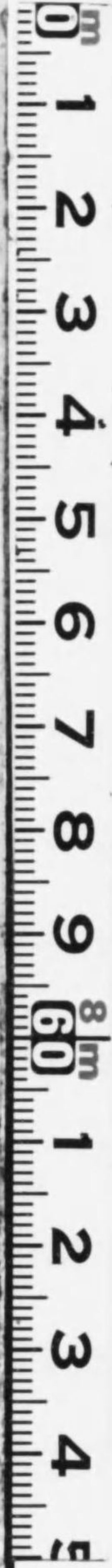


特 240

389

商店調査叢書第貳拾冊

利廻り昂上せ
る優良株式



始

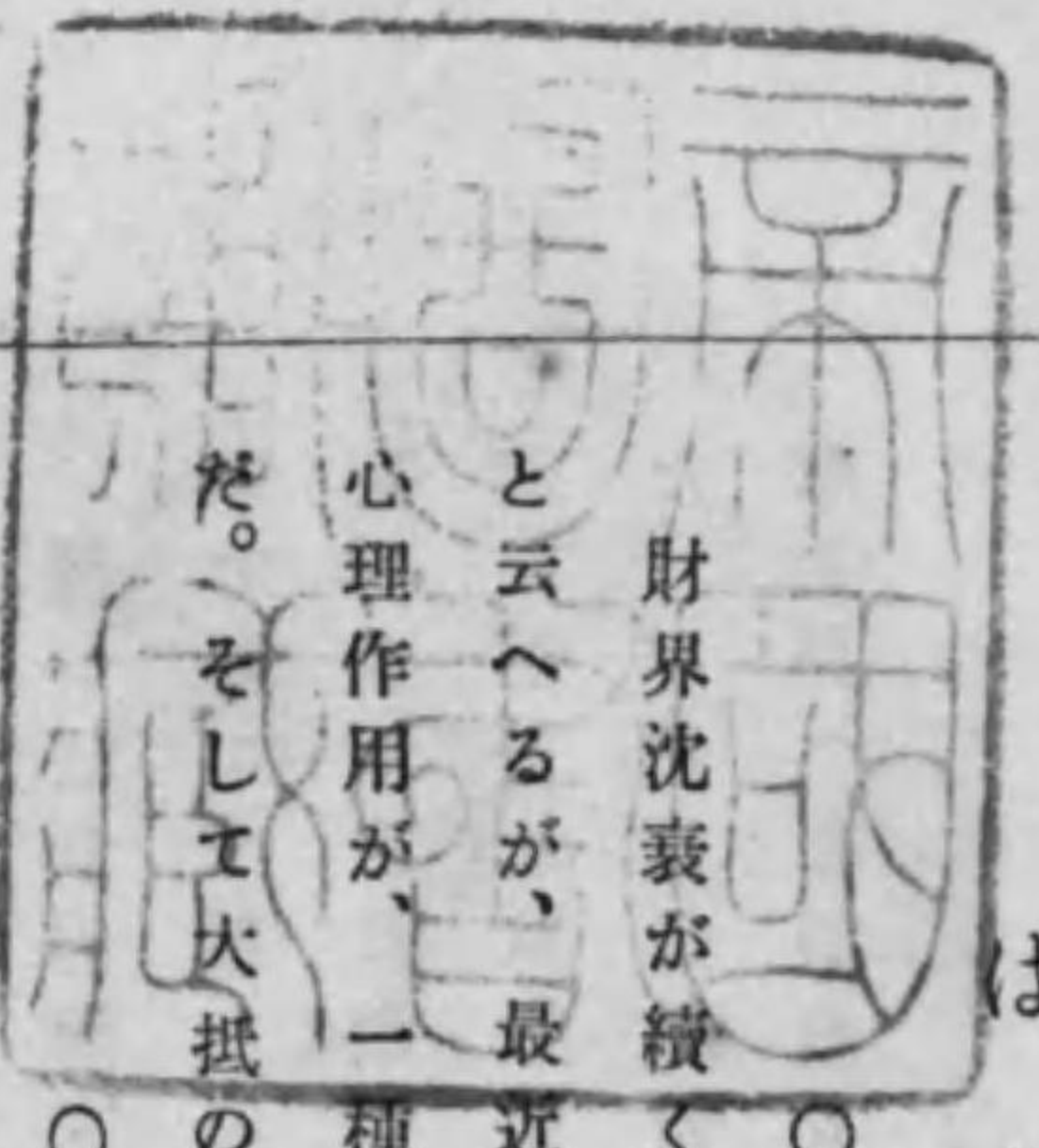


部 查 調 店 商 彦 乙 月 望 谷

特240
3809

はしがき

發行所寄贈本



財界沈衰が続くころは或る意味に於て、その底を固めることになる。と云へるが、最近のやうに、人心動搖して何か流説が起ると、群集的心理作用が、一種の人氣としての空氣をつくり上げるのは困つたことだ。そして大抵の場合この空氣は周圍を幻惑してしもう。

幻惑したが最後よい影響は與へない。然らば表面悪くなつただけ、實際に我が財界が悪い方へ一步でも二歩でも近づいたのかと云ふと、決してさうではない。寧ろ表面の悪くなつただけ裏面はよくなつて居

ることもある。よくならないまでも「雨降つて地固まる」のたとへの如く、底固めが出来る場合が屢々ある。

○ 例へば金解禁問題にしても、新聞紙上で今にも解禁されるらしく云はれる。すると財界の心理作用はかなりの恐怖を感じる。而もそれが斷行されるが如く思はせたり、當分やらないと云ふが如く思はせたり甚だ不安な状態に置かれたから、證券界では、いよ／＼迷つてしまつた。が然し金解禁問題の實質には何等變化はなく、斯うして財界に打撃を與へながらも、内實解禁への觀念が強められて居るのであつた。

○ 従つて世間の眼から遠ざかつて居る間に、株式の如き利廻りを昂上

して、その投資價值を高めて居る。とは云へ相場の變動は、金解禁問題の解決しない限りは、相當に甚だしいであらうことは、人心の動搖があり、心理的安定を缺ぐ日が續くだけ豫想せられる處である。

○ 其處に、現在としては株式投資のデレンマがある。併しながら利廻り採算は投資の正宗である以上、金解禁の影響少い會社、少い事業を選べばよい譯であらう。投資家の考慮してよい時期であると思ふ。

昭和四年六月

望月乙彦商店

利廻り昂上せる優良株式

目次

一、利廻り昂上の實際……………	一
イ、証券の一般的利廻り……………	三
ロ、優良株式の現在利廻り……………	九
ハ、各種の利下と投資利潤……………	一六
二、何故斯かる状態を誘致したか……………	二一
三、過去利廻り昂上時代との相異點……………	二六
イ、高配當時代と其の情力……………	二七
ロ、配當の低下はあるまい……………	三〇

四、財界の起伏と整理問題……………三三
——特に金解禁の影響——
五、投資時期と物件の選擇……………三七

利廻り昂上せる優良株式

一、利廻り昂上の實際

投資要諦

證券投資に當面して、採算の基準が利廻りにあり、投資の要諦とする點が利廻りにあることは絮説を俟たないのであるが、最近この眞理を無視して、財界の動勢にのみ眼を向け採算に囚はれる勿れとか、或は利廻り昂上は一時的であると云ふやうな説を爲すものもあるやうである。然し乍ら投資する以上は財界多少の動搖がありとするも、それを氣にして居るやうでは、常に機會を逸するであらうし、又利廻り採算を外にして、徒らに眼先の動きに囚はれることこそ、これ投資に非ずして、投機そのものに近い云はなければならぬ。投機的なる説を爲す者あらば、また何をか云はう。投資と投機との區別なり、その境界なりは容易に分ち難いかも知れないが、財界の動き乃至は一時的な政府當局者の政策に

よつて、證券の値動きを氣にして、それを買はず、又賣らんとするが如き、さらにそうした眼前の小乘的理由によつて證券を買はんとするが如きは、相當長期の投資を事として、眞に自己の資財を安固ならしめ、惹ひては我が産業界の發展に對し、該證券を通じ以て、聊かでも寄與しやうとする者の探らざるところである。何處までも自己の思惑と儲けとに意を向ける、個人的なる小乗より、一步を進むる處に財界人として、又公人としての投資家の大乘的心意氣があるのである。即ち自己を益し他を利する點に、社會的意義が見出され、國家的見地を覺るのだ。故に利廻り採算こそ投資家の最も意を用ゆべき事柄であつてそれは過去より將來に亘り、洋の東西を問はず眞理とさるゝものである。たゞし斯かる眞理は平凡である、異説は一見非凡なるが如くして錯誤を伴ふけれども、平凡なる永遠の眞理は、何處までも明鏡の如く晃々として、誤りないは敢て申述べるまでもない。一代の政治家として寛政の治蹟を擧げ、經濟の道を知つて、明治維新の後までも、積立て置いた資金によつて、世を益せしめた處の、彼の松平定信こと樂翁公は、その老中を隱退するに當

つて、「我れを徳川の正宗として欲しい、正宗の名刀は人を切るに及ばない、たゞ正宗があるに云ふだけで、その家を守るに足る、徒らに用ひるならば及はこぼれて遂には物の役に立たなくなるだらう。正宗は切れる刀でなくともよい」云つた傳へられて居るが、實に正宗は常時の守り刀である。また利廻りこそは投資家の正宗であると謂ふてよからう。即ち用ひる時に依るのであるが、今や我が株式の利廻りは昂上して、正宗としての意義を世の人に示しつゝあるではないか、世の投資家としては此處に正宗のあるに云ふことを思ひ出して、自己資財の守りたらしめねばならぬだらう。

1. 證券の一般的利廻り

最近の證券利廻りが、證券市價の値下りによつて昂上せる事實は、此の方面に眼を向け居る人々のよく知つて居る點である。殊に公債の利廻りが高くなつて來たことは、前の冊子で調べた處であるから、此處には株式のみに就て述べることとする。概論としては金融緩慢、金利低下の際には、證券に資金が向ふから、その市價を騰貴し、勢ひ利廻りを低

變態繼續

下するのが順序であるが、何事も變態を續けて居る我が國にありては、内地のこの金融遲緩の状態にあるに拘らず、證券利廻りは金利に對して著しい上鞘を示現しつゝあるのであつて、變態は變態を生み、今日としては證券投資の熱を持つ者が少く、徒らに利廻りを高めて投資家の出現をたゞに待つて居るに云ふ有様である。即ち過去一ヶ年間の月別利廻比較を見ると次の如き趨勢にある。

月別利廻

月別	拂込額	相場	配當率	利廻り	前年同
昭和三年七月	五・八五	一〇一・三五	一〇・七三	五・九六	八・四〇
同 八月	五・八五	九八・五三	一〇・五〇	六・〇三	七・〇六
同 九月	五・八五	九二・三三	一〇・五五	六・一五	六・八六
同 十月	五・八五	九八・二〇	一〇・四八	六・〇五	六・七七
同 十一月	五・八五	九五・三九	一〇・四四	六・二八	六・五六
同 十二月	五・八五	九五・〇八	一〇・四一	六・二七	六・五〇

過去一ヶ年月別利廻り比較

昭和四年一月	二月	三月	四月	五月	六月
五・八五	五・二五	五・二五	五・二五	五・二五	五・二五
九三・六三	九六・九九	九六・〇六	九六・七六	九二・六一	八八・三四
一〇・三七	一〇・五六	一〇・五三	一〇・五三	一〇・六一	一〇・五八
六・三三	六・二五	六・二五	六・一九	六・五六	六・八二
六・三一	六・一八	六・〇八	六・三一	六・二九	六・一二

(備考) 右の數字は銀行株十五種、事業株四十七種の總平均である。株式銘柄は次項参照のこと
尙ほ之等利廻り調への數字は日本勸業銀行調査に據る。

右によつて明かな如く、株式相場は昨昭和三年七月以降、多少變動があり一高一低の状態を呈して居るが、大体にチリ安歩調を辿り、遂に今六月に到つて最低となり、八十八圓三十四錢の平均相場となつて居る。換言すれば過去一ヶ年間の最も安値となつて居るのである。それに對し配當率平均は昨年末から今年一月へかけた當時よりも稍々増加して居るから、自然利廻り率は一ヶ年間の最高六分八厘二毛となり、昭和二年の金融恐慌後たる七、

利廻最高

相場最低

過去の利

八、九月頃の高利廻り、即ち證券に對する需要なく、殆んど恐怖的相場を現して居た時分に次ぐ、利廻りの高さとなり、より以上の昂上は、金融恐慌當時の沈衰振りとならなければ、出現しないと云へるまでの状況に立到つて居る。更に之れを過去十数年間の事態に見ると、左表の如く必ずしも昨今のものを特に高利廻り爲すことは出来ないが、それは大好況として、後にもなく、先にも在り得る事も考へられぬ程の時代が数年も間にはさまつて居るからで、輕佻にも高配當を誇り、一方株式相場は大天井を現したかと思ふ間に、大崩落を演じた當時があつた爲めである。またそれが引續いて、今日の不況を長びかせる邊因となつたものであるとも云へる。

明治四十五年以降平均利廻り比較

年次	二月	四月	六月	八月	十月	十二月
明治四十五年	五分三三	五分〇五	五分二八	五分七五	六分一八	六分四八
(大正元年)	六分四〇	六分四四	六分四六	六分九二	七分〇四	七分三〇

年次	二月	四月	六月	八月	十月	十二月
同 三年	七・二二	七・三六	七・四七	七・七九	七・四〇	七・六九
同 四年	七・三七	七・〇三	六・〇九	六・八二	六・五八	五・一九
同 五年	五・〇五	五・四六	五・五九	五・七六	五・三一	四・六六
同 六年	五・六二	六・一三	六・二四	六・一八	六・九四	七・三二
同 七年	七・三七	八・一七	八・五〇	八・一五	八・三五	八・四九
同 八年	九・二一	八・八六	七・三五	六・四二	六・〇五	六・三五
同 九年	六・七三	七・七一	一二・一五	一六・〇六	一八・二六	一五・七七
同 十年	一〇・八三	一〇・五七	九・七三	八・〇九	七・九一	七・九三
同 十一年	八・〇二	八・六〇	八・八〇	九・〇八	九・八五	九・二一
同 十二年	八・三六	七・九九	七・九八	八・七〇	一〇・三九	九・四七
同 十三年	八・三七	八・五一	八・六〇	八・九四	八・八七	八・二一
同 十四年	八・〇二	八・一九	八・〇四	七・七二	七・四〇	七・三六
同 十五年	六・六二	七・〇四	七・二一	六・八六	七・一四	七・三〇
(昭和二年)	六・八九	七・〇九	八・一〇	七・〇六	六・七七	六・五〇

同	三年	六・一八	六・三一	六・二二	六・〇三	六・〇五	六・二七
同	四年	六・二五	六・一九	六・八二			

高配續く

即ち此の利廻り比較表が示す通り。大正三年を中心に向後の時代は、前途を悲観して證券に對する投資も振はなかつたけれど、四年の後半から五年六年へかけては、最も證券に對する需要が増加の勢ひにあり、七年、八年、九年の春まで續いたが、その間の事業界の盛況は實に目醒しく、高配當は株價の昂騰を追ひ越して、高利廻りとなり、八年後半よりいよ／＼株式の市價は高まつて來たが、遂に九年晩春の休戦の爲め、市價崩落したけれど高配當は尙ほ續いて行はれたから、古今未曾有の變調を來し、一割六、八分の利廻りとなつたことさへある程である。然しながら、年の經るに従つて無暴配當も少くなり、事業の整理も行はれ、幾度かの恐慌襲來にて利廻り率は次第に平調に歸したが、金融恐慌後は變態なる金融緩慢を呈し、一時株式その他證券に對する買氣を崩した、併し財界自体の不良ささ、諸政策の正常なる軌道を走らない關係から、證券市價は動搖常なく、而も下向き歩

調となり、最近各銀行の如き資金の放出に苦しみ、定期預金利子甲種四分五厘となつて居るに拘らず、株式利廻り率六分八厘餘ミ七分に近い狀況となり、定期利率ミの開き二分三厘餘から示すに及んで居る。また投資家として優良株式に目を付ける者が多くならうとして居るのも當然である。

ロ、優良株式の現在利廻り

今優良なる會社の株式利廻りを見ると、次表の通りであつて、日本銀行株、三井信託株、住友信託株、東京株式取引所株の如き特殊な株式以外のものは、何れも好利廻りに當つて居るので、平均が六分八厘二毛となつて居るのは、斯うした利廻り二三分のものが計算には入つて居るからで、之等特殊株を除いたならば、平均は當然七分數厘となつて來る。現に健實と優良さに於て特に勝れて居ると萬人の認める鐘淵紡績株にして六分七厘六毛に及び、自餘の優良株式で八分、九分に達するものは少くないのである。

重要株式銘柄別廻り表

銘柄	拂込金	相場	配當率	利廻り	前年同
日本銀行	二〇〇 ^円	五八六 ^円	一〇〇 ^分	三 ^分 四一	三〇〇
同業銀行	五〇	三七三〇	一〇〇	一 ^分 三四	一〇〇九
勸業銀行	五〇	七〇一	一〇〇	七 ^分 一三	六〇九一
同業銀行	一二・五	一八〇	一〇〇	六 ^分 六一	六〇四八
興業銀行	五〇	三五・八	六〇	八 ^分 三八	七〇六八
正金銀行	一〇〇	一九七・二	一〇〇	五〇七	四〇七三
北海拓殖	五〇	五九〇	九〇	七 ^分 六三	七〇一四
台灣銀行	一〇〇	五二〇	九〇	七 ^分 八四	七〇四二
朝鮮殖産	一〇〇	五一〇	四〇	八 ^分 八一	八〇一〇
朝鮮殖産	五〇	五一・一	九〇	七 ^分 三〇	六〇七一
東京農工	二〇	二七・四	一〇〇	六〇八	五〇九一
第一銀行	五〇	九〇・五	一〇〇	六〇八	五〇九一

三井銀行	五〇	九七・八	一〇〇	五 ^分 一一	四〇三六
安田銀行	五〇	六一・三	一〇〇	八 ^分 一六	七〇三九
住友銀行	一〇〇	一四五〇	九〇	六 ^分 二一	五〇九〇
三井信託	二五	七六・五	八〇	二 ^分 六一	二〇〇五
住友信託	一二・五	二八〇	五〇	二 ^分 二三	二〇〇五
東洋拓殖	五〇	二七・七	五〇	九〇三	—
南滿鐵道	一〇〇	一三三〇	一一〇	八 ^分 二七	七〇四六
東武鐵道	五〇	九五・八	一三・九二	七 ^分 二七	六〇四四
京濱電鐵	五〇	五二・三	九〇	八 ^分 六〇	八〇五二
日本郵船	五〇	六二・五	八〇	六 ^分 四〇	五〇七四
大阪商船	五〇	四二・四	六〇	七 ^分 〇八	六〇三二
帝國火災	一二・五	二〇・八	八〇	八 ^分 八九	一〇一三
帝國火災	一二・五	二〇・八	一二〇	七 ^分 二一	六〇一七

日清製粉	日本製粉	王子製紙	富士製紙	明治製糖	日本製糖	台灣製糖	日本產業	北海炭礦	日本石油	帝國製麻	片倉製絲	錦華紡績
五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	二五	五〇
九七・三	五五・三	一〇三・六	七四・四	八〇・一	六八・六	七六・一	四八・八	四八・八	五五・九	四〇・三	三一・〇	七六・〇
一四・〇	一五・〇	一二・〇	一二・〇	一〇・〇	一〇・〇	一〇・〇	七〇	八〇	九〇	八〇	一五・〇	一〇・〇
七・一九	七・二四	八〇・六	七四・九	七二・九	六五・七	七二・七	八二・〇	八〇・五	八〇・五	九・九三	一二・一〇	六・五七
八〇・〇	六・四九	七・九五	七・九九	八・六二	七・〇三	六・一九	七・四一	六・九〇	六・九〇	六・六四	六・六四	七・九〇

東洋紡績	日清紡績	富士瓦斯	鐘淵紡績	九州水力	東邦電力	鬼怒水電	東京電燈	東京瓦斯	日本火災	橫濱火災	東京海上	東京火災
五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	五〇	二〇	二二・五	五〇	一二・五
一八三・〇	一〇一・二	五八・六	二五九・〇	六六・八	六三・三	五三・三	四九・九	六二・二	六〇・〇	二五・二	二一三・〇	四四・四
二五・〇	一六・〇	八・〇	三五・〇	一〇・〇	一〇・〇	一〇・〇	八・〇	九・〇	一八・〇	一五・〇	二〇・〇	一八・〇
六・八三	七・九一	六・八三	六・七六	七・四九	七・九〇	九・三八	八・〇二	七・二三	六・〇〇	七・四四	四・六九	五・〇七
六・四一	七・八〇	六・四一	六・五三	八・九〇	七・五一	八・三九	七・六三	六・四〇	五・六三	七・七〇	四・五七	四・三四

大日本製米	五〇	五八・二	八・〇	六・八七	八・三八
大日本麥酒	五〇	一一六・五	一六・〇	六・八七	一〇・五八
麥酒 釀泉	五〇	四六・五	八・〇	八・六〇	九・一二
森永製菓	五〇	三八・二	七・〇	九・一六	九・二八
淺野洋灰	五〇	七五・八	一〇・〇	六・六〇	六・四五
大日本肥料	五〇	四七・五	八・〇	八・四二	七・六二
三 共	五〇	七六・〇	一二・〇	七・八九	八・一六
三 越	五〇	一四〇・五	一五・〇	五・三四	五・二四
東 株	五〇	一二九・五	七・八	三・〇一	二・七〇
同 新	二五	一一九・四	七・八	一・六三	一・四二
東京米商	五〇	七八・〇	一二・六	八・〇八	六・四三

以上概観して銀行信託等の株式は、大体に利廻りが低いけれど、事業株の方はかなり高い率となり、片倉製絲の一割二分一厘は特別なものとするも、よく平均七分強の利廻率を保つて居る。そして前年の同期に於ける利廻率と比較すれば、國際通運、横濱火災、

陰の極か

九州水力、台灣、大日本、明治の各製糖、日本製粉、大日本製氷、大日本麥酒、麥酒釀泉、森永製菓、三共以外の諸株式は何れも昂上して居るのであつて、右低下の諸株式は各自獨特の事情、即ち該事業の關係から、その株價が過去に於て意外に下値にあつた爲めであらう。要するに株價の位置が低められて居るだけ、利廻りは昂上して在る譯であるから、株式市價の方面からは低價であると云へるし、従つて投資株を寢させて置いて配當を取つても、損失を招くやうな憂は少しもない。此處に右各種株式の利廻りを六分以下、六分一厘以上八分以下、八分一厘以上の三段に分類して見るならば、六分以下のものは十二種のみであるのに、六分一厘以上八分以下のものは二十九種、八分以上のもの十九種に達して居る、(但し無配當のものが二つある)。斯様に證券而我が國にあつて優良と目せられる證券の利廻りが高く、八分以上のものが、六十種中十九種、即ち約三分の一からあると云ふやうなことは、財界そのものの變態と、甚だしい不振とを物語るものであらう。故に投資の要諦が昔から陰の極に出動するにあると云ふ、比喻にびつた

り今日の状勢が當てはまるのではあるまいか。とは云ふものの財界の前途には幾多の暗礁が横つて居る、其處で此の暗礁を避けつゝ進むことが、現在としては考究すべき問題の中心點である。

ハ、各種の利下と投資利潤

金融恐慌後、日本銀行の支出した特別融通法による救済資金が、一般財界に流れ出したから、その資金はいろいろな形式で金融界に留ることとなつた。だから社會的には恐慌と云ふ教訓であつただけ、所謂通貨の膨脹となつて社會を毒することなく済んだけれども、事實は潜在的通貨の膨脹を來したから、需要方面の金利はかなり高い所に止つて居たに拘らず、金融市場の表面は未曾有の緩慢を呈し、高金利國として知られて居た日本が、一躍低金利の國と化したのであつた。勿論斯かる狀況が變態的であることは前にも述べた通りであるが、兎に角金融極度の緩慢は當然の歸結として、市中金利を低下せしめずには置かない。特にコール市場の半潰滅とコール取引の減少とは、其の反面に各大銀行への資金偏

在の關係から、遊資を激増して、コールたる短期資金の供給を多からしめて來たから、コール日歩の如き、大銀行間に一錢一厘の協定が嚴守せられて居るに拘らず協定外銀行や信託會社や、又は保險會社等の放出するものが相當あり、左表の如く六、七厘、甚だしきは四厘台と云ふものなどもあり、最近コール協定を擴張したのミ、上半期末に近づき、且つ製糸資金の出廻等で幾分引締り氣味であつたが、それでも最近八厘五毛から一錢位に保合つて居るのである。

コール日歩

東京コール翌日物日歩 (最低一日平均)

月別	昭和二年	同三年	同四年
一月	一・四六八	〇・七〇九	〇・六四〇
二月	一・三三五	〇・六三四	〇・七五六
三月	一・三三六	〇・九〇一	〇・八〇一
四月	一・二一八	〇・八六九	一・〇〇一
五月	一・一九二	〇・五三三	〇・八三九

六	一・一六一	〇・四八七	〇・八四一
七	一・〇九〇	〇・ガ三九	
八	〇・九三九	〇・八九三	
九	〇・八四二	〇・八〇八	
十	〇・八五四	〇・九〇六	
十一	〇・九一六	〇・七〇八	
十二	〇・九〇〇	〇・八四八	

(備考) 金利調は三菱合資の資料課調査に據る。

金利の低下はコールばかりではない、彼の銀行の各種預金利率が全国的に引下げられ、東京にて定期預金甲種四分五厘、乙種五分に定められたことは云はずもがな、信託會社でも金銭信託の収益配當率を何れも引下げて居る。即ち三井信託、三菱信託は前期の五分八厘より六厘下の五分二厘とし、安田信託はそれより三厘上翰の五分五厘としたが、それでも三厘を同じく低下して居る。又貸出方面にても銀行は収益關係から、確實な向へは低下

して居り、製糸資金の如きも悉く一厘下となり、中には金融恐慌當時問題となつて、申合せまで出来た、彼の單名手形の割引さへ行はれる程の有様である。これは金融緩慢の結果であるが、金利は先づは全般的に低下して來たのであつた。故に割引手形の利率を示すと左の通り同じく低下して居るのである。

割引手形利率

東京商業手形割引日歩 (最低一日平均)

月別	昭和二年	同三年	同四年
一月	一・八四三	一・二九一	一・一〇八
二月	一・七六九	一・〇九六	一・〇三三
三月	一・六六八	一・一三六	一・〇四三
四月	一・六九八	一・一三六	一・〇八九
五月	一・八〇〇	一・一一〇	一・〇三一
六月	一・八二七	一・〇六七	一・〇三二
七月	一・七八三	一・〇三〇	

八月	一・六〇九	一・〇五三	
九月	一・五〇〇	一・〇八二	
十月	一・三九一	一・〇八七	
十一月	一・四五五	一・一五七	
十二月	一・五五一	一・二二〇	

斯様に金利は低下して居るから、理論上では資金が他の投資物件或は證券に向ふ筈であるが、何分財界不況は引續いて、前途に光明を認むべくもなく、兎もすれば更に悪化するかの形勢にあり、中にも金解禁が大なる障害として横つて居る爲め、特に目に立つ程の適當な投資物件がなく、又利潤も頗る薄い關係にあつたから、危険を伴ふものにして顧られず、資金の眠りが尙ほ續けられるやうな事情にある。即ち土地も諸建築の如きも物價の下落を思はせられるとすれば危険である處から、信託會社への金銭信託や利下説があつたに拘らず利下せられず、年利率四分八厘と甲種銀行の定期預金以上に据置かれてある郵便貯金などが、日を経るに従つて増加して行つたことは周知の通りである。又各銀行は遊資の

處分に困難し、莫大の無利子預金を日本銀行にして居る外は、最も確固たる投資物として認められて居る、公債に投資すること甚だしく、各銀行とも漸く手持高は飽和點に達して居る。故に一時公債の需要は非常に多く、價格昂騰して利廻り率も低下したが、その餘りに激増して六十億圓に近くなつて居るこゝや、整理の遲々として居ること、又かなり投機的に賣買せられた爲め嫌氣を生じ、今日では一流社債並の利廻りを呈して居るのに、人氣が起らぬ。たゞ最近經濟審議會の國債整理案が成つたと云ふので、やゝ強調を續けて居るが、眞面目な意味では尙ほ好投資物件たるを失はない。斯くて資金は使ひ途が無くて晝寢の夢を辿つて居るのに、株式のみはよくない材料を常に云爲せられて、餘り顧みられないやうであるが、果して何時何時までも、見捨てられて居るべきものであらうか。

一、何故斯かる状態を誘致したか

然らば、何故に我が財界は斯かる状態を誘致するに及んだか云へば、財界の不況はい

ろ／＼の理由があり、原因と結果とが明瞭であるが、その根本的なるものは、横道として一時的効果を齎らさうとして行つた、金輸出禁止の爲めであることは特に説明するまでもない。我が國の金輸出禁止が一時的の効果を齎らさなかつたのみでなく、それがために各方面に不自然なる状態を惹起して今日に及び、他の諸國が金の解禁を行ひ、金本位制に復歸して來た現在としては、いよ／＼特殊的な地位に置かれて、事々に不利益な有様となつて居るのである。而も大正六年金の輸出を禁止して以來、兎に角さうした事態の間に十數年を経過したことで、内地の諸事業が何時とはなしに、金の輸出をしない状態に適應するやうになつて居るから、それを正道たる金輸出解禁の状態に復歸せしめやうとする處に各種の障礙が生ずる關係にある。即ち金の解禁は實行せねばならぬが、下手に斷行すると内地の財界に多大の悪影響を與へることになる。其處に大きな悩みがあり、財界の變調を忍んでまで現狀にひゞをやらせぬやうにしなければならぬ、と云ふ苦しみがあるのである。

歐洲大戰當時の大好況が、漁夫の利を占めた特別の事柄であつたとは何人も覺る處である。故に戦争も終り、歐洲諸國の内容が戦前の状態に復舊すれば、また大好況前の不況時代に入らねばならぬ運命を脊負ふものであることも、亦誰しも知る點であらう。が併しながら此の漁夫の利を博した間に、何處まで歐米に對抗して行くだけの力が出來たか、如何に歐米の海外市場に於ける競争に打ち勝つて行き得るかが問題であつた。然るに歐米の秩序回復からは、漸く開拓して居た印度、南洋の市場に次第に壓迫を受けることになり、支那貿易さへも英米に押され氣味で、其の貿易狀況も従前の如くでない。其の上支那の動亂打ち續き、日貨排斥の聲は、日本政府對支外交の拙劣さから、かなり深く且つ廣い範圍に及んで居るので、本年對支貿易の如きは餘り振はず、相當米國、英國、獨逸等に食はれた觀がある。またその他對外貿易も金解禁問題の解決するが如くにして解決せられない爲め、爲替相場の動搖が著しく、貿易上の不安定が、甚だしく之れを阻害して居り、就中爲替相場の低下不利は、日本の輸出品數量を多少は増加する傾向にはあるが、受取る處の代

金を低めて居るから、結局我が國にまつては、その品物を安價に輸出することになり、外國品を高く買はねばならぬことになるので、何かと思ふにまかせない。従つて財界各方面が、政府に對し金解禁態度の表明を求めすることに急である以所である。

然るに又内地の人心は、依然として未曾有の好景氣時代の再現を望む者が多く、また好景氣を迎へ得るだらうと、來るここの非常に遠い夢の如きことを待つて居る。それだけ人の心理は現状を打開して進まねばならぬと云ふよりも、先づ現在は不況の時代であるからどうかその日／＼を暮して居ればよい、と云ふやうなその日暮し式な考へである。だから新規の資金を要することなく、整理の如きも行詰りの結果、それを行はねばならなくなつて初めて整理に着手すると云ふ風で、漏縫して過せるなら何とかしてこのまゝで居り、好景氣時代を迎へてから樹直した方がよいと云ふ風に考へて居る。一般的な人の心理がこんな點にあり、それが單に民間のみでなく、政府當路者も、事業家も同様であるから、金輸出禁止下にこのやうな退嬰的な考へで居る以上、我が財界は日を経るに従つて腐敗の個

其日暮し

手を焼いた地方人

所を大きくするのみである。故に速かに切るものは切なり、捨てるものは捨てる方がよいと、我々が早くから叫んで居るのは、愈々どうにも成らぬ處まで、せつば詰つて來ぬやうにと前途を慮るからである。此處に於てか金融界を中心に、證券界も變態を呈し、今日の如き好利廻りにも投資家の出動少ないと云ふやうなこゝになつて居る。まるで田や畑は種を蒔かれず放置されて、雜草の生ひ茂るまゝにまかされて居ると云ふ體である。でも又地方あたりの人にして見れば、株式投機には好景氣時代、餘程手を焼いて居る。あのやうな目に逢ふのならば、利子は安くとも銀行へ預金し、郵便貯金として置いた方が最も確實だ、多少の利率が高くとも元も子も無くなるよりもよい、と云ふやうな考へも尙殘されてある。併し當時と今日とでは事情が全く相違して居るのに、優良株式への投資が現金を持つ以上に利便なものだとの自覺に達しないのであるから、今の處或は致方がないかも知れないが、確實にして信用ある者を相談相手とし、株式を選んで投資するならば、今日を措いて他に好時期は少ないと云へる程である。勿論此處には株式投資上の危険が絶対に無い

とは云はぬ、その點は銀行預金としても必ずしも安全と申せないと同様である。要するに根本的な財界の基調からして、變態を呈して居るのも、その枝葉が變態を再現する、また致方のない點であらう。誠に金利安の今日、證券利廻り、就中株式利廻りが甚だしく昂上して居ることは、純正なる理論では容易に説明が出来ず、我が財界の現状を知つて初めて説明が可能となるのである。

二、過去利廻り昂上時代との相異點

今日の株式利廻りは平均六分八厘二毛であつて、預金利子の甲種四分五厘に比較してはまさに二分三厘二毛の上鞘にあるので、此處に於てか利廻り昂上時代として、本論を進めて来て居るのであるが、前に掲げた利廻り比較表にも明かな通り、六分や七分の利廻りは決して高いものではない、と云はねばならぬやうな、一割五分、一割六分の時代もあり、八分代などの期間はすい分永く續いて居るのである。然るに何故現在それ等に比較して利

廻りの甚だしく低いに拘らず、昂上時代と云ふかと云へば、概論して時代が相違して居る總て周囲の事情が異つて来て居る。當時の利廻り昂上は投資を刺戟するに、餘りに危険性に富んだ變化のある陽性のものであつたが、今日のものは投資心理を充分刺戟する、危険性の少い、寧ろ安全率の高い變動の少い陰性のものであると説明し得る。

イ、高配當時代と其の情力

大正七、八年頃から、我が財界が極度の好景氣に見舞はれた時代にあつては、各種の事業の利益も莫大であつたが、その莫大な利益が何時までも繼續するものと、淺墓にも考へた連中は、各期の利益配當を出来るだけ高くして、高配當を競争した、だから三割や四割の株式配當は珍らしくなく、七割、八割のものもあつて、まるで黄金の幻惑時代を現出した。またそれにつれて株式の市價も無闇に昂騰し、事業の善悪や會社内容の如何などは問ふ處でなく、何んでも、彼でも株式と云へば相當に買はれて行つた。田舎の農民の堅い頭腦の中へまでも、薄つぺらな紙の株式思想が舞ひ込んだのはその時分のこと、小金を貯

めた百姓の老母が、幾干かの金を握つて、銀行の窓口から「株ちうものを下せえ」と云つた當時である。でもさすがに株式市價は居處が高くなつたが、無茶苦茶配當の高さに比例しては、それ程に上らず、大正七、八年頃には利廻り一割二、三分が採算標準となつて居た模様である。それより先には明治の末年六分利廻り程度が買はれて居たが、大正二年、三年と戦争の前途を悲觀する人氣の強かつた時代には、不況も手傳つて、利廻り七分以上に上り、更に樂觀に轉じた五、六年頃は五分五、六厘と下つた。また此の時代には會社の株主配當に、馬鹿に高いものはなく、一、二割位であつたのである。それが大正九年の反動に依る、株式投資の大萎縮から利廻りは一躍一割以上となり同年の十月には一割八分八以上となつたことさへある。爾來高配當の情勢は引續き、中には無理に無理をして配當を減じまいとする者、借金をして剰配當をしたものなど、實に不健實極まる有様で、直面目な人の眼からは百鬼夜行の狀と見へたであらう程であつた。だから一方金利高の關係もあつたけれど、利廻りは八分以上、少きも七分を下らなかつた。でも漸く眼醒る時期が來たの

と、無理な經營をして居たものは當然整理の已むなきまでになつて來る。その間には震災や金融恐慌の試練に出遭ふと云ふ風で、一時株式投資を手控へられ氣味で経過して來た。兎に角此の時代の七分以上の利廻りは、決して堅實なるものとは思はれない。と同時に一般の金利が高い位置にあつたから、先づは相當の割合であつたのである。處が金融恐慌の救済資金たる、日本銀行の特別融通が行はれたのと、財界が一層悪くなつて來たとの爲めに、金融市場の遊資旺溢となり、此處に株式投資も稍々行はれ、且つ一方には金利は低下し又會社の配當率も著しく低減して來たので、利廻りも六分一、二厘を高い方としたが、本年に入つてから、彼の金輸出解禁の問題に脅えて、市價の低落あり、時に株式市場は半恐慌の狀を呈し、漸くシンヂケート團や證券投資會社の聲で喰ひ止め、現状の不振を示して居るが、事實その結果は利廻りの昂上となつた譯である。故に今日の利廻り七分に近いのと、過去の八分以上であつたのとは、自ら事情が異ふことに氣付かねばならぬ。即ち不健實な高配當の情勢と、金利高とが控へて居た時代に比較すれば、現状事業界は整理せら

れ配當の如きも健實なる緊縮振りを示し、又一般金利が極度に低下して居るので、其間に非常な相異點があることを知らねばならない。

ロ、配當の低下はあるまい

然らば今日の諸會社の配當率は、今後低下するやうな憂はあるまいか。勿論財界の事情に依り會社の収益状態如何では低下するかも知れないが、先づより以上の低下はあるまいと思はれる、と云ふのは之までにかなり整理が行届いたやうであるからである。即ち最近の配當率を見ても、銀行の如き大藏省の減配懸念等もあつた關係から現在一割以上は一割一分の第一銀行のみで、他の多くは一割又は九分である。又事業會社では二割以上は東京海上の二割、鐘紡の三割五分、東洋紡績の二割五分のみで、之等は何れも此の程度の配當は當然とさるゝ健實の大會社である。一割以上のものは澤山あるが、前に載せた優良會社で八分見當のものも多く、何れも緊縮氣味である處に非常な強味があり、さきに高配當を爲し、採算外れの高利廻りとなつて居た時よりは、頗る安心して投資の出来る時期になつ

て居るのである。今優良會社が、如何に配當を減じて來たかを、一部のものに就て調べて見ると次の如くである。

會社配當低減調

會社名	最近配當	大正十四年上	同十二年上同	九年上
横濱正金	一〇分	一二分	一二分	一二分
住友銀行	九〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇
日本郵船	八〇	二九〇	四三五	四〇〇
富士瓦斯	八〇	一二〇	二五〇	一三〇〇
東邦電力	一〇〇	一二〇	一二〇	一二〇
東京電力	九〇	一二〇	二〇〇	一〇〇
日本石油	九〇	一五〇	一五〇	三五〇
日本産業	七〇	六〇	五〇	八〇
大日本製糖	一〇〇	一八〇	二〇〇	七〇〇
日清製粉	一四〇	二〇〇	二二〇	三〇〇

淺野洋灰	一〇〇〇	一五〇〇	三五〇〇	二五〇〇
三越	一五〇〇	一五〇〇	二〇〇〇	
東株	七・八	二四・〇	一六・〇	一・三六

配當減はない

斯様に各會社とも、配當率は最近特に低減して居るのであつて、中には収益状態から見て、増配を見越されて居るものさへある程である。従つて大体に於て今後とも、より以上の配當減はあるまいと云つて不可はない。但し本年に入つてからの普通銀行の營業状態は餘り香しからぬ模様で、中には減配を餘儀なからしめられて居るなど、新聞紙は報じて居たが、事實に於ては一期や二期多少の減收ありとするも、之を苦痛とするやうなものは少く、若しあつたとしても、それは早く整理して配當も減ぜられて居るから、先づは減配なしと觀測してよいと思ふ。否寧ろ富士瓦斯紡績の如き、勸業銀行の如きは増配し得るものとさへ云はれて居る。要するに右表の通りの減配振りには最もよく會社の内容を充實せしめるに役立ちつゝあると云へる。(尙ほ他の優良會社は何れも右と同傾向にあるので、煩雜

増配を云はる

を避けやうとして、これだけを擧げたのみである。)

四、財界の起伏と整理問題

——特に金解禁の影響——

財界は内外の諸事情によつて、常に動きつゝあるのであつて、世人が經濟動態の研究に力を盡さねばならぬのは、その爲めである。即ち動く財界を觀察するのであるから、その關係が廣汎であればあるだけ困難を伴ふ。そして今日の如き有機的なる經濟現象は、たゞ一方面の事情のみから、判斷することは誤りに陥り易いから、どうしても外國の狀態内地各方面の事情等を綜合する必要がある。但し此處には經濟動態の研究に就て述べるのが目的でないから、それは別の機會に譲るとして、兎に角財界は動いて居る、動いて居るからその起伏は常ないのであるが、此の動く財界には之を動かす中心の問題が何時でもある。換言すれば大抵の場合に一つの或は二三の中心となる問題を環つて、財界の波動が起つて

勸業研究の必要

居る。今或は二三の中心と云つたが、之をこまかく部分的に見ると、一つの空氣の中に於ては一つの中心問題がある譯で、問題の性質によつて、或る人には之が重大であり、或る事業にはさ程重大でないものがあるから、實際的に斯う二、三と云つたのである。併し今一步を進めて幾分とも學問的に申せば、常に一つの中心問題があるのである。

今日の我が財界に於ける中心問題は何であるかと問へば、誰しも異口同音に、それは金の輸出解禁問題であると答へるだらう。之が説明はくゞしくする必要はない、現在我が財界の表面に起つた波動で、金解禁に關係しないものはない。早い話が各新聞社にて大藏大臣をして、金解禁に對する談話をさせる。大藏大臣は金の解禁をするが如く、しないが如き口吻をもらす、勿論その言質を得られないやうに。すると新聞記者の方は多く解禁論者であるから、自分の意見に引つけて解釋し、大藏大臣の肚裏には解禁の覺悟があると報道する。我が財界としては、金の輸出禁止裡に慣れて居るから、必ずや解禁によつては影響を受けるので、吃驚して株式市場の如き忽ち解禁相場を出す。すると世間の人々、特

に財界の有力者と云ふやうな連中が、新聞記事は一概に信用出来ないとして、大藏大臣に會見を申込んで眞意を知らうとする、大藏大臣は相變らずの返答をする、處でこの財界の有力者は、多く今解禁をされては打撃を受ける事業關係者であるから、解禁論者である者も即行論者は居ない。自然大藏大臣の言は當分解禁しないと云ふ風に聞へる。従つて解禁なし安心せよ、の聲が財界へ傳へられて、株式は安心相場を出して小康を得る、と云ふ風である。まるで大藏大臣の一舉手一投足で、財界が動いて居るやうな變調を來して居るのも、中心問題が金の解禁で、それを裁量する權能を大藏大臣が持つて居るからである。金解禁問題に關聯しては、公債の整理問題がある、財政の緊縮問題がある、在外正貨の補充問題がある、爲替問題がある、引續いては輸出入貿易の均衡問題があり、果ては國民一般及び政府當路者の節約を旨とする心理的な觀念問題までも考慮しなければならなくなるが公債の整理問題と在外正貨の補充問題は彙に述べたから、此處には云はず、たゞ金解禁の曉にはどう云ふ影響を受けるだらうか。それが現在の人心に如何に恐怖的に響くかを極く

簡単に説明して見やう。

金解禁の影響に就ては、見る人考へる人によつて何れも観測の程度が相違し、或る人は影響は少いと樂觀する、又我が産業界は爲めに大打撃を受けると大いに悲觀する者もあるが、先づ相當影響があることを免れないが、それは國民の覺悟、準備、對策等を適當に採るならば、さして打撃として考へる程のことではないと云ふのが、正鵠を得たものであらうと思ふ。然らば解禁の曉はどうなるか。第一には例へ貿易の出超期に之を斷行したとしても、我が國の如き入超常習國に於ては、早かれ遅かれ、入超となるであらうから、自然内地正貨は海外に流出せざるを得ぬ。さすれば國內の通貨は減じて金利高を齎し、物價はそれにつれて下落するであらう。物價が下落すれば、産業界は一般的に不景氣の狀を強める。又爲替相場が平價に回復して來ること必然であるから、輸出は一時的に増し、輸入は減じて、貿易は稍々よくなる、併し恢復してしまへば次には再び逆調となる。それが前述べた正貨の流出、通貨の收縮となつても現れる譯である。故に斯かる狀況はどうしても、

影響のい
ろく

常態後の
回復

好況を望むことの久しい、我が財界人には面白くない現象であると云はねばならぬ。但し右の如く云へばその程度が豫想出來ないから、非常な結果を生ずるやうに思ふ向もあるがそれが爲め、我が經濟界の秩序を破壊するやうなことはなく、寧ろ一時的に此の苦痛を経過するならば、其の後に於いては、財界全般が常態に復して、物價の下落に伴ふ、貿易の改善となり、初めて正常なる意味の落ちついた財界が生れ、國民の努力如何では貿易の均衡を保ち、再び好況の時代を迎へることが出來、産業の發展を見るに到るのである。即ち金解禁の一時的な影響を恐るゝ向があるのであつて、解禁はやつて欲しいが、身は痛い目を見ねばならぬ、と云ふのが産業界現在のデレンマである。従つて一般に出來るだけ影響の少いの時期に解禁して欲しいと云ふことが、輿論となつて居る譯である。

五、投資時期と物件の選擇

證券投資の正宗が利廻り採算であることは前に述べた處であつて、それが好時期は如何

なる素人にも判断し得られるであらう。たゞ多く證券投資を爲すものは、相場の變動を利しやうとする投機心が幾分にも動いて居るから、時に失敗を演ずるやうなことになるがそれも時期を選び物件を選択して行けば、敢て特別な失敗を爲すやうなこともない筈であつて、要は投資の時期と銘柄の選擇との適否にある。即ち今日の場合としては、利廻りの昂上せる點からすれば、好時期である云へる。然しながら金解禁云ふ相當財界に影響を與へる事件が前途に横つて居るから、相場變動を頭に置く人達には好んで出動は出来ない時期のやうである。之れがまた現状として、一般の證券投資に二の足を踏んで居る以所である。何となればこれだけ金融緩慢を呈し、金利低下して居る際とすれば、前途に障害が何等なければ、當然株式に對する投資が起つて然るべきであるからだ。而してまた財界は不振を續けて居るのに、金解禁のやり方では再び恐慌を惹起しないものでもない云ふ不安の空氣が、拭ひ去るを得ないことは争はれない事實である。故に此様な時期、何を好んで株式投資を爲すべきであらうか、と誰しも云ひ度くなるのであるが、さうした人氣の

満ちて居る日こそ、眞に利廻りを買ふ投資家の出づべき時であらう。現に遊資を擁する向は、株式を選択して投資する態度に出で、居る。では如何なる株式が選擇されて居るか云へば、右の通り金解禁云ふ一つの問題があるだけ、これによつて打撃を受けることの最も少い株式が選ばれる譯である。例へば事業會社中にあつても、内容の健全なものは、多少の影響があつても之によく耐えるから、第一には會社事態の完全なもの、第二には外國と深い關係ある物資を生産しないもの、第三には資金の流動甚だしからぬもの、第四には資金が擧げる収益の確定的なもの、第五に事業が内地關係のもの、等が選ばれる譯である。具体的に云へば電氣會社株とか、電力會社株とか、鐵道株とかがこの例に當るのであるが、生産事業會社株にしても、優良なる紡績とか、内地に需要者を持つ飲食生産の諸會社、又確固たる銀行、信託、保險會社等の株式は、利廻り採算が投資可能の状態にあれば當然撰ばるべきもので、新興事業たる製造工業は割合に金解禁の影響を受けることが多いから、此種會社の株式の方は、今日の場合選擇投資するもの以外に置かれて、他日の時期

を待つべき性質のものであらう。
要するに利廻りの昂上せる點からは、株式採算投資の時期になつて居るが、財界の中心問題に、金解禁と云ふやうな、かなり心理的にも實際的にも影響あるものがあるから、必ず會社そのものが、金解禁に打撃を餘り感じないもの、また事業が悪影響を大して受けな
い、優良なるものを選択すべきことを特に必要するのである。(終り)

望月商店調査叢書

- (1) 我が財界はどう動くか
昭和二年二月廿五日發行
- (2) 注目すべき運送業の將來
昭和二年四月十五日發行
- (3) 我が財界は如何に整理されたか
昭和二年五月廿七日發行
- (4) 對外爲替の變動と景氣の消長
昭和二年七月五日發行
- (5) 證券利廻りの研究
昭和二年八月廿八日發行
官業性に富む民業の中から
- (6) 一、電 氣 事 業
昭和二年十月十日發行
- (7) 國際收支はどうなるか
昭和二年十一月廿日發行
- (8) 昭和二年財界小史
昭和二年十二月廿五日發行
- (9) 日本銀行統制力の問題
昭和三年二月廿五日發行
- (10) 金輸出解禁問題に就て
昭和三年四月廿一日發行
- (11) 會社合併上の評價計算と株價の算定
昭和三年六月八日發行
- (12) 金利低下の諸作用
昭和三年七月十三日發行
- (13) 各種事業生産制限の推移
昭和三年九月十三日發行

325
115

- (14) 我國紡績事業の現在及び將來
昭和三年十一月一日發行
- (15) 紡績會社の比較研究
昭和三年十二月三日發行
- (16) 昭和三年財界小史
昭和三年十二月廿八日發行
- (17) 低金利と證券利廻の考察
昭和四年二月十四日發行
- (18) 在外正貨の激減と其の影響
昭和四年四月六日發行
- (19) 國債の今後と整理問題
昭和四年五月十六日發行
- (20) 利廻り昂上せる優良株式
昭和四年七月三日發行

昭和四年七月一日印刷
昭和四年七月三日發行

編輯兼
東京市日本橋區坂本町一〇
望月 孝

印刷所
東京市京橋區岡崎町二丁目廿四番地
中村印刷所
電話京橋二九七番

發行所
東京市日本橋區坂本町一〇
望月乙彦商店調査部
電話茅場町(66)自二七七一
至二七五五番
電話(發信「モ」又「ハ」モテ)
略號(受信「トウケイサシマル」)

終

