

會學濟經學大國帝都京

# 叢論濟經

號三第

卷九十二第

行發日一月九年四和昭

## 論叢

相續税の弱點

法學博士

神戸 正雄

津藩の均田策

經濟學博士

本庄榮治郎

經濟靜學と經濟動學

文學博士

米田庄太郎

## 說苑

我國の經費増加と物價の變動

經濟學士

小山田 小七

## 講演

上海の社會狀態

法學士

櫻木 俊一

## 雜錄

越前米浦の農民逃散

經濟學博士

黒 正 巖

獨逸<sup>に於ける</sup>交通政策研究の現況

法學士

前田 稔 靖

投資トラストに關する一考察

經濟學士

一谷藤一郎

艦船工場に於ける職工の生活

經濟學士

芝 元 一

物價指數に關する一論

經濟學士

木村喜一郎

マイヤー文庫

經濟學博士

沙見 三郎

近着外國經濟雜誌主要論題

## 投資トラストに關する

### 一考察

一谷藤一郎

はしがき

我國に於ても最近證券資本制の發達に伴ひ、株式、社債及び公債等の有價證券の發行頻繁となり、従つて其の種類極めて多様となり、且つ投資家と事業經營者との間の距離は益々擴大せしが故に、それ等の中より安全且つ有利なるものを選び出すことは、投資家殊に多數の小投資家にとつて、實に容易ならざることゝなつた。然るに新聞紙の傳へるところによれば、我國財

界に於ける有力者たちの間に、是等小投資家の利益を擁護すべき施設、即ち投資トラストの設立が計畫せられ、これが實現も遠き將來にあらざるべしとのことである\*。それ故、投資トラストに就いて考察を施し、其

の意義、機能等を明かならしむることは、敢て徒爾ならずと思ふ。これ茲に Leland Rex Robinson の著 “Investment trust, organization and management” に

よつて其の大綱を述べんとする所以である。

### 一 起源及び發達

投資トラスト Investment trust は、英國に其の源を

發し、同國殊に英蘭及び蘇蘭地方に於て顯著なる發達を遂げたものである。即ち既に一八六三年に Interna-

tional Financial Society, Limited が設立せられ、次いで一八八八年より一八九〇年に至る三箇年間に、Alliance Trust Company 始め三十以上の投資トラストが設

立せられた。其の後漸次減退せしも、一九〇七年以後世界大戰勃發當時に至る迄大なる發展を遂げ、一九二

四年及二五年には再び新會社が續々設立せられるを見るに至つた。

斯くの如く、投資トラストが英國を母國とし、同國に於て漸次發展せしは、單なる偶然に基づくのではなくて、其の根柢に深き原由の存するを知るのである。

即ち英國は最近に至る迄、世界最大の債權國として世界金融の霸權を掌握し、其の資本は屬領、植民地及び諸外國に向つて輸出せられ、之によつて各地方の資源は開拓せられてゐたものであるが、其の資本の輸出、

換言すれば、海外投資をなすに際し、安全且つ有利なる投資を選択せんとすることは、知識と經驗とに欠ける一般公衆にとり困難なるものありしが故に、これを適當に指導する機關が必要となつた。然るに英國に於ける金融組織の機構は、分業の傾向特に著しく、等しく銀行といふも、歐州大陸殊に獨逸の銀行の如く、兼營主義を採りて事業界に進出し、以て利益を獲得せんとするが如きことなく、預金銀行たるの地位を墨守し、確實にして且つ短期に回收するを得べき方面に限

\* 大阪朝日新聞 昭和四年六月五日

りて、資金を運用するに止りしが故に、銀行によつて其の要求を充たすことを得ず、遂に投資トラストの設立を促すこととなつたのである。而も英國の金融市場に於て、投資トラストが、資金調達の爲に支拂ふことを要すべき利子と、米國其の他の諸外國への投資に對し享受する収益との間に、多大の差額が存せしことは、それが假令、投資トラスト存立の要件ではないにしても、英國の投資トラストの發展を促せしものなることは、否認するを得ざる事實である。

斯くの如き事情よりして、英國に於ける投資トラストの發展は愈々顯著に、當初夢想だもせられざりし資本の海外輸出及び金融上の覇權の掌握に就いて、重大なる役割を演ずることとなつたのである。

右に述べし如く、嚴密なる意味に於ける投資トラストは、英國に發達せしものであるが、然し所有證券を多様ならしめ、投資より生ずべき危険を分散せしめんとするの思想は、歐州大陸諸國に於ても、之を見ることとが出来るのである。殊に白耳義に於ては、既に早く

投資トラストの根本思想は存在し、同國及び瑞西に於ては、英國に於て株式組織の最初の投資トラストが設立せられるに先立ち、既に實行せられてゐたとのことである。其の他獨逸、佛蘭西及び伊太利等の諸銀行は、兼營主義を採りて事業界に著しく進出し、其の資本金、準備金、其の他の剩餘金及び預金を運用して、種々の企業の金融の便宜を圖つてゐるのであつて、或る意味に於ては、是等の諸銀行は投資トラストであるといふことが出来るであらう。斯く歐州大陸に於ては、諸銀行が投資トラストの業務の一部を既に行ひしも、然しそれ等は何れも純粹なる投資業務を行ふものではなく、寧ろ金融業務を營むものであつて、此の點に於ては、米國の持株會社に類似してゐるといふことが出来る。

米國は十七世紀以後、世界大戰勃發前迄は、寧ろ外國に資金の供給を仰ぎ、殊に英國の投資トラストの貢獻に負ふところ大であつたのである。然るに一九一六年以後米國が債權國たる地位を占め、従つて外國の政

- 1) London 及び Edinburgh の有力な投資トラストは、4% 或はそれ以下の極めて低き利率にて借入れし資金を以て買入れたる諸種の外國證券より、7% 乃至8%の収益を擧ぐる爲に、大した熱氣を要しなかつたといふことである。
- 2) 白耳義の Banque D'Outremer (海外銀行)の1924年春の營業報告によれば、銀行の財産の重要な部分に於て、投資トラストの性質が強く現はれてゐる。

府、商工業等が米國の資金に依存することとなり、外國證券の米國市場に於て發行せらるゝもの逐年増加するに至つた。而も多くの會社の財政内容は益々複雑となるに及び、多數の證券の中、安全と收益との二點に於て優良なるものを選択することは、非常に困難となつた。更に戰前に於ては、發行證券の多くは比較的小數なる富豪の手に引受けられしも、今や多數の小投資家及び投資銀行等の支持なくしては、如何に重要な證券も發行することを得ざるに至り、多數の小投資家は米國金融市場に於て隠然たる勢力を占むることとなつた。是等の三事情は、遂に米國に於ても投資トラストを設立せしむる原動力となるに至つたのである。<sup>3)</sup>一九一六年、先づ The First Investment Company of New Hampshire が設立せられ、一九一九年に Edge Act が制定せられるに及び、投資トラストは漸次其の數を増加したのである。<sup>4)</sup>

## 二 意 義

投資トラストとは、多數の大小投資家の醸出したる資金を結合し、之を以て多くの種類の有價證券を購入し、以て投資の安全を圖らんとする機關であつて、これによつて關係諸事業を統制し、又は直接の責任を負はんとするものではないのである。

投資トラストは右の定義に従ひ、次の如き諸特性を具有してをるべきである。

(一) 投資トラストは、種々の方法によつて調達し得た資金を、多くの種類の有價證券に投下し、従つて其の危険を、多數の國家、多數の産業及び形態を異にせる諸種の有價證券の上に分散せんと企てるものである。

(二) 投資トラストは、適當なる種類の社債及び株式を買入れ、其の所有證券の種類が如何なるものなりとも、熟練せる經營によつて、其の利益を確保することを目的とするものである。

(三) 投資トラストは、危険の分散の爲に、多種の有價證券に投資することの必要以外に、更に投資家の爲

3) 米國に於て投資トラストの設立が、かく遅れし根本原因は、米國人の共通性たる獨立不羈の精神なりと、著者は主張してゐる。  
4) 米國に於ては Edge Act による外、數州に於ける一般商事會社法及び州銀行法又は投資會社に関する特別法によつて設立することが出来る。

に、収益を大ならしむる目的を以て、種々の方策を採るものである。

投資トラストは、以上の如き諸特性を具有すべきものであつて、それが採る法律的形式は敢て問ふところではない。尤も投資トラストの大多數は會社組織を以て經營せられ居るも、然し假令、會社組織でなくとも、以上の如き性質を完全に具有する時は、嚴密なる意味に於ける投資トラストとして、欠くる所はないのである。

然らば投資トラストは、他の類似の金融諸機關に比し、如何なる差異を有するものであらうか？ 以下これを考察する。

先づこれを信託會社と比較するに、信託會社は巧妙にも財界の Department Store と稱せられるが如く、其の業務は、信託、銀行、代理、發行及び投資等、頗る廣き範圍に亘るものであるが、投資トラストは唯、投資の方面のみに關係するに過ぎないのである。尤も英國の投資トラストは此の他に若干の附隨業務を營む

ことがある。

投資トラストは、更に商業銀行、貯蓄銀行、保險會社等と比較せられる。然し是等の諸機關は、何れも投資トラストに特有なる目的とは、全然異なる目的の爲に存在せるものにして、それ等が有價證券を買入れるのは、唯その利用し得べき資金を有利に使用し、且つ安全に運用する爲の單なる手段たるに過ぎぬのである。

次に投資トラストと金融會社 Financing Company 殊に持株會社 Holding Company との區別は、比較的困難である。兩者は共に他の諸企業の有價證券を求めて投資するものであるが、投資トラストは、前述の如く、特殊なる企業を統制し、又は直接の責任を負はんとするものではない。然るに金融會社殊に持株會社は、遙に限られたる範圍内に於て活躍し、從屬的地位にある諸企業を統制し、直接の責任を負はんとするものにして、此の點に於て兩者は截然と區別せられ得るのである。

- 5) 借入資金を更に他の投資トラストに再投資して、収益を享くるが如きは、其の一例である。
- 6) 例へば trusteeship, registership. 又は secretaryship を引受くるが如し。

更に Stock Conversion Trust 又は Bankers Share Company は、米國に於て投資トラストと誤り解せられ、或は英國の投資トラストと同様なるかの如くに考へられてゐるものである。之は或る企業の株式を買入れ、之を銀行又は信託會社に預託し、それに對し銀行又は信託會社より “Bankers shares” と稱し、元の株式の  $\frac{1}{10}$  或は  $\frac{1}{100}$  を代表せる證券を受取り、之を公衆に賣出すものである。而して此の會社は決して持株會社の如く、企業經營の責任を負はず、且つ有價證券の種類を多様にして、危険の分散を圖れること等の諸點に於て、投資トラストと稍と其の趣を等しくすれども、投資トラストの如く、危険分散の範圍廣からず、且つ其の所有にかゝる企業の有價證券の市價の騰落を利用して賣買を行ひ、其の間に利益を得んとするが如きことは之を毫も行はざるところであつて、此の點に於て兩者は其の性質を根本的に異にしてゐる。

投資トラストは、以上の如く、他の類似せる金融諸機關と其の性質を異にせるものであるが、然らば投資

トラストは如何なる機能を有するものであらうか？  
以下之を述べることにする。

### 三 機能

投資トラストの機能は、(一)國民經濟及び國際經濟的方面と、(二)個人經濟的方面との、二方面から之を考察することが出来る。

#### (一)國民經濟及び國際經濟的考察

投資トラストは、危険分散の必要上、多種の證券に投資を行ひ、資金の國內的及び國際的流通を生ぜしむるものであるが、之と同時に、國內及び海外の證券市場に於て生ずべき、極端なる價格の變動を調節して、それを一定の範圍内に止め、更に健全なる投資を奨励するの目的を以て、貯蓄の運用に一定の方針を與へるの點に於て、重大なる役割を果たすものなりといふことが出来る。

即ち投資トラストは、市場が好況に向ひ、有價證券の價格が昂騰するに至れば、所有證券を賣放ち、其の

7) “Bankers shares” は事實上元の株式と其の性質を等しくし、其の所有者は、株式の配當を受くる權利を有し、且つ此の證券を十葉又は百葉所有するときは元の株式一株と引換を請求することが出来るのである。

元金及び賣却によりて得たる利益の全部又は一部を、他日市場が不況となりて價格が低落せし際に、再び投資するものである。斯くの如くにして、隨時、機を窺ひて證券の賣却又は買入れを行ひ、以て利益を得んとする投資トラストは、一般投資家或は投機者と反對に、證券市場に於ける證券の市場價格と眞實價格との間の値開きを、平均的に縮小せしめ、極端なる價格の騰落を惹き起さざらしむる作用を有するものである。

更に投資トラストは、公衆の注意を或る地方、或る産業及び或る種の證券に對する投資の機會に向けしめ、優良なる證券に對しては自ら先頭に立ちて買ひ進むことにより、公衆の向ふべき方向を指示し、公衆をして安じて投資せしめ、資金の運用を誤らざらしむるものである。殊に英國の投資トラストの如きは、進みて健全なる證券の發行の便宜を計り、新企業の資金の調達を容易ならしめ、企業發達に貢獻するところ大なるものがある。

## (二) 個人經濟的考察

投資トラストは、更に投資家に對し種々の便益を與へるものであつて、團結は力なりといふことを如實に示すものである。即ち有價證券の共同購買の故に、小投資家をして常によく新企業及び半投機的企業に投資するを得せしめ、或は未知の海外への投資をも容易に行はしむるものである。換言すれば、投資トラストは、投資家の資金運用に對し、僅少の經費を以て熟達せる指導を與へる機關である。

更に國內及び海外の投資に於て、個々の證券所有者が對抗し得ざるが如き諸問題は、<sup>8)</sup> 絶えず起り來るものであるが、是等の場合に於て、投資トラストの行ふ投資家擁護の運動の力は、個々別々になされる如何なる行動よりも遙に大なる効果を有するものなることは勿論である。

投資トラストは、小投資家にとり極めて便宜なるものであることは、右に述べしところによつて明かとなつたけれども、巨富を藏する大投資家にも亦利益を齎すものである。即ち自ら多くの證券を所有せる場合に

8) 公債破棄、企業組織の變革及び負債償還の爲の基金の設立等。



は、之が管理は頗る困難にして、畢竟、信託會社の力を借らざるを得ないのであるが、投資トラストをして投資のを行はしむる時は、かゝる困難より免れることが出来る。

上述の如く、投資トラストは重大なる機能を有するものなるが故に、其の經營の側に當る者は、之を誤まらざるやうに注意せなければならぬ。

#### 四 經 營

投資トラストは、株式、社債又は其の他の方法によつて調達せし資金を以て、多くの種類の有價證券を買入れ、危険を分散して、是等の投資より生ずる利子、配當其の他の収益を獲得せんとするものである。而して投資が慎重に巧に行はれてゐるか否かは、直に投資トラストの成否に影響するものであつて、實に重大なる意義を有してゐるのである。そこで、經營を靜態的、動態的の二方面より考察する。前者は一定時期に於ける投資の組成内容に關するものであり、後者は一定期

間に於ける投資組成の變化に就いてある。

#### (一) 靜態的考察

(イ) 資本の安全を期して危険を分散する爲に、地域、企業及び證券の形態を異にせる多種の有價證券に投資せなければならぬ、然し過度に分散が行はれば、管理上却て煩雜を來たす虞があることは注意すべきである。

(ロ) 景氣の好、不況に拘らず、絶えず投資に對する收益を確實に得る爲には、證券の内容の健全なるものでなければならぬ。

(ハ) 若し出來得れば、常に好き収益を齎し、又市價の騰貴の見込あるものでなければならぬ。蓋し諸々の證券買入の爲に支拂はれたる價格は、結局は有利に轉賣するの豫測に基いてゐるからである。

投資の選擇に際し、是等の標準を適用するの結果、投資トラストは、富裕にして、國內及び海外の經濟事情に精通せる大投資家が、享受せる利益に近きものを、多數の小投資家たちに與へることゝなるのであ

る。

## (二) 動態的考察

投資トラストは利子、配當等の收益の他に、又所有證券を適當なる時及び處に於て賣買し、其の差額を利せんとするものなるが故に、同一場所に於て時々刻々に變化し、又同一時間内に場所を異にするによつて變化する證券市場の狀況を絶えず研究し、以て所有證券を巧に操縦し、投資利益を大ならしむることに努めなければならぬ、従つて他の事情にして同一なれば、多き收益を齎すべき證券買入の爲に、少き收益を齎すに過ぎざる證券を賣却することも行はれ得るであらうが、然しかゝる際にも新たに獲得せし證券を後に再び賣却する場合に於ける利益を豫想して、行はれなければならぬといふことは注意すべきである。

最後に述べべきは、投資トラストの經營規模の大きさ、即ち資本額の大きさである。投資トラストは、其の事業の性質上、資本が大なれば大なる程、其の利益も亦大なるかの如くに考へられ、又事實をうであるかの

如くにも見える。然し英國に於ける投資トラストは、何れも左程大なる資本を擁してゐないことは注目すべきことである。諸々の銀行及び工業會社の資本金に比較すれば投資トラストは、其の事業の性質にも拘らず小であり、且つ資本の運轉も比較的緩慢である。過去に於ける多くの投資トラストは、先づ小規模を以て組織せられ、其の後漸次發展するに伴ひ、其の資本額を擴大せしものであつて、例へば *The Edinburgh Investment Trust* の如き、蘇蘭の投資トラストは此の好適例である。

## 五 展 望

投資トラストは、米國に於て將來發展の可能性を有してゐるものであらうか？ これに對し著者は頗る樂觀的なる見解を有してゐるやうである。即ち米國の投資トラストが絶対に保守的な投資の方面のみに進むか、或は然らずして積極的に會社の設立を企圖し、又は其等に對し資金の融通をなすが如きところまで進む

かの、孰れにしても、小投資家の財界に於ける勢力を、より大ならしむる爲の重要な機關となるの點に於ては疑がない。それは財界の繁榮を促し、投資の選擇に就き助言を與へるであらう、更にそれは財界に安定の要素を導入し、基礎の確實なる企業の資金調達を速かならしむるであらう、又それは米國の投資家の活動範圍を擴げ、海外に於ける投資の機會を把へしむるであらう。而して斯くの如くすることによつて、米國の輸出を便宜にし、米國の物質的繁榮の基礎を鞏固ならしむるに就いて重要な要素を構成することゝなるであらう。斯くの如くにして、著者によれば、米國の投資トラストの前途は、まさに洋々として希望に輝けるものといふことが出来る。

## 六 餘 言

我國に於て最近設立の計畫せられし投資トラストが、果して如何なる内容を有するものなるかは、未だ之を知ることが出来ないけれども、ともあれ、證券資

本制の發達に伴ひ、かゝる機關が産れ出でんとしつゝあることは大いに注目すべきことである。而してかゝる計畫が果して現代の我國に適し、米國に於けるが如く、將來發展の可能性を充分藏するや否やは、考究に價する問題である。惟ふに最近著しく發展せし我國の信託會社は英米のそれと異り、獨り金錢信託の額のみが巨額に上り、經營當事者は、之が投資に惱めるの狀態にある。かゝる際に新たに投資トラストを設立して、投資方面に活躍せんとするは、假令、發展の可能性を深く藏すとすも、之が經營には可成大なる困難を伴ふであらうことは、想像に難くないところである。