慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	投資物としての公債、株券並に社債の優劣
Sub Title	
Author	高城, 仙次郎(Takagi, Senjirō)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1926
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.5, No.1 (1926. 3) ,p.1- 35
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19260325-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

法學研究　第五卷第一號

投資物としての公債、株券並に社債の優劣

高城仙次郎

第一節　公債

公債は總ての有價證券の中にて、投資の目的物若しくは財產保存の手段として、最も優れたるものと一般に認められてゐる。勿論、公債は元利の支拂に就いて云へば、最も確實なる有價證券であつて、此點に於ては、大多數の株券並に社債等は遠く公債に及ばぬ。尤も單に公債と云ふも、其の種類多く、我國にては、中央政府の發行せる國債以外に、地方の各階級の政治團體が發行せる府債、縣債、市債、郡債、區債、町債、村債、組合債等がある。此等種々の公債に對する世間の信用は、發行者の種類に依りて、夫れ〳〵其の程度を異にしてゐる。云ふまでもなく、國債に對する信用

最も高く、市債、府縣債之に次ぎ、町村債に對する信用は概して最も低いと見て差支へあるまい。斯くの如く、公債に對する世人の信認は、其の種類に依りて、一樣でないが、元利金の支拂に關しては、皆同等の確實性を持つてゐる。尤も是れには例外がある。即ち過去に於て國が公債に關する債務の履行を拒絶したことがあり、又將來に於てもあるかも知れ無い。公債否認の最近に於ける最も重要なる實例は、千九百十七年の革命後に於て露西亞の新政府が帝國時代に發行したる內國債のみならず、外國債に對しても、元利金の支拂を拒絶したことである。從つて、公債は有價證券中にて最も確實であると云ふも、絶對に安全なるものでは無い。然しながら、露西亞の如き一大革命の起らざる限り、中央政府のみならず、地方政廳並に自治團體等が、如何程財政が困難であつても、人民に對する債務の履行を拒絶するが如きことはあるまい。從つて此見地よりして、公債をば確實と看做すことを得ると思はれる。

然しながら、政府が公債に關する債務をば、契約通りに履行せるにも拘らず、時としては政府が其債務の一部分又は全部を實際に於て否認せると同一の狀況を呈

することがある。そは外でもない、政府若しくは中央銀行が不換紙幣を濫發して、通貨の價値を暴落せしめたときである。例へば、佛蘭西の『法』は非常に暴落してゐる。佛蘭西の通貨と米國の通貨との間に於ける爲替の平準相場は、一『法』に付十九仙三ミルであるが、千九百二十五年の年末(十二月三十日)に於ける爲替相場は三仙七ミル强であつて、千九百二十六年の年頭(一月六日)に於ける相場は三仙八ミル半强に過ぎなかつた。即ち『法』は平價の約五分の一に低落してゐた。其の結果として、佛蘭西の公債中にて、戰前『法』の相場が平價を維持してゐた時に、發行せられたるものは、其の價値の五分の四を失つたことになつてゐる。例へば、戰爭前に發行せられたる額面百法の公債を所有せる者が今月政府より百法の償却を受けても、其百法を以て、戰前に買ひ得た貨物の一分量の大約五分の一に相當するものを購入するを得るに過ぎ無い。

獨逸の例は更に一層甚だしい。同國の紙幣馬克は戰後平價の一兆分の一に狂落したのであるから、政府が何等かの方法に依りて、公債所有者の損失を辨償せざる限り、戰前のみならず、戰時中に於て發行せられたる公債證書は反故紙となつて

了つたのであると云ひ得る。

二不換紙幣が濫發せられ、通貨の價値が激落する場合には、斯くの如く、公債の實價は著しく減少するのみならず、獨逸に於けるが如く、零にもなることもあるが、此程度まで激減せずとも、公債の市價が物價騰貴の爲めに低落するのみならず、公債の實價、即ち公債を賣却したるときの代金、若しくは公債が償却せられたる際の元金の購買力が減少するの虞れがある。物價と公債の市價並に實價との間に於ける此關係を明かにする爲めに、公債數種の市價と物價指數とを左に對照することにした。此目的の爲めに選んだのは帝國五分利、特別五分利、甲號五分利、第一回四分利、並に第二回四分利の五種の國債であつて、明治四十三年より大正十三年に至る十五ヶ年間に於ける各種の市價の年平均を取り、五種公債の平均市價の總平均を計出し、更に明治四十三年、四十四年、並に大正元年の三ヶ年に對する總平均を平均し、此平均數を以て、十五ヶ年に對する公債市價の平均を除して、公債市價の指數を作製した。左表は此指數と日本銀行の編纂に係る東京卸賣物價指數とを對照せるものである。此物價指數も公債市價指數に對すると同一の計算方法に依りて、

明治四十三年、四十四年、並に大正元年の三ヶ年に對する指數を平均し、此平均を以て十五ヶ年の指數を除し、指數の指數を作製して、比較的に對照を正確ならしむることにした。（公債市價は大藏省理財局編纂『金融事項參考書』に載せたる東京相場であつて、物價指數も亦同書に據る）。

年	帝國五分利	特別五分利	甲號五分利	第一回四分利	第二回四分利	合計	平均	同上指數	物價指數	(甲)は(乙)より高し	(乙)は(甲)より高し
	(甲)	(乙)	(丙)	(丁)							
明治四十三年	一〇〇・五二七	一〇〇・七七八	一〇一・三六八	九五・〇九六	九五・一九一	四九二・八五〇	九八・五七〇	一〇五・九	九五・七	八・二	—
四十四年	九八・二八一	九八・五六〇	九八・四一五	九一・五四五	九一・五〇七	四七八・一〇八	九五・六二三	一一〇・八	九九・二	一・六	—
四十五年 大正元年	九一・〇九五	九五・三四四	九四・三五八	八五・〇四三	八五・一二六	四五一・九三四	九〇・五九七	九五・三	一〇五・一	—	九・八
二年	九〇・三二九	九五・五八二	九二・四四三	八一・四一六	八一・五四一	四五九・二一一	八七・八四二	九二・六	一〇五・三	—	二・七
三年	八九・〇二〇	九四・一八四	九〇・四三五	七九・八六四	七九・九〇六	四三三・六九七	八六・七五九	九〇・四	一〇〇・五	—	六・一
四年	八九・七〇五	九四・七八五	九一・一四三	七九・七六五	七九・八二〇	四五六・三四五	八七・二四八	九一・〇	一〇一・七	—	九・七
五年	九五・六四六	九六・六九九	九六・五五三	八二・四〇二	八二・五八三	四五一・八五三	九〇・五七一	九五・五	一二五・〇	—	二七・七
六年	九五・五一八	九五・九一三	九五・八一八	八一・七一〇	八一・七一九	四四八・六七七	八九・七三五	九四・六	一五四・八	—	六〇・二
七年	九二・五九二	九四・六一四	九四・三五〇	八一・〇五六	八一・一四二	四四〇・四三七	八八・六八七	九五・五	二〇二・七	—	一〇九・二
八年	九〇・一四四	九一・六〇〇	九〇・八四〇	八〇・九一四	八〇・七五五	四三四・二八五	八六・八五七	九一・六	二四八・五	—	一六六・七

九年	八五・六四四	八六・四三六	八四・四四五	七八・六五四	七八・六六四	四二・八三五	八二・六六五	八六・八	二五・〇	—
十年	八三・二八八	八七・四六五	八五・〇七六	七五・七六八	七五・七五五	四二・二七〇	八二・三四四	八六・七	二一〇・九	—
十一年	八一・八七	八七・二二六	八四・九六二	七六・八二七	七六・八四一	四〇八・〇二七	八一・六〇五	八六・〇	二〇六・一	—
十二年	八四・二二八	八九・〇〇八	八七・〇七〇	七五・二三五	七五・二二七	四二・五七六	八二・三二五	八六・八	二〇九・六	—
十三年	八四・三二〇	八九・六四四	八七・〇〇八	七四・二二	七四・二七	四〇九・四三〇	八二・八八六	八六・五	二一七・四	—

右表に示すが如く、明治四十三年四十四年並に大正元年の三ヶ年間に於ける物價の平均を一〇〇・〇とすれば、大正十三年の物價は二一七・四に相當する。即ち物價は十四五ヶ年間に十一割以上騰貴してゐる。之に反して、明治四十三年、四十四年並に大正元年の三ヶ年間に於ける公債の平均市價を一〇〇・〇とすれば、大正十三年に於ける公債の平均市價は八六・三に低落してゐる。即ち十五ヶ年間に一割三分強下落した。

斯くの如く、物價が戰前に比し著しく騰貴せるに、公債が却つて下落せるは如何なる原因に基くのであるか。曰く、物價が高くなるときには、金利も亦騰貴するの傾向を有してゐる。然るに公債の利子は確定的であつて、物價が如何程暴騰しやうとも、又定期預金の利子、貸付利子、手形割引歩合等の金利が如何程引上げられや

うとも、公債の利子は少しも引上げられ無い。從つて公債の市價が安く無ければ、買手の無いことがある。例へば、大銀行に於ける定期預金の利子が五分であるならば、五分利付の額面百圓の公債は百圓に賣れるであらう。何故となれば、其公債より生ずる金五圓の收入は、公債買入價格たる金百圓の五分に相當し、銀行に金百圓を定期預金として預けたる場合に受取る利子と同一の利廻りになるからである。然るに、假りに物價が騰貴し、景氣が好くなりて、企業が盛んとなり、資金の需用が膨脹した結果として、金利が一般に引上げられ、大銀行に於ける定期預金の利子も亦六分になつたとしたならば、五分利付の公債は百圓にては賣れないことになる。何故となれば、其公債の收入は依然として金五圓であつて、利廻りも亦舊の如く年五分に過ぎないが、其公債を購入する代りに金百圓を銀行に定期預金として預くれば、年六分、即ち金六圓を收むることが出來るからである。然らば、其の際五分利付の公債は何圓に下落するであらうかと云ふに、八十三圓位まで低落するかも知れない。何故となれば、八十三圓にて買へば、利廻りは年六分に相當するからである。

然し是れは公債市價決定の根本原則であつて、定期預金の利子が年六分である場合には、五分利付の額面百圓の公債は常に八十三圓内外で賣買されるものであると云ふのでは無い。何故かと云ふに、此原則の適用を破る原因が他に存してゐるからである。先づ第一に、公債の償却期が近付けば、普通の方法に依つて計算したる利廻りの如何に拘らず、公債の市價が騰貴する。公債は、其の發行價格が如何程低くとも、又其の市價が如何程安くとも、償還せられるときには、額面金額が支拂はれるのであるから、利廻りの高さのみから觀れば、八十二三圓にて賣買さる可き公債も、償還が數ヶ月の先きに近付いてゐるとすれば、百圓内外にて取引されることになる。此償却期が十數年後の先きであれば、其影響は勿論現はれない。然し償却期日が接近するに從つて、漸次市價が額面金額に近くなる。

次に公債市價決定の原則の働きを妨害するものは利拂期日の接近である。假りに五分利付公債の利子が年二回、例へば六月一日と十二月一日とに支拂はれるとすれば、五月三十一日の相場は六月二日の相場よりも二圓五十錢高いのを普通とするから、六月二日即ち利子支拂の翌日に於ける相場が、利廻りの關係より云へ

ば、八十三圓位が相當であるとすれば、利拂の前日、即ち五月三十一日の相場は八十五圓五十錢見當であらう。而して六月一日に利子が支拂はるれば、公債の市價は八十三圓に低落し、其の後は十一月三十日まで、毎日一日分の利子丈け高くなりて、十一月三十日には、他に何等特に公債の市價を變動せしむ可き原因がなければ、再び八十五圓五十錢位になると思はれる。

尤も公債が裸相場、即ち前の利拂期日より公債が取引される日までの利子をば、別に計算して授受することゝなし、此利子を全く計算外に置きて取引の標準として定むる相場にて賣買せらるゝ場合には、利拂期日の接近が公債の市價に何等の影響を及ぼさゞるは勿論である。

更に又、上叙の原則を破るものとしては、公債に對する特種の需用の膨脹を擧げ得る。公債が投資の目的としてのみに需用されるとすれば、其の市價は、上述の如く決定せらるゝものであるが、公債は此の目的以外に、財産の確實なる貯藏手段として、若しくは政府に納むる保證金の代用として需用されてゐる。殊に公債は絶對に安全であると一般に思惟されてゐるから、財産をば有價證券にて保存せん

と欲する者の中には、公債證書を選ぶ人が尠くない。從つて此種の需用が激增した場合には、利廻りの關係の如何に拘らず、公債が比較的高くなることがある。前表に示すが如く、明治四十四年に九九・二であつた物價が、大正元年に一〇五・一に騰貴したときに、帝國五分利公債は九十八圓二十八錢一厘より九十二圓九錢三厘に暴落したが、其の後、物價が大正四年の一〇一・七より大正五年の一二三・〇に暴騰したときに、同公債は八十九圓七十錢三厘より九十三圓六十四錢六厘に却つて騰貴した。是れ戰爭景氣の爲め、公債に對する特種の需用が激增した結果に外ならない。

斯くの如く例外はあるも、物價の騰貴するときには、公債の市價は原則として低落するの傾向を有するものであるから、公債は元利金の支拂に於ては有價證券中にて最も確實であらうが、財產保存の手段としては、必ずしも安全でない。例へば、帝國五分利公債の市價の年平均は明治四十三年には百圓五十二錢七厘であつた。然るに大正十三年に於ける年平均は八十四圓五十二錢に低落してゐる。即ち同公債の所有者は、十五年間に百圓に付十六圓宛の損失を蒙つたことになつてゐる。

否な夫れのみで無い。明治四十三年に於ける物價指數は九五・七であつたが、大正十三年には、二一七・四に激騰してゐる。即ち物價は十五年間に二倍以上に騰貴してゐる。從つて假りに、帝國五分利公債が大正十三年に於て明治四十三年の相場(百圓五十二錢七厘)を維持してゐたとするも、其百圓を以て、明治四十三年に五十圓二十六錢四厘にて購入することを得た貨物の一分量に相當するものを買入れ得るに過ぎ無い。然るに、帝國五分利公債は、實際に於て十六圓低落してゐるのであるから、同公債所有者の損失は益々甚だしい。其損失は幾何に上つてゐるであらうか。此の損失の程度は左の公式を用ひて知ることが出來る。

$$\text{明治四十四年の市價} - \left(\text{大正十三年の市價} \div \frac{\text{大正十三年の物價}}{\text{明治四十三年の物價}}\right)$$

此公式に夫れ〳〵適當の數字を當嵌むれば、左の如くなる。

$$100.527\text{圓} - \left(84.520\text{圓} \div \frac{217.4}{95.7}\right) = 63.294\text{圓}$$

大正十三年に帝國五分利公債を八十四圓五十二錢に賣りては、夫れを以て、購買し能ふ貨物は明治四十三年に於て三十七圓二十三錢三厘にて購入することの出

來た貨物の一分量に等しいから、同公債の所有者は、六十三圓二十九錢四厘の損失を蒙つたことになつてゐる。若し或る人が財產の全部を帝國五分利公債に投じてゐたとすれば、其人は十五年間に財產の約六割を失つたことになる。

以上帝國五分利公債に就きて述べた所は、他の公債並に五種公債の平均市價にも勿論適用が出來る。唯異なれるは損失の程度が相違してゐる點に外ならない。

之を要するに、公債が確實であると云ふのは、公債の發行者が政府である故に、元利金の支拂が確實であると云ふに過ぎない。公債は上述の如く、物價の騰貴する際には、低落するの傾向を有するものであるから、此點より觀れば、公債は決して安全なる放資の目的物と看做すことが出來無い。加之、元利金として支拂はるゝ通貨の購買力は、物價の騰貴に反比例して減少するものであるから、財產保存の手段としての公債の所有は二重の危險に曝らされてゐる譯である。公債を確實なる投資物と看做すは一種の迷信に過ぎない。

以上說明せるは物價が騰貴せる際に、公債所有者の受くる損失であつて、物價が之に反して、低落せる場合には、正反對の現象を呈するの傾向がある。即ち物價が

低落せる結果として、金利も亦引下げられるとすれば、公債の市價は原則として騰貴する。勿論是れには例外がある。物價が低落して不景氣となりたる際に、公債に投資するの餘裕を有する人が少なきが爲めに、公債に對する需用が減退し、其の結果として公債の市價が却つて低落することもあらう。

又、物價の低落せるときに、金利は常に必ずしも引下げられない。そは何故であるかと云ふに、物價が下落すれば、景氣が惡くなり、資金に對する需用は自ら減退するから、此點より觀れば、金利は低落す可き筈であると思はれるが、不景氣の際には、銀行が警戒して、貸出を緊縮する結果として、金利が引下げられないからである。金利には資金其物の使用料、貸出の危險に對する割增金、並に貸付の費用等を含んでゐるものであつて、此の中資金の使用料は、資金に對する需用の減退に伴ひて、低下するのを常としてゐるが、貸出に伴ふ危險より生ずる損失を補塡する爲めに、貸付者の要求又は徵收する割增金は、不景氣の際には、却つて增加するの傾向がある。

斯くの如く、物價の下落するときには、原則として、公債の市價は幾分騰貴するの傾向を有するものであるが、種々の事情に妨げられて此原則の働きが明瞭にならら

ることがある。而かも假りに公債の市價が騰貴せずとも、物價が低落すれば、公債の所有者は不豫期の利得を收むることになる。例へば、物價が或る期間内に以前の五割に低落すれば、公債の實價は二倍に增加する。即ち元利金を以て從前の二倍に相當する貨物を購入することが出來る。

第三節　銀行の株券

次に株券の市價と物價との關係を明かにして、投資の目的物としての公債と株券との優劣を比較したいのであるが、銀行と汽船會社又は工業會社等とは事業の性質を異にしてゐるから、銀行の株券と會社の株券とは同樣に取扱ふことを許さない。例へば工業會社に在りては、物價が騰貴すれば、利潤が增加し、配當の率が自ら引上げられる結果として、株券の市價は物價が昂騰し、配當が增加するに從ひて、騰貴するの傾向を有してゐる。之に反して銀行は貨物の生產又は取引を行はないのであるから、物價が騰貴した直接の影響として、銀行業の利益は增加しない。尤も物價騰貴に伴ふ好景氣時代には、貸出並に割引が膨脹するから、此方面よりして利潤が增加する。又、物價が騰貴してゐる際には、銀行の營業に用ふる建築物並

に其の敷地の價格も騰貴してゐるから、銀行の財産が增加してゐる筈である。尙ほ又、銀行の所有せる工業會社等の株券の市價も騰貴してゐるのであるから、此點より觀ても財産が殖へてゐると看做せないでも無い。從つて銀行の株券の市價も、物價が騰貴せる際には、昇騰す可き筈であると思ふ人があるかも知れぬが、銀行の株券の市價は物價騰貴の影響を蒙りて昂騰することが尠ない。そは何故であるかと云ふに、先づ第一に、銀行は自行に對する信用を維持する必要上、健實なる營業方針を採らねばならぬから、縱令利潤が少しく增加したればとて、直ちに配當率を引上ぐるが如きことをしない。次に營業用の建築物並に其の敷地の價格が物價騰貴に準じて騰貴したとて、賣却することの出來ないものである。從つて、銀行は其等の物の帳簿上の評價を變更しないから、資産が夫れの爲め膨脹したことにはならない。更に又銀行が所有せる有價證券中にて、工業會社等の株券は騰貴してゐても、公債の市價が低落してゐるから、前者は後者の爲めに、相殺されてゐるかも知れない。此等の事情の爲め、物價が騰貴しつゝある際に、銀行の株券は著しく騰貴しないを常とする。

以上述べたる事柄が實際と符合するか否やを觀る爲めに、明治四十三年より大正十三年までの十五ヶ年間に於ける一流の五銀行の株券の市價と物價とを對照せしむることに定めた。五銀行とは日本銀行、正金銀行、勸業銀行、第一銀行並に第百銀行の五行であつて、各年に於ける各種株券の現物取引の平均市價を取り、更に各年に對する五種株券の平均市價の總平均を計出し、然る後明治四十三年、四十四年並に大正元年の三ヶ年に對する總平均を平均し、此平均數を以て、各年に對する總平均を除して、總平均の指數を作り、此指數と前節に用ひた物價指數とを對照せしめたるに、左表の如き結果を得た。（基本數は總て大藏省編纂『金融事項參考書』に據る）。

年	日本銀行株	正金銀行株	勸業銀行株	第一銀行株	第百銀行株	合計	平均	同上指數 (甲)	物價指數 (乙)	(甲)は(乙)よりも高し (丙)	(乙)は(甲)よりも高し (丁)
四十三年	六四二・七九一圓	二六四・八七八圓	三九八・二三八圓	九九・〇八三圓	四〇三・九二四圓	一、八二八・九三四圓	三六五・七八七圓	一〇五・六	九五・七	九・九	—
四十四年	三六九・五七五	二三五・〇八七	四四八・一三〇	一〇四・四二三	三九二・一六九	一、七六九・八四四	三五三・九七七	一〇二・二	九九・二	三・〇	—
四十五年 大正元年	三四一・四五八	二二四・七三	三八一・七一九	一一一・六二四	三四八・五〇九	一、五九七・八九三	三一九・五七九	九二・二	一〇五・一	—	二・九

二年	三〇八・二三	二〇四・三九	三六六・一〇八	一〇〇・三三	一三五・八一〇	一、三三四・九七二	二六六・九九四	七七・一	一〇六・三	—	二八・二
三年	四八八・七八	一九八・〇四四	三三一・九一	七九・七二〇	一四四・三六六	一、二六三・九一九	三三二・八四	七二・八	一〇〇・五	—	二七・七
四年	三二六・〇一一	二二二・三六二	三三一・六二二	八四・一二八	一四四・五七四	一、二九八・七一七	二二九・四三	七五・〇	一〇一・七	—	二六・七
五年	六三七・三三〇	二三八・一二七	三六九・三三八	九四・五七五	一三七・三六〇	一、三一六・九九〇	一四〇・三六六	八七・六	一二三・〇	—	三三・四
六年	七二九・〇三八	一三二・三三六	三六三・六八九	九九・二七三	一二八・七三五	一、六〇三・〇七九	三三〇・六一六	九二・五	一四四・八	—	六二・三
七年	七三一・九一四	二六七・九八六	三三二・九三二	一二五・五三八	一四九・八二〇	一、六五八・一六一	三四一・六三二	九五・七	二〇三・七	—	一〇七・〇
八年	一、〇三一・〇〇八	三〇四・七九八	三八九・一〇〇	一六八・六六九	一七九・三七八	二、〇七二・八六三	四一四・五七三	一一九・七	二四八・三	—	一二八・六
九年	八九一・三一六	一八六・一六六	三三九・四七四	一〇三・六三六	一四二・九三二	一、六三六・三四四	三三一・三〇九	九五・六	二三三・〇	—	一七四・四
十年	八二三・〇三八	一八六・三三三	一六八・七八〇	九八・二九一	一三三・一八五	一、四一三・六三七	二八二・七一七	八一・六	二一〇・九	—	二二九・三
十一年	七三三・八〇一	一七三・九三二	七一・二五九	一〇〇・六九五	一三一・三七二	一、二二五・〇三九	二四五・〇一二	七〇・一	一〇六・一	—	一五六・〇
十二年	七三〇・二二二	一七八・〇〇六	六七・一八六	一〇〇・九七〇	一二二・三六一	一、一九七・三三三	二三九・三〇七	六九・一	一〇九・六	—	一四〇・五
十三年	六八八・九〇二	一六五・九八六	六〇・七一六	九二・五八二	九七・九二九	一、〇六一・二二五	二二一・三二三	六三・九	二一七・四	—	一五三・三

右表に示すが如く、明治四十三年、四十四年並に大正元年の株券市價を一〇〇とすれば、大正十三年の市價は六三・九に低落してゐる。其の間に物價は、同じく右の三ヶ年の平均を一〇〇とすれば、二一七・四に騰貴してゐた。即ち物價が十一割以上騰貴せるに、株券の市價は三割六分方低落してゐるのである。此低落の割合は公債の低率落よりも高い。

然らば、銀行株は投資の目的物として常に公債よりも劣つてゐるかと云ふに、必ずしもそうでない。物價が急激に騰貴し、經濟界が好景氣を呈しつゝある際には、銀行株は工業株程では勿論ないが、公債よりも著しく騰貴する。例へば、右表に示すが如く、物價が大正五年の一二三・〇より、大正六年の一五四・八、大正七年の二〇二・七、並に大正八年の二四八・三に激騰するに連れて、銀行株の市價は大正五年の八七・六より大正六年の九二・五、大正七年の九五・七、並に大正八年の一一九・七に漸騰してゐる。然るに、公債は戰爭景氣中に一度も九六に上つたことがない。

惟ふに、公債に對する信用は銀行株に對するよりも高いから、有價證券が或る原因、例へば不景氣の爲めに低落する際には、公債は銀行株ほどには下落しないのである。然しながら、又一方に於ては、有價證券に對する需用が膨脹したる際には、銀行株は公債よりも多く騰貴する。是れは何故であるかと云ふに、景氣の好きときには、銀行も繁昌するから、利益が工業會社ほどでなくとも多少增加するからである。上述の如く、銀行は利益が少しく增したからとて必ずしも直ちに配當を增率しないが、銀行が斯くの如き際には增配するであらうと想像し、銀行株に放資せん

と欲する者のある可きは無論である。又、好景氣の時代には、預金並に貸出が膨脹する。而かも預金並に貸出が增加すれば、銀行は其の基礎を强固にして、世間の信用を維持し若しくは之を高める爲めに、往々增資を行ふの習慣がある。實際に增資を行はずとも、增資が世間より期待せられる。此等の事情は銀行株に對する需用を膨脹せしむるものである。

之を要するに、銀行株は或る點に於ては投資の目的物として公債に優り、或る點に於ては劣つてゐる。從つて兩者の間に徑庭が無いと云へる。少くとも公債と大銀行の株券との間に於て然りである。大銀行に對する世人の信認は勿論政府に對する國民の信用程にはないが、民間事業中にては、大銀行は最も信用されてゐると思へるから、此點に於て大銀行の株券は公債に餘程接近してゐると云ひ得る。又、銀行株は勿論公債の如く一定の利子を附したるものでなくして、其の配當の高低は銀行の利益の多少に依りて定まるのであるから、此點に於ては、銀行株は一見公債と大に性質を異にせるが如くであるが、銀行は配當率を一割とか一割二分とかに釘付けになし、多年の間同一の步合を維持するの習慣があつて、容易に之を變

更しない。從つて此點に於ても亦、銀行株は公債に類似してゐる。此等の事情より考察すれば、投資の目的物としては、公債と銀行株との間に優劣の差の少きは毫も怪むに足らない。

第四節　會社の株券

次に銀行とは異なり、經濟界の景氣の如何に依りて、收益の著しく增減することある會社の株券の市價に對する物價騰落の影響を知る爲めに、同じく明治四十三年より大正十三年に至る十五ヶ年間に於ける代表株四種の現物相場を取り、公債並に銀行株に於けると同一の方法を以て指數を作り、物價指數と對照せしむることにした。此指數作製の爲めに選んだのは日本郵船株、鐘紡株、東京株式株、並に大日本麥酒株の四種であつて、公債及び銀行株と同じく各年に於ける東京の平均相場を取つた。左表は即ち斯くの如くして作つた對照表である。

年	日本郵船株	鐘紡株	東京株式株	大日本麥酒株	合計	平均	同上指數	物價指數	(甲)(乙)(丙)(丁)
四十三年	圓 九二・四二一九	圓 一〇八・〇八五	圓 二二二・二二四	圓 八一・七七〇	圓 四九七・五〇八	圓 二二四・五二七	圓 一〇五・一	九六・七	九・四

(甲)は(乙)よりも高し　(乙)は(甲)よりも高し

四十四年	一〇〇・九五九	一〇三・八一一	一五八・六五一	七九・九六七	四四二・三八八	二一〇・五九七	九四・三	九九・二	—	五・〇
四十五年 大正元年	一二五・九〇三	一一一・五六五	一五四・四五九	八七・一四五	四六九・二六九	二一九・五一七	九九・九	一〇五・一	—	五五・二
二年	一二三・六〇	一〇八・二六〇	一四一・二五三	八三・八七六	四四五・六八九	二一一・四三	九四・九	一〇五・三	—	一〇・四
三年	一二一・三五一	一〇〇・五六五	一三八・七六七	八八・〇九五	四二八・六七八	一〇七・一七〇	九一・五	一〇〇・五	—	九・二
四年	一二六・六八七	一一七・九五	一六二・三六〇	一〇一・七五五	五〇八・五九五	一二七・一四九	一〇八・三	一〇一・七	六・六	—
五年	一三五・八六七	一九二・六一九	一五〇・七〇九	一五〇・三三二	八六七・五四七	二二六・八八七	一八四・七	一三三・〇	六一・七	—
六年	一三八・九三五	二四四・六三五	二四七・八五五	一四一・〇五六	九七二・五〇七	二四三・二七	二〇七・〇	一五四・八	五二・二	—
七年	一五一・八二	二四六・八九六	一四一・七一五	一四〇・四五一	八二・四〇四	二〇三・八五一	一七二・八	二〇二・七	—	一九・九
八年	二三二・〇五八	二六二・六九	一五〇・五八八	一六五・一〇九	一、〇四一・五一四	二六〇・四六四	二二一・〇・八	二四八・三	—	二六・五
九年	一六五・九五一	一五一・五六四	二四五・一六六	一三五・四〇一	八六〇・〇八二	二一五・〇二一	一八〇・一	一七三・〇	—	八九・九
十年	一三六・五九三	一三三・七〇八	一四五・六四五	二一一・三二九	七二五・二七五	一七八・八一九	一五二・三	二一〇・九	—	五八・六
十一年	九九・九九六	一五〇・五四九	一三一・二九二	六五三・二三四	一六三・五〇九	一三九・一	二〇六・一	—	六七・〇
十二年	九四・二九四	一五〇・五五〇	一二四・五九八	一三五・四五五	六五五・九三七	一六五・九八四	一三九・六	二〇九・六	—	七〇・〇
十三年	七七・七四四	二二四・九二七	一二六・七一七	一五二・五七一	五七〇・九五九	一四二・七四〇	二二一・六	二二七・四	—	九六・八

右表に示すが如く、明治四十三年より大正元年に至る三ヶ年間に於ける會社株の市價の平均を一〇〇・〇とすれば、大正十三年の平均市價は一二一・六に相當してゐる。一方物價は二一七・四に騰貴してゐるから、會社株の市價も物價に比すれば、

著しく割安になつてゐる。然し公債又は銀行株よりも遙かに高い。加之、物價が著しく騰貴しつゝあつたときには、株價が却つて物價よりも餘程高くなつたこともある。即ち大正四年に一〇一・七であつた物價が翌五年に一二三・〇になつたときに、株價の平均は一〇八・三より一八四・七に激騰し、更に翌六年に物價が一五四・八に騰貴したときに、株價は二〇七・〇に暴騰した。其の爲めに、大正五年には株價は物價に對し六一・七の上鞘を呈し、大正六年には五二・二の上鞘を示してゐる。

斯くの如く、會社株は物價の騰貴するに連れて、公債若しくは銀行株よりも著しく昂騰するの傾向を持つてゐる。物價に對する關係に於て、會社株が公債並に銀行株と異なつてゐるのは、物價が騰貴する際に、會社の配當が增率せられ、若しくは會社の增配が期待せられるからである。尤も會社株の騰貴率は常に物價の騰貴率と一致するものでは無く、時としては前者が遠く後者に及ばざることもある。殊に不景氣の繼續する際には、縱令物價が騰貴してゐても、株價が低落するの傾向を有してゐる。例へば、大正十二年に二〇九・六であつた物價が大正十三年に二一七・四に騰貴したに拘らず、株價の平均は一三九・六より一二一・六に低落した。

然しながら、又一方に於ては、物價が騰貴しつゝある際には、會社株の市價は上述の如く物價以上に騰貴することがあるから、此點に於ては、會社株は公債又は銀行株よりも投資の目的物としては安全なるものであると云ひ得る。勿論會社株は公債ほどに確實ではない。公債に投資すれば、國家の永續する限り、利子を確實に收め、且つ償却期日が來れば、公債に投じたる資金を完全に回收することが出來る。之に反して、會社は政府ほど其の基礎が勿論强固でない。何日何時破產するかも知れ無い。破產したる場合には、會社の株に投じたる資本を全部失はなければならぬ。破產とまでは行かずとも、會社が事業に失敗した爲めに、拂込資本金を切下げることがある。假りに會社の資本金が五割切下げらるゝとすれば、株主は其會社の株券に投じてゐた資本の五割を喪失することになる。又、事業に前途の見込が無い爲めに、會社が解散するときに於て、會社の財產より債務の全部を控除したる殘額、即ち純財產が拂込資本の金額に達しないことが發見せられることもある。假りに其不足額が拂込資本金の二割であるとするならば、各株主は持株に對する拂込高の二割を失ふことになる。

更に又、事業の經營に大なる失策なきときに於ても、不景氣の爲め、事業が振はずして、收益が少いか、或は全然なく、若しくは缺損を生じたる結果として、株主の受くる配當が公債の利子よりも低率となるか、或は會社が全く配當を行へないことすらある。

此等の點に於ては、會社株は公債よりも劣つてゐる。然しながら、物價が騰貴しつゝある際には、會社株は公債よりも安全なる有價證券である。假りに或る期間内に物價が二倍に騰貴したとすれば、五分利付額面百圓の公債より生ずる金五圓の收入を以てしては、物價騰貴前に金二圓五十錢を以て購入することを得た丈けの貨物を買入れることが出來るに過ぎ無い。又、公債を賣却するか、或は償却せられたときに、購入當時に比して、物價が二倍に騰貴しておれば、公債に投じた資本の一半を失つたことになる。之に反して、物價が騰貴しつゝありて、景氣の良好なる際には、其の影響を受くる會社の收益が增加し、配當が增率せらるゝ爲めに、株主の收入增加する結果として、株主が物價騰貴に依りて蒙る損失は夫れの爲めに相殺せらるゝことになる。否な配當の增加率は往々にして物價の騰貴率に超過する

ことがあるから、若し或る人の財産が全部收益の膨脹しつゝある會社の株券であるとするならば、物價の騰貴は差引其人を利することになる。又、此種の會社の株は往々物價以上に騰貴するから、株主の財産は公債の所有者の財産の如くに、減少せずして、却つて增加するのである。

勿論斯くの如く、會社株の騰貴する程度は會社毎に異なつてゐる。會社株の騰貴の程度が會社毎に相違するのは、云ふまでもなく、收益率、配當率、世間の信用等が會社毎に異なつてゐるからである。從つて總ての會社株が好景氣時代に於ても物價以上に騰貴するものであると云ふことを得ない。即ち收益並に配當の率が低く、世間の信用の低い會社の株は、物價の騰貴しつゝある際に、物價ほどには騰貴しないのである。

第五節　社債

最後に社債の相場に對する物價の影響を知る爲めに、十一種の社債の相場を基礎として、前と同一の方法を以て、社債相場の指數を作り、之を物價指數と對照せしむることにした。其目的の爲めに選んだのは、東洋製糖、鐘紡、富士紡、福島紡、日本製

布、東洋汽船、日本製鋼所、人造肥料、和歌山水力、京都電燈、並に商船の十一會社の發行したる社債であつて、大正元年より大正十三年に至る十三ヶ年間に於ける各年の最高相場と最低相場とを取り、十一種の最高相場と十一種の最低相場とを別々に平均し、而して各年の最高相場と最低相場とを更に平均し、此最後の平均を基礎として社債相場指數を作つたのである。然しながら十三ヶ年の全部に對して各種社債の相場が、發行期日、償還等の關係よりして、存在してゐる譯でないから、或る年に對して數字の缺けてゐる社債が少くない。而かも上記十一種の社債を選んだのは、此等の社債に對して比較的長期間に亘る相場表を得ることが出來たからである。左表は即ち右の方法にて作製したる社債相場指數と物價指數との對照表である。（基礎數字は總て大阪野村商店編纂『株式年鑑』に據る）。

		東洋製糖	鐘紡	富士紡	福島紡	日本製布	東洋汽船	日本製鋼所
大正元年	最高	—	一〇一・五〇	九八・〇〇	一〇〇・〇〇	八四・五〇	九五・〇〇	九〇・〇〇
	最低	—	九七・七〇	八九・五〇	九八・八〇	七三・〇〇	八八・〇〇	七六・〇〇
二年	最高	—	九九・二〇	九〇・〇〇	九九・五〇	八一・五〇	九三・〇〇	八〇・〇〇
	最低	—	九三・八〇	八五・〇〇	九四・五〇	七〇・〇〇	八四・五〇	六九・五〇

三年	最高	—	九七・五〇	八九・〇〇	九七・四〇
	最低	—	九三・五〇	八三・三〇	九三・五〇
四年	最高	一〇一・五〇	一〇〇・五〇	九五・〇〇	一〇三・〇〇
	最低	九八・五〇	九五・五〇	八五・〇〇	九五・〇〇
五年	最高	一〇四・〇〇	一〇二・五〇	九九・五〇	—
	最低	一〇〇・五〇	九九・二〇	九三・〇〇	—
六年	最高	一〇三・〇〇	一〇一・七〇	九七・〇〇	一〇一・五〇
	最低	一〇一・〇〇	一〇〇・〇〇	九四・五〇	一〇〇・〇〇
七年	最高	一〇二・〇〇	一〇二・〇〇	九五・〇〇	九八・五〇
	最低	九九・〇〇	一〇〇・〇〇	九二・五〇	九七・五〇
八年	最高	一〇二・〇〇	一〇三・〇〇	一〇〇・〇〇	九八・〇〇
	最低	九八・〇〇	九九・五〇	九一・〇〇	九二・五〇
九年	最高	一〇一・〇〇	一〇二・五〇	一〇一・〇〇	九五・〇〇
	最低	九五・三〇	八八・〇〇	八八・八〇	八七・五〇
十年	最高	九七・五〇	九四・〇〇	九四・三〇	九五・五〇
	最低	九一・〇〇	九〇・〇〇	九〇・五〇	八八・〇〇
十一年	最高	九五・五〇	九五・〇〇	九四・一〇	九四・五〇
	最低	九三・〇〇	九三・八〇	九三・二〇	九三・五〇
十二年	最高	九四・八〇	九四・八〇	九四・〇〇	九四・八〇
	最低	九三・〇〇	九二・八〇	—	九三・四〇

三年	最高	九三・〇〇	九六・〇〇	七二・〇〇
	最低	八三・〇〇	九一・八〇	六七・〇〇
四年	最高	九二・〇〇	一〇〇・〇〇	八一・五〇
	最低	八三・〇〇	九三・五〇	六六・〇〇
五年	最高	一〇一・〇〇	一〇一・五〇	八八・〇〇
	最低	九二・〇〇	九六・〇〇	七八・五〇
六年	最高	一〇一・〇〇	一〇一・五〇	八六・〇〇
	最低	九五・〇〇	九九・〇〇	八四・〇〇
七年	最高	一〇〇・〇〇	一〇〇・〇〇	八四・〇〇
	最低	九七・〇〇	九八・〇〇	八二・〇〇
八年	最高	一〇一・〇〇	一〇〇・〇〇	八四・〇〇
	最低	九五・〇〇	九四・〇〇	八〇・〇〇
九年	最高	—	九七・四〇	—
	最低	—	九三・〇〇	—
十年	最高	—	九八・〇〇	—
	最低	—	九四・〇〇	—
十一年	最高	—	九八・七〇	—
	最低	—	九七・〇〇	—
十二年	最高	—	九六・八〇	—
	最低	—	九五・五〇	—

換實物としての公債、株券並に社債の優劣

	人造肥料	和歌山水力電燈	京都商船	合計	平均	最高と最低との平均	指數	物價指數	(甲)は(乙)よりも高し (乙)は(甲)よりも高し
十三年 最高	九五・五〇	九六・八〇	九八・〇〇	九七・二〇	—	—	九九・五〇	—	—
十三年 最低	九四・二〇	九四・五〇	九四・二〇	九四・〇〇	—	—	九七・四〇	—	—
大正元年 最高	一〇〇・〇〇	一〇三・五〇	一〇二・五〇	九七七・〇〇	九七七・七〇	九四・六八	一〇五・一九	一〇五・一	—
大正元年 最低	九六・〇〇	九九・〇〇	九八・五〇	九一六・五〇	九一・六五				一・九一
二年 最高	九五・五〇	一〇〇・〇〇	九八・五〇	九四〇・五〇	九四〇・〇五	九〇・六五	九八・八〇	一〇五・三	—
二年 最低	九二・〇〇	九四・〇〇	九三・五〇	八七二・五〇	八七・二六				六・五〇
三年 最高	—	九八・〇〇	九六・〇〇	九九・五〇	八三八・四〇	八九・九二	九八・〇一	一〇〇・五	—
三年 最低	—	九二・五〇	九一・〇〇	八四・五〇	七八〇・一〇	八六・六八			二・四九
四年 最高	—	一〇一・五〇	一〇三・〇〇	一〇五・〇〇	九八〇・〇〇	九五・八一	一〇二・二五	一〇一・七	—
四年 最低	—	九四・〇〇	九〇・五〇	九五・一〇	八九六・三〇	八九・六二			〇・五五
五年 最高	一〇二・五〇	一〇一・五〇	九九・〇〇	一〇〇〇・九〇	一〇〇・〇九	九四・五八	一〇六・一四	一二三・〇	—
五年 最低	九九・〇〇	九九・〇〇	九六・〇〇	九五・五〇	九四六・一〇	九四・六四			一六・八六
六年 最高	一〇二・五〇	一〇三・〇〇	一〇〇・〇〇	九六・五〇	一〇九二・七〇	九九・五四	一〇六・八四	一二四・八	—
六年 最低	一〇〇・〇〇	九九・〇〇	九四・〇〇	九四・五〇	一〇六五・八〇	九六・七一			四七・九六
七年 最高	一〇三・〇〇	一〇一・五〇	九六・〇〇	九八・〇〇	一〇七九・〇〇	九八・一〇	一〇五・六五	一〇一・七	—
七年 最低	九九・〇〇	九九・〇〇	九五・〇〇	九六・〇〇	一〇五五・〇〇	九六・九二			九七・〇七
八年 最高	一〇一・五〇	一〇一・五〇	九五・七〇	一〇〇・〇〇	一〇八五・七〇	九八・七〇	九八・七五	一〇五・〇五	二四八・三
八年 最低	九八・〇〇	九八・〇〇	九一・〇〇	九七・五〇	一〇三四・五〇	九四・五八			—

九年	最高	八〇・〇〇	一〇一・四〇	九一・五〇	九四・四〇	九五・四〇	一〇〇・五八	九五・七一	一〇四・三二	二一四・〇	—	一六八・六八
	最低	九五・五〇	九九・〇〇	八〇・〇〇	九四・四〇	八一・九〇	九一・〇四	九五・七一	一〇四・一五	二一〇・九	—	一〇八・五五
十年	最高	九六・五〇	—	—	—	五七四・八〇	九五・九七	九五・七一	一〇四・一五	二一〇・九	—	一〇八・五五
	最低	九五・五〇	—	—	—	五四八・八〇	九一・四七					
十一年	最高	九七・〇〇	—	—	—	五七四・八〇	九五・八〇	九四・九七	一〇四・五一	二〇六・一	—	一〇三・五九
	最低	九四・五〇	—	—	—	五六四・八〇	九四・一三					
十二年	最高	九五・五〇	—	—	—	五六八・七〇	九四・七八	九四・二三	一〇三・四〇	二〇九・六	—	一〇六・九〇
	最低		—	—	—	五七四・七〇	九五・六八					
十三年	最高	九九・二〇	—	—	—	五八六・二〇	九七・四〇	九六・四五	一〇五・一〇	二一七・四	—	一一三・五〇
	最低	九六・六〇	—	—	—	五七〇・九〇	九五・一五					

右表に示すが如く、若し大正元年、二年並に三年の社債相場の平均を一〇〇・〇とすれば、大正十三年の平均相場は一〇五・一に騰貴してゐる。否な開戰後に於て、平均相場が何れの年にても一〇〇・〇以下に低落したことはなく、常に戰前に對して多少の騰貴を示してゐる。勿論其騰貴率は會社株の騰貴率には遙かに及ばないが、公債若しくは銀行株が低落せることを考慮すれば、如何に社債に對する需用が比較的に多かつたことを想像するに難くない。社債に對する需用が比較的に多かつたのは、社債の利子が公債の利子よりも高いからである。公債の利率と社債

の利率との差は、原則として政府に對する人民の信用と會社に對する世間の信用との程度の相違を示すものと看做す可きである。從つて公債が低落すれば、社債も下落し、公債が騰貴すれば、社債も亦騰貴して、兩者の利廻りの間の開きに大なる變動が生じないことを期待し得ないでも無い。然るに、事實は之に反して、公債は戰前に比して低落してゐるにも拘らず、社債は却つて騰貴してゐる。是れは多分政府に對する信用と會社に對する信用との間に於て、公債の利子歩合と社債の利子歩合との差が示してゐる程度の懸隔が無い爲めであらうと思はれる。

又、社債と銀行株とを比較するに、銀行の配當率は社債の利率よりも高いから、銀行株の相場は勿論社債の相場よりも高い。然るに、社債は戰前に比して騰貴してゐるに反し、銀行株は低落してゐる。是れは戰前に於て、銀行株は社債に比し割高になつてゐた爲めであらうと思はれる。

之を要するに、社債を發行せる會社の基礎が强固である限り、社債は投資の目的物として公債並に銀行株よりも優つてゐる。少くとも戰前に於ける相場を標準として、戰時中並に戰後に於て公債並に銀行株が受けたる物價の影響と社債が受

けたる物價の影響とを比較するに、右の結論に到達せざるを得ないのである。

第六節　四種の有價證券に對する物價の影響の比較

以上略叙したる所に依りて明かなるが如く、公債は、元金の償却並に利子支拂の點に於ては、有價證券に於て最も確實なるものであらうが、物價が騰貴しつゝある際には、公債の利子は從前丈けの購買力を有せざるのみならず、公債の市價が低落し、且つ其の實價、即ち夫れを賣却したる際の代金若しくは償却されたる際の元金の購買力は物價騰貴と反比例に減少するのである。勿論物價が低落しつゝあるときには、公債の市價が騰貴するのみならず、其の實價が增加するから、公債所有者は利益を受くることになる。然しながら、物價は下落するよりも騰貴することの方が多いから、公債は投資の目的物としては優良であると云ふことは出來無い。

此見地より論ずれば、銀行株は公債と略ぼ同樣に看做し得る。如何となれば、景氣の旺盛なるときには、大正八年中に於けるが如く、銀行株は公債よりも比較的に多く騰貴することもあるが、又一方に於ては、銀行株の實價は、不景氣の際には、公債の實價よりも著しく減少するの傾向を有してゐるからである。次に社債の實價

が物價騰貴の影響を蒙りて減少するのは公債並に銀行株と異ならないのであるが、社債の利率が高い爲めに、其の實價は公債若しくは銀行株の實價ほどには減少しない。最後に、會社株の實價が物價騰貴の爲めに減少する程度は、他の三種の有價證券の孰れに於けるよりも低い。加之、好景氣の時代には、配當の增率又は其の豫想等の爲めに、會社株の相場が物價以上に暴騰する結果として、其の實價が却つて增加することすらある。從つて確實なる會社株は投資物としては最も優れるものであると言ひ得る。今此關係を一目瞭然たらしめんが爲めに、左に四種の有價證券の實價對照表を掲ぐることにする。各實價は各種有價證券市價の指數を物價指數にて除したるものに外ならない。

年	公債	銀行株	會社株	社債
明治四十三年	一〇八・六	一一〇・三	一〇九・八	
四十四年	一〇一・六	一〇三・〇	九五・〇	
四十五年	九〇・七	八七・七	九五・一	九八・一八
大正元年				
二　年	八七・九	七三・二	九〇・一	九三・八三
三　年	九〇・〇	七二・四	九〇・八	九七・五二

四年	九〇・五	七三・七	一〇六・五	一〇〇・五五
五年	七七・五	七一・二	一五〇・二	八六・二九
六年	六一・一	五九・七	一三三・七	六九・〇一
七年	四六・一	四七・二	八五・二	五二・一一
八年	三六・九	四八・二	八九・三	四二・三一
九年	三一・八	三五・〇	六七・一	三八・二一
十年	四一・一	三八・七	七二・二	四八・四四
十一年	四一・七	三四・五	六七・五	五〇・二二
十二年	四一・四	三三・〇	六六・六	四九・〇〇
十三年	三九・七	二九・五	五五・九	四八・三四

右表に示すが如く、會社株の實價は最も高く、社債之に次ぎ、公債は社債に續き、銀行株の實價は最も低い。尙ほ實價高低の關係を明瞭にする爲めに、會社株の實價を百とし、社債、公債並に銀行株の實價をば百分比例として對照せしむることにする。左表は即ち各年に於ける會社株の實價を以て其年に於ける他の三種の有價證券の實價を除して得たる此百分比例表である。

年	會社株	社債	公債	銀行株
明治四十三年	一〇〇・〇		九八・九	一〇〇・五

四十四年	一〇〇・〇		一〇六・九	一〇八・四
四十五年	一〇〇・〇	一〇三・二	九五・四	九二・二
大正元年				
二　年	一〇〇・〇	一〇四・一	九七・六	八一・二
三　年	一〇〇・〇	一〇七・四	九九・一	七九・七
四　年	一〇〇・〇	九四・四	八五・〇	六九・二
五　年	一〇〇・〇	五七・五	五一・六	四七・四
六　年	一〇〇・〇	五一・六	四五・七	四四・七
七　年	一〇〇・〇	六一・二	五四・一	五五・四
八　年	一〇〇・〇	四七・四	四一・三	五三・九
九　年	一〇〇・〇	五六・九	四七・四	五二・二
十　年	一〇〇・〇	六七・一	五六・九	五三・六
十一年	一〇〇・〇	七四・四	六一・八	五一・一
十二年	一〇〇・〇	七三・六	六二・二	四九・五
十三年	一〇〇・〇	八六・五	七一・〇	五二・八

右表の示す所に據れば、明治四十三年並に四十四年に於ける結果は甚だ不規則であるが、四十五年より大正十三年に至る十三ヶ年間に在りては、四種有價證券の實價は、少數の例外を除き、毎年(一)會社株、(二)社債、(三)公債、(四)銀行株の順位になつてゐ

る。少數の例外となつてゐるものは、明治四十五年より大正三年に至る三ヶ年に於て、社債の實價が會社株の實價よりも高くなつて居り、又、大正七年より大正九年に至る三ヶ年間に於て、銀行株の實價は公債の實價より高かつたことに外ならない。十三ヶ年を通ずる比較に於て例外が僅かに是れ丈けであるから、右に指摘したる實價の順位は略ぼ一定せるものであると看做し得るが如く見える。