

Title	有価証券の価格に就て(下)
Sub Title	
Author	高城, 仙次郎
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1917
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.11, No.8 (1917. 8) ,p.1105(117)- 1129(141)
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	雑録
Genre	Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19170801-0117

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.

なる部分を占め米は其の中最も多額の費用を要するものであるのみならず米價の騰貴は一般物價の昂騰を惹起す傾向があるから彼等は甚だ苦痛を感ずるのである、米價の騰貴に依りて利益を享くるは唯中流以上の農民階級あるのみである、大農は其の主要なる生産物たる米穀を高價に賣却し得るを以て收益の増大を見られ米價騰貴の恩恵に浴することが出来るが多數の小農就中小作人には米價の騰貴を祝福し得るものは尠いことであらう、即ち小農は其の耕耘に依りて收穫したる米は大部分自家の食料に供し販賣し得べき剩餘米は其の量僅少であつて假令高價に賣却して多少收益の増加を見ても米價騰貴に促されて昂騰せる高價なる他の生活資料を消費するの止むなきに到るのみならず彼等は資金が豊富でない爲め米價上騰の時期迄米を圍つて置く餘地なく最も安價なるを普通とする新米出盛期に賣出を餘儀なくされるから差引大なる餘裕

は生じ得ぬのである。

急激に米價が騰貴し且つ其の勢猛烈を極むるに於ては細民は十分なる食を得ることが出来ず營養不十分となり勞働力を減殺し國民の氣力は消磨せられ國家の進運に支障を來すやも計り難い、之と同時に米價が生産費をも償はざる程に低落するに於ては農家は損失を醸し其の當然の結果として農業の衰頹は免るゝこと出来ざるべく從て食料品の不足を來し年々巨額の輸入米を招き爲めに正貨の流出を誘致することなきを保し難し食物杜絶の如き不幸に陥ることなきを保し難い加之米價著しく下落する時は我國民の大多數を占むる農民の購買力を減殺し商工業は頗る萎靡し經濟界一般に不況を呈するに至らん憂もある、米價の激變は實に私人の生活上に波瀾を加へ豫算に齟齬を來すこともあれば寔に輕々に看過し能はざる大問題にして米價の暴騰を防止し又其の崩落を阻止するの策を十分に究むることは經世家の一大職責であると云はねばならぬ。

有價證券の價格に就て(下)

高城仙次郎

第九節 株券の市價

株券の市價も亦公債と同じく株券の需用と供給との一致する點に於て定まるものなるが、株券の需用を左右する直接の原因は公債の場合に於けるとは多少其性質を異にせり。蓋し公債より生ずる収入は其公債に附せられたる一定額の利子に外ならずして常に確定せるものなるを以て、公債の需用者は普通單に投資の目的を以て之を購入せんと欲するに過ぎざる者なるも、株券より生ずる収入は會社の事業の盛衰に應じて増減するの性質を有する配當率に依りて定まるものなるが故に、株券に對しては單純なる投資的需用以外に投機的需用なるもの亦尠からず。

投機的需用とは配當の増減に基きて生ずる株券市價の騰落に依りて巨利を博する目的を以て實株又は空株を買付くることを云ふ。此外、日本銀行又は日本郵船會社の如き著名有力なる會社の株主たらんことの一種の虛榮心に藉られ投資又は投機の目的を離れて其會社の株券を購入せんと欲する者或は種々の理由の爲めに或る一會社の重役たるの資格を作るか若しくは株主中の有力者たらんと欲して其會社の株券を多量に入手せんとする者亦尠からざるが如し。此等數種の原因は皆株券の需用に影響を與ふるものなるが結局永久的に市價を左右するものは投資的需用に外ならず。而して此投資的需用並に總ての供給を左右するものは(一)現在並に近き將來に於ける市場利子歩合、(二)過去及び現在の配當率並に將來に於ける配當率に對する世人の豫想、(三)拂込金額等なりとす。取引所税、仲買人手數料等の高低増減も亦株券の需給の數量に影響

を與ふるものなれど、其の程度の輕微なるは茲に贅言するの要なかる可し。其他政界の事情、經濟界の景況並に會社事業の基礎、事業の永續性又は發展の見込、經營者の技倆名聲等所謂會社の信用と人氣も株券の需給を左右し延びて其市價の高低を定むる根本的原因となるものなれど、此等は將來に於ける配當率の豫想を通じて株券の市價に影響を與ふるものなりとす。

されば、株券の市價を根本的に定むるものは金利と配當と拂込とに外ならざるが、此三者と株券市價との關係は頗る複雑にして概括的の説明を以しては到底之を闡明することを得ざるが故に、以下種々の方面より其關係をば局部的に解説せんと欲す。

第一款 金利と株券市價

公債の市價は既述の如く普通市場利子歩合の上騰するに連れて下落し、金利の低落するに従ひて騰貴するものなるが、株券の市價も亦金利

騰落の爲めに同一の影響を蒙ることあるものなり。例へば拂込百圓の株券に對する配當率が年一割にして金利が年五分なる際に其市價が二百圓ならば、金利が七分五厘に昇騰せば市價は百五十圓内外に下落すべく、又金利が三分に低落せば相場は三百圓内外に騰貴することある可し然りと雖も、實際には公債の場合に於けるが如く株券の市價は常に利子歩合と反對の方向に變動するものに非ず。蓋し公債の利子は常に一定して變動することなきを以て、若し市場金利が上騰せば公債を所有するは不利となり、金利低落せば有利となるが故に、公債の相場は自ら金利と正反對に變動するものなれど、株券に在りては金利騰貴すると同時に配當率増加するか或は現在増加せずとも將來増加するの見込立たば之を所有するも何等不利を蒙るの虞なく、又其の反對に假令金利低落すると同時に配當率減少するか或は減少するの虞れあらば、株券の所

有者は損失を蒙ることある可きを以て、金利の騰落は夫れ自身に於て必ずしも常に公債の場合に於けるが如く株券の需給に影響を及ぼさざるが故なりとす。左に掲ぐる東京市中の混成利子歩合と東京株式取引所に於ける重要株券の直取引平均相場との比較表は此理を證明して餘りあ

り。(混成利子歩合は貸付日歩、割引日歩、當座預金日歩並に定期預金(三ヶ月)利子を日歩に換算せるもの都合四種の日歩を平均して計出せり。株券相場は大正五年四月調『金融事項参考書』に據る。)

年	混成利子歩合	郵船株	鐘紡株	東京株式株	東京電燈株	東京瓦斯株
三十三年	二・三四	六四・一六七	四四・四六七	一六九・九一七	四九・六四二	九〇・五〇〇
三十四年	二・五三	六八・四七五	三四・三五〇	一三三・八九二	四四・二五五	七五・二一四
三十五年	二・二一	七八・九四二	四六・九二五	一五八・六三三	五四・二八三	七九・九九二
三十六年	一・七六	八三・六二二	四一・六五〇	一七三・二八八	七九・九六三	八七・六五〇
三十七年	一・七四	七五・二五八	三七・五四二	一六五・二二五	六八・八八三	七九・二七五
三十八年	一・八七	八八・七四二	七九・六二五	二一〇・二六七	七六・一一〇	八九・八〇八
三十九年	一・七五	一一〇・四三三	一四三・四〇八	三〇八・九四二	一〇〇・三二五	一一〇・一〇八
四十年	一・七二	一〇一・二四二	一三三・七八七	二四六・六四七	八〇・七九四	一〇九・四九〇
四十一年	一・九五	八一・六〇六	八四・九一一	一一六・七二五	六八・三四二	八三・三五三
四十二年	一・六九	七九・八四〇	一〇〇・三二二	一五五・二八九	九〇・〇六八	九六・八〇一
四十三年	一・三五	九六・〇五九	一〇八・二六三	二一四・五三三	九八・八四四	一〇七・六九〇
四十四年	一・三三	一〇一・二〇四	一〇一・四七二	一五九・三〇七	七三・〇六六	七五・一六八
四十五年	一・五九	一一六・四六〇	一一一・五七〇	一五六・一五七	六九・六三三	七一・七〇七

大正二年	一・八四	一一三・二五七	一〇八・一四三	一四三・二九八	六三・〇五八	六二・三八五
三年	一・八六	一一一・七三一	九九・七四二	一三〇・三四二	五六・一六〇	四七・八六五
四年	一・五八	一一一・〇五三	一一五・九七八	一六四・八四六	五二・八五四	四四・五二八

株券の市價が金利と常に正反對に變動す可きものならば、金利が下落せば市價は必ず騰貴し金利騰貴せば市價は常に低落す可き筈なるに、前表は其の然らざることを示せり。勿論此正反對の關係を維持せる場合も尠からざれども、同時に利子上騰せる年に市價も騰貴し、金利低落せる年に市價も亦下落せる例頗る多し。今各種株券に就て金利と市價との騰落關係を示すとせば左の如し。

郵船	鐘紡	東京株	東京電	東京瓦	平均
株	株	式株	株	株	
利子下落市價騰貴	六	五	六	五	五
利子騰貴市價下落	三	四	五	五	四
利子騰貴市價騰貴	三	二	一	一	四
利子下落市價下落	三	四	三	四	一
合計	一五	一五	一五	一五	三・六
正反對の關係を維持せる年	九	九	一〇	一〇	九・八
其他	六	六	四	五	五・二

前表に示すが如く。各株券十五個宛の比較中金利と市價とが正反對の關係を維持せる度数は約三分の二にして餘りの三分の一に於ては此關係を有せず。而かも此關係の割合が各株共略ば一致せるのみならず、吾人が此研究の爲めに選擇せる前掲郵船株、鐘紡株、東京株式株、東京電燈株並に東京瓦斯株は共に我國株券中代表的地位を占むるものなれば、少くとも我國に於ては金利が下落せば株券は下落するよりも寧ろ騰貴し、金利昇騰せば株券は騰貴するよりも寧ろ低落するの傾向を有するものなりと謂ふを得可きが如し。然りと雖も、此關係たるや公債に於けるが如く密接に非ざるを記憶せざる可からず本篇第四節「利子歩合の高低と有價證券の市價」(第六號一一七—一三〇頁)中に於て帝國五分利

公債直取引相場と混成利子歩合との對照を試みたるに、十五回の比較中利子下落して公債市價騰貴せし度數七回、利子騰貴して公債市價低落せし度數五回、利子下落して公債市價も下落せし度數三回、即ち正反對の關係を示すもの十二回、然らざるもの三回なる結果を得たるが、之と株券に於ける金利對市價の關係とを比較するに、公債に於ては正反對の關係は五分の四に達せるに拘らず、株券に於ては僅かに三分の二に過ぎず。其割合の懸隔は即ち公債と株券とに對する金利の影響の相違せる程度を示すもの外ならざるなり。

されど、同じく株券と雖も、有力銀行の如く業務の確實にして累年の利益に差したる相違なく従つて配當率の常に一定せるか若しくは將來大に増減することの期待せられざる株式會社の株券に在りては他の製造會社、運輸會社の如く經濟界の盛衰の爲めに翻弄せられて止むことな

き會社株券よりは遙かに公債に近似するの性質を備ふるものなるを以て、他の株券よりは金利の影響を蒙ること甚だし。左に掲ぐるは東京市中混成利子歩合と日本銀行株、正金銀行株並に第一銀行株の東京株式取引所直取引平均相場との比較表なりとす(株券相場は『金融事項參考書』に據る。)

年	混成利子歩合	日本銀行株	正金銀行株	第一銀行株
明治三十三年	二・三三	四四・八九	一七・七〇	一七・七〇
三十四年	二・三三	三五・七〇	二〇・六三	一七・二六
三十五年	二・三三	三五・六三	一七・二六	一七・二六
三十六年	一・七六	四〇・六七	一八・五三	一八・五三
三十七年	一・七四	四〇・〇四	一六・五九	一六・五九
三十八年	一・八七	五〇・七七	一八・九三	一八・九三
三十九年	一・七五	五〇・三二	二〇・三九	二〇・三九
四十年	一・七三	六〇・五三	二五・八三	二五・八三
四十一年	一・九五	五二・八七	二五・七六	二五・七六
四十二年	一・六九	六四・五三	二七・三〇	二七・三〇
四十三年	一・三三	六三・九二	二八・八八	二八・八八

四十四年 一・三 五九・七五 二五・五七 二四・四三
 四十五年 一・五 四二・四六 二四・五三 二二・六四
 大正二年 一・八 五八・三三 二四・五九 二〇・五三
 三 年 一・六 四八・七六 一九・〇五 九・七五
 四 年 一・五 五三・〇二 二三・三三 八・一五

今之に對する正反對關係の數を求めれば左の如し。

日本銀行	正金銀行	第一銀行	平均
利子低落市價騰貴	六	七	六・六六
利子昇騰市價下落	五	五	四・六七
利子騰貴市價騰貴	一	一	一・〇〇
利子下落市價下落	三	二	二・三三
合計	一五	一四	
正反對の關係を維持する年	一一	一二	一一・三三
然らざる年	四	三	三・三三

前表に示すが如く、一流銀行株に於ては市價が金利と反對に變動する度數の割合は他の會社株に於けるよりは稍々高し。即ち後者に於ては上述の如く其率は全體の十五分の十内外なるに

前者に在りては十五分の十二乃至十二に上れり(註)

註、參考の爲め、左に米國コロンビヤ大學教授ミチュル氏の研究に係る金利對有價證券市價の關係に基き米國の實例を紹介せんと欲す。(左表は Wesley C. Mitchell: American Security Prices and Interest Rates, *Journal of Political Economy*, Vol. XXIV, No. 2 (February, 1916), Tables XI, IX より轉載せるものなり。)

米國金利並有價證券市價指數對照表

(一八九〇—一八九九年の平均を百とす。)

歩引	四分利の公債の平均價格	鐵道會社の平均價格	運送會社の平均價格	普通株
一八九〇	一二三	一一四	九六	一一一
一八九一	一一八	一〇四	九三	一一三
一八九二	八八	九九	九七	一二三
一八九三	一五〇	九一	九五	九三
一八九四	六六	九九	九八	八二
一八九五	七九	九六	一〇一	八五
一八九六	一二六	八八	一〇〇	七七
一八九七	七八	一〇一	一〇三	八四

一八九八	八三	一〇三	一〇七	九四
一八九九	八八	一一二	一一四	一二八
一九〇〇	九六	一二七	一一五	一三四
一九〇一	九三	一四〇	一一九	二一一
一九〇二	一〇六	一四〇	一二〇	二五〇
一九〇三	一一八	一三九	一一四	二〇一
一九〇四	九三	一三二	一一五	一九二
一九〇五	九五	一三八	一一八	二五〇
一九〇六	一二四	一三五	一一四	二六七
一九〇七	一三七	一二七	一〇七	二〇四
一九〇八	九六	一一三	一〇八	二〇一
一九〇九	八四	一一〇	一一三	二七七
一九一〇	一〇九	一一〇	一〇九	二五四
一九一一	八八	一〇三	一〇八	二四八
一九一二	一〇三	一一四	一〇七	二四三
一九一三	一二二	一一〇	一一二	二〇六
一九一四	一〇四	九八	一〇二	一七八
一九一五	七五	九九	九九	一八〇

右表に基き金利と市價との關係數を求めれば左の如し。

利子下落市價騰貴

公債	社債	株券
五	七	五

利子騰貴市價下落 八 八 七
 利子騰貴市價騰貴 五 六 七
 利子下落市價下落 六 三 六
 利子騰貴市價同 一 一 一

前表中に示すが如く、利子騰貴せる年に市價の變動せざりし度數公債と社債とに各一回あり。假りに孰れとも決定し難き此中間性ものを折半して計算するとせば、反對關係を有するものと有せざるものの比較は左の如く爲る可し。

公債	社債	株券
正反對の關係を示せる度數	一三・五	一五・五
然らざる度數	一一・五	九・五
合計	二五・〇	二五・〇

即ち正反對の關係を示せる度數は公債、社債に多く株券に於ては比較的少なし。此比例は我國に於けるとは程度を異にせるも大體に於て一致せるを見るなり。

第二款 配當と株券市價

株式會社株券の市價が其會社の配當に依りて最も重要な影響を蒙るものなるは何人と雖も首肯する所ならんも、過去の配當率と市價との關係をば統計的に明示するは容易の業に非ず。

蓋し株券の相場は過去の配當率以外に將來に於ける配當率の豫想、市場金利騰落並に投機的賣買の影響を蒙るものなるを以て、配當率に變化なき場合に於ても株券の市價が著しく騰貴又は下落することあり。例へば日本銀行は多年同率の配當率を維持せるにも拘らず日露戦争後に於ける其株券の市價は幾度か暴騰若しくは暴落せり。最近十年間に於ける同株の最高潮期は明治四十三年一月にして同月の直取引相場は九百二十六圓四十錢に上れり。然るに歐洲戰亂勃發して我經濟界が一時不景氣に襲はれたる大正三年の秋期に於ては同株も四百七十八圓臺を彷徨するに過ぎざりき。斯くの如く一會社の株券に就きては配當と市價との關係を正確に知ることを得ざるのみならず、數會社の株券を比較するも尙ほ此關係を精密に窮知すること能ざるなり。如何となれば、假令甲乙兩會社の過去及び現在の配當率が同一歩合なりとするも、事業の基礎

並に將來に於ける發展等に對する世人の信用の相違よりして甲會社の株券が乙會社の株券よりも遙かに高價に取引せらるゝことあるを以てなり。例へば若し各株券の市價が配當率に比例して定まる可きものなれば、拂込百圓の正金銀行株の相場は決算期と配當率に於て全然同一なる五十圓拂込の第三銀行株の市價の二倍に相當し此兩者と同一の決算期と配當率を有する二百圓拂込の日本銀行株は正金銀行株の二倍に相當する價格を以て賣買せらる可き筈なるに事實は之に反して、『銀行通信錄』六月號所載大正六年六月十三日の株式現物相場表に據れば、第三銀行株の百二十一圓に對し、正金銀行株は二百五十一圓即ち二倍を超過すること九圓の市價を維持し、日本銀行株は七百三十九圓即ち正金銀行株の三倍弱に相當する價格を以て取引せられたり惟ふに、配當の大小と市價の高低との關係を統計的に表示せんと欲せば、同一會社の發行せ

る配當率を異にせる數種の株券に就きて之を試みざる可からず。されば吾人は此方法に依りて左に同一會社の發行せる優先株、普通株並に後廻株の市價と各其配當率とを對照せんと欲す。優先株は配當す可き利益あるときは一定の率を限度として他種の株券に先ちて配當を受くるものにして、普通株は其後に配當を受け、後廻株は尙ほ利益の餘剰あるとき最後に其分配に與かるものなるを以て、會社の利益が巨額に上らざる年に於ては優先株の配當率最も高く、普通株

の率之に次ぎ、後廻株の率は最も低きを常とし各其市價の高低も亦此順位を保つの傾向あり。左に掲ぐるは英國サウス・イースタン鐵道會社の發行に係る此三種の株券に對する配當率並に各其市價なりとす。(以下外國會社株券の市價は總て Mathieson & Sons : Stock Exchanges Ten Year Record, 1915 に載せたる倫敦及び其他英國各地株取引所に於ける最高最低相場を平均せるものにして配當率も亦上半期と下半期とを平均して計出せり。)

年	年六分標準優先株		普通株		後廻株	
	配當率	平均市價	配當率	平均市價	配當率	平均市價
一九〇五	〇・四五〇	一一八・八八	〇・二二五	八九・九四	無	五四・四四
一九〇六	〇・五五〇	一二六・〇〇	〇・二七五	八五・八八	無	五〇・二五
一九〇七	〇・五五〇	一一五・〇〇	〇・二七五	七五・七五	無	三八・八一
一九〇八	〇・四〇〇	九九・八八	〇・二〇〇	六六・五〇	無	三七・四四
一九〇九	〇・五五〇	一〇四・二五	〇・二七五	六七・五〇	無	三一・五六
一九一〇	〇・六〇〇	一一二・七五	〇・三〇〇	七二・九四	無	三五・五六
一九一一	〇・六五〇	一二〇・三一	〇・三七五	八四・八八	〇・一〇〇	五〇・三八

一九一四	〇・五五〇	一一六・五〇	〇・三七五	八三・六九	〇・二〇〇	四六・三一
一九一三	〇・六二五	一一八・二五	〇・四〇〇	八八・〇〇	〇・一七五	六一・七五
一九一二	〇・五七五	一一九・五〇	〇・三八八	九一・〇〇	〇・二〇〇	六一・九〇
平均	〇・五五〇	一一六・一三	〇・三〇九	八〇・六一	〇・〇六八	四六・八四

右表に示すが如く、各年に於ける普通株の配當率は後廻株よりも高く、優先株の配當率は普通株の配當率よりも高位を保ち、市價も亦何れの年に於ても同様の順位を維持せり。而して、十ヶ年の平均配當率並に市價を標準として計算せば、優先株の利廻は四分七厘三毛、普通株は三分八厘三毛、後廻株は一分四厘五毛に相當せり。斯くの如く優先株の利廻が最も高きは假令同會社の事業が隆盛となり收入激増するとすも、同株に對する配當が特種の場合を除き常に約六分に限定せらるゝものなるが故なりとす。

之に反して後廻條の利廻が最も高きは利益の激増せるときには此株券に對する配當率が比較的急激に増加することあるやも知れざるが爲めなり。
前掲サウス・イースタン鐵道會社の利益は比較的少なく、普通株に對する配當率は從つて優先株に對する配當率よりも低けれど、他の利益多き會社に在りては普通株の配當率は却つて優先株の率に超過し、市價も亦地位を顛倒せることあり。左に掲ぐる英國バーリー鐵道會社株は其一例なり。

年	優先株 (四分保證付)		普通株		後廻株	
	配當率	平均市價	配當率	平均市價	配當率	平均市價
一九〇五	〇・四	一〇四・〇〇	〇・八五〇	二〇二・七五	〇・四五〇	九九・八八
一九〇六	〇・四	一〇一・五〇	〇・九〇〇	一九八・〇〇	〇・五〇〇	一〇一・五〇

一九〇七	〇・四	九五・七五	〇・八七五	一八八・二五	〇・四七五	九二・八八
一九〇八	〇・四	九三・〇〇	〇・七〇〇	一六八・一三	〇・三〇〇	七二・八一
一九〇九	〇・四	九一・二五	〇・六五〇	一五八・〇〇	〇・二五〇	六八・七五
一九一〇	〇・四	八八・二五	〇・六七五	一五六・五〇	〇・二七五	六九・三八
一九一一	〇・四	八五・〇〇	〇・六〇〇	一五〇・〇〇	〇・二〇〇	六七・八八
一九一二	〇・四	八三・三八	〇・五五〇	一五五・七五	〇・一五〇	七六・〇〇
一九一三	〇・四	八二・五〇	一・〇〇〇	一七一・〇〇	〇・六〇〇	八九・七五
一九一四	〇・四	八二・三八	一・〇〇〇	一七五・五〇	〇・六〇〇	九三・五〇
平均	〇・四	九〇・七〇	〇・七八〇	一七二・三九	〇・三八〇	八三・二三

即ち前表に示すが如く一九〇五—一九一四の十ヶ年間に於けるバーリー鐵道會社普通株に對する平均配當率は七分八厘にして、優先株の配當保證率即ち四分に超過する三分八厘なるが其市價の平均も亦優先株の九十磅強に對し百七十二磅強の高位を保てり。後廻株に在りては配當率の平均は優先株よりも二厘低く平均市價は約七磅半低位に在りて利廻は兩者相伯仲せり。
次に、優先株には累積的優先權を與へられたるものと然らざるものと別あり。累積的優先

株とは會社の利益少くして或年に保證せるだけの利益を優先株に分配することを得ざるが如きことあらば、其翌年若しくは其以後に於て利益の多額に上りたるるとき前の配當不足額の補填を受くるものにして、非累積的優先株は此補填を受けざる株券を云ふ。従つて累積的優先株の所有者は早晚規定の配當の金額を領收するの權利を有するに反し、非累積的優先株所有者は會社の利益が總ての優先株に對して正規の配當を分配し得るに足るときに於てのみ配當の全部を受

領するの権利を有するに過ぎざるを以て、同一併せ發行せるもの少なく、従つて適例を以て實會社の發行に係るとせば、累積的優先株が同率際を説明するは頗る困難なりと雖も、左に示せる配當の保證を附したる非累積的優先株よりも二三の事實は多少讀者の參考に資するの一助高價を維持す可きは理の當然なりとす。同一會と爲し得んか。

社にして配當率を均しふせる此二種の優先株を

年	第一累積的 優先株(五分)	第二非累積的 優先株(五分)	累積的優先株 拂込十磅(六分)	第二非累積的優先 株拂込十磅(六分)	第一累積的優先 株拂込五磅(五分)	非累積的優先株 拂込三磅(五分)
一九〇五	一一三・五〇	一〇四・七五				
一九〇六	一一四・六三	一〇六・三八				
一九〇七	一一〇・七五	一〇一・一三				
一九〇八	一一一・四四	一〇二・〇〇				
一九〇九	一一三・一三	一〇一・〇〇				
一九一〇	一一二・一三	一〇二・二五				
一九一一	一一一・〇〇	一〇三・二五				
一九一二	一一〇・五〇	一〇〇・七五				
一九一三	一〇二・四四	九三・七五				
一九一四	九八・一九	九二・五〇				
平均	一〇九・六七	一〇〇・七八	一一・三八	一〇・四八	三・二三	三〇

右表に載せたるブエノスアイリス・エンド・パシフィック鐵道會社並にカーロン・グローブ製紙會社の發行に係る累積的優先株は非累積的優先株よりも高價にして、平均市價を標準とせば、兩者の差は共に約百分の八なり。次にフォスター父子商會に在りては累積的優先株の平均市價は三・二三磅、非累積的優先株の平均相場は三十志十片なるが、前者は拂込五磅なるに後者は三磅に過ぎざるを以て、比較に便ならしむる爲め前者には三、後者には五を乗せば累積的優先株は九磅十三志十片の市價を有するに反し他は僅かに七磅十四志二片に相當せるを見るなり。即ち其差二割以上に達せり。

更に優先株には一、二若しくはA、B等の等

級を附したるものあり。詳言すれば一會社が數次に亘りて優先株を發行するに當り、第一回の發行を第一優先株、第二回分を第二優先株と稱し、以下之に準ずるの名稱を用ひ、此順位を以て各種の發行株に優先株を與へ、利益を配當するに際して、最初に第一優先株に定規の配當を爲し、餘剩あらば、更に他の優先株に及ぶの慣習あり。此等の優先株に在りては假令配當率が全然同一なりとするも、第一優先株は第二優先株よりも、第二優先株は第三優先株よりも高價を維持す可きは當然なりとす。左表に示せる英國數會社の發行せる等級付優先株市價の比較は之を證明して餘りあり。

第一累積的 優先株(五分)	第二累積的 優先株(五分)	第一優先 株(四分五 厘保證)	第二優先 株(四分五 厘保證)	第一號優 先株(四分 分保證)	第二號優 先株(四分 分保證)	A號優先 株(四分 分保證)	B號優先 株(四分 分保證)	C號優先 株(四分 分保證)	
一九〇五	二〇八・七五	一〇七・七五	一〇三・五〇	九七・五〇	二八・三	二七・四	一〇九・五	一〇五・八	一〇三・九

一九〇六	109.50	106.75	105.13	106.88	104.00	103.00	103.00
一九〇七	110.00	107.50	101.75	106.00	110.75	109.00	107.50
一九〇八	108.75	101.50	101.25	108.75	108.00	107.00	106.00
一九〇九	101.00	100.88	101.00	107.88	105.50	105.00	104.00
一九一〇	98.88	101.50	101.50	106.00	104.50	103.00	102.00
一九一一	101.50	103.50	99.75	105.00	104.00	103.00	102.00
一九一二	101.00	101.25	98.88	105.25	100.88	99.90	98.88
一九一三	100.25	100.25	94.50	103.00	95.00	93.00	92.00
一九一四	98.50	98.00	94.00	100.00	97.50	96.75	96.00
平均	103.50	103.00	100.33	100.90	106.88	105.00	104.50

右表中デ、キンソン商會發行の第一及び第二優先株の間に於ける十ヶ年平均市價の開きは僅かに半磅内外に過ぎざるも、アレキサンドラ船渠鐵道會社並にキャレドニアン鐵道會社の兩種優先株の市價は各一磅の等差あり。又蘇格蘭大北鐵道會社の發行に係るA、B、C三種の優先株相互間の開きは約二磅に上れり。

以上論述せるが如く、優先株は普通株よりも高價を維持するの傾向を有するものなるが、同率の社債には及ばざるものなることを看過す可からず。蓋し、假令如何に嚴密に一定率の配當を保證され且つ如何なる優先權を附與せらるゝ優先株と雖も、結局總ての支出又は債務を控除せる後に於て餘剰を存する際に始めて利益の分配に預かるに過ぎるものなるに反し、社債券の利子は事業利益の有無大小に拘らず定時に必ず支拂はる可きものなれば、後者は前者より遙かに確實なるが故なりとす。左表は即ち其の實例

を示すものなり。

年	中部倫敦鐵道會社 優先株(四 分保證付) 磅	四分利 債	ビーカーツ釀造會社 累積的優先 株(五分保 證付) 磅	五分利 無期 債	ヘンレイ電信 器械製作所 四分五厘保 證付累積的 優先株 磅	四分五厘 利付抵當 債	ロンドン・エント ・ウエスタ ・イン鐵道會社 四分保證 付優先株 磅	四分利付 社債
一九〇五	100.50	102.88	100.50	106.88	102.00	107.00	107.00	103.50
一九〇六	101.25	100.50	100.50	106.88	106.50	107.00	107.00	103.50
一九〇七	91.06	105.25	88.63	99.25	103.75	106.88	106.88	105.75
一九〇八	87.23	103.50	83.88	95.50	103.23	106.50	106.50	104.75
一九〇九	84.00	103.50	76.50	94.23	104.88	105.75	105.75	104.23
一九一〇	86.00	101.75	79.00	96.50	103.50	105.00	105.00	103.60
一九一一	87.23	103.88	83.75	94.88	100.00	106.88	106.88	107.50
一九一二	85.00	101.88	85.23	95.50	100.00	104.23	104.23	104.88
一九一三	83.25	99.00	84.00	94.25	98.00	100.88	100.88	100.75
一九一四	84.88	97.00	85.00	95.63	98.23	101.25	101.25	101.88
平均	89.88	103.41	83.77	95.03	103.38	105.75	105.90	100.93

備考 ヘンレイ電信器械製作所の優先株の拂込は五磅なるが、比較を容易ならしむる爲め百磅の拂込に引直し、累年の相場に二十を乗じて各年の市場を計出せり。

前表に示せるが如く、中部倫敦鐵道會社、ビーカーツ釀造會社、ヘンレイ電信器械製作所並にロンドン・エント・ウエスタイン鐵道會社の四社が發行せる同率の優先株及び社債の

十ヶ年平均は總ての場合に於て優先株の平均相場が社債の平均相場よりも少なきも三磅半多きは十二磅方高位に在るを示せり。

第三款 配當期日と株券の市價

前號に於て公債の市價を説明するに當り利拂期と公債相場との關係に論及し、公債の市價が利拂の月に於て最も低く其後漸騰して次期利拂の前月に於て最高に達するものなることを實例を擧げて論證せしが、株券の市價に於ても略ぼ同一の現象なかる可からざるなり、蓋し各期の利益は決算期日に於ける株券所有者に分配せらるゝものなるを以て、株券の市價は他に特別の事情なき限り會社の決算月に於て最も高く其翌

月に於て最低位を保ち其後漸々次回の決算月迄騰貴す可きものなりとす。今假りに日本郵船會社の株券に就きて之を觀るに、同社の決算は毎年三月と九月との二回に行はるゝものなるを以て、同會社株の直取引相場は三月と九月との兩月に於て最も高く、先物定期取引に在りては、一、七月兩月に於て最高位に在る可きものなりとす。(一月七月に取引せらるゝ先物定期株は三月又は九月に於て受渡せらるゝものなり。)されど實際の市價が果して此理論的推定と一致するか否やを檢覈せんが爲めに先づ明治三十九年乃至大正四年の十ヶ年間に於ける定期取引の月次の平均を左に掲出せんと欲す。

日本郵船會社株先物取引平均相場

一月	明治三十九年	明治四十年	明治四十一年	明治四十二年	明治四十三年	明治四十四年	明治四十五年	大正二年	大正三年	大正四年	平均
二月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
三月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
四月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
五月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
六月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
七月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
八月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
九月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
十月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
十一月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇
十二月	九八・五〇〇	一〇四・九〇〇	一〇八・六〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇	一〇八・五〇〇

前表に示すが如く、一月の平均相場は百四圓十八錢、七月の平均相場は百三圓八十八錢にして、共に著しく高位を保てり。十二月の百九圓十錢は大正四年十二月の相場が突然百八十一圓に奔騰せし異常の結果なれば之は除外す可く、此外二月及び八月の相場が必ずしも最低位に在らざるのみか、二月の市價は百五圓を超過せる

が如きは偶々株券の定期相場が公債に於けるが如く配當の支拂期に依りて絶大の影響を蒙るものに非ざるを證明せるに過ぎず。然りと雖も、直取引に在りては、左表に示す如く、配當期と市價との關係が一層密接なるを看取するに難からず。

日本郵船會社株直取引平均相場

一月	明治三十九年	明治四十年	明治四十一年	明治四十二年	明治四十三年	明治四十四年	明治四十五年	大正二年	大正三年	大正四年	平均
二月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
三月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
四月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
五月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
六月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
七月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
八月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
九月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
十月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
十一月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇
十二月	九七・七〇〇	一〇三・八〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇	一〇七・七〇〇

二月	七〇・八九	一三〇・八七	八〇・九〇	六〇・九七	九四・九五	九四・九八	一五〇・八七五	一三三・四五	一七〇・四四	二六・九七	一〇三・四四
三月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
四月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
五月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
六月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
七月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
八月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
九月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
十月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
十一月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五
十二月	九〇・九八	一〇九・〇五	八〇・九二	六〇・九六	九四・九六	九四・九六	一〇三・四五	一七〇・四五	二六・九七	一〇三・四五	一〇三・四五

即ち決算期たる三月の平均相場は百四圓二十五錢八厘に上り、其後は低位を保ち九月には再び百六圓六十二錢七厘なる最高位に達せり。十二月の相場は百八圓を超過せるも、前述の理由に依り除外す可きものなりとす。之を要するに公債に於ける利拂と市價との關係程密接にはあらざれども株券の市價も亦配當期の影響を蒙ること尠からざるなり。

第四款 舊株と新株

同一會社が新舊兩種の株券を發行せる際に若し此兩者の拂込が同額ならば、其市價も亦略ぼ同一なる可きは多言を須ひずして明かなり。左表は大正六年五月東京株式取引所月報所載大正六年四月中に於ける大阪商船、富士製紙、帝國製麻並に東京株式の四會社の發行せる拂込同額の新舊兩種株券の定期(四月限)取引平均相場なりとす。

大正六年四月中

東京株式取引所定期取引平均相場(四月限)

名 稱	最近 舊株相場	新株相場	兩者 配當 (拂込五十圓) (拂込五十圓) の差
大阪商船株	三〇・〇〇	三三・三三	三三・〇四
富士製紙株	一七・〇〇	二二・〇五	二二・〇七
帝國製麻株	二〇・〇〇	二三・三三	二三・〇二
東京株式取引株	三〇・〇〇	三三・三三	三三・〇二

右表に示すが如く、孰れの場合に於ても新舊株の市價は殆んど同額にして其開きが百分の一に達せるものもなし。此外同月報に載する所に據れば、日本ペイント製造會社の舊株は百二十三圓三十五錢、新株は百一十一圓六十八錢なりしを以て、其差實に十一圓六十七錢に相當するも、此價格は誤植に非ざれば誤算に基くものなりと信じたるを以て前表より除外せり。斯くの如く、拂込の同額なる新舊株は同一市價を維持するものなるも、拂込額の異なる新舊株の市價は勿論同位を保つ可きものに非ず。

然らば拂込の同額ならざる新舊兩種の株券間に於ける市價の關係は果して如何。例へば或る會社の發行せる額面百圓全部拂込済の株券が配當率一割なるとき二百圓に賣買せらるゝとせば、同會社の發行せる額面百圓拂込五十圓の新株は幾何の市價を保つ可きか。若し新舊兩株が同一率の利廻を維持す可きものなりとせば、新株は百圓内外にて取引せらる可きものなるも、事實は然らずして此新株は百圓より遙か高價にて賣買せらるゝならんと思はる。如何とせば、假りに近き將來に於て會社が新株に對する未拂込金五十圓を徴收するとせば、新株の所有者は其五十圓に對して將來五圓——配當率が以前と同なりとして——即ち一割に相當する配當を受くの權利を有することとなるものなれば、現在の拂込五十圓の新株をば百圓以上に買収するも必ずしも損失を蒙らざるを以てなり。假りに新株に對する拂込が一ヶ年後に行はるゝものなり

とし、若し或者が新株を百圓にて購入するとせば、其者は最初の一年は百圓の投資に對して五圓（拂込五十圓に對する一割の配當）を受くるものなるが、其利廻は年五分に相當するに過ぎざるも、翌年拂込を完了せる後新株一株に付十圓宛の配當を受領するとせば、此配當は新株の購入價格百圓並に其後の拂込金五十圓に對するものなれば、其利廻は年六分六厘に相當す可し。若し購入價格が百二十五圓ならば、最初の

一年の利廻は四分、拂込後の利廻は一年五分七厘一毛にして、三ヶ年を平均せば、年五分内外と爲るなり。されば以上設けたる假定の下に於ては其新株は現に百二十五圓内外にて賣買せらるゝならんか。今假りに上述の假定と推定とを標準として、配當率と新舊株の市價並に新舊株價格相互間の關係を假算するとせば、左の如し。

新 株	舊 株	額面	拂込	市 價					
				配當五分	配當一割	配當二割	配當三割	配當四割	配當五割
100	100	100	100	100	200	400	600	800	1000
50	50	50	50	125	300	450	600	750	1000
50	50	50	50	75	100	150	200	250	300
0	0	0	0	25	50	100	150	200	250

若し前表の假算にして正確なりとせば、配當率低き場合に於ける新株の市價と舊株の市價との差は拂込額の差と略ぼ同じけれど、配當率の昇るに従ひ兩者の間に市價の開きを生じ、配當

率益々高ければ其開き愈々著しくなるの傾向あり。されど實際の現象は果して此推定と一致するや否かを知らんが爲めに、左に前記東京株式所月報所載四月限定期相場表に基き拂込額の異

なれる新舊二種の株券を發行せる著名の二十四會社の株券相場表を掲出せんと欲す。

名 稱	最近配當	舊 株		新 株		拂込の差	市價の差	拂込の差と市價の差の開き
		拂込	市價	拂込	市價			
南滿州鐵道株	割	100.00	111.91	300.00	336.61	70.00	83.00	13.00
日本郵船株	二・八	50.00	55.55	130.00	133.70	30.50	133.6	6.6
東京瓦斯株	〇・八	50.00	55.62	70.00	74.05	3.05	14.43	11.38
東京電燈株	〇・八	50.00	56.00	50.00	56.33	5.00	6.88	1.88
東京板紙株	一・六	50.00	57.01	50.00	55.40	5.00	5.61	0.61
王子製紙株	一・八	50.00	57.33	30.00	35.90	3.00	31.41	1.41
日本鋼管株	二・〇	50.00	58.66	12.00	17.56	7.00	76.08	6.08
富士紡績株	二・〇	50.00	58.04	25.00	31.36	7.00	55.66	7.66
鐘淵紡績株	三・〇	50.00	63.77	35.00	41.81	15.00	30.66	15.66
東洋紡績株	三・五	50.00	67.77	35.00	44.81	15.00	33.33	18.33
東京キヤリコ製織株	一・二	50.00	57.41	15.00	19.41	3.00	45.91	8.91
東洋モスリン株	一・五	50.00	57.66	15.00	21.55	3.00	56.51	19.01
上毛モスリン株	〇・八	50.00	56.06	15.00	18.76	3.00	22.90	19.90
大日本麥酒株	二・〇	50.00	64.33	15.00	21.50	3.00	81.09	19.09
大日本製糖株	一・五	50.00	57.63	15.00	21.50	3.00	56.67	19.67
臺灣製糖株	二・三	50.00	62.92	15.00	23.50	3.00	59.42	21.42
東洋製糖株	二・〇	50.00	60.00	15.00	21.50	3.00	58.50	21.50

明治製糖株	二・六	五〇・〇〇	二九・元	三・五	七〇・九	七・五	七・六	三・八
沖蜜拓殖製糖株	一・三	五〇・〇〇	七・三	二〇・〇	三八・八	三〇・〇	八・元	八・元
大日本人造肥料株	一・四	五〇・〇〇	六・元	一七・五	三・六	三・五	元・壹	七・三
日本化學工業株	三・五	五〇・〇〇	一五・〇五	三〇・〇	一〇七・六	二〇・〇	五・七	三・七
寶田石油株	一・八	五〇・〇〇	一〇・七	三・五	五〇・六	七・五	五・元	三・七
日本石油株	三・〇	五〇・〇〇	一五・八	三・五	三八・四	一七・五	七・七	一〇・七
東京米商取引所株	二・三	五〇・〇〇	一四・五	三・〇	一五・四	二五・〇	四・三	九・三

前表に示す所に據れば、新舊兩株の拂込の差と市價の差との開きは必ずしも配當率の高低に正比例せざれども、配當率の低き會社の兩種株券市價の差は概して少なく、之に反して配當率の高き會社の新舊株相場の懸隔は大體に於て多額に上れり。配當率年八分なる諸會社に就きて云へば、南滿鐵道株の開きは十二圓三十錢、東京瓦斯株に於ては二圓四十二錢、東京電燈株は一圓八十八錢、上毛モスリン株は一圓九十錢に過ぎず。然るに一方二割八分の配當を爲せる郵船株の開きは八十六圓六十八錢、配當率二割の日本鋼管株は三十八圓五十八錢、二割五分の東

洋紡績株は五十八圓三十三錢、二割の大日本麥酒株は四十六圓九錢、三割五分の日本化學工業株は三十一圓二十七錢に達せり。上述の新舊株市價相互間の關係を更に他方面より説明せんが爲めに、左表に示すが如く新舊各株の利廻、此兩者の差及び舊株に對する其差の百分比を計出せり。此最後の百分比を算出せるは舊株の利廻に對する新株の利廻の開きの程度が配當率の高低と如何なる數量的關係を有するかを知らんと欲せるが爲めなりとす。蓋し若し新舊株拂込の差と市價の差との開きが上述の如く配當率の高低に比例す可きものなれば

新舊兩株利廻の開きも亦配當率に正比例する可き筈なればなり。換言すれば、配當率益々高ければ

れば兩利廻の差も愈著しかる可きなり。左表は果して此推定を裏書せるものなるか。

株名	配當率		舊株利廻		新株利廻		新舊株利廻の差		舊株利廻に對する當上の差の百分比
	割	分	割	分	割	分	割	分	
南滿州鐵道株	〇・八	〇	〇・五	五	〇・三	八	〇・一	七	三一
日本郵船株	二・八	〇	〇・四	一	〇・一	六	〇・二	五	六一
東京瓦斯株	〇・八	〇	〇・七	一	〇・七	二	〇・〇	一	〇
東京電燈株	〇・八	〇	〇・五	九	〇・五	九	〇・〇	一	〇
東京板紙株	一・六	〇	〇・八	二	〇・七	〇	〇・一	二	一五
王子製紙株	一・八	〇	〇・六	六	〇・四	五	〇・二	一	三三
日本鋼管株	二・〇	〇	〇・六	七	〇・三	四	〇・三	三	四九
富士紡績株	二・〇	〇	〇・六	八	〇・五	五	〇・一	三	一九
鐘淵紡績株	三・〇	〇	〇・六	四	〇・五	一	〇・一	三	二〇
東洋紡績株	二・五	〇	〇・六	六	〇・三	九	〇・二	七	四一
東京キヤリコ製織株	一・二	〇	〇・七	七	〇・四	八	〇・二	九	三八
東洋モスリン株	一・五	〇	〇・八	一	〇・五	二	〇・二	九	三六
上毛モスリン株	〇・八	〇	〇・六	六	〇・六	二	〇・〇	四	六
大日本麥酒株	二・〇	〇	〇・六	八	〇・四	六	〇・二	二	三二
大日本製糖株	一・五	〇	〇・七	七	〇・四	六	〇・三	一	四〇
臺灣製糖株	二・三	〇	〇・九	八	〇・八	一	〇・一	七	一七
東洋製糖株	二・〇	〇	〇・五	一	〇・四	八	〇・〇	三	六

明治製糖株	二・六〇	一・〇一	〇・五六	〇・四五	四五
沖臺拓殖製糖株	一・二〇	〇・七八	〇・六二	〇・一六	二一
大日本人造肥料株	一・四〇	〇・九二	〇・六七	〇・二五	二七
日本化學工業株	三・五〇	一・一一	〇・九七	〇・一四	一三
寶田石油株	一・八〇	〇・八九	〇・四四	〇・四五	五一
日本石油株	三・〇〇	〇・九六	〇・七六	〇・二〇	二一
東京米商取引所株	二・二〇	〇・六三	〇・三九	〇・二四	三八

備考 ×印は新株の利廻が舊株の利廻よりも高きことを示す。他は總て其の反對なり。

前表の示す所に據れば、東京瓦斯株並に東京電燈株を除きては總ての新株利廻は舊株利廻よりも低く且つ多くの場合には其差頗る多額に上り。而して最下段に載せたる配當率に對する此差額の百分比例は郵船會社の六十一を最高とし東京電燈の零を最低とせり。上述の如く、此割合は孰れの場合に於ても配當率に比例す可きものなるが、前表の百分比例中には配當率の高きに拘らず低位を示し、配當率の低きに拘らず高位に在るもの尠からず。されど前表の比例は大體に於て上文の理論的推理と一致せりと云ひ

得ざるに非ず。今其の然ることを示さんが爲め各會社の配當率をば分類して三割以上を第一種三割乃至二割を第二種、二割乃至一割を第三種一割以下を第四種とし、左の如く各種に屬する同上百分比例の平均を求むることとせり。

第一種	鐘淵紡績株	三・〇	配當率	舊株利廻に對する新舊利廻の差の百分比例	二〇
	日本化學工業株	三・五			一三
	日本石油株	三・〇			二一
平均					一八

第一種	日本郵船株	二・八	配當率	舊株利廻に對する新舊利廻の差の百分比例	六一
	富士紡績株	二・〇			四九
	東洋紡績株	二・五			一九
	大日本麥酒株	二・〇			四一
	臺灣製糖株	二・三			三二
	東洋製糖株	二・〇			一七
	明治製糖株	二・六			六
	東京米商取引株	二・二			四五
平均					三八

第一種	南滿鐵道株	〇・八	配當率	百分比例平均	三一
	東京瓦斯株	〇・八			一
	東京電燈株	〇・八			〇
	上毛モスリン株	〇・八			六
平均					八・五

第一種	東京板紙株	一・六	配當率	舊株利廻に對する新舊利廻の差の百分比例	三四・二
	王子製紙株	一・八			一五
	東洋モスリン株	一・五			三三
	大日本製糖株	一・五			三六
	寶田石油株	一・八			四〇
	東京キヤリコ株	一・二			五一
	沖臺拓殖製糖株	一・二			三八
	大日本人造肥料株	一・四			二一
平均					二七
					三二・五

第一種以下の平均比例は格外に低位に在れども、第二種以下の配當率の順位を以て低下せり。殊に第四種以下の平均が著しく低きは注目し値する所なりとす。第一種が一例外を成せるは配當率が或る程度を越ゆるときは一時的現象と看做さるゝの結果株券の市價が其割合に騰貴せざるが爲め、新舊株利廻の開きが多額に上ることなきの一事に起因するものなる可し。此一例外を除きては、實際の事實は理論的に到達せる斷定の必ずしも誤謬に非ざるを證明せるものなりと云ふを得んか。