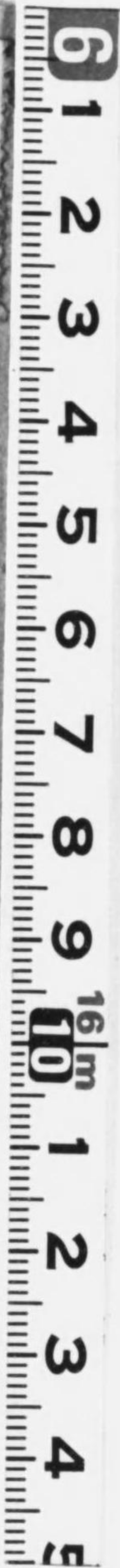


特2

株式と經濟制352

東京株式取引所一般取引員
谷 望月乙彦商店

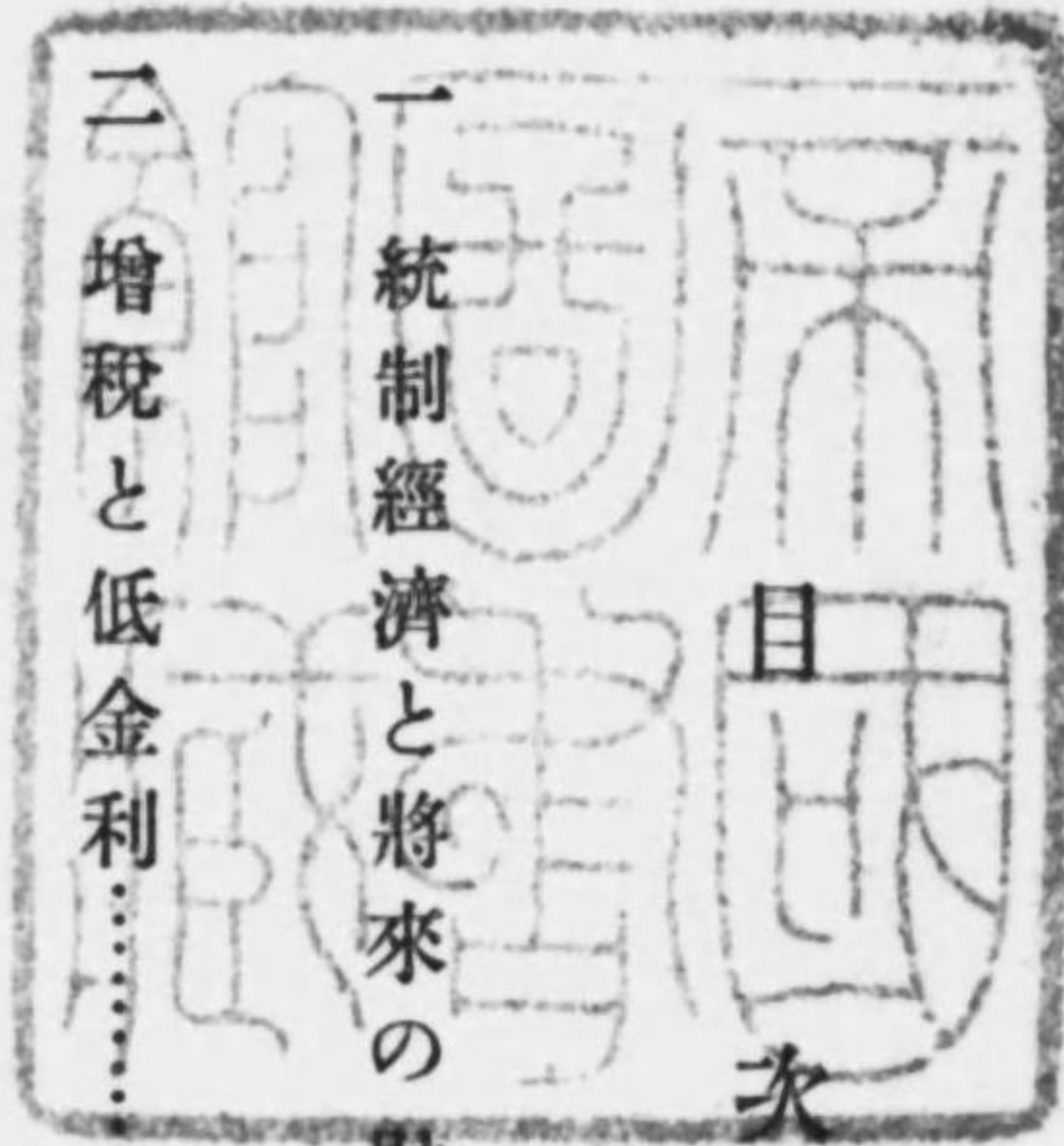


始



特240
352

統制經濟と株式



一 統制經濟と將來の財界.....

二 増税と低金利.....

三 今後の株式界.....



一〇

一六

統制經濟と株式

一 統制經濟と將來の財界

非常時局の克服と云ふことはこれを二つの方面から考へて行かなければならぬ、その一つは大陸政策を促進することであり、他の一つは國民生活の安定を圖ることである。國民生活の安定を圖ると云ふことは、それ自體としても一つの大きな目的を持つて居るのであるが、差當つてはこの大陸政策を遂行する爲めに必要な國防の強化と云ふこと、不可分な關係にあることは勿論である。そこで問題はこれ等の政策を遂行するに當つて如何なる方策が採られるであらうか、また財界はこれによつて如何なる影響を受けるであらうかと云ふことである。が、これは財界に關心を有するものにとつ

て慎重なる研究を必要とするところであらうと思ふ。

廣田内閣の政綱は、國防の強化と云ふことを第一義の目的として先づその財源からして培養してかゝらなければならぬと云ふ根本的な理由があるために國民經濟力の向上發展を圖らなければならぬと云ふ軍部の要望や、また、すでに高度の發達を遂げて居る處の資本主義の行き詰りを打開して生産力の増大を計り、且つその反面に於て購買力の増加——國民生活の安定を期することによつて廣義の國防を強化しなければならぬと云ふ調査局などの主張を認容して居るところに統制經濟への色彩を現はして居るし、同時に、財政政策でも急角度の轉回を行つて、第一には國費の膨脹、第二には公債の増發、第三には増税の斷行、第四には低金利政策の遂行を意圖して居るところに、非常時財政への積極化を宣明して居るのである。

即ち、今後の財政經濟政策は、軍部のいはゆる「綜合的國防」の指導原理によつて、國家主義本位の統制經濟を行はうとして居るのであつて、その主たる目的が、國防上

必要であるところの經濟力の擴大強化を計ると云ふことであるからには、生産力を増大するためには或は資本的統制を加へることも必要であらうし、また今後累年的に増加する赤字公債による悪性インフレの出現を防ぐためには、金融統制を強化して通貨の膨脹を抑へ、物價の騰貴を抑制すると云ふことも必要とならう。のみならず一方に於て國民生活の安定を計らなければならぬとすれば、利潤分配の公正を期するような社會政策的な統制即ち農業政策や、中小商工業政策、またカルテルの取締りの如きも考慮する必要もあらう、と同時に、わが國民經濟の對外依存性を擁護する爲めには、貿易政策、爲替政策の如きに對しても一段の強化を計るべきであらう、——等々の要求が當然視されて來るが、孰れにしても其の基調を「産業國防」に置いて居る點から見て、統制經濟の本質が如何なるものであるかを了解することが出来るように思ふ。

其處で統制經濟の具體的な内容であるが、これがまだ今日に於ても依然として不明であり、最近漸く増税に就てのみ若干の見透しがつきかゝつた位のもの——その落付

くところは恐らく大衆課税であらうと思はれる——で、特にその重要な對象であらうと思惟される産業統制の如きに對する内容が不明であるために、現に財界一般の不安と混迷とを深化させて居ると云ふことは寔に遺憾のこと、云はなければならぬ。

併し乍ら繰り返して述べるように、統制經濟の第一目標が、國民生産力の急速な發展、擴張を計ることの限りに於て、産業に關する統制經濟の内容も充分な實行性を持たなければならぬ。例へば産業の國營とか、又は強力な國家管理を行ふにはその準備の爲めにも相當な歳月を要するであらうし、また配當の制限とか、價格の公定とか云ふようなことも、先進の諸國にでさへ原則的、一般的にはまだ實行されて居ないのである。故に産業統制と云ふことも、この基調はあくまでも自主的であると見て良からうと思ふ。自然、謂ふところの統制經濟の強化は、最大限次の範圍に限定されざるを得ないのである。

- (一) 他産業の發展に最も必要な基礎産業で、現に獨占的過程にあるものに對しては他産業の發展に必要な限度に於て統制を加へる。
- (二) 財政的竝に經濟的、社會的な見地に於て信用、通貨に統制を加へる。
- (三) 農業は産業組合主義に於て、中小商工業は資本主義によつて統制を加へる。
- (四) カルテルに對しては消費者大衆の立場と、對外的國家主義の立場とから統制を加へる。

- (五) 國防關係の産業に對しては、國家本位竝に生産者保護の立場から統制を加へる。
- (六) 輸出産業に對しては輸出増進を目的として、生産竝に販賣の當方面に統制を加へる。

- (七) 現在すでに獨占的形態を備へて居る産業の或るものを、國庫收入を増加させる目的で政府の專賣に移すことも考へられる。

果して右のような推定がゆるされるとするならば、斯くの如き産業統制は、財界に對して如何なる影響を及ぼすであらうか、と云ふことが次に起つて來る問題である。

が、これに就ては、右に述べた範圍で統制せらるゝ個々の産業に就て考へると同時に、財界全體としての影響に就ても考へてみなければならぬ、即ち財界全體として受ける影響の如何によつて、個々の産業も影響されるからである。それ故に差當つて、個々の産業に與へる影響如何を考へてみると、以上列擧したものうちで、當面不利な立場にあると見られるもの（低金利政策などによつて受ける好影響は暫らく考へないで）は、(一)、(二)、(四)、及び(五)の部類に屬するものであらう。ところで、現段階に於けるわが國の重要産業は大部分この(四)の範疇に屬して居るのである。即ち石炭、石油、肥料、セメント、製鐵等の如く從來から重要産業統制法によつて統制を受けて居るものや、紡績、砂糖などの如く自主的な企業統制を行つて居るものがこの統制を受ける、と云ふことになる。而して若しこれ等のものが統制を受けると云ふことになれば、從來の統制主旨は、生産者保護を第一義の目的としたカルテルの助成であつた、が、今日に於ける産業界の實勢はすでに相當の發達を遂げて居る、それ故に今後は事業の發達を阻

害しない程度で、消費者の利益を積極的に保護する爲めに統制を加へる、と云ふように考へられないこともあるまい。若しもそうであるとすれば、それこそカルテルの助成はカルテルの取締りとなり、生産者保護は生産者壓迫となつて、これ等の産業は將來の發展を望まれぬことにならう（しかも現在の株式市場はこの不安に怯へて居るようだ）が、斯くの如くしてカルテルの壓迫的統制が始められるなどと考へることは、非常な間違いではないかと考へられる。何となれば、統制經濟の第一目標である生産力の増大、それから大陸政策乃至輸出貿易の促進と云ふ點から考へると、カルテルまたはトラスト的な結成機構はますます必要になつて、その助成強化と云ふことも更に積極化されて來る傾向こそあれ、方面を變へて消費者の利益本位に轉向すると云ふことはあり得ないであらう、故に、消費者保護の必要を感じることの切實なるものゝあることは勿論であるが、其の爲めにこれ等の重要産業が壓迫されると云ふことも、考へられないからである。一九三三年のナチス・ドイツの強制カルテル法はその適例で

あらう。ましてわが國の如く大陸政策を必要とし、且つ貿易の増進と云ふことに國民經濟生活の基點を置いて居る場合に於て一層この感を深うせざるを得ないのである。詰り、極端な統制經濟が行はれて産業が壓迫され、その爲めに景氣が悪化し、財界が不振に陥つたりするやうな懸念は先づないと云はなければならぬ。いはんや農村政策、低金利政策など（増税問題については次に述べることにする）によつて受ける影響をも考慮に入れるならば財界全體としても、むしろ好影響を受けて然るべきではないかと考へられる。と云つて、何も、この革新的氣運によつて齎された種々の影響を輕視して良いと云ふわけでもない、が、機構の改革とか、事業の統制とか云ふことは、相當の調査と準備とを必要とするし、また財界への影響を顧慮しなければならぬ、とすれば、そう云ふが如く短兵急に實行し得られるものでもない、と云ふことは明らかである。

さて、統制經濟そのものが財界に與へる影響如何と云ふことは先づこれ位にしてお

いて、次に現内閣の行ふ財政經濟政策は内容的に如何なる性質のものであるかと云ふと、これは學者のいはゆる軍國的財政經濟への再組織であつて、單なる意味の統制經濟を行はうとするのではなく、インフレーションを伴つた統制經濟を行はうとするのであるから、わが國の財界はこれから如何なるコースを取るであらうか、と云ふことは、この新らしい客觀的條件によつて決定されなければなるまい。而かもこの客觀的條件と云ふのが、「資本主義の無節制なる利潤蓄積を防止」して行かうとする統制主義の觀念の下に、大陸政策、軍備の擴張と云ふようなインフレ促進策を行はうとするのであるならば、それ自體に於て非常なる矛盾を内藏することになる。そこで今後はこの利潤蓄積を増税や税制整理によつて償はせて行かう、と云ふ意味にも考へられぬこともないが、知る限りに於て推定される増税の對象は、煙草の値上げ、郵便料の値上げ、植民地特別會計からの納付金の増加、直接税の免税點の引下げ、交通税、賣藥印紙税、織物税、醬油税、ガソリン税、マッチ税、等々の間接税の引上げ、復活——大

衆課税を目標として居るものである、とすれば、「財界に急激な變動を與へない」と云ふ馬場財政の財界に及ぼす影響は、決して心配するようなものでないと云ふことも想像される。要するに現内閣の財政經濟策に現はれた統制經濟の強化と云ふことは、經濟の本質なり、または前途の客觀的情勢などから考へて、そう急激に實行されるべき性質のものでもないだらう。政策の遂行と云ふことは、例へば忠實にして綿密なる煉瓦工が、煉瓦の一片づゝを根氣よく積み重ねつゝ、遂にあの大厦高樓を築き上げて行くようなものでなければならず、急激には行はれないのである。

然り、その限りに於て、財界は再び明朗性を取り戻して本來の景氣軌道にかへると共に、資本主義もまた軍需インフレや低金利の滲透を肴に、存外明るい局面を展開して來るのではないか、と云ふのが最も妥當的な見解であるように考へられるのである。

一一 増税と低金利

さて、國防費の増加に伴れて公債の漸減政策を放棄すると共に、低金利政策によつて公債の消化力を増加して行かなければならぬ、と同時に財源の恒久化を圖る必要から税制整理を行ひ、且つ増税を斷行しなければならぬ、と云ふことは新事態發生の當時からしてすでに豫期されて居たところであるが、さて愈々實行に移される事となれば、増税と低金利の二政策は、實際、財界に對して如何なる影響を與へるであらうか、と云ふことは財界の將來を見透す上に、最も切實な問題として考慮されざるを得なくなつたのである。

併しこれには先づ増税そのもの、目的から考へて、經濟界全體としても利益にならないかどうか、また事業會社としても、そう云つた程度の増税に耐へ得ないかどうかそれから増税と低金利との影響を相殺して、結局どの程度に於て事業會社はその影響を受けることにならうか、等々の點が考へられる。

ところでこの急激なる國費の膨脹は、主として軍事費の増大にあることは勿論であ

るけれども、また一面に於て、直接間接に都鄙産業の振興を圖らうとするところにも一つの目的があると云はなければならぬ。この見地からすると、増税もまた一面に於ては、産業の促進策と解されるのであるから、経済界全體としても悪影響があると斷じられないのである。

尙また、事業會社に對して増税を行ふと云ふことは、その利潤の一部を取立てるに過ぎないのであつて、これが若し極端な重税を課すると云ふことになれば、却つて、その収益を減退させ、延いて經濟活動を萎縮させ、或は企業意識を鈍化させたりしてそれこそ課税根源を傷つけることになるかも知れないが、これは絶対に避けられるであらうことは想像に難くない。

それ故に、事業會社として第一種所得税なり、營業收益税なりを増徴せらるゝとしても、その増徴額の現配當率に影響する程度は、恐らく大したものではあるまい。試みに現在に於ける全事業會社（商工省並に三菱經濟研究所）の収益及び配當率（七・五

％）を基準として、これに五割の増税が行はれる場合の配當率に及ぼす割合を計算してみると僅々〇・八％に過ぎない、と云ふことからして、その影響する程度も略想像し得られるのである。

更にまた事業會社の現況を基礎として考へると、

第一に、昭和二年の金融恐慌や金輪解禁以後の大不況期に於ける打撃も、最近數年間に於ける財界の好況や利潤の増加によつて、大體、整理されて居ると見て良からう。すると、最近に於ける利益金は著るしく實質以下に評價されたものが現はれて居ることが想像されるのである。

第二には、最近に於ける一般的傾向として利益金の内部保留を行ひ、極力その内面整理に努めて居る結果として、配當は利益率に比して著るしく低率となつて居る。が、この點に就ても大體に於て、その目的を達したと見ることが出來よう。

即ち、今日の事業會社は増税に堪へ得る實力を養つて來て居ると見ても差支へない

であらう。まして、今後は軍事費の膨脹とか、または國民購買力の増加によつて再び事業活動は刺激され、延いて事業利潤も増加しようとする傾向にあるから、その爲めに配當を減ずるとか、または内容を悪化させるとか云ふことは、先づ考へられぬのであらう。

次に増税の影響に對して、これと併行して行はれるべき低金利の影響は、それをどの程度まで相殺するであらうかと云ふ問題であるが、これに就ては、先づ以て今後の低金利情勢に對して、一應の觀察を試みる必要がある。

このことに關して、去る十九日に發行された年度末公債三億一千萬圓の發行條件が昭和八年九月以來の釘付状態から脱却して、その價格及び期限に於て重要な變更が行はれたと云ふことは、所謂第二次の金利革命を示唆するものとして、重大なる意義を持つて居るものと云はなければならぬ。即ち今後累年の増發されるころの、公債の消化力を増加すると共に、國庫負擔の軽減を期するためには、尙一層の低金利時

代を招致しなければならぬが故に、結局は日銀の利下げ、郵便貯金の利下げ、市中銀行の預金利下げ、そして公社債利廻りの一般的低下（馬場藏相の低金利政策が相當に急激であるとして、三分五厘公債の發行も案外早からうと云ふ見方をするものもある）も追々に具體化されて行くであらうが、しかし一方に於ては一般産業資金の需要増加と、また對滿投資の必要もあるから、この低金利政策を徹底させるためには、或は相當の人爲策を、必要とするやうになるかも知れず、而かもその結果は、インフレの促進に伯車を加へることにならぬとも限らないが、しかしそれはともかくとして、金利低下の事業界に及ぼす影響如何と云ふことが、當面の問題でなければならぬ。

これは言ふまでもなく、

- (一) 事業資金に對する利息の負擔が軽減されると云ふこと、
- (二) またそれによつて、増税の影響が減殺されると云ふこと、

この二點に歸するよう考られる。そこでいま、事業資金利子負擔が假りに五厘低下

するものとすれば、全事業會社は一年に正味千四百四十萬圓のコスト低下を來たすことになるが、更らにこのコスト低下の事情を増税五割の場合に於ける配當率の減少割合(〇・八%)から差引くと〇・六%となつて、それだけ増税の影響を減殺することになる。しかもこの全般的な金利低下は、他方證券市場にも響くから、結局、株價の如きは差引トントンと云ふことにならう。

但し、最後に問題となるのは、低金利の貫徹と赤字公債増發との關係(低利金の限界と公債消化力との問題)が、うまく運営されて行くかどうか、と云ふことであるがこれは今後に於ける豫算の内容や、金融及貿易、産業界一般の推移などを見た上でないと輕々しく豫斷することは出來ないのである。

三 今後の株式界

惟ふに資本主義の修正——自由主義の經濟から統制主義の經濟に移行させると云ふ

ことは、之れを急激に行はうとすれば、必ずや産業を壓迫し、財界を惡化して、國策の遂行をも不可能に陥らしめるであらうことは、見易い道理である。それ故にかくの如き消極政策が行はれると云ふことは、絶対に信じられないことであつて、この點は財界に關心を持つものにとつて、特に、認識を充分にしておかなければならぬところであらう。

即ち大陸政策、軍備の擴張、統制經濟、若しくは増税、低金利等々一聯の政策は、いづれもみな同一の目標を持つことによつて關聯性を有するのであつて、産業の發達、貿易の増進乃至國民生活の安定と云ふこともすべて、この目標の中に含まれて居るのであるから、徒らなる不安に怯へて、財界の前途を悲觀するのは、寔に謂はれないことと云はなければならぬ。政策に矛盾があるとか、或はその實行性に疑ひがあるとか言ふ、部分的な問題は後廻しとして、財界の將來、景氣全體の將來と云ふことを考へるならば、恐らく懸念すべきことはないであらう。従つて今後の株式界もまた、これ

と同様な根據に基いて、觀察しなければならぬのである。

譲つて近來の株式界を見ると、著るしく投資中心の取引に移行して、その基調に根本的な變化を見せて居るのである。

これは金輸出再禁止以來、資本逃避の防止とか、または爲替の管理などによつて、先づ金融界が安定して來たと共に、一般經濟界もまた、急速なる發展を遂げるようになつて、爾來健實なる安定状態を示してゐることが、大きな原因をなして居るのである。

尙、具體的に云ふならば、

- (一) 資金蓄積が増加して、金利關係（金融機關の採算低下、株式利廻りの割高）から、また、事業關係（事業資金の需要増加、事業資金の株式化）から、投資範圍の擴大を見るに至つたこと。——金融資本の産業資本への進出。
- (二) 一般經濟界の安定につれて、事業會社の内容が充實し、その基礎が鞏固になつ

たこと。

詰りこれ等の事情が、銀行、信託並に保險會社等の金融機關をして、株式市場に進出せしむるに至つたのであり、近來の株式市場をして、著るしく投資本位的な傾向を強くさせるに至つたのである。

近來の株式市場に於ける金融界の地位が、強化されたことは右の通りであるが、なかんづく、昭和七年以來のインフレ景氣が、株式市場に於ける保險會社の地位をして、遂に今日の如くに至らしめた（保險會社の出動は實物取引であるから市場の浮動株に對して實質的な影響を與へる、それ故に保險會社の出動は市場を支配することが大である）原因を考へてみると、次のようなものがある。

- (一) 保險資金は長期の貯蓄であるから株式投資に最適の條件を具へて居ること。
- (二) 保險資金は銀行または信託資金よりも原價高であること。
- (三) 保險會社の起債界への道が狹隘であること。

斯くの如き基本的な事情が存在してゐるからであるが、尙これらの事情は、將來とも保險會社をして、株式市場に有力な地歩を保たしめずにはおかない。

さて然らば、株式市場に於ける將來の大勢は如何と云ふ問題であるが、右に述べたような財界の諸事情が株式市場の大勢を支配することは、將來とも變りないのである。即ち、

- (一) 公債の増發を加へて、更らに一層の低金利時代を迎へることになるが、資金コストの一般的な低下は、公債利廻り其他一般の規準低下を伴ふから、採算關係に格別の變化を齎らさないこと。
- (二) 政府支出の増加、國民購買力の増加を見る一方に於て、諸産業が統制化されると事業會社の内容は却つて健實化して、事業の安定を見ることにならう。
- (三) 公債利廻りの低下は、より以上に預金利子及び株式利廻りの低下をもたらすであらう。

これによつて株式界の前途も略豫想することが出来るであらう。併しながら、今日の如く、不安人氣が市場一般を掩ふて居る場合には、その立ち直りも容易ではないかも知れず、また斯の如くして人氣が動搖して居る際には、財界一般をも却つて不安状態に陥らしめることによつて、或は一時的に反動的情勢を、見せるようなことがないとも限らないが、しかしその爲めに、財界乃至株界の基本的情勢が、覆へされてしまふなどと云ふことは、あり得ないであらう。故に今日の如き市場低迷の際こそは採算的投資本位の再吟味を必要とするであらう。(昭和一一・三・三一・m)

昭和十一年四月六日印刷
昭和十一年四月九日發行

發行所

望月乙彦商店

調查部

東京市日本橋區兜町二ノ二二

發行者 望月孝

東京市麴町區平河町二ノ七、六

印刷者 北川武之輔

東京市京橋區銀座四丁目四番地七

印刷所 株式會社 細川活版所

東京市京橋區銀座四丁目四番地七

著作
所有

終

