

Title	日本及び外国に於ける公債株券の騰落と其原因
Sub Title	
Author	高城, 仙次郎
Publisher	三田学会
Publication year	1913
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.7, No.4 (1913. 10) ,p.653(31)- 686(64)
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19131022-0031">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19131022-0031</a>

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.

30 最後に英國憲法の他の一特性として擧ぐ可きは其の名實相異(Unreality)の點也。英國憲法にては何事も内容と外見とは相同じからずとは道理ある評言にして、パジョオが國王及び貴族院の儼在するにも拘はらず吾々英國人は假裝したる共和國の下に支配せらるると評せしは、即ち此の特性を道破したるものに外ならず。英國王が實際の支配者たりし時代は過去に屬するが故、其時代に用ひられし言葉或は形式は縱令ひ全く誤りには非ずとするも、最早今日の實際に適合せざるなり。次に吾人は通例國會を立法部、内閣を行政部と呼ぶも、前に述べたる如く、實際上内閣は大に立法部の機能を蠶食せり。即ち内閣は専ら立法の主題を選択するの責に任じ、議案の順序を決定し、且立法的計畫に對して、色彩と形式とを與ふ。約言すれば、内閣は廣大なる發案權を掌握せるなり。尙理論上國王は今日と雖も「陛下の僕」(His Majesty's Servant)と稱せらるゝ、内閣大臣を選任する事となり居るも、然かも事實首相の選任すら、狭き範圍に局限せられ、他の大官の任命に關しては首相全權を有す。此の如き名と實の齟齬、即ち理論と實際との間に甚だしき相異なることは、英國憲法の實際上の運用を了解する上に於いて特に困難なる所以なりとす。

本編はマリオット氏の English Political Institution ホールウェル總長の Government of England アンソンの The Law and Customs of the Constitution 等の諸書に負う所大なり。

## 日本及び外國に於ける公債株券の騰落と其原因

高城 仙次郎

### 目次

- 一、緒言
- 二、外國に於ける有價證券の騰落
  - 甲、外國に於ける公債の下落
  - 乙、英米兩國に於ける私債の下落
  - 丙、英米兩國に於ける株券の價格
- 三、有價證券騰落の原因
  - 甲、公債並に私債の市價
  - 乙、公私債騰落の原因 附利子歩合論
  - 丙、株券騰落の原因
- 四、我國に於ける有價證券騰落の原因
  - 甲、序論
  - 乙、我國に於ける公債の下落と其原因
  - 丙、我國に於ける株券の騰落と其原因
- 五、結言

日本及び外國に於ける公債株券の騰落と其原因

## 一、緒言

近年世界各國に於ける公債株券の價格の變動著しく、之に關する世論亦囂々たり。然りと雖も、我國に於ける公債株券の騰落と外國に於ける公債株券の騰落とは多少其趣を異にせるが如し。我國に於ては、公債は一般に下落し、且つ株券も最近に於て概して下落せり。之に反して、外國に於ては公債は下落せるも株券は概して騰貴せるか如し。斯くの如く、我國と外國との間に有價證券の價格の變動の徑路を異にする所以は果して何ぞや。兩者は異なる事情に基づくものなるや、將た又異なる法則に支配せらるゝものなるや。是れ吾人の知らんと欲する所也。

外國に於ける有價證券價格の變動に就きては既に多くの歐米學者は之が研究を怠らずして、各其意見を發表せり。然りと雖も、我國に於ける有價證券に關する邦人の研究は未だ見るに足る可きもの少きが如し。殊に外國の事情と我國の事情とは一致せざる所多きを以て、外國に於ける有價證券價格の騰貴に關する外國人の研究は直ちに之を我國の現象に適用して兎角の斷案を下し難き點なきに非

ず。

余は兼てより此問題を討究して先覺の高見を叩かんと欲し居りたるも、日常の雜務多事にして、未だ果たさざりしなり。然るに偶々本誌の編輯上急遽一文を草せざるを得ざる羽目となり、已むなく筆を取りて上記問題に關する私見の一端を左に開陳せんと欲す。突唐の際の事として熟考推敲するの暇を有せず、従つて本篇は決して研究と稱し得る程のものに非ず。されば他日機を得て更に本問題を講究し以て謝罪の一端に資せんと欲す。

されど、此豫備的研究を試みるに當りて、吾人は先づ外國に於ける有價證券騰落の事實を確め、次に一般有價證券の價格及び其騰落に關する原理を明かにし、然る後我國に於ける事實を尋ねて、此原理に依りて之が説明を試みんと欲す。

## 二、外國に於ける有價證券の騰落

## 甲、外國に於ける公債の下落

世界に於て今日最も代表的なる公債は言ふ迄もなく英國の『コンソール』公債なり

34 とす。此公債の利子が年二分半となりたる年即ち一九〇三年以來に於ける同公債の價格は左の如し。

年	平均相場	年	平均相場
一九〇三	九〇 $\frac{3}{4}$	一九〇八	八六 $\frac{1}{16}$
一九〇四	八八 $\frac{1}{4}$	一九〇九	八三 $\frac{7}{8}$
一九〇五	八九 $\frac{3}{16}$	一九一〇	八一 $\frac{1}{8}$
一九〇六	八八 $\frac{5}{16}$	一九一一	七九 $\frac{1}{4}$
一九〇七	八四 $\frac{1}{8}$	一九一二	七六 $\frac{1}{4}$

(ゴブソン氏の調査に據る)

右表に就きて觀るに一九〇八年に一小康を見るの外『コンソル』は一九〇三年以來毎年下落し、昨年迄に約十四磅即ち一割四分の暴落を告げたり。

次に米國の二分利附公債の價格は左の如し。(Fisher and Others, How to Invest, p.64)

年	平均相場	年	平均相場
一九〇三	一〇七 $\frac{9}{16}$	一九〇八	一〇三 $\frac{9}{16}$

一九〇四	一〇四 $\frac{9}{9}$	一九〇九	一〇一 $\frac{4}{7}$
一九〇五	一〇四 $\frac{1}{6}$	一九一〇	一〇〇 $\frac{8}{7}$
一九〇六	一〇三 $\frac{9}{5}$	一九一一	一〇〇 $\frac{6}{3}$
一九〇七	一〇五 $\frac{1}{8}$		

米國公債も亦『コンソル』と同じく、一九〇三年以來著しく下落せり。唯一九〇七年に於て一時其下落の影響が頓挫せるを見るのみ。尤も此十年間に於ける下落は六弗四十六仙即ち六分四厘強にして『コンソル』の夫れに如かず。斯くの如く米國公債の下落が英國公債の下落よりも緩和なるは米國銀行條例の規定に依りて米國公債が紙幣發行の保證として用ゐらるゝの結果銀行間に其需要多きが故なりとす。

更に佛蘭西の公債も三分利同期間に於て下落せり。左表は之を示して餘りあり。(同上の著述と Hirst, The Credit of Nations, p.6 に據る)

年	平均相場	年	平均相場
一九〇三	九八 $\frac{1}{4}$	一九〇六	九七 $\frac{1}{6}$

一九〇四	九七五	一九〇七	九四八
一九〇五	九九二	一九一二	九三一

更にHiss氏の統計は一九〇七年後の相場を載せざるも之を以て猶ほ一般的の傾向を示すに足るものなりと假定して次に他の歐洲諸國に於ける公債價格の騰落を尋ねんと欲す。即ち左表は列國の公債を年三分の利子を標準として換算せる價格を示すものなり。(六及八頁を見よ)

年	一九〇三	一九〇四	一九〇五	一九〇六	一九〇七
獨逸	八七六	八七三	八六三	八五三	八一
和蘭	九五七	九五二	九四一	九三〇	八九八
瑞典	八六〇	八五二	八四六	八五〇	八二〇
奧太利	七一七	七一二	七一六	七一〇	六九〇
露西亞	七四四	七〇一	六五四	五六五	五六四
伊太利	七六五	七六六	七八二	七七一	八一
西班牙	六七一	六四〇	六八五	七一〇	六九四

右表に就きて觀るに比較的重要ならざる伊太利並に西班牙を除くの外は各國の公債の著しく下落せるを知る。

中央政府公債のみならず市債も亦同一の傾向を有するが如し。左表は英國に於ける十都市の市債價格の下落を示すものなり。("A Stockbroker," "The Depreciation of British Home Investments, Economic Journal, June, 1913")

英國十都市市債價格の平均(平均利子歩合三・四%)

年	一九〇一	一九〇六	一九一一	一九一二
價格	一二七・五	一一〇・七	一〇二・三	九七・〇
				九四・九

前數表に據りて之を論せば、公債の價格は世界一般に、少くとも最も重要な諸國に於て、近年著しく下落せり。

乙、英米兩國に於ける私債の下落

公債の下落は前述の如くなるが、社債も亦同じく下落せるものゝ如し。シカゴ大學教授ミッチェル氏の調査せる所に據るに、米國鐵道會社社債は左の如く一般的に下落の傾向を示せり。(Security Prices and Interest Rates in 1910-12 The Journal of Poli-

tical Economy. June 1913)

米國十鐵道會社々債價格の平均(一八九〇—一九〇九年を百とす)

年	一九〇三	一九〇四	一九〇五	一九〇六	一九〇七	一九〇八	一九〇九	一九一〇	一九一一	一九一二
價格	一一四	一一五	一一八	一二四	一〇七	一〇八	一一三	一〇九	一〇八	一〇七

又Wall Street Journalの調査せる所に據れば、二十五の代表的鐵道會社の社債價格は左の如し。

年	一九〇六	一九〇七	一九〇八	一九〇九	一九一〇	一九一一	一九一二
價格	九七・九	九四・一	八八・六	九三・七	九二・八	九一・四	九〇・九

之を前表と比較するに、兩者共に一般的下落の傾向を示せり。兩表共に下落が一九〇九年に於て一時騰貴と變じたるを示せるは、注目し値ひする所なりとす。更に英國に於ける鐵道會社債券の價格に就きて前記Economic Journal所載の論文の筆者が調査せる所に據るに、十會社債券の價格が著しく低落せるを見るなり。即ち左表は之を示して餘りあり。

年	一九〇一	一九〇二	一九〇三	一九〇四	一九〇五	一九〇六	一九〇七	一九〇八	一九〇九	一九一〇	一九一一	一九一二
價格	一三九・一六	一一八・三六	一〇七・七三	九五・九五	九三・七四	九二・七三	九一・七三	九〇・七三	八九・七三	八八・七三	八七・七三	八六・七三

備考 一八九六—一九一一年間に於ける此十會社債券の平均利子は毎年三・五五%にして、一九一二年の平均利子は三・六%なり。

右表に示すが如く、英國に於ける債券の下落は一八九六年より昨年末迄に四割を超へ、一九〇一年以後昨年迄即ち僅々十一ヶ年間に於てすら猶ほ約二割五分に達せり。之を米國に於ける社債と比較するに其下落の程度更に著しきものあるを見るなり。

斯くの如く、英米兩國間に大小の相違はあれど、私債の下落的傾向を有する點に於ては、何等の相違あるを見ず。

### 丙、英米兩國に於ける株券の價格

前述の如く、英米兩國に於ける公債並に私債は近年著しく下落せしが、此兩國に於ける株券の價格は公私債の價格と其騰落の步調を一にせざるが如し。前記の“A Stockbroker”氏の調査せる所に據るに、殖民地及外國鐵道會社(十會社)の株券價格の平均は左の如し。



右表に就きて之を觀るに、一九〇六年迄は騰貴して、同年後は下落の傾向を示せり。然りと雖も、一般的に之を論ずれば、殖民地及外國の鐵道會社の株券が倫敦市場に於て有せる市價は騰貴の趨勢を維持せりと云はざる可からず。之に反して、英本國に於ける十鐵道會社株券の平均市價は、左の如く著しく低落せり。

年	一八九六	一九〇一	一九〇六	一九一〇	一九一五
價格	一五四・七	一三一・〇	一一九・七	一〇七・九	一〇〇・四

更に前記ミッチェル氏の調査せる所に據るに、米國に於ける十鐵道會社の株券は左の如く騰貴せるを見るなり。

年	一八九六	一九〇一	一九〇六	一九一〇	一九一五
價格	八一	二六二	二九一	二二三	二一五

(備考 一八九〇—一九九九年の價格を百とす)

年に依りて多少の騰落ありと雖も、右表に據れば、米國に於ける代表的鐵道會社

の株券は一般的に騰貴せるものなりと認めざるを得ず。

因是觀之、公債私債の價格は近年一般に下落せりと雖も、株券の價格に就きては一般的に騰貴せりと雖も、將た又下落せりと雖も未だ斷言し難きものありて存す。されど、何故に前者が一般に下落せるに反し、後者は或は下落し或は騰貴せるや。是れ吾人の研究を要する所なり。我國に於ける一派の論者は公債及株式は同時に騰落す可きものなりと思惟せるが如くにしく、又米國に於ける一派の論者は公債が下落せるときには株券は騰貴す可きものなりと信せるが如し。此兩説の誤れるは前掲の統計に據れば明かなりとす。

### 三、有價證券騰落の原因

#### 甲、公債並に私債の市價

上文に於て引照せる有價證券騰落に關する統計の示す所を摘要すれば、左の結果を得可し。

#### 一、公債は下落せり。

- 二、私債は下落せり。
  - 三、英國鐵道會社の株券は下落せり。
  - 四、英國殖民地及其他の國に於ける鐵道會社の株券は騰貴せり。
  - 五、米國に於ける鐵道會社の株券は騰貴せり。
- 更に之を約言せば

- 一、公私債は下落せり。
- 二、英國に於ける鐵道會社株券は下落せり。
- 三、其他の國に於ける鐵道會社の株券は騰貴せり。

吾人は此結果を如何に解釋す可きか。『コンソル』公債の下落に就てはギブソン氏の研究、英佛獨の公債下落に就きては『獨逸に於ける公債下落に就きてはコーン氏の研究』又米國に於ける公債株券の騰落に就きては前記 How to Invest の共著者等の講述せる所あれども、此等は皆局部的研究にして、従つて各其斷案は多くの場合に之を適用するを得ざるものなるのみならず、餘り信賴するに足る可き研究に非ざるものなしとせず。例へば、ギブソン氏の如きは『コンソル』公債の低落を以て

生計費の騰貴に歸して曰く、物價の騰貴は生計費の増加を來たし、爲めに英國人の貯蓄能力を減殺せるの結果として『コンソル』公債を買入るゝ者減少せりと。物價騰貴が『コンソル』公債の下落を醸したるの一遠因なるは疑ふの餘地なき所なれども、其下落の媒因は必ずしも貯蓄能力の減殺に非ざることとは明かなり。如何となれば物價騰貴の爲め假令一部の人士の支出は増加す可きも、又一方に於ては同一の原因即ち物價騰貴の爲め他の人士の収入が増加す可ければ、英國人全體より之を觀れば、其貯蓄能力が増加せりとも將た又減少せりとも言ふ能はざる可し。

されば吾人は先づ有價證券の價格を定む可き原則を明かにし、然る後其騰落の原因を討究せんと欲す。

吾人は公債より始む可し。公債は毎年一定の利子支拂と或一定の時期に於ける元金の支拂とを保證せる證券なれば、公債に對する信用は其支拂者に對する信用に依りて定まる。されば、其公債の支拂者たる政府の財政にして鞏固なれば鞏固なる程其公債に對する信用厚き譯なれど、此信用たるや、假令英國政府の如く財政の基礎堅きものと雖も、無限なるを得ざるなり。されど、吾人は先づ此信用が無



44. 限にして、公債元金又は利子支拂に對して世人が少しも危懼の念を懷かざるものと假定せば、公債の價格は左の三原因に依りて定まるものなりとす。

一、 毎年支拂はる可き利子

二、 市場利子歩合

三、 元金支拂の時期

されど、第三の原因即ち元金支拂の時期は英國「コンソール」の如き永久的性質を帯ぶるか、或は又其支拂期限が遠き將來に於て定められたる場合には、左したる影響を公債の價格に及ぼさざるものなりとす。故に吾人は先づ第一及び第二の原因のみに就きて一例を擧げて説明を試みんと欲す。假りに、一公債の額面價格が百圓にして、年利が五分即ち年五圓ならば、其市價は市場利子歩合の高下に依りて左の如く定まる可し。

市場利子歩合

公債市價 (利子支拂は年一回にして且つ利子が支拂はれたる後間も無きことを假定す)

一	歩	五〇〇〇 <sup>円</sup>
二	歩	二五〇〇〇

三	歩	一六七・六六
四	歩	一二五・〇〇
五	歩	一〇〇・〇〇
六	歩	八三・三三
七	歩	七一・四三
八	歩	六二・五〇
九	歩	五五・五五
一〇	割	五〇・〇〇

要するに、此場合に於ける公債市價は利子をば市場利子歩合を以て還元せるものに過ぎずして、従つて市場利子歩合と反比例に騰落す可きものなりとす。されど、實社會に於ける公債の市價は左の諸原因に依りて多少の影響を蒙るものなり。

一、 利子支拂の時期

二、 元金支拂の時期

## 三、政府の信用

## 四、投機

## 五、特種の事情

例へば、或政府發行の公債が額面百圓、利子年五分にして市場歩合が五分なりとせば、利子支拂後間もなき際には其市價は百圓なる可きも、次回の利子支拂時期の接近するに従ひて騰貴し、遂に其支拂期日前には百五十圓に達す可し。若し利子の支拂が年二回なれば、市價は勿論百二十圓五十錢に騰貴す可し。

次に、或公債の額面が百圓、利子が年五分なる場合に、若し市場歩合が二分にして支拂期日が遠き將來に定められたりとせば、其市價は二百五十圓なる可く、市場利子歩合が一割ならば其市價は僅かに五十圓に過ぎざる可きも、其支拂期日の接近するに従ひて市價も亦額面價格即ち百圓に接近す可く、且つ支拂期日の將に到着せんとする時には、其市價は百五十圓となる可し。(百圓は元金、五十圓は利子)

又英國の如き財政の鞏固なる政府の發行せる公債の價格は利子を市場歩合にて還元せるものに近かけれど、南米諸國并に支那等の如き財政の狀態に就きて世

人の信用薄き政府の發行に係る公債價格は其信用の程度と正比例に、従つて利子の還元とは比較的獨立に騰落するものなりとす。

次に今日公債が取引所に於て投機的賣買の目的物となれるの結果として、其價格が一時的に變則の暴騰暴落を來たすことあり。終りに、公債の價格は前記諸種の原因以外なる特種の事情に依りて一時的又は永久に變則的に騰貴することあり。例へば、我國に於けるが如く、政府に提供せらる可き保證金をば公債證書を以て代用せしむる規定の下には公債證書の需用は自ら増加し、従つて其市價は此需用増加の割合に比例して騰貴す可し。米國に於ける紙幣發行保證金の場合も同一の結果を呈しつゝあり。

終りに、私債の市價は公債の市價と同一の原則に依りて定まるものなりとす。

## 乙、公私債騰落の原因 附利子歩合論

前記の如く、公債の市價は(一)額面價格、(二)利子、(三)市場利子歩合の高低、(四)利子支拂の時期、(五)金支拂の時期、(六)政府の信用、(七)投機并に(八)特種の事情に依りて定まる可きものなれば、従つて公債の騰落も此八種の要件の如何に依りて誘致せらる

可きものなりとす。然りと雖も、最近に於けるが如く、公債の市價が世界一般に下落せる際には、吾人は其下落の原因をば一般的事情に之を求めざる可からず。而して、利子支拂の時期、元金支拂の期日、投機并に特種の事情は之を公債の一般的下落の原因と看做す可からざるは明かにして、且つ各國政府少くとも歐米諸國の信用は漸次に改善せられつゝあれば、之を以て下落の原因と爲すことを得ず。加之、額面價格并に毎年支拂はる可き利子は確定せるものなるを以て、是れ又公債下落の原因たることを得ず。

されば、剩す所は單に市場利子歩合のみなるが、然らば、市場利子歩合は騰貴せるやと云ふに、市場利子歩合の統計は頗る不完全にして、信賴するに足るものなければ、其統計は歩合が稍々近年騰貴せるの傾向を示せるも、公債の下落に比す可き騰貴を見ざる也。若し果して然らば、如何にして公債の下落をば利子歩合の騰貴に依りて之を説明することを得るや。

吾人は茲に至りて簡單に利子歩合決定の法則を述ぶるの必要あるを感ず。利子に就きては古來説を立つる者尠からず。曰く、生産力説、曰く、生産費説、曰く、奪取

説曰く、節用説、曰く、何と殆んど數ふるに遑あらず。又、近來頃のペンバウエルク氏並に米國のフイシヤー氏は共に利子に關する精密なる研究を公にせり。されば、べ氏並にフ氏の唱ふる學説以外のものは皆各々多少の眞理を含むと雖も、其研究局部的にして、到底此複雑なる現社會の現象を説明するに足らず、且つべ氏並にフ氏の研究は之に反して頗る緻密なる推理に基くものなれど、是れとても餘りに價値時差なるものに重きを置くの結果、専門家以外の者に對しては、日常昂落して止まざる市場利子歩合の現象を明瞭に説述したるものなりと云ふ能はざる也。されば、吾人は是れより進んで利子歩合決定の原則を略述せんと欲す。

抑も市場に於ける利子歩合は二個の要素より成る。一は純利子にして、他は保險利子なりとす。英國人が自國政府の發行する三分利附の公債を額面にて買入るゝに對して、我國の五分利附公債をば額面以下ならでは買入るゝを欲せずとせば、英國人の要求する純利子歩合は何れの場合に於ても約三分にして、従つて我國の公債に對して要求する五分は總利子とも云ふ可く、其中三分は純利子歩合なるも餘りの二分は保險利子なりとす。

50

保險利子の高低は勿論信用の厚薄に依りて定まるものなるが、純利子歩合は資金の需要並に供給が相一致する點に於て定まるものなりとす。従つて資金の供給の増減に依りて純利子歩合は騰落す可し。然りと雖も資金の需給は何に依りて定まるや。思ふに、資金の需要を左右するものは無數なる可けれど、其主要なるは下の如くなる可し。(一)營利資本の需要(二)政費(三)軍費(四)個人的消費(五)債務償却等即ち是れ也。此中にて債務償却の爲め、資金需要の激増を來たし、従つて一時的に利子歩合の高騰を促がすことあるは恐慌中に於て吾人の目撃するの事實なれど、之を以て金利騰落の一般的原因と看做すことを得ず。次に外國殊に歐米諸國に於ては我國に於けるが如く消費的目的の爲めに高利の金を借入れる者は固より多からざるのみならず、益々減少しつゝあるを以て、金利騰貴の一原因と看做すことを得ず。故に政費並に軍費は歐米に於て益々増加しつゝあれども、國富も亦増加しつゝあるを以て、之を以て金利が左して増加す可きものなりとは思はざる也。されど剩す所の營利資本の需要は近年の物價騰貴に依りて誘致せられたる企業利潤の増加の爲めに激増せるを以て、此點より論じて金利は騰貴す可かりしなり。

翻つて資金の供給を左右するものは貸附け得可き資金の多寡にして、此資金の多寡は生産と貯蓄とに依るものなりとす。而して前世紀の初期より歐米諸國に於ける生産と貯蓄とは著しく増加せしは疑ふの餘地なき所なるを以て、純利子歩合は此供給の方面より下落するの傾向を有したるものなりとす。

斯くの如く、一方に於ては物價騰貴の爲め資金の需要増加し、従つて此方面よりして純利子歩合は騰貴するの傾向を有せると同時に、他の一方に於ては資金供給の増加せる結果として、純利子歩合が下落するの傾向を有したるものなるが、此相對峙せる兩傾向の綜合的結果が果して如何なりしやは純利子歩合の統計の存するものなきを以て正確に之を知ることが得ざるは寔に遺憾なり。されど英國の『コンソル』は世界に於て最も確實なる公債にして、其利廻は殆んど英國に於ける純利子歩合と看做し得可きものなれば、ギブソン氏の調査に基づき、其支拂利子が二分半となれる千九百〇三年以來の、其利廻を左に掲出せんと欲す。

61

年 『コンソル』の利廻

英蘭銀行金利

日本及び外國に於ける公債株券の騰落と其原因

六七三

一九〇三	二八〇	三・七五
一九〇四	二八〇	三・二九
一九〇五	二七八	三・〇〇
一九〇六	二八〇	四・二七
一九〇七	二九七	四・九二
一九〇八	二八五	三・〇一
一九〇九	二九七	三・一九
一九一〇	三五三	三・八三
一九一一	三一五	三・二〇
一九一二	三・二七(十月迄)	三・八七(十月迄)

右表に示す所を觀るに、英國に於ける此「純利子歩合」は一九〇三年以來著しく騰貴せるを見るなり。斯くの如く純金利が騰貴せるは、資金供給も増加したれども其需要が物價騰貴の爲めに資金の供給以上に増加せし故なる可し。

然るに、前表に示すが如く、英蘭銀行金利は一昂一低して止まざるも、一般には騰

貴せりとも、將た又低落せりとも言ふ能はざる也。假りに低落せるよりも寧ろ上騰せりと言ひ得るとするも、其程度が純利子歩合上騰の程度に及ばざる也。若し果して然りとせば、此兩金利即ち總利子並に純利子の間に於ける不一致を如何に解釋す可きか。余は純利子歩合が上騰せると同時に保險歩合が殆んど同一程度に低落したるものなりと信ずる者なり。

然り而して、各國の公債が下落せるは、斯くの如く純利子歩合が騰貴せるが爲めなりとす。換言すれば、公債の市價は毎年支拂はるゝ利子をば純利子歩合を以て還元せるものなるが、純利子歩合が最近に於て漸次騰貴せしを以て、市價は反比例に下落することゝなれるなり。

又私債の下落せるも、上述と同一の原因に基づくものなりとす。

而して、伊太利及び西班牙の公債が近年下落せずして、却つて稍々騰貴せるの傾向を有するは、此兩國の財政は近年迄は多少困難なる状態に在りしも、最近に於て稍々健實となれるの結果として、其發行に係る公債に對する公衆の信用を増し、従つて夫れに對する保險率が低落するに至りたるが故なりとす。(Auguste Pawlowski,



## 丙 株券騰落の原因

株券の市價は公債の市價と殆んど同一の原則に依りて定まるものなりとす。唯前者が後者と異なる主なる點は左の二條件に存す。

一、公債の利子は一定せるも、株券の利子即ち會社の配當率は一定せず。従つて、純利子歩合を以て還元せらるゝものは一定の收入に非ずして、過去に於ける會社の營業狀態より打算せる將來に於ける豫想配當率なりとす。即ち日本銀行の如き確實なる會社の配當率は明年及び明後年に於ても過去に於けると同一なる可しとの豫想を立つるを得るを以て、過去に於ける配當率が還元せられて、其株券の市價を示すことゝなるなり。又、東洋汽船會社が無配當なりし年に於て、其株券が無價値のものとならざりしは投資者が將來に於て此會社が矢張り無配當政策を永久に繼續するならんと豫想せざりしを以て也。株券の場合に於ても、配當率に變更なき限りは、市價が純利子歩合と反比例に騰落するものなるは勿論なりとす。

二、會社の解散が豫期せられ、且つ其解散期の接近せる際には株券の市價は株券の代表せる會社の財産の價値に接近す可し。公債は通常償還期なるものあれど、株券には勿論其事なし。されど會社の解散が豫期せられたる場合には公債の賣却が豫期せられたると同一の結果を呈す。

然らば、英國に於ける鐵道會社の株券が下落し、米國及び其他に於ける鐵道會社の株券が騰貴せるは何故なるや。曰く、英國鐵道會社の配當は稍々減率せるに反し、其他の鐵道會社の配當は多少増加せり。米國鐵道會社の配當率に關する統計を入手すること能はざりしが、左に英國並に英殖民地に於ける鐵道會社の配當率を對照して、之を證せんと欲す。(“A Stockbroker,”の調査に據る)

英國十鐵道會社配當平均

十殖民地及外國鐵道會社配當平均

一八九六年	五・二三五	六・二〇〇
一九〇一年	四・一八五	六・八七五
一九〇六年	四・八七二	七・八二五
一九一一年	五・〇九七	八・二〇〇

一九一二年

四・六一〇

七・二〇〇

斯くの如く、英國に於ける鐵道會社の配當率が稍々減少せし故に或は、少くとも増加せざりしが故に、株券は下落するに至れるなり。之に反して、英殖民地に於ける鐵道會社の配當が純利子歩合の昂騰の程度以上に増加せしを以て、其株券が騰貴するに至りたるものなりとす。英國鐵道會社の配當が増加せざりしは、物價騰貴の爲め、経費の増加せし故なり。殖民地鐵道會社の配當の増加せしは、物價騰貴の爲め、経費の増加を來たすと同時に、運搬貨物の増加の爲め、收入の激増を誘致せるを以てなり。英本國の鐵道は、乗客本位にして、米國及び英殖民地の鐵道の如く、貨物運搬の多寡に依りて、大影響を蒙らざるなり。

#### 四、我國に於ける有價證券騰落の原因

##### 甲、序論

前數項に於て吾人は公債私債及び株券の市價騰落の原則を探究し、此原則に基きて外國に於ける公私債并に株券の騰落を説明せんと試みたるが、今や是れより

進んで外國と多少事情を異にせる我國の公私債并に株券の市價騰落の事實を確め、且つ吾人の説述せる原則に依りて其事實を説明せんと欲す。

##### 乙、我國に於ける公債の下落と其原因

吾人は先づ我國に於ける公債の市價如何を問はんと欲す。左に掲ぐる統計は、大阪市野村商店の調査に據れるものなり。

諸公債平均相場表

年	特別五分利	甲號五分利	乙號五分利	一回四分利	二回四分利
三十九年	九一・二五	—	—	—	—
四十年	八四・八五	—	—	—	—
四十一年	八五・四五	—	九一・五五	—	—
四十二年	九三・一二	九四・六〇	九一・九〇	—	—
四十三年	一〇〇・七五	一〇一・六五	一〇〇・五五	九五・三五	九四・三五
四十四年	九八・三〇	九七・八〇	九九・九〇	九一・一五	九一・五〇
四十五年	九五・七五	九四・九〇	九九・〇〇	八五・二五	八六・二五

右表の示す所に據れば、我國の公債價格は四十三年に於て其頂上に達し、夫れより著しく低落せり。思ふに、物價騰貴の結果として、我國に於ても純利子歩合は近

58 時漸々昂上しつゝありて、従つて公債價格は一般的に低落するの傾向を有したりしが、四十三年に於て公債の騰貴せしは、同年巨額の外資輸入ありたるの結果として一時純利子歩合が下落せしが故なる可し。

丙、我國に於ける株券の騰落と其原因

次に吾人は我國に於ける諸會社株券騰落の事實を確め、然る後夫れが原因を尋ねんと欲す。各々事情を異にせる種々雜多の會社の株券價格の平均を求むるも左程効なきことなれば、吾人は數箇の代表的會社を選び、大藏省理財局の調査に係る東京株式取引所に於ける直取引相場を平均を掲ぐ可し。但し四十五年度は野村商店の調査に據る。

年	日本銀行株	正金銀行株	第百銀行株	臺灣製糖株	日本石油株	鐘淵紡績株
三十六年	四〇六	一八〇	三八六	三九	—	四一
三十七年	四〇三	一六四	三四五	四八	一〇四	三七
三十八年	五二〇	一八三	三四九	七〇	一〇四	七九
三十九年	六五一	二四六	四五二	一一一	一一三	一四〇
四十年	六九〇	二五〇	四七六	七五	一二七	一三九
四十一年	五五一	二〇五	三七八	六二	九七	八五

四十二年	六六四	二二七	三九九	七四	九八	九九
四十三年	六四二	二八四	四〇三	九四	八五	一〇八
四十四年	五六九	二五五	三九二	八三	七〇	一〇二
四十五年	五三三	二二三	—	七八	七七	一一一

前表に就きて之を觀るに、諸會社銀行株の價格は悉く三十八年若くは三十九年に一回、且つ、四十二年若くは四十三年に一回最高點に達せり。是れ其兩時期に於ける外資輸入と鐵道の買上との誘致せるものなりとす。外資輸入のなかりせば、斯くの如き現象を見ざりしなる可し。諸株は大體に於て四十三年以後低落の傾向あるを見て、之を知ることを得るなり。

更に各株に就きて細論すれば、日本銀行株并に正金銀行株は、若し巨額の外資輸入のなかりしならば、政府公債と同しく低落したりしなる可し。如何となれば、日本銀行并に正金銀行は過去十數年に亘りて毎年一割二分の配當を維持したるを以て、此兩銀行の株は一定の利子附公債と異なる所なければ也。

次に第百銀行株は日銀正金株と多少其趣きを異にせる所あり。日本銀行株の四十年の相場と四十三年の相場とを比較するに、後者は七分の低價を示せり。又

60. 四十年の正金株相場と四十三年の相場とを比較するに、後者は却つて約一割四分の騰貴を示せり。然るに、第百銀行の四十三年の相場は四十年の相場に比し、一割七分の低價を表はせり。斯くの如く、第百銀行株が比較的暴落せるは同行の配當率が四十年迄は毎年三割なりしに、四十一年の前半期には二割八分に減じ、同年の後期には更に二割五分に減じ、以來其率を保てるが爲めなりとす。

臺灣製糖株の價格は三十六年より三十九年迄遞増し、夫れより四十二年迄遞減し、四十三年に再び騰貴し、其後又下落せり。同會社の配當率を見るに、三十六年より三十八年迄遞増し、其後四十一年度を除きては同率を維持せり。因是觀之、二十九年并に四十三年に同株が騰貴せしは配當の増加と市場純利子歩合の低下(外資輸入に基づく)との結果にして、四十三年後は同一の配當率を維持せるにも拘らず、同株の低落せるは市場利子歩合の上騰に基づくものなりとす。

次に日本石油株が三十九年に暴騰せるは外資輸入と配當の増加との結果にして、四十年に於て更に騰貴せるは配當率が更に増加せるに基くなり。其後同株が比年下落して四十三年の外資輸入も殆んど何等の影響を及ぼさざりしは四十一年以來配當率が年々減少せるが故なりとす。

又鐘紡株が三十六年より三十九年迄毎年騰貴せるは配當増加の結果にして、三十九年に暴騰せるは外資輸入と配當増加との爲なり。其後一旦下落して四十三年に再び騰貴せるは外資輸入の誘致せるものなり。次に四十四年に更に下落せるも、四十五年に再び騰貴せるは配當率が稍々増加せる故なりとす。

是以外の諸會社銀行等に就きても同一の研究を試みるを得可し。されど、吾人は本誌紙面の都合上、割愛して之を他日に期せざるを得ざるを遺憾とす。

要するに我國に於ける株券價格は頗る複雑なる事情に支配せらるゝものなりとす。殊に外國と異なる事情として左の二點を挙げ得可し。

一、配當率の一定せるが爲めに、日本銀行株及び正金銀行株の如く、殆んど公債と其性質を同じくせる株券尠からず。

61. 二、外資輸入の爲め屢々公債并に株券の價格が變則的に騰貴することあり。要するに、外國に於ては一般に英國鐵道會社を除く物價の騰貴と共に公債が下落し、株券は之に反して騰貴するも、我國に於ける状態は之と多少其趣きを異にし



62 外資輸入の行はるゝの結果として公債株券が同時に且つ略同比例に騰貴する  
とあり。又、物價騰貴は必ずしも會社の配當率を増加せしむるものに非ざる也。

### 五、摘要と結言

以上吾人は先づ外國に於ける有價證券騰落の事實を講究して、左の斷案を得た  
り。

- 一、各國の公債は下落せり。
- 二、英米兩國に於ける私債は下落せり。
- 三、英國の鐵道會社の株券は下落せり。
- 四、米國及び英殖民地の株券は騰貴せり。

次に此現象を説明する爲めに有價證券騰落の原則を研究して左の結果を得た  
り。

普通に所謂利子歩合なるものは純利子歩合と保險率とを含む。而して純利子  
歩合は資金の需要供給が一致せる點に於て定まり、保險率は信用の厚薄に依りて

定まる。又公債の價格は收入をば此純利子歩合を以て還元せるものなり。され  
ば純利子歩合騰貴せば公債の價格は下落す可し。次に株券も此法則に依りて定  
まるものなれど、此場合に於ける收入率は一定せざるを以て、従つて株券の價格は  
公債と同比例に變動せざることあり。殊に純利子歩合の上騰が物價騰貴に依り  
て誘致せられたりしとせば、公債の價格は株券の價格と反比例に變動するを以て  
原則とす。

終りに、吾人は此原則に依りて我國に於ける有價證券騰落の事實を説明せんと  
試みしに、外國と我國との間には多少事情を異にせるものあるを發見せり、即ち我  
國に於ては日本銀行株并に正金銀行株の如く、配當率の一定せる結果として公債  
と殆んど其性質を同じくせるものあり。且つ外資輸入の結果として公債并に株  
券が變則的に一時均しく騰貴することあり。

因是觀之、公債、私債、株券等の市價決定并に騰落に關する原則は頗る複雑なるも  
のなりと雖も、此原則たるや普遍的の性質を有するなり。唯吾人が事情を異にせ  
る諸國に於ける有價證券の騰落を研究するに當りて、常に特種の事情を考慮せば、



64 同一の法則に依りて凡ての有價證券騰落の現象を説明することを得るものなりとす。

以上甚だ杜撰なる一小研究なれども、多少讀者諸君の參考に資することを得ば筆者に取りて望外の幸福なり。

## 労働者に對する雇主の聯合

氣 賀 勘 重

雇主聯合は之を廣義に解釋すれば種々雜多の企業家の聯合一切を總稱するの辭と見做す可く、從て市場の獨占を目的とせる「カルテル」「トラス」の類は勿論、同業者の利益代表を主眼とせる各種の同業組合、聯合會等も亦一種の雇主聯合に屬する次第なれども、當今一般に雇主聯合と稱せらるゝは斯る廣汎なる意義の聯合に非ずして、單に其一種たる雇主としての聯合に外ならず。詳言すれば労働者の團體に對し雇主として雇主階級の利益を擁護するを目的とせる一種の社會階級的利益擁護團體に外ならざるなり。

由來、企業家の間には各種の聯合の組織せらるゝもの決して少なしとせず。或は社會公衆に對して自家の利益を主張、闡明し輿論の後援を得て自家の産業發展に資せんとするの團體もあれば、或は同業者一致協力以て時の當路者に迫り、自家