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

| | |
|---|---|
| Title | 金融に及ぼす大戦乱の影響（下） |
| Sub Title | |
| Author | 向井, 鹿松 |
| Publisher | 慶應義塾理財学会 |
| Publication year | 1915 |
| Jtitle | 三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.9, No.5 (1915. 5) ,p.571(95)- 583(107) |
| JaLC DOI | |
| Abstract | |
| Notes | 雑録 |
| Genre | Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19150501-0095 |

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.

保付定期貸付に限るものなり。又其貸付の內容を檢すれば工場財團鐵道財團又は其他の不動產抵當貸付を最とし、貸付の變形たる長期の約束手形割引及保險證券擔保等之に次ぐ。第三に有價證券に對する放資に至りては近比寧ろ金融界の狀況が恰好且鉅額の貸出を營むに不適當なる場合に之を採擇するの風潮を馴致せるものゝ如しと雖も、實際上生命保險經營策上の積勢と惰性とは猶此款項に至重の重點を係くるの狀態なしとせずして、大會社資產の三分一は有價證券に變形せられつゝあるものゝ如し。而て有價證券殊に公債市價運動の大勢にして果して世上多數論者の所說の如く、漸減の道を辿るものとするときは、均しく此傾向に陷れる多數銀行と共に如上大勢に掀翻せらる可き不慮の損失に備ふる所なかる可らず。

今有價證券下落に備ふる方法として英國銀行家の踏襲する所を尋ぬれば、其決算期錄に前期評價を引下げて當時の時價に引直し、之に「市價に切下ぐ」written down to market price てふ脚註を加ふるか、又は貸借對照表上負債之部中に別に減價銷却勘定 depreciation account を開き、以て不時且激甚なる資產低落を防ぐものゝ如し。若し夫れ「見せ金」window-dressing に屬する一時的糊塗策を此間に挾む如きは殊に生命保險業に於ける大禁物たらざるを得ずして、かの銀行の現金資產を一時的に增大するの倫敦市中銀行の常習に對し、現時最も卓越せる銀行家倫敦及「スミス」銀行頭取サー、フェリクス、シュスターが曾て銀行家協會大會席上「各位が窓を飾る可き或物を有するにあらざれば各位の窓を飾ること能はず」と辯護せるに對して直にスペンサー、フイリップス氏の駁擊に會へるを目睹するものゝ斷じて此陋策を弄ぶ可らざるものたる可きや論なからん。

（大正四年四月四日稿）

# 金融に及ぼす大戰亂の影響（下）

向井鹿松

## 利子歩合の將來

利子歩合が資本に對する需要供給の關係により決定せらるゝは一般貨物の代價に於けると異なる所なし、資本の供給多くして需用を充たして餘りある場合に於て、新たに蓄積せる資本の所有者が之れより所得を得んが爲めには自ら低き利率を以て甘んせざるを得されども、資本の需用多くして供給之れに伴はざる場合には貸主は借主が仕拂ひ得ると信ずる最高の利率を要求することを得べし。

是を以て見れば今後資本に對する需用は軍事公債の爲めに非常の增加を來たすを以て其結果今後長期間資本の利子は高率を保つ可きは明白なり。されば諸國政府の募集す可き百億乃至百五十億弗の公債は全世界に於ける一ヶ年間の資本蓄積額の約三倍に當るを以て金融市場に於ける借主の地位は軟弱となり常に貸主の鼻息を伺はざるを得ざるに至るべし。かの開戰當初に於て且つ又取引所閉鎖後の小手合に於て有價證券の市價が非常の下落を來したることは此狀態が實際に表はれたる結果に外ならず。而して今其の市價に及ぼす影響の如何に大なりしかを示さんが爲め當時に於ける市價變動の一班を示さんに、七月三十日（木曜日）に於ける株式の引値は千九百十四年に於ける高値よりも約二十弗安かりしがしかも千九百十四年の高値は多く過去數ヶ年に於ける高値よりも低きものなり。今試に五十の鐵道株を取りて其の騰落の程度を見るに、千九百十四年に於ける高値は平均八十八弗五十仙なりしが、七月二十九日（水曜日）に於ける引値は七十三弗十仙にして、翌三十日（木曜日）には更らに下落して引値六十九弗五十仙

となりたり。

更らに五十の工業株に付て見るに千九百十四年の高値は平均七十九弗四十仙なりしが七月二十九日に於ける引値は六十八弗二十仙となり、翌三十日には遂に六十三弗四十仙に下れり。

轉じて八月二十八日發行の Commercial and Financial Chronicle を見るに約一百に近き市債の名と其の額を擧げたり、こは八月中に募集せられ、而も應募者を得る能はざりしものなり。此の中四パーセント及四パーセント四分ノ一の利子を付せるものは極めて少數にして、次に四パーセント二分ノ一のもの又多少あれども其の過半は五分の利子を付したるものなり、而も尙應募者を得る能はざりし事實は財政狀態の良好なる市と雖も四分又は四分五厘の利率を以て市債を發行し得たる時代は既に過ぎ去りたることを明かに示したるものと云ふを得べし。

戰爭の始まるや始まらざるときに於てすら事情既に斯くの如しとせば今後數十億の軍事公債が金融市場に壓迫を加ふるに至らば果たして是等の自治團體は幾何の利率を以てすれば所期の資金を調査し得べきか、其の高率ならざるべからざること推して知るを得べきなり。

近時資本利子の昇騰せる事實は最近數ケ年間に於ける歐洲文明國の政府公債の相場を見れば最も明かにこれを知るを得べし。今左に昨年（千九百十三年）十二月米國州際商業取締委員會に提出せられたる相場表を擧ぐ。斯は佛國の Le Marché Financier に記載せられたるものにして、唯だ最後の一項は余が特に本年五月末及六月初めに於ける同種公債の市價を擧げて之を補充したるものなり。即ち此の表によれば千九百〇八年より千九百十二年に至る間に佛國三分利付無期公債の市價は額面の六分五厘、獨逸三分利付公債は七分二厘、英國コンソルスは一割三分の下落を示せり。唯だ露國公債のみは近年同國の財政上に於ける信用の上進せし結果として千九百十二年末までは騰貴を示しをれども而も尙ほ他の財政の强固なる諸國の公債と同一程度に達する能はざりき。千九百十三年及千九百十四年上半期に於ける是等四種の公債の相場は概して變動を生せざりしも只英國コンソルスが引續き下落の傾向ありたると、露國四分利付が千九百十二年の引相場に比し甚だしく下落したることが其の例外をなしたるのみ。

政府公債平均相場（自千九百〇八年至千九百十二年）

| 年次 | 佛國二分利付 | 獨逸三分利付 | 英國二分半利付 | 露國四分利付 |
|---|---|---|---|---|
| 一九〇八 | 九六・三 | 八五・二 | 八六・〇四 | 七六・七 |
| 一九〇九 | 九七・八 | 八五・八 | 八三・八 | 八四・七 |
| 一九一〇 | 九八・〇 | 八四・四 | 八一・〇 | 九二・六 |
| 一九一一 | 九五・六 | 八三・六 | 七九・三 | 九三・七五 |
| 一九一二 | 八九・七 | 七八・〇 | 七三・〇 | 九三・九〇 |
| 一九一二（十二月三十一日） | 八九・五 | 七七・〇 | 七二・二五 | 九一・〇 |
| 一九一四（五月、六月） | 八九・七五 | 七七・四 | 七四・七 | 八八・九五 |

倫敦にては事實今日にても比較的低利にて短期の資金を得ることさまで困難にあらざれども、こは唯だ人爲的なる一時的の事情に基づくものなり。蓋し倫敦に於て今日資金の豐富なるは從前の如く大陸諸國に短期の資金を貸與するの途全く杜絶したる結果に外ならず。即ち巴里伯林漢堡及維也納に於ける產業及金融機關は開戰後全く其の活動を中止したるを以て其の結果倫敦

に於ける各株式銀行が一時多くの流動資本を擁するも之が適當なる使途を見出す能はざるに至りたるが故なり。而も斯かゝる狀態たるや主として英國政府が開戰後迅速に恐慌を來せる金融市場の救濟に努力したると且つ英蘭銀行が信用ある得意先の求めに應じて手形の再割引をなし之が爲めに銀行が損害を受けたる時は政府に於て之を辨償するの保障を與へたるに由るものなり。其の結果として將に貸附を中止せんとしたる各株式銀行は英蘭銀行につきて多額の手形の再割引を求め以て同行に於ける預金を增加して倫敦市場に於けるコール其の他の短期資金の需用に應ずることを得たるなり。されど實際に於ては斯かゝる貸附の依賴に應ずるは極めて信用ある會社商店の申込みにして何時にても資金の回收をなすことを得る見込あるものに限れり。若し政府にして英蘭銀行にかゝる保障を與ふることあらざりせば、倫敦市場に於ける金融は紐育と同じく逼迫を來たし且つコールに對する歩合も殆ど同一程度に騰貴したることならん。

戰時公債に應募せさる米國に於てすら既にコールは六分乃至八分、商業手形に對しては六分五厘乃至七分に騰貴せり、歐州に於ても中央銀行は開戰後何れも其の割引歩合を引き上げ英蘭銀行の如きも一時八分又は一割に引き上げしが後五分に引き下げ現に此利率を維持せり。

大陸に於ける金融市場が倫敦に於ける短期資金を得る能はさると同一の理由により米國金融市場も又之れに依賴する能はさるなり。蓋し英米兩國の間は英佛の間に於けるが如く其の關係親善なりと雖も、而も資金を送致するの危險及び費用の大なると、且つ信用の舊の如くならさる事實とは米國銀行業者をして到底以前の如き方法にて倫敦より資金を得る能はさらしむ。茲を以て見れば倫敦に於ける金利の比較的低率なるは全く英國銀行業者が安全にして且つ有利と認むる條件の下に資金を他に送ることを得さるより起る地方的の現象なるか故に若し倫敦と他の金融市場との間に於ける從來の信用干係が復活するに至らんか此の餘剩の資金は直ちに他國に送致せられ、隨つて市場に於ける短期資金の利率は少なくとも英蘭銀行の割引歩合（現時五分）にまで騰貴するに至る可し。

**有價證券市場に於ける公債及び市債の地位**

以上は主として政府發行の公債に付て論したるものなるが、之を從來の實例に徵するに財政豐かなる諸國の政府公債の市價は常に鐵道及工業會社の有價證券よりも其の利子に比例して高きを常とす。政府公債が投資家によりて如斯尊重さるる事實は合衆國、英國、佛蘭西、獨逸、白耳義又は露西亞政府の發行せる公債の市價及び其の利廻を、鐵道及び工業會社の株式及び社債の市價に比較すれば尤も明瞭に之を知るを得べし。此の故に今後資本に對する需用の增加する結果として、政府公債の市價下落し、其の利廻り五分に達するに至らんが、鐵道及工業會社の株式及び社債は、若し其他の條件にして異なるなくんば、其の最も確實なるものにありても六分、然らさるものは七分又は八分以上の利廻りを以てせされば到底之を發行することを得さる可し。

數日前、六分利付紐育新市債及び紐育セントラル、エンド、ハドソン、リバー、レールロードの短期社債が某紐育信託會社の手を經て兩者同時に募集せられたり。而して此の市債の利廻りは五分五厘乃至四分九厘五毛の割合を以て募集せられたるものなるが、後者即ち社債は六ヶ月又は一ヶ年後に於て現金に引換へらるべきものにして、米國に於ける一大鐵道會社によりて發行せられたるものなるに拘はらず其利廻は實に六分五厘の割合に當るものなり。斯くの如きは公債又は市債と第一流の鐵道株又は社債との間に

於てすら投資家に對する信用に差別の存することを證する顯著なる實例を示すものなり。

其他イリー鐵道會社にては社債の借換を行はんが爲めに現に五分利付社債四百五十五萬弗を募集し其の發行價格を九十七弗五十仙となしたり。隨て同會社は手數料其他の諸掛を加へざるも尙七分五厘以上の利子を負擔したるものにして亦一つの好例を示すものなり。

### 新公債發行の市場に及ぼす影響

軍事費支辨の爲めに發行せらるゝに至る間は新資本に對する新たなる需要以外に尙金融市場に種々の弊害の生するを免かれざるべし。公債の大發行をなすに際し應募高が募集高の數倍に達し其の第一回拂込に對する準備のために非常に多額の資金を流通市場より引上ぐるに至るは常に見る處なり。されど此の種の資金の一部は時として有價證券が應募者の間に分配せられたる後に再び市場に出づることあれども而も是等の新公債が未だ終局の投資者の間に分配せられざる間は銀行の資金の上に甚だしき負擔を加へ爲めに是等の資金が其他の目的に使用せらるゝを妨ぐるものなり。かゝる狀態よりして金融市場は自ら攪亂せらるゝに至り、爲めに資本家の他の新證券に對する投資を妨げ且つ銀行がかゝる新有價證券發行の引受をなし又は此等の證券に對して貸付をなすを困難ならしむ。

此の問題に就ては、ルロワ・ボリユー氏は特に佛國が獨逸に對する賠償金を支拂ふ爲めに募集したる公債に關して左の如く論及したり。

「多額の公債發行の一影響として擧ぐ可きは、其爲めに多額の資金を產業上より奪ひ、或は少なくとも國民の貯蓄によりて產業上に用ふる資金の增加するを妨ぐるにあり。近時佛國にては二十億及び三十億法の二大公債を發行したりされど此の公債が完全に投資家の間に分配せらるゝ至るには甚だ長き期間を要したり。之れ即ち是等の公債の大部分が多年投機者の手に止まり、此の間に彼等は任意に之を小分して各資本家及投資家に分配したるが故なり。事情斯くの如くなりしかば佛國に於ける殆んど凡ての貯蓄は皆此の公債の買入の爲めに向けられ、其他の有價證券の取引せらるゝもの極めて稀にして特に新有價證券の發行せらるるものなかりき」（財政學第六版第二卷二三四頁）

而してかゝる狀態は決して一時的のものに非ずして頗る長きに亘りたりと。即ちボリュー氏の研究によれば千八百七十一年及び千八百七十二年の佛國公債が完全に投資家の間に分配せらるゝに至るには發行後約七八年を要したりと云ふ。

僅々十億弗に過ぎざる佛國公債の發行が斯くの如く金融市場を攪亂し、且つ投資家の間に於ける分配が多年に亘りたるを見れば、今回の大戰爭の結果として發行せらるゝ百億乃至百五十億弗の政府公債が金融市場に及ぼす影響は一層大にして且つ多年に亘るものと覺悟せざる可からざるなり。

今より一年前、當時千九百十二年の秋より千九百十三年の初めに於けるバルカン戰爭に參加したる諸國が歐州市場に公債を募集したる結果として著るしく金融市場を攪亂したることあり且つ當時未だ是等の交戰國が戰爭の爲めに支辨したる支出が未だ結末を告ぐるに到らずして絕えず巴里、倫敦及び伯林の金融市場を壓迫したるを以て其他の各種、有價證券の市場の回復を妨げたること甚だしかりき。國際關係上に於ける不安の念は此の當時既に列强間に蔓し居りたるものにして、其結果獨逸は軍備の爲めに特別財產稅を起し、佛國亦多額の公債を發行して之が對抗策を講じたり。

此の佛國公債は三分五厘利付國債とし發行總額は八億八千四百六十一萬四千法政府の純手取り八億五百萬法（約一億六千萬弗）として發行せられたり。而して七月七日に其の募集を締切りたるが、其應募高實に募集額の四十倍の多きに上りたるを以て流動資金の市場より引き上げら

れたる高、非常の巨額に達したり。即ち證據金拂込の規定の結果として巨額の應募高が一時資金を固定せしめたる高は實に約六億弗に上れりかくの如く多額の資金を固定せしむるよりして果して如何なる影響を來したるやと云ふに佛蘭西銀行の手形割引高は一週間の間に二億五千萬弗を增加し、有價證券擔保の貸出し亦四千萬弗を增加したり。如斯多額の資金の需用を喚起したるは、これ株式銀行が公債應募者に貸附をなす爲め多額の商業手形を佛蘭西銀行に付き再割引に附したるによること勿論なり。

如斯佛國の新公債が金融市場より多額の資金を引上げたる結果として、確實なる有價證券の市價の上に重大なる影響を與へたり。時、恰も墺土利皇太子がサライエヴォに於て暗殺せられたる後なりしと雖も、列國の政治的關係は未だ險惡の狀あるに非ざりしが、而も七月十日の一週間に於ける各國公債の最低市價は實に左の如く下落したり。

| | | |
|---|---|---|
| 佛國三分利無期公債 | | 八二・九五 |
| 獨逸三分コンソル公債 | | 七六・三七 |
| 英國コンソル公債 | | 七五・八二 |
| 露國四分利公債 | | 八七・九〇 |

これを數週前に於ける市價（前表參照）に比すれば甚だしき下落を示せるを見る可し。これ即ち政府公債が市場に於ける資金を奪ふ結果として現存せる他の公債の市價を下落せしむる最も顯著なる實例を示すものなり。

既に一億六千萬弗の公債の發行が佛國市場に及ぼす影響斯くの如く甚だしきものありとせば之れに百倍する百六十億弗の公債——否其の半額八十億弗の公債にても、果して幾何の影響を與ふ可きか、想像にあまりあるなり。

更に政府公債の發行が政府公債以外の有價證券の市價を下落せしめたる實例は千八百七十一年及千八百七十三年に於ける佛國の賠償金公債の發行に於て之を見る、即ち左に當時に於ける佛國の鐵道債券の市價を示すべし。千八百六十九年は普佛戰爭の前年にして、千八百七十年は戰爭の影響の尤も極度に達したる年、翌千八百七十一年は第一回賠償公債發行の年、而して千八百七十三年は更に多額の第二回賠償金公債を發行したる年なりとす。

佛國鐵道社債（十月三十日）

| 鐵道系統 | 一八六九年 | 一八七〇年 | 一八七一年 | 一八七三年 |
|---|---|---|---|---|
| 東部 | 三三五・五〇法 | 二七〇・〇〇法 | 二九六・七五法 | 二六九・八七五法 |
| 巴里、里昂、地中海南部 | 三三一・〇〇 | 二八五・〇〇 | 二九八・七五 | 二六六・五〇 |
| 北部 | 三二七・六二五 | 二八二・五〇 | 二九九・七五 | 二七一・五〇 |
| オルレアン部 | 三三九・三五 | 三〇〇・〇〇 | 三〇六・八七五 | 二七九・八七五 |
| 四部 | 三三八・〇〇 | 二八九・三二五 | 三〇五・〇〇 | 二七六・〇〇 |
| | 三二九・五〇 | 二九二・五〇 | 二九六・一二五 | 二七〇・六二五 |

右表を見れば佛國鐵道債券の市價は千八百六十九年より千八百七百七十三年の秋に至る迄に約二割の低落を來せり。而して茲に注意す可きは其の最も低落の甚だしかりしは千八百七十年又は千八百七十一年佛國領土が外國軍の爲めに占領せられ、而して鐵道運輸亦其の蹂躪に委せられたりし年に非ずして、實に千八百七十三年に求めたる結果、私人及會社中資金を求めんとするものと競爭するに至りし年なること之なり。

是等の比較的小額の公債を發行するに際してすら其準備を要する事如斯大にして、且つ他の有價證券に及ぼす影響亦如斯大なり。果して然らば之に數倍する公債は如何にして之を發行す可きかは自ら問題とならざるを得ず。然り今後

に於ける新軍事公債の全部を一時に發行することは實際上不可能にして、恐らく數ヶ年に渉るものと見さる可からず。現に佛國が千八百七十年の戰爭の賠償金を仕拂ふ爲めに公債を發行せんとするや之を二回に分ちて募集したり。即ち第一回の四億三千萬弗は千八百七十一年の夏に之を行ひ、第二回の六億七千五百萬弗は其後一ヶ年を經過して募集したるが如し。

今後起る可き新軍事公債の發行に付ては各國銀行業者は互に相協力して、相互に幇助する處あるは明かなりと雖も、而も如何に善意に解釋するも、是等銀行業者が互に相異なる金融市場に於て發行をなし以て競爭を來すの弊を避くるは困難なりと云はさる可からず。佛國の賠償金公債の發行に際しては外國金融市場の援助を受け、第二回公債のみにても外國人の應募したる高は全募集高の七倍に上りたり、此等の外國應募者の大部分は投機の目的よりなしたるものにして、且つ外國銀行業者が巴里に於ける各自の取引銀行を援助する手段として是に應じたるものの甚だ多かりき。されど、もし大公債が倫敦、巴里、伯林及び維也納等に於て同時に發行せらるゝが如き場合には到底かゝる外國の援助を期待する能はさるは勿論なり。

新公債發行に際しては勿論各國は紐育に於て應募者を得んことゝ努むるなる可し。然れとも此の新公債が紐育市場に加ふる壓迫の程度は紐育銀行業者が投資家に分配する目的を以て數億弗の歐州諸國の軍事公債を引受くるや否やによりて決せらるゝものに非ざるなり。何んとなれば假りに紐育銀行業者が全然是等の新公債の引受を拒絶し、又は之を他國の得意先又は取引銀行に送致するも、尚外國金融市場に於ける短期資金に對する利子の騰貴は必ず紐育金融市場に壓迫を加ふ可く殊に外國人が其の所有の米國有價證券を米國取引所に於て賣り放ちて以て加ふる壓迫は更に重大なるものある可し。之れ余が次に論せんとする所なり。

### 新公債の米國市場に及ぼす影響

歐州諸國に於ける新政府公債が米國金融市場に及ぼす一般的影響は外國人が自國の公債に應ずるが爲めに其の所有する米國有價證券を米國取引所に投げ出し、其の市價を暴落せしむることゝなれなり。其の結果として第一流の有價證券にても其の利廻は五分又は其以上に上騰するに至る可し。而も從來の經驗によれば此の際急激の暴落を防止するは必ずしも不可能に非ざるも之を絶對的に阻止するは人力の到底及ばさる處なるが如し而してかゝる恐慌に對して如何なる所置を採る可きやは本論に於て之を論ずるの必要なし。

外國人の所有する米國有價證券の逆輸入に關して最も重要なる問題は之かために普通なれば新たに投資せらる可き資本が減少するに至ることゝなり。米國が、今後歐州諸國に發行せらるゝ公債に毫も應募することなしとするも、而も尚之れが爲めに痛切なる影響を蒙らざるを得ざるは實に此の關係あるが爲めなり。ジョージ・ペイシュ氏の計算によれば合衆國に於ける外國資本の投資額は六十億弗にして、加奈陀に於ては(主として英資)三十五億弗、其他の亞米利加諸國に於ては百億弗なりと云ふ。

米國金融市場及び其の將來の發達に對して最も重大なる壓迫及び障害を與ふる恐あるは實に此の外國人の所有する巨額の米國有價證券なりとす。是等の外國資本は米國に於て產業上に使用する資本の缺乏せる結果、多年に亘りて外國より輸入せられたるものなり。元來是等の債務は今後長年月の間に漸時に仕拂はる可き一種の定期借入金なるが、今若し外國人が是等の有價證券を紐育市場に賣却したる場合には忽ち其性質を一變して要求拂の債務となり何時にても要

求次第仕拂はさる可からざることゝなるべし。かのペイシュ氏の計算せる六十億弗の有價證券を全部受け入るゝことは米國銀行制度のよくせさる處なるが、幸にして實際に於ては如斯全部の有價證券が逆輸入せらるゝ事はあり得べからさる處なりとす。恐らく其の內三分の一は急速に取引所に賣放つことを得ざる形式を備ふるものなるべし。更に又容易に賣却し得る有價證券中にても實際米國取引所に賣却せらるゝものは其中の幾分を出でさる可し、而して其の正確なる數字は到底人力の豫想を許さゝる處なり。されど、もし假りに容易に賣却し得る有價證券の一割が實際米國市場に賣却せらるゝものとせば其の額は約四億弗なる可し、而して此の額と雖も米國金融市場に取りて決して輕き負擔に非さるなり。

如斯米國市場に逆輸入せられたる有價證券は合衆國に於て他の用途に用ひらるゝ投資々本の上に直接の影響を與ふるや明かなり。若し此の逆輸入せられたる有價證券の高が、米國に於て普通一ヶ年又は數ヶ年間に投資せらるゝ資金の額に相當する時は、其の間は鐵道社債の新發行に應ずべき投資々本は皆無となるに至る可し。茲に於てか米國に於て重要なる問題となるは鐵道會社がかゝる狀態の下に尙社債の發行をなさんとするには單に高き利子を附するのみならず、尙投資家に對して充分なる保障を與へざる可からさること之れなり。而して會社の營業所得が營業費及び經營費に對して充分の餘剩あることは投資家に對して最も確實なる保障を與ふるものと云ふ可し。

## 結　論

以上余は種々の實例を示して、現時に於ける戰爭の結果として資本に對する需用增加し、隨つて長期の投資に對する利子は騰貴するに至る可く而して其騰貴たるや將來長く繼續すべきことを論證し得たりと信ず。若し戰爭費が余の示したる高の三分の二にて足り、且つ投資市場に出づる新資本の供給も亦過少に見積られたりと假定するも、軍事公債發行の結果として資本利子の甚だしく昇騰することは疑なき處なり。既にかゝる狀況の現はるゝに至りしことは二三の實例を以て余之を示したり。又利子昇騰の結果として現在の政府公債の市價が下落するに至ることは此方面に於ける最も有力なる學者の說を援用して之を確めたり。現に米國に於ても紐育に於ける一二の大銀行は株式取引所閉鎖後尙有價證券市價の下落甚だしきを以て貸附擔保として預かれる證券の高を增加するの議を仲買人に致したるものあり。今若し鐵道會社にして長期の社債を發行せんとせば利率及發行價格は現時の金融狀態に適應せるものならさる可からず、隨つて其の高利率の爲め永く會社に負擔を殘すに至るべし。又一方には一二年の短期資金を得んが爲に鐵道會社としては極度の高利率の負擔に甘んじたるものあり、而して手數料及諸掛を含みて七分乃至八分の高利に當る資金を求めたるものあるは先に其の實例を示したる所なり。

米國鐵道有價證券は確實と云ふ點よりしては投資家にとりて決して有利なるものに非さるなり。蓋し今日の鐵道會社は好景氣の時には辛じて其の收支を償ふことを得れとも不景氣に際しては常に缺損を生する恐れあるを以てなり。外國より逆輸入せらるゝ鐵道有價證券の額如何は依然之を以て投資の好目的として歡迎する保守的金融業者によりて影響せらるゝ處少なからさるべし。されど其の利廻りは今後交戰列國の發行する巨額の公債と優に競爭するに足り、且つ會社の基礎强國にして信用厚く市價の下落する憂なきものたらさる可からす。

吾人は以上論述し來りたる理由によりて、米國鐵道會社が今後數ヶ年間に新資本を得んとせば、其の有價證券は利子を高くするのみならず尙且つ會社の收益が利子及び配當金を充分仕拂ひ得ることを公衆に示さざる可からさることを斷言するものなり。（完）