註1 政経論叢(創刊号)拙稿「投資の経済理論序説」一一七頁

註2 Ralph E. Badger; Harold W. Torgerson; Harry G. Guthmann, Investment Principles and Practices, Fifth edition, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, N. J. 1961, p.9—p.11

註3 前掲「政経論叢」一二二頁—一二八頁

## 二、投資家階級の拡大

凡そ資本主義社会に於ては投資家は極めて重要な社会的機能を果たすものである。我国に於ては投資家層の顕著な拡大をみたのは第二次世界大戦以後のことである。

次頁の表にみる如く吾国個人の有価証券保有額は一九五六、一九六〇、一九六一年には大巾な増加を記録してい

(表一) 個人の有価証券保有額

年	有価証券額 保有額	対前年度増 %
1954	930 <sup>億円</sup>	—
1955	269	—28.9
1956	1,424	429.4
1957	2,079	46.0
1958	2,304	10.8
1959	2,945	27.8
1960	5,204	76.7
1961	9,779	86.8
1962	5,824	—40.4
1963	5,247	—9.9

資料 日本銀行「本邦経済統計」資金循環勘定による

(表二) 上場株式所有者別調

会計年度末	会社数	個人所有者数
昭和 20年(1945)	631	1,673,828 <sup>人</sup>
25年(1950)	713	4,512,671
30年(1955)	786	8,417,432
35年(1960)	785	11,696,535
38年(1963)	838	16,579,010

大蔵省「株式分布状況調査」による  
(註4)

る。斯の如く証券の保有は大衆化したのであるがこれら投資家の多くは投資原理に関する知識についてはある限界があった。したがって之等大衆投資家は経験の深い専門的投資家と比較するとその合理的投資方針を実行する上に於てはるかに隔りがあった。

註4 昭和四十年三月発行「本邦経済統計」日本銀行統計局

### 三、投資家の諸形態

投資家を分類するにあたっては種々の観点より類別することが出来る。重要なものより順次記載することとす

投資家の意義と其諸形態に就て



る。

(A) 投資収益所得の種類による分類。

次の二形態に分類する。

- ① 定期的収益所得を目的とする投資家
- ② 価格騰貴を予想してその譲渡所得を第一目的とする投資家
- ① 定期的所得を第一目的として投資する者。

此範疇に属するものは昔から考えられて来たいわゆる投資家であつて慎重なる方法によつて投資をし、定期的所得を獲得することを第一目的としているものである。此の場合投資するにあたって最も考慮する点は経済状態の諸変化、又は該投資物件の収益力の変動の予想等よりは寧ろ該投資物件の現在及び過去の投資条件の如何に基いて投資が行なわれるのである。定期的所得獲得を目的とした投資は安定した収益所得をもたらず証券（例えば業績安定して配当率の一定の優秀会社の普通株式・優先株・国債・地方債・又は担保力ある優秀会社の社債・特別法によつて設定された会社の社債等）或は其他安定収入をもたらず投資方法（例えば貸家、貸ビル、アパート、その他等）に重点をおいて投資せねばならない。銀行の如き機関投資家はその資金の流動性の限界内に於て（銀行は大蔵省の行政指導に基き、保険会社は保険業法施行規則に基く）行つた投資に対して確実な安定した収益所得を得る事を期待しているのである。そのため機関投資家は定期的収益所得を目的として投資をするのである。定期的所得を目的とした投資は該投資から得られる安定的な収益所得ばかりでなく当該投資財産の資産価値の安全性をも重視せねばならな

いのである。定期的収益所得を目的とした投資が一定の利子率をもった債券を購入する場合には貨幣の購買力が低落してもこれに対しては何等の保護も与えられていないのである。明治以来すでに百年になんたんとする今日貨幣価値は徐々に低落し、殊に茲二十年來の貨幣の購買力の著しい低下は価格騰貴を目的とした投資に対しては非常に好都合なものであつた。<sup>(註5)</sup> 眞の投資は元金の安全性を重視するものであるから、投資家は貨幣金額での安全性を確保するばかりでなく購買力の安全性維持に最大の注意を払わねばならないのである。<sup>(註6)</sup> 銀行の定期預金、貸付信託等の利子、公社債の利子を受ける場合の如く単に定期的収益所得を目的として投資を行う場合は、一般に定期的所得獲得の安全性とその元金、及び定期的所得の購買力維持の安全性との両面の保護はふつう与えられていないのである。

② 投資物件の価格騰貴を予想して売却時の譲渡所得を第一目的とする投資家。

此の範疇に属する投資家は最初に購入した投資財産を後日利益を得て高い価格で売ることを目的とする投資家である。此種の投資家は自己の目的を達する為には投資財産の種類の選択と投資の時期―即ち購入売却の時期―について充分注意深い慎重な考慮が払われなければならない。例えばある会社に於て其事業活動が盛となり、販売高が増大し、事業収益が増大していくが如き場合には、その会社の株式は価格騰貴を目的とした投資家にとっては魅力ある投資物件である。然し、斯の如き投資には定期的収入所得を目的とした投資に比較してはるかに大なる危険を伴うものである。此の種の投資は現在の条件の継続という予想に基礎をおくよりもむしろ将来発生すると考えられる事象の予想に基礎をおいて投資されるからである。価格騰貴を目的とした投資は種々の方法で行なわれる可能性



がある。(a)成長財産購入による投資。成長財産というのは需給の変動、人口の変化、産業の発展、技術の進歩、その他これらに類する諸々の経済的諸要素の発展の結果、その価値が増大すると予想される財産のことである。(b)現在に財産価値が低下しているが大きな将来価値を内蔵している財産を購入する投資。例えば将来に於て金融的地位を強化し得るみこみのある会社又は経営費用の節減を期待し得、又その他何等かの理由で会社の財産から得られる収益所得が増加する可能性ある会社の発行して居る証券の如き之である。

価格騰貴を目的とする投資に於ては多くの場合該投資財産は所有権の裏付を必要とする。その理由は本来所有権の裏付のない財産即ち債権的財産は価格騰貴による利益の獲得の可能性がなく、その場合の利益は所有権者に帰属することとなるのが一般普通の事例であるからである。(しかし例外として不動産のうち、家屋については譲渡権利による賃貸借契約による時はその賃貸権は債権的財産であるが価格騰貴による利益を享受することが出来る)又、今後賃貸権が物権化される傾向にあるから借家権者も借地権者も共に価格騰貴による利益を享受出来る(借地法、借家法、借地法等の一部改正案)。株券の如き所有権に基く財産を所有するに当って、これに附随する危険は債権的財産に比較して明らかに不利な点がある。価格上昇の可能性ある財産は同時にその反面価格下落の可能性があるからである。昭和三十六年七月迄我国経済界に於いて優良会社、生長株式としてもてはやされて多くの投資家を魅了した我国代表諸会社の株式の現在の価格低落状態をみても如何に危険であるかを知ることが出来る。従って投資家は価格騰貴の可能性大なるものはその反面価格下落の危険のあることを充分知っておらねばならない。投資家は此種の投資に当っては其投資財産の充分な管理が必要である。投資家は常に慎重に行動す可きであり又慎重に行動しなければならな

い。此の為に投資家は以上述べ来った定期的収益所得と価格騰貴との両面を目的として投資を行う必要がある。片方のみによる時は不測の危険に遭遇する場合がしばしば生ずる。如何なる投資家でも注意深く慎重に投資計画をたてた場合は定期的収益所得の獲得を目的とした財産のみならず、財産価格の騰貴を目的とした財産を持つこととなるのは当然である。<sup>(註8)</sup>

公社債の如き固定した貨幣金額を表示した証券を持っている場合は、貨幣購買力が低下すると損害を蒙るのであるが、斯の如き損害の危険はその証券の貨幣金額が維持され、貨幣額による所得収入が安定しているという利益と相殺されることになるのである。従って多くの投資家はこれら種々の危険性、安全性の均衡を保った投資を行なわんとしているのである。

#### (B) 投資家の主体の如何による分類

次の三形態に分類する。

- ① 公共的投資家
- ② 個別的投資家
- ③ 社会福祉的投資家

[I] 公共的投資家。国家・公共団体、又はこれらの機関の代理機関等官公組織のものであって投資をするものを此の範疇に入れる。これ等の組織、機関の管理運営する資本は現実に機能する形態より見る時は造幣局・印刷局・国有鉄道・通信事業・軍需工業・専売事業等の国営企業、又は公共団体の交通事業・水道事業・教育事業等の国営企



業及び地方公共団体の公営企業をも合わせて広く国民経済の種々なる産業部門に国家又は公共団体が投下する資本を意味する。これら国家又は公共団体の資本の創出及び投下の形態は、直接財政機構を通じて行なわれるものと、金融機構を通じて行なわれるものと二種がある。前者は国家又は公共団体の財政権力特に課税権力によって強制的に徴収した貨幣を資本として投下する場合である。斯の如く国家、公共団体の資本の創出には権力的創出の形態が加味されるのであるが、これが私的資本の創出と異なる点である。財政機構による資本創出の場合でも公債の公募による場合は市場に自由に流動する資本を国家、公共団体の資本に集積するのである。公債の発券銀行引受による場合は権力的な擬制資本創出の一形態である。財政機構による直接的な資本投下の形態は投資特別会計の設定によって行なわれる。

金融機構による国家又は公共団体の資本の創出には直接財政権力の作用は働かないようにみえるが該金融機関が政府の出資又は財政権力による補償を受ける金融機関である点、債券発行等の特権が認められていること等が注意されるべきである。又此債券が発券銀行に引き受けられるならば公債の引受けと同じくインフレーションによる権力的な資本創出の形態である。

右に述べた国家、公共団体の資本の現代経済社会に於ける機能は一般的に私的資本の果たし得ない産業を近代化し、又他方に於て私的資本の利潤を確保し、損失を補償することにある。従つて国家又は公共団体の資本は、専売事業を別とすれば、自己の生み出す余剰価値が自己に帰属することは必ずしも必要条件ではない。故に国家又は公共団体の資本が貸付資本として投下される場合は、低利の長期貸付の形態をとり、株式資本として出資される時は、



一定期間無配当とせられることが多いのである。

従来我国資本主義経済機構の中で国家又は公共団体の資本の果たした役割は極めて大なるものがあった。これは我国の国家財政が単なる官庁の財政でなく特別会計の形態で極めて多くの国营企業を包括していた事実をみればわかることである。従来公営或は半官半民の金融機関が極めて多く、これらが財政機構と緊密に結びついていた。郵便貯金制度、社会保障制度等の如き官営の組織が個人の資金を引きだし、これを集積して、大衆の為に投資している。例えば我国の郵便貯金は国家をバックにした信用を持ち、一九六四年十二月現在で二兆七千六百六拾四億七千五百万円（ $\text{¥}2,116,475,000,000$ ）の貯金を持ち、大蔵省資金運用部資金（ $\text{¥}3,888,062,000,000$ ）の約五十四パーセントを占めている有力な国家の財源である。<sup>（註9）</sup>此の郵便貯金の資金は大蔵省資金運用部を通じて都道府県・市町村へ貸し出され、学校・病院・保健所・道路・橋梁・上下水道等の建設に使用せられ、また住宅難解消の為、日本住宅公団に貸付また住宅金融公庫を通じて一般に貸し付けられ、或は又中小企業振興の為中小企業金融公庫、国民金融公庫を通じて中小企業者の事業資金を供給している。又農漁村振興を目的として農林漁業金融公庫を通じて融資が行なわれている。又此の資金を以て国債、金融債を買う場合もあり、又開発銀行を通じて電力事業、造船事業、オリンピック競技場建設に融資されている。吾国の社会保障制度は社会保険が大部分を占め、生活保護、年金、児童福祉、遺家族援護等はウェイトが小さい傾向があるが此社会保障基金は或範囲内の雇用者、被雇用者から集められた資金によって構成されて居るものである。被雇用者が支払う保険料は賃金或は俸給からその受領前に天引きされるのである。かくの如くして集められた資金は大部分政府発行証券に投資される傾向がある。一般に社会保障制度

は所得再分配効果を持ち所得格差の拡大防止、また有効需要を喚起して景気変動の安全要因となるのみならず、社会保障関係の基金は資本蓄積の効果をもたらすものである。

社会保障基金は其保障計画に基いて老年による退職者、その他その保障計画に定められた一定の事故の発生によって本人又はその家族に支払われることになっている。此の支払金は最初に定められた掛金額とその掛金が基金中に保持された間の利子との合計額から危険負担料を差引いた額に等しい筈である。

政府は民間金融の質的補完を目的として大規模な財政金融活動を行っている。其の主なるものを列記すれば

# (I) 融資特別会計

## ① 大蔵省資金運用部

郵便貯金・厚生保険等の資金及び各特別会計の余剰金の預託金を資金源泉として、政府金融機関・公団・地方公共団体等への貸付け国債・地方債・金融債等の引受を行う。

## ② 簡易生命保険及び郵便年金特別会計

簡易生命保険や郵便年金の剰余金即ち所謂簡保資金を資金源泉として、地方債の引受け、地方公共団体・政府金融機関への貸付けを行っている。(一九五三年より資金運用部資金とは別に運用されている。)

## ③ 産業投資特別会計

産業開発、貿易振興の為の融資を目的として、設立されたもので、一般会計からの繰入金、見返資金特別会計等からの承継資金、外債発行代り金等を資金源泉として、日本開発銀行、日本輸出入銀行等の政府金融



機関及び日本住宅公団・電源開発株式会社等への融資を行っている。

④ 余剰農産物資金特別会計

米国より購入した余剰農産物の国内売却代金のうち米国貸与分を資金源泉として電源開発、農地開発資金を政府関係団体に融資している。

⑤ 開発者資金融通特別会計

他会計からの受入資金より、開拓者に対する営農資金の貸付けを行うもの。

(Ⅱ) 政府金融機関

之は全額政府出資の公法人で前記(I)の融資特別会計からの財政資金に自己資金を加え、之を民間産業に投融資している。大体次の如きものがある。

① 日本開発銀行

之は経済再建、産業開発を目的として、一九五一年に復興金融公庫と米国対日援助見返資金の貸付資産を承継して設立されたものである。資金源泉は産業投資特別会計からの出資金、資金運用部、産業投資特別会計からの借入金、世銀借款などの外貨借入金であり、電力、海運などへの長期資金や地方開発資金の貸付けを行っている。

② 日本輸出入銀行

民間金融機関の行う輸出入及び海外投資に関する金融を補充する事を目的に一九五〇年設立された。プラ投資家の意義と其諸形態に就て

ント輸出、海外投資資金等の貸付けを行っている。資金源泉は、産業投資特別会計からの出資金、政府よりの借入金等であるが、東南アジアの開発資金で日本輸出入銀行や民間銀行からの融資が困難なものについては海外経済協力基金によって融資が行われる。此基金も一般会計等からの出資に基くものである。

③ 住宅金融公庫

住宅建設資金の融資を目的に一九五〇年に設立され、資金源泉は一般会計、産業投資特別会計、見返資金からの出資金、資金運用部、簡易保険からの借入金である。

④ 北海道東北開発公庫

之は北海道及び東北地方の総合開発を目的に一九五六年に設立されたもので、資金源泉は、資本金、借入金、債券発行代り金で、貸付けは資本金一億円以上の企業を対象とし、一般金融機関との協調融資による事としている。

⑤ 公営企業金融公庫

地方公共団体の行う水道、交通、電気、ガス等の公営企業に対する融資を目的として一九五七年に設立されたもので、債券発行代り金を主な資金源泉としている。

⑥ 医療金融公庫

病院の設置改良資金の供給を目的として一九六〇年に設立されたものである。資金源泉は一般会計からの出資金及び資金運用部からの借入金である。



⑦ 中小企業金融公庫

之は中小企業に対する設備資金及び長期運転資金の融資を目的とする政府金融機関として一九五三年設立されたものである。預金の受入れ債券の発行は認められず、出資者は政府であって全額出資し、又政府より借入れることもある。一般金融機関では融資困難な長期資金に限って融資することを目的としている。而して其の貸出については融資限度が定められている。即ち一般の貸出の場合は一千万円で、組合に対しては、三千万円を限度としている。

⑧ 国民金融公庫

之は全額政府出資によって一九四九年に設立された政府金融機関で庶民金庫及び恩給金庫の業務を継承している。普通銀行等一般の金融機関から金融を受ける事困難な国民大衆に対して必要事業資金を供給する事を目的としている。資金源泉は政府出資金及び借入金であり、普通貸付（遺族国庫債券担保貸付、母子家庭貸付、災害貸付等）遺族国庫債券担保貸付、母子家庭貸付、災害貸付等更生資金貸付、恩給貸付等の貸付を行う。

⑨ 中小企業信用保険公庫

中小企業信用保険法及び中小企業信用保険特別会計法に基き一九五〇年に設立されたものである。信用保険協会の債務保証に対する保険と、同協会に対する融資を目的とする政府金融機関で、全額政府出資である。

⑩ 農林漁業金融公庫

之は吾国農林漁業金融の特別性に基いて一九五三年（昭和二十八年）に設立された政府金融機関である。農林漁業に必要な長期資金で農林中央金庫などによっては融資困難なものに融通する事を目的としている。一般会計や、産業投資特別会計等からの出資金や、資金運用部、簡保資金、産業投資特別会計等からの借入金を資金源泉としている。農林中央金庫、信用農業協同組合等を通じて委託貸付けを行ったり、又自ら直接貸付けを行ったりする。

以上列举した之等の金融機関の活動が投資条件に影響を与えるのである。然し一般的に言つて之等の公的機関は資本の供給者と言う事よりも貸付け団体と考えられている。之等の組織機関は通常一般的意味に於ける公共的投資家とは考えられていないのである。

〔Ⅱ〕 個別的投資家 此範疇に属する投資家は国家の利益よりも個人自身の利益を第一の目的として活動する投資家である。此のグループの投資家は三つの分類の中で最重要なる投資家であつて、本論文に於ては此の個人的投資家に属する者等の投資活動の分析に主眼を置いているのである。既に述べた如く私的個人投資家は其投資活動によつて雇用を促進し、国民所得を増大し、国民の生活水準を向上せしめる等、経済的社会的貢献をなしているのである。

此の分類に属する者には個人ばかりでなく、普通商業銀行、相互銀行、信用金庫、保険会社（生命保険会社、損害保険会社）、信託銀行、投資信託委託会社等が含まれる。



以上述べた此部類に属する投資家は其基本的な投資目的は同じであるが其投資計画は相互に異っている。

〔Ⅲ〕 社会福祉的投資家 此の部類に属するものは社会公共の福祉の為に或は個人の特定の団体の利益の為に、投資活動する組織体である。之等の投資家は私的個人的投資家と公共的投資家の双方の特質を備えているものである。其の投資活動の目的は、公共的投資家の目的と同じであるが、其の目的を達成する為には、個人的投資家と同一の投資原則を活用する必要があるのである。学園・大学・病院・宗教団体・慈善福祉団体・企業年金<sup>(註10)</sup>（生命保険会社・信託銀行に委託される）及び一般の財団法人等に属する基金は、此の部類に属するものである。之等の組織団体の投資方針は通常の場合法律によって規制されてはいないのであるが、投資方針は団体の規約及び寄付者の意志によって、制約されているのである。例えば、或団体の資金は公債又は某会社の債券という様に特定の証券にのみ投資せねばならないと規定している。之等の大多数の財団及び其他の公益法人並に之に類するものは其の団体の規定によって選出された理事会によって運営されるのである。之等の非営利団体の中には、其の組織運営の任に当る理事会が投資の選択に関して、完全な自由を持っているものもある。従って此の種類の公益法人は其基金の投資に当っては柔軟的であつて、投資条件の変化と共に、其投資行動を変動せしめる事が出来る。

株式会社組織であつて尙此の分類に属する特殊な投資機関として日本共同証券株式会社がある。其の主たる目的とする処は現在の株価暴落時に際して大量の株式を購入して資本市場の健全な育成を主たる目的として居るのであるが、其目的を達する為には株式会社として利潤の追求を考えねばならない。現在資本金三〇〇億円、株主は銀行

生命保険損害保険其他一部の証券会社であつて一三九社である。現在借入金は一、六五〇億円あり其内訳は日本銀行より一、〇〇〇億円、日本証券金融株式会社よりの借入六五〇億円である。右の自己資本三〇〇億と借入金の合計約二、〇〇〇億円の証券を保有して居る。

(C) 投資家の企業形態による分類及び投資対象の企業形態

投資家は其組織が如何なる類型に属するものであるかにより分類する事が出来る。吾々が斯の如き組織の類型を考察するのは、主として次の二つの理由によるのである。

即ち之等の組織は投資家自身の組織である場合もあり、又斯の如き組織体の発行証券が投資家の投資対象として、役立つ場合もあるからである。吾々は投資を研究するに当っては、投資家自身の組織を知らねばならぬと同様に、投資対象が如何なる組織体に属する証券、又は其他の財産であるかを知らねばならないからである。今仮に株式会社形態について考えて見る。株式会社は投資家にとっては、非常に重要な営利企業の一形態である。吾々が個別的投資家として株式を買う場合には、株式会社の本質を知る必要がある。株式会社に興味を持つのは、株式会社が投資家の組織であるばかりでなく、投資対象の組織であつて投資の機会を提供してくれるからである。営利企業の諸形態は次の如きものである。

- ①個人企業 (Individual proprietorship)
- ②民法上の組合 (Partnership)
- ③匿名組合 (Undisclosed association)



④ 合名会社 (Ordinary partnership, General partnership)

⑥ 合資会社 (Limited partnership)

⑥ シンジケート (Syndicate)

⑦ 有限会社 (Limited company)

⑧ 株式会社 (Stock corporation, Joint stock company)

① 個人企業 之は一人の個人によって所有運営される企業組織のことである。此組織に於ては、一人の人間が資金の調達、事業の運営、其成功不成功の全責任を負うものである。斯の如き場合其企業の責任者たる個人は事業経営上必要な資金を自分の財産から供給する場合もあるし、又銀行から借金する場合もあり得る。斯の如き個人組織の企業が本来の事業として、投資活動でなくして、生産活動をして居る場合を考えて見る。此の場合企業が投資家として機能するのは、事業を運営するに必要な資金以上の資金が企業内部に蓄積された場合である。之等の資金は該事業の為に投資される場合もあるし、又正規の事業運営から切離されて該事業とは別箇に投資される場合もある。多くの場合該資金が事業の一部であるか、或は事業から分離されているかを決定する事は不可能である。何故というに、投資に対する所有権は一樣に該事業の経営者個人の名前であらわされるからである。然し時には斯の如き個人的企業は其所有者個人の名前でなくして、他の名称によって運営される場合もある。此の場合所有権が別々の名称で示されるのであるが、法律上の権利義務の關係は企業経営者個人に帰属するのである。個人企業は、会社等の集団企業と比較して、多くの利害得失がある。其を列举して見ると、長所としては ① 設立が極めて容易で

ある ②統一的な経営、機宜に適した経営を行うことが出来る。③事業経営の努力如何は直接其個人の損益となるから経営に対する刺激が大である。又短所としては ①資本を充分に集めることが困難である。②個人の事業経営能力には限界がある。以上の諸点である。

## ② 民法上の組合

会社に類似する企業形態として民法上の契約としての組合がある。之は民法の規定（民法六六七条以下）によるもので当事者が組合契約を結び、各出資をして、原則として組合員の全部が業務の執行に当るものである。共同の商号を使用する事が出来る。組合員は無限責任を負うので、合名会社に近いのであるが、合名会社とは異って、民法上の権利能力を有していないから法人ではなく、法律上の事業の主体は組合員各自である。又組合員の出資した財産は、組合員の共有となるのである。出資は貨幣又は他の財産、労務等要するに財産的価値あるものならば何でもよい。事業は営利、公益、親睦を目的とするものでもよく、其によって全組合員が利益の分配を受け得るものでなければならぬ。此の組織による株式投資・不動産投資をする団体を各地に見る事が出来る。

昭和四十年一月設立せられた日本証券保有組合は民法上の組合であって、現在の株式の暴落時に当って各証券会社の自己防衛と資本市場の安定を目的として結成されたものである。組合員は東京・大阪・名古屋・神戸に本店を置く証券会社五十六社よりなり、存立期間は三年間とし、場合によっては更に一年延期する、現在迄に組合が組合員たる証券会社より買取りたる証券価額は一、七〇〇億円であり、其一割一七〇億円が出資金となって居る。組合員は組合に売却した金額の一割を組合に出資する事になって居るからである。組合が組合員より証券を買入れる場



合は日本証券金融株式会社より資金を借り入れ、日証金は更に日本銀行より借り入れるのである。

### ③ 匿名組合

之は商法五三五条以下に規定されている組合である。当事者の一方即ち匿名組合員は出資するのみで、相手方たる営業者が業務の執行に当るものである。経済的見地からすれば合資会社に近いものであるが、合資会社と異つて法人ではなく、匿名組合員は其名及び出資額を外部に現わさない。従つて法律上は、組合の事業は営業者個人の事業であり、匿名組合員の出資した財産は営業者の財産である。然し営業の結果生じた損失については匿名組合員は自己の出資を限度として、分担する義務を負うものと通常の場合推定される。

此の組織による時は、営業者は資本関係を秘密にする事が出来、又営業に対する出資者の干渉を避ける事が出来る。各出資者（即ち匿名組合員）はその社会的地位又は法律上の制限の為に営業者となる事を欲せず、又はなる事が出来ない場合に此の制度を利用するのである。第二次世界大戦後、此組織による投資団体が吾国各地に多数設立されて、而も経営の不堅実な為に倒産して匿名組合員に非常な損害を与え、重大な社会問題を起したことは、まだ世人の記憶に新しいことである。（例えば保全経済会、殖産金庫の如きは此の例である。）

### ④ 合名会社

合名会社は社員の全員が、会社の債権者に対して連帯無限の責任を負う会社である。従つて純然たる人的会社である。吾が商法に於ては、合名会社は法人として規定しているが、外国法に於ては、必ずしも法人とせられていない。合名会社を設立するには、社員となる二人以上の者が定款を作ることを要する（商法六二条）。合名会社は、

対外的には法人であるが、対内的には組合である。従つて社員相互間の関係には、組合に関する民法の規定が準用される（商法六八条）。合名会社の社員は皆出資をせねばならない。出資は財産、労務何れでもよい。財産出資以外の出資を認める事は、株式会社と比較して合名会社の特色である。然し少くとも一人は財産出資をなす社員がある事を要する。其は資本のない会社はあり得ないからである。財産出資は社員の財産を会社に投じて、会社の利用に供することである。之には所有権出資と、使用収益権出資との別がある。労務出資は、精神的労務と肉体的労務とある。信用出資は社員が其の名を列して会社の振出す手形に裏書、引受をして会社の為に担保を提供するが如き行為をなして、会社に其社員の信用を利用せしめることを言うのである。業務の執行は各社員の権利であり義務である（商法七〇条）。然し全社員に業務執行権を与えることなく特定の社員をして業務の執行に当らせることが出来る。業務執行権と代表権とは原則として表裏をなすものであるが定款又は総社員の同意によつて業務執行社員中特に会社を代表する者を定めることが出来る（商法七六条七七条）。代表機関は会社のなし得る総ての行為について代表権を有する。代表権に制限を与えても善意の第三者には対抗出来ない（商法七八条のⅡ・民法五四条）。権限の濫用を防止する為に共同代表の制度が設けられている（商法七七条）。合名会社の社員は其の会社の債務について、その債権者に対して直接の責任を負うものである（商法八〇条のⅠ）。合名会社が個人経営に対して持っている利点の主なるものは経営上必要な才能又は資金を増強せんとするならば容易になし得ると言う点にある。

合名会社組織の主たる不利な点は次に述べるが如き点である。各社員は自分以外の社員が会社の名に於て借金すれば其の全負債について連帯して無限の責任を負わねばならないと言うことである。若し或社員が会社の名で約束



手形に署名して之を債権者に与えた場合は他の社員は其の債務の支払について連帯して、無限責任を負うことになる。無限責任とは、合名会社の内部に会社の全負債を支払う資産が充分にない場合に、債権者は社員全員の個人財産を無制限に要求することが出来ると言うことである。多くの場合合名会社は、社内の契約によって総ての社員は合名会社の名を用いて勝手に債務を負うことを禁止している。然し此の規定は一定の範囲に於てしか有効ではないのである。何故というに、社員の一人が此の社内契約を破って、合名会社の名を用いて手形に署名する時は、其手形債務については社員全員が無限責任を負うことになるからである。他の社員は其の社員が社内の契約に違反して手形に署名したのであるから、其社員を相手に訴訟を提起することは出来るが、其社員に支払能力が無い場合は如何とも致し難いのである。斯の如く各社員は連帯無限責任を負うものであるから大なる危険を負担するものである。少額の出資しかして居ない事業に或場合は全財産を投げ出さねばならないという危険がある。従って合名会社は父子、兄弟、親戚等が協同して営む事業に適している。

合名会社は重要な投資家となる場合がある。第二次世界大戦の終末までは吾国財閥の多くは合名会社組織によって自己系列の諸会社の株式を所持して之を支配して来た。即ち金融資本による産業支配の中心的な役割を果して来たのである。例えば三井合名会社・安田合名会社の如き持株会社（Holding company）が之である。少額の資本によって広大な産業部門に及ぶ諸会社を支配するのである。即ち他の会社の株式の過半数を所有して之を子会社として支配し、此の子会社も他の企業の株式の一部を所有して孫会社として、又孫会社も同様な方法によって下位会社を支配して、独占資本家たる財閥は少額の自己資本で広範囲の諸産業を独占的に支配したのであるが、終戦と共に

産業民主化によって之等は解体整理された。過剰資金を保有している合名会社は、其の資金を屢々不動産や証券に投資する場合がある。合名会社は単に投資の為に組織される場合もあるが、投資のみならず事業経営を行う形態をとる場合もある。

## ⑥ 合資会社

合資会社は無限責任社員と有限責任社員とから成る会社である（商法一四六条）。

合資会社は社員の共同経営であつて、有限責任社員も亦社員として、権利義務を有しているのであるが、匿名組合は営業者の単独経営であつて、匿名組合員は他人の営業に投資しているに過ぎない。又合資会社は吾が国に於ては法人であるが、匿名組合は契約関係である。無限責任社員は合名会社と同じであるが、有限責任社員は財産出資のみしか許されない（商法一五〇条）。これは有限責任社員は唯投資家であつたという沿革によるものと思われる。有限責任社員は業務の執行権も会社代表権もない（商法一五六条）。無限責任社員は出資すると共に会社の経営に当る。

合資会社は普通の共同経営の利益を伴っているが、又有限責任の規定があるが為に出資者を広く求める事が出来るという特色を持っている。資力が乏しくとも経営者として能力を持って居る人を活用する事が出来る。然し株式会社に比較すると株式会社の如く広く株式を発行して、公衆から資本を集める事も出来ず、又経営者は無限責任を負わねばならないという不利な点がある。過去に於て吾国財閥の華かなりし頃三菱本社、住友本社の如きは合資会社組織であり、自己系列の多くの企業の株式を過半数所有して持株会社（Holding company）として経済界に重き



をなしたが終戦と共に財閥の中心として解体せしめられた。三井合名、安田合名の如きも同様の運命を辿った。

#### ⑥ シンジケート (syndicate)

株式や公社債が多額に発行される場合共同引受をする為に、多数の業者で一時的に組織される引受組合である。吾国に於ては特に金融機関又は証券会社による証券の共同引受組合を言う。

引受発行に伴う危険の分散を目的とし、引受けた証券の総額を、シンジケート加盟の銀行、信託会社、証券業者等に割当て、各機関は一定の条件に従い引受証券を販売し、売残りは各加盟機関が引取るのである。

シンジケートは、普通の場合証券発行主体毎に結成されるのであるが、同一の発行主体が継続的に証券発行を行う場合には、幾分永続的なシンジケートが作られる。発行主体から直接証券を引き受ける元引受シンジケート (underlying syndicate) と、それに従属し販売のみを担当する下引受シンジケート (Distributing syndicate) の形成される場合もある。シンジケート加盟の多数の業者は幹事会社を定め、協定の取決め、協定実施の監督等の事務を行う。

前にも述べた如く此の組織は一時的性質のものであるから、投資家としては、斯の如き組織を投資対象とするとは出来ないが、投資家は此の組織を通じて、株式、公社債に投資することが出来るのであるから、シンジケートが如何なる形態をとるものであるかを充分知っておく必要がある。

#### ⑦ 有限会社

此種の会社組織は株式会社、合名会社の各が有する特徴を巧みに結合して経済社会の要求を充足せしめんとする

ものである。即ち株式会社の特性たる有限責任制度をとり入れると共に他方に於て合名会社の特徵たる社員相互間の緊密なる協同性を採り入れたものである。有限会社は吾が国に於ては有限会社法（昭和一三年法七四、昭和一五年施行）によって設立される。社員の全員が有限責任である点は株式会社と同様であるが、社員数が制限されており、組織も設立の手続きも簡単なので、小規模事業に適している。有限会社の特徵は次の如くである。①社員の総数は二名以上五〇名以下に限られている。②資本総額は均一の出資口数に分けられ出資一口の金額は、一千円以上でなければならぬ。③社員は出資口数に応じて持分を持つが、持分の譲渡は社員の間では自由であるが、社員以外の者に譲渡する場合は会社に対して書面を以って譲渡の相手方、譲渡出資口数及び譲渡価格を通知し、社員総会の許可を必要とする。④有限会社の機関には社員総会、取締役、監査役等がある。業務の執行は一名又は、数名の取締役が行うが取締役は必ずしも社員でなくてもよいのである。監査役は必要があれば設けられる。

#### ⑧ 株式会社

株式会社は一定額の資本を有し、社員の地位が資本を細分化した株式の所有によって決り、其社員（株主）の会社に対する責任は各自の出資限度まで負うのみで、其以上は会社債権者に対して何等の責に任じない会社である。株式会社に於て会社形態は最高度に発展する事になった。多数の人々より資本を集める上に最も便利な会社形態である。之によって企業形態の飛躍的拡大が可能となったのである。

株式会社は自然人及び法人の自発的共同体である。其を構成する自然人、法人からは独立して擬制上の人として組織されて居るのである。株式会社は法人であるから自然人と同様に法律上の行動を行い、訴訟当事者たる能力を



持っている。統計上の觀察からすれば、個人經營が最も普通の企業形態であるが、社会的に必要とされる諸商品の生産、交換される分量の大部分が株式会社企業に属している。米国に於ても商品の全売買量の三分の二が株式会社によって行われていると言われている。株式会社の起源については、一六〇〇年英國に於て一六〇二年オランダに於て夫々設立された東印度会社 (East India Company) が最初のものである。吾が國に於ては会社としては、明治二年に為替会社、開商会社、回漕会社等が出来ているが、株式会社とは其組織を異にする。株式会社の嚆矢は明治五年國立銀行条令に基いて設立せられた第一國立銀行である。然し之が制度化されたのは、明治三十二年 (一八九九年) 商法制定 (法四八) によつてである。

株式会社は団体的企業の代表形態であるから共同企業としての得失を最も顯著に有している。株式会社の特徴は次の如くである。(1) 巨大資本の糾合。株主の責任の有限な事と、其他位が株券なる有価証券に化体せられて、自由に譲渡せられることと相俟つて、多数の株主の糾合を可能にする。株式会社の資本金は株式なる形に於いて小額多数に分割されている。従つて広範圍の多数の出資者から資本を集める事が出来る。而も之等の株式は、凡て均等に分割せられ、株主としての資格は所有株式一株につき平等である。即ち資本の均等分割によつて大衆の資本を広く動員する事が出来る。従つて小規模投資家が大企業に参加する事を可能にするのである。(2) 永続性。社員 (株主) の死亡其他による変動は企業の存続に影響を与えない。即ち企業活動を継続的に行う事が出来る。(3) 株式の譲渡の自由。出資者が出資を躊躇する理由は責任の輕重に関する考慮に基くか、出資金の返還又は換金性についての不安による場合が多い。合名会社、合資会社に於ては社員が自己の持分を譲渡した場合他の社員の同意が必要で持分

の譲渡は制限されている。然し株式会社は何の制限もなく自由に自己の株式を他人に譲渡する事が出来る。加之、近代に於ける証券市場の発達に伴い自己の持株を必要に応じて容易に換金出来る様になった。(4)有能な経営者を求め得る。株式会社の経営者は社会的にも経済的にも、高く評価されるのが一般的である為に、広く人材を天下に求めて経営に当らしめる事が出来る。株式会社の株主は経営陣の選出に当って投票権がある。(5)公共的性格。株式会社は営利追求を目的とする営利法人であると共に、公共的な性格を有し企業所有者の営利手段として恣に経営したり処分したりすることは出来ない。思うに永続を必要とする大企業は概ね株式会社組織となっており、又社会の発展も斯の如き企業に依存する所が極めて大きいからである。即ち多数の株主、従業員、会社債権者は勿論の事、此の企業の外部に在る社会の大衆の生活も亦之等大企業に深い関係を有するからである。茲に企業の所有者の営利目的を離れた企業自体の思想の生ずる理由がある。

株式会社形態の不利な点は次の諸点である。①株式所有者に対する二重課税。之は企業所得に対して先ず政府は課税して、次に株主の配当所得に対しても課税する結果生じてくるものである。②小規模な株式所有者は現実に大企業の経営に参加し得ない事である。③株式組織企業の所有者は株主であるが、近代に於ける企業の所有と経営との分離の結果、経営者は必ずしも大株主ではなく従って自己と会社の利害が一致しておらず、経営者側が株式所有者の利害を尊重しなくなる傾向がある。④会社設立又は運営に当って株式会社以外の企業組織である時は不必要である様な多くの報告書其他の書類が必要とせられる点である。

現代の資本主義経済社会に於ては、各企業は利潤獲得を目的として常に激しい競争を行っている。技術革新の進



展と共に、各企業は不斷に機械設備の更新、改善を強行せざるを得ざる状態となり、其結果経営規模は拡大し、固定資本は増大したのである。斯の如くして固定資本乃至長期資本に対する需要は企業成長の為に不可欠の要請となつた。長期多額の資本が企業拡大発展の為に必要となつても、個人企業、合名会社、合資会社、有限会社等は資本集中力に限度がある為に、この要請に応える事は出来ない。長期資本の高度集中には株式会社制度が最も適している。其は其の財務的特色たる資本の証券化 (Effektivisierung des Kapitals) を充分に行う事が出来るからである。投資家の立場からすれば、資本を企業に提供する代償として定期的収益を望むと共に、投下資本が必要に応じていつでも回収出来る状態にある事を希望するものである。又企業の立場に立つと、資本が長期固定化しなければ耐用年数の長い設備投資に充当する事は出来ない。斯の如き投資家と企業との対立は株式会社制度によって克服されるのである。株式会社には資本の証券化により固定化した資本に流動性を附与する事が出来るから、投資家と企業と双方の希望を満足せしめることが出来るのである。資本の証券化は現実には株式であり社債である。企業は投機性を欲求する投資家には株式を発行し、安全性を望む投資家には社債を発行するのである。然し投機的なるものを望むものと安全性を望むものとを、確然と区別する事は不可能である。如何なる場合でも凡そ投資家なる者は安全性と投機性を同時に考えて居るのであるが、何れがより大なる割合を占めるかによって投機家と投資家を区別する事は出来る。

株式会社は夫々の事業を経営する企業体であるが、該事業を普通に経営するに必要な資本以上の資金を集めて、之を諸種の株式、債券、不動産其他の投資手段に投資している場合が非常に多い。之は会社の経営上の危険に対す

る安全弁の作用をなすものである。銀行、保険会社、投資信託委託会社が大衆より資金を集めて、之を投資する事は当然であるが、其他事業会社も多くは部分的に投資会社の性格を持っている。

投資家にとって最も重要な投資対象は有価証券であり、その中でも、株式である。飯田清三氏は吾国富総価額を物価指数により換算して、公社債、株式払込金額の合計額を比較計算して、昭和五年に於て国富総額に対する有価証券の現在額は三四・七%として居る。<sup>(註11)</sup>其後上林正矩博士は昭和十四年に於て此率は五二・二%に昂進したと述べて居られる。<sup>(註12)</sup>其後二十数年を経過した今日に於ては吾国の全国富の六〇%位は証券化されて居るだろうと筆者は推定する。又米国に於ては全国富の四分の三は証券化されて居ると言はれている。

投資家は諸種の証券の中でも特に株式を多く売買する事になるから、株式会社の財務報告書の分析研究は重要な事である。此点に関する知識を持たない投資家が、此の方面の情報知識に通じた助言者を持たない場合は、証券投資を安全有利に合理的に行う事は出来ない。従つて投資家たるものは前述の企業組織の総てに通じておらなければならない。之等の組織の企業体の発行する証券は投資家が投資対象として資金を投下出来るものである。加之、之等の組織による企業体そのものが投資家ともなり得るのであるから、個人的投資家は之等の企業形態を充分に理解する事は極めて重要なことである。

註5 総理府小売物価統計調査によると消費者物価指数は、昭和九年―十一年を平均一とすると昭和三十九年平均は四一・三

・三となつて居る。即ち物価が昭和三十九年には昭和十年頃の四一・三倍になったのである。即ち貨幣の購買力は四一・三分の一に下落したのである。



註9 Ralph Eastman Badger, Harry G. Guthmann, Investment Principles and Practices, Fourth edition, Prentice-Hall, Inc., 1960, pp. 100—103.

註7 借地法（大正十年四月八日法四九）、借家法（大正十年四月八日法五〇）、借地法等の一部改正案（之は昭和三十五年に発表された頃は物権化を強く進めて居る様であったが、今後議會に提出されるものは初めのものより一步後退している様である。）

註8 Ralph E. Badger, Harry G. Guthman, op. cit. p.110, p.810

Ralph R. Picket, Marshall D. Ketchum, Investment Principles and Policy pp. 144—162

註9 前掲「本邦経済統計」日本銀行統計局発行 一五八頁

註10 企業年金の内、税法上特別の取扱を受けるものは税制適格年金と言ひ資金運用上一定の制限を受ける。

註11 飯田清三著「起債市場論」改造社発行 一八〇頁

註12 経済学博士上林正矩著 改版証券市場論（全）東京文化研究所出版部発行 三二七頁

#### 四、投資家形態の重要性

如何なる社会の如何なる形態の機関投資家についてみても投資家に関する意志決定をなすものは窮極的には個人又は個人のグループである。投資計画を実行する組織が存在するとしても、投資に関する決定は、最終的には個人によって行はれるのであるから、個人的投資家が重要性を持っている事は容易に理解される所である。投資家として個人的投資家は非常に数多く存在し、社会の重要な階層を形成している。多くの個人的投資家は現金・預貯金・生命保険・株式・債券（社債・金融債・公債）・投資信託受益証券・不動産・美術品・骨董品・貴金属・宝石其他の

投資手段の内少なくとも一種類以上のものを保有して居るからである。

或る種の形態の投資家が他の形態の投資家に対して如何なる程度の相対的重要性を持って居るかを比較せんとし、ても其には重大な限界がある。例えば或種の投資を行って居る投資家の数を正確に算出する事は不可能である。又或種の形態の投資家の重要性を其の人数で割出した場合と、投資金額によって測定した場合とでは、非常に異った結果に到達するものである。又比較を行う場合に重複計算の問題が生ずる。例えば、或種の形態の投資家が他の形態の投資家の所有する株式、又は債権に対して直接、間接に投資を行う場合がある。斯の如き場合は投資の貨幣額は真実の投資額以上に増大するのである。従って種々の異った種類の投資家の所持する貨幣額を合計したのみでは、実際に希望する財産価額を表示することは出来ないのである。従って種々の数字が重複を避ける為に調整されなければならない。

総ての日本人は幾何かの現金を所有している。其外、銀行預金・郵便貯金・協同組合預金・金銭信託・投資信託・受益証券・生命保険証券・公債・社債・株式等を所有して居る。昭和卅年末国富総額一六〇、六三三億円の内私有（個人及法人を含む）は一一四、六三七億円で此の中で個人所有は四四、六四三億である。<sup>（註13）</sup>

而して之等の富は実利的目的を以て個人によって管理されているのである。

経済が発展するに従い、機関投資家の社会経済的職能は、次第に重要性を加えて来た。吾国に於てのみならず、資本主義各国に於ては斯の如き機関投資家は次第に増加して投資条件に重要な影響を及ぼすに至った。之等の機関投資家は夫々自分自身の投資方針を持っているのであって之等の内の或るものは国家（法律）の規制を受け、或る



ものは該投資機関を管理する個人の考えによって規制されているのである。筆者は先に機関投資家の財産の貨幣価額の中には、他の投資家の財産の貨幣価額が幾分含まれている場合があることを述べた。例えば銀行財産の中に大衆基金が含まれているが如き之である。

機関投資家の投資上の行動は、典型的投資家の投資行動よりも一層合理的である。従って機関投資家は一般の投資家の投資方針に対して影響を及ぼしているのである。此傾向が続く事によって投資市場の安定性が増大して行くことになる。其は経験豊かな投資経営体が経験薄弱的な投資家と交替する事になるからである。然し之等の機関投資家にとってさえ、投資上の理論と実際について研究を積んだ個人が必要とされるのである。個人投資家であつて資金を之等機関投資家の組織に投資するのみならず、自ら直接不動産、各種証券、其他の投資手段に投資しているものは非常に多い。斯の如き個人投資家が、投資家の諸形態の中で最も重要なのである。吾々は現在資本主義経済社会に生活している以上、経済社会の強者として自己の生活の維持発展の爲には投資理論を無視する事は出来ないと信ずるのである。（一九六五年四月稿了）

註13 前掲「本邦経済統計」三三七頁—三三八頁