

株式利回り革命説批判

今 西 庄 次 郎

一 利回り革命説の言い分

我が国に株式利回り革命説が当初一部の人々の口から唱えられたのは確か昭和三十年後半であり、昭和三十四年頃から愈々一般化したところである。初めのうちはそれを否定する人もあって、肯定、否定の議論が闘わされたが、いつの間にか下火になってしまった。というのは、どうやら否定論が引下ってしまったからである。何れにしても、いま頃になって、その説を取上げて批判するのは、時機おくれの感がしないでもなく、多くの人はそう思うであろう。併し私は決してそうは思わないのである。蓋し今日までのところ、その正当な判定をなしたものは余り見当らず、またその正当な批判は、相당한歳月を経過した後に始めてよくなされ得るからである。で、ここにその本格的な批判をなそうと思うのであるが、順序として、その説を起したとみられる我が国株式の利回り状態と、公社債、特に社債の利回り状態の推移を掲げ、次いで所謂株式利回り革命説の主張を要説することとする。

先ず東京証券取引所第一部上場銘柄の期別平均利回りと公社債期別平均利回りをみるに（野村総合研究所証券調査部編「証券統計要覧」昭和四十年版より作成）

	株 式				地方債	事業債
	平均株価	平均配当率	平均利回り	平均利回り		
昭和二七年以上	一〇八・三四円	二六・三七%	一二・二七%	八・七八六%	八・九九九%	
〃 下	一五三・〇四	二五・一三	八・三九	八・六三〇	九・〇一五	
昭和二八年以上	一五〇・四二	二三・二七	七・九五	八・五六六	九・〇二一	
〃 下	一四九・八三	二一・三一	七・一四	八・六五九	八・九六二	
昭和二九年以上	一〇九・二〇	二〇・二八	九・三一	八・六〇三	九・〇〇九	
〃 下	一〇〇・一四	一九・二六	九・六三	八・六五四	九・〇四二	
昭和三〇年以上	一〇四・〇〇	一七・七九	八・五六	八・六八八	八・九九八	
〃 下	一一四・四二	一六・八〇	七・三九	八・五一四	八・八一五	
昭和三一年上	一二八・〇六	一六・七一	六・五四	七・七八六	七・九七四	
〃 下	一一九・二七	一六・三三	六・八六	七・六〇四	七・三八三	
昭和三二年上	一一七・七三	一五・七一	六・六九	七・三七八	七・三七一	
〃 下	九八・〇八	一五・一三	七・七二	七・七一二	七・九一五	
昭和三三年上	一〇一・一六	一四・五一	七・一九	七・七二四	七・九〇〇	
〃 下	一一三・一五	一四・〇四	六・二三	七・七一	七・九〇六	
昭和三四年上	一四〇・〇五	一三・五六	四・八五	七・七〇四	七・九〇三	
〃 下	一五七・四五	一三・四六	四・二八	七・七〇八	七・九〇九	

昭和三五年上	一五八・一五	一三・四九	四・二七	七・六八二	七・九〇四
〃 下	一八二・九六	一三・三五	三・六七	七・七〇六	七・九一〇
昭和三六年上	二八〇・三七	一三・二六	二・九二	七・二三六	七・八〇八
〃 下	一八二・二七	一三・二三	三・七〇	七・四三一	七・五〇五
昭和三七年上	一七四・三六	一三・一〇	三・七六	七・三五四	七・四七一
〃 下	一六〇・四八	一二・七七	四・〇一	七・三五四	七・四八四
昭和三八年上	一六七・二八	一二・五三	三・七五	七・三五四	七・四九〇
〃 下	一二七・八二	一二・五五	四・九一	七・三五四	七・四七九
昭和三九年上	一一六・二八	一二・四八	五・三八	七・三五四	七・四八七
〃 下	一〇三・四九	一二・五四	六・〇八	七・三五四	七・四七九

さて、株式利回り革命説の言い分であるが、勿論、正面的には、従来伝統的に株式利回りは公社債利回り（更には定期性預金の利回り）よりも高かったが、今や一転して逆に低くなるに至ったというのである。併し利回り革命説は単にそのように事実を指摘するだけに止まるものではなく、何故そうなったかの原因に触れ、当否の意見を表わさんとしている所に特色がある。つまり論者は利回り革命は当然であり、不合理ではないと主張するものである。彼等は云う、一体投資者は成るべく多くの対価を得んとするものであり、このことは株式投資についても何等変わりはない。従って、公社債投資や定期性預金投資よりも対価に不確実性があり、所謂危険性が多い株式投資の対価が後者らのそれより少くして済むということは、妙であるかも知れない。併しそれは絶対的とは云えないのであり、特に株式投資に利益配当以外に収益があれば、配当による利回りは公社債利回り等より低くても差支えなしとされ

るのだ。そして我が国にもそういう時代が来たのである。昭和三十年、我が経済は、国際貿易の好転、米の大収穫等に支えられ、朝鮮事変後の反動不況から立直りの兆をみせ、昭和三十一年後半から三十四年初にかけ一時は後退したが、三十四年から再び発展の軌道に乗り、殊に池田内閣が成立し高度成長政策をとるや、あらゆる業種に亘り事業会社は高収益となり、相次いで増資拡張を行なう情勢となった。この推移は大方周知のところと思うが、我が国の事業会社はそれらの増資に当り殆んど株主額面割当制をとり、更に戦後のインフレ期につくった再評価積立金を一部分抱合わすやり方をとった。このため増資毎に株式にはプレミアム益が与えられ、株式投資者としては配当のほかはこの所得をもち得ることになったのである。勿論、増資は毎年必ず行なわれるとは限らないが、国民経済が成長を続ける限り企業の増資は必然的であり、株式の増資プレミアム益は十分に期待されてよい。何れにしても、株式が謂わば生き物 a Living Thing となり、プレミアム所得を齎すに至った以上、その投資に当っては、従来の如く配当だけを考える必要はなく、配当利回りは低くても毫も不合理でないと云わねばならないのだ。

以上は株式利回り革命論者のその革命が不合理でないとする論の概要である。革命論者によって言い回しは必ずしも同じでないが（尚、一部の論者は、イギリス、西ドイツ等に於ける状態をも取上げ、株式利回りの革命は世界的な傾向であると説いている。併し外国の株式界には特殊な事情もあるので、ここでは我が国中心の問題とする）、論旨は殆んど変わらない。

二 株式利回りは毫も革命せずとの批判

冒頭にも一言した如く、株式利回り革命論に対しては、それを否定する人も少くなく、今日でも依然存在している。その論拠とするところは、種々あるが、つまらぬものを除き傾聴に値するものとしては、大体二つある。一つ

は、大義名分論というか純理に立脚するものであり、今一つは、革命論者の利回り論を衝くものである。

先ず、純理に立脚する否定説は、投資に対する対価、収益は危険性の大小と投資上の苦心の多寡によってきまる、確実性が薄く危険性の大きい投資については万一の場合の補償が考慮されて比較的多い対価が至当とされ、逆に危険性の少い投資については比較的少い対価が妥当とせられる、又、投資対象の選択や運用中の監視、注意など投資苦心を多く要する投資には比較的多い対価が要請され、逆にそれが少くて済む投資には比較的少い対価で我慢せられるものである、今、証券投資のうち株式投資と公社債投資と比較した場合、前者には配当の変化、株価の変動があるのに対し、後者の利子は確定、元本は確実であり、株式投資の危険性が公社債投資より大であることは明らかである、又投資苦心の点でも、株式投資は公社債投資に比べ一層努力を要し、このことは定期性預金投資の全く他人任せの運用であるのに比べては一層著しい、斯くて、事物の理、いま投資の道理から考え、元本を一定として、株式投資の対価、収益が定期性預金の対価は勿論、公社債投資の対価よりも小なる謂われはなく、延いて、株式利回りが公社債利回りや定期性預金利率より小であることは原則としてあり得ないことである、たとえそのような事態を現しても、早晚必ず改められる筈である、と強調する。

次に、革命説論者の利回り論を衝いて利回り革命を否定する考えは斯うである。我が国の経済が所謂成長経済時代に入って、殆んど総べての会社の株式に増資プレミアム益という収益を齎すに至ったのは事実である。そしてこのプレミアム所得のゆえに配当所得が少くともよいというのも尤もである。けれどもその故に株式利回りが低くなつたと云い、又公社債利回りより低くてもおかしくないとなすのは、正しくない。蓋し利回りは或る投資から生ずる対価、収益全体の元本価額に対する割合であるからである。株式投資に於て配当のほかにプレミアム益が生ずるに至つたとすれば、配当にこのプレミアム益を加算して元本価額と比較することを行なうべきであり、これが株式

利回りなのである。尨が、革命説論者はこの原理を忘れており、プレミアム益を横におき、依然として配当所得だけで利回りを算出しこれを株式利回りと呼んでいる。若し彼等がそれを知らずして呼んでいるとすれば、正に彼等の無知であり、知って呼んでいるとすれば、何等かの意図を持つものとみるの外がない。何れにしても、株式利回りというからには株式投資から生ずる所得、収益を合わせたものの元本価額との比較でなければならず、これが従来（特に戦前）よりも小となって始めて利回りが低下したということが出来、又公社債利回り等よりも小となって株式利回りは革命したと云い得るのである。

然らば、株式利回りは低下し、云うが如く利回り革命の状態となったであろうか。この正確な計算は非常にむづかしい。正確には、各会社につき増資によって生じたプレミアム益を平均年額に換算し、配当年額に加え、株価で除して全体的な利回りを見出し、更に多数の会社につき算出したそれらの利回りを平均しなければならぬのだが、これは大変手間のかかる仕事で、容易な業でない。そこで何か適当な代用となるものがあればとなるところであるが、この種のものとして一応取上げられるのは、株式投資信託の収益分配である。株式投資信託は株式投資の専門機関であると共に、多数の会社株式に投資する組織であり、従ってその収益分配の源泉は運用株式から得られる配当と増資プレミアム益を加えたものが中心となる。尤も株式投資信託には売買差益をも目的とするものが多く、特に従来の我が国の投資信託は殆んどそうであった。このため収益分配の源泉の中には売買差益が加わり、収益分配が配当と増資プレミアム益を加えたもの以上となり、或は逆に売買損のため加えたもの以下となるのを免れない。従って株式投資信託の収益分配の大きさも我が国の株式投資から得られる配当と増資プレミアム益の合計を正確に現すものとは云えないこととなる。けれども簡便な指標となると思われるので、少しそれを眺めてみると（証券投資信託協会「証券投資信託年報昭和三十九年版」二二頁）

償還ユニット型投資信託の総合利回り（年平均収益率）

	36年償還分	37年償還分	38年償還分	39年償還分
償還ユニット数	ユニット 55	ユニット 67	ユニット 83	ユニット 149
利回り別 ユニット数				
5%未満	—	—	—	1
5%~8%	—	—	—	44
8%~10%	—	—	—	21
10%~15%	—	—	5	46
15%~20%	2	5	14	18
20%~25%	5	21	17	11
25%~30%	14	17	22	2
30%~40%	23	16	13	5
40%~50%	7	4	4	1
50%~60%	—	3	5	—
60%~70%	4	1	1	—
70%~80%	—	—	2	—
利回り平均 (単純)	33.1%	30.0%	28.7%	12.3%

素より売買差益に基くと思われる大きさを控除しなければならぬが、この表の平均利回りから普通の投資家的な株式投資平均利回りが、昭和三十六年から三十八年にかけて少くとも一五パーセント以上、三十九年でも一〇パーセントに近い大きさとなったことぐらひは、推定出来る。そうだとすれば、株式利回りが公社債利回り（勿論定期性預金利率）よりも低くなったとは毫も云えないわけで、株式利回り革命説などは全く皮相な見解であり、むしろナンセンスと評さざるを得ないところである。

三 株式利回り革命説に対する

私の批判

前の純理論の方は余り否定に役立たないと思う。蓋し否定論者は、株式投資対価が公社債投資対価や定期性預金投資対価よりも大であることは絶対的であり、たとえそれから外れた状態となるも一時的に止まり、早晚、原則に帰

るといふが、我が国の所謂株式利回り革命状態は既に十年近く持続して来ており、一時のあやとは云い難いからである。更に、一面、考えてよいことは、一部の極端な論者は別とし、多くの革命説論者は、国民経済の成長状態を前提として説をなしている点である。要言すれば、株式利回り革命説というも、株式利回りが大である原則が絶対に解消したとなすものでなく、成長経済の度合が緩やかになり所謂安定成長の時代となれば、利回り革命の状態は薄らぎ、或は解消するかも知れないと考えており、謂わば常道利回りの原則を相対的に認めているものとも云われるのだ。何れにしても、投資対価純理の論拠で革命説を打崩すことは出来ないと言わざるを得ないのである。

投資対価純理の根拠に比べ、投資対価を全部綜合した利回りをみて決すべきだという否定説の今一つの根拠は、大いに一理があると云つてよい。一体、或る投資から数種の対価が生まれる場合、それぞれの対価につき利回りを取上げることは余り意味がない。利回りの効用は当該投資が有利なりや否やを決する指標となるところにあるのに、部分的な対価だけの利回りでは十分にその指標とならないからである。これは、利用の点から利回りは総合的なものでなければならぬことを云つたのであるが、応用の話は暫く措き、本質の点に於ても、利回りは総合的な利回りを指すべきもので（従つて、株式利回り革命説論者が配当だけの利回りを単に株式利回りとなしているのは僭称というべきである）、それによつて利回りの高低を決めるのは全く正しいことである。

右のように、株式利回りは総合的な利回りを以てみるべしという主張は正しいとして、株式利回り革命否定論者が單純に利益配当に増資プレミアム益を加えて利回りを算出することには大きい問題が残されていることを知らねばならないのだ。

ここで吾々はもう一度投資利回りというものの本質について考えてみなければならぬ。利回りとは投資から生まれる対価の元本価額に対する割合であることは繰返すまでもないとして、大切なことはそれが事前のものである

ということである。或る投資をなし、それから生まれた対価、収益を元本価額と比較した大いさは一種の投資効果を現すが、これは利回りというものでない。若しこれを利回りというならば、投機、否、賭博にも利回りは存することとなる。云うまでもなく、賭博を始め投機の効果は事が終わった後に決まる。が、今或る賭博において一万円が二万円となったとして、これを利回り一〇〇パーセントと呼ぶであろうか。誰しもそんな呼び方をしないであろうし、そんな呼び方をすることに同意しないであろう。これは利回りは投資のみに成立し、然も事前のもの、つまり投資する前に十分に期待し得る、予め測り得る効果であることを物語るわけである。従って、株式利回り革命否定論者が自説を論証するために挙げる、かの株式投資信託の実績利回りは（投資信託関係者は利回りと呼んでいるが）実は利回りではなく、延いて厳密な否定論者としては到底用いることは出来ない筈となるのである。

投資利回りがこのように事前のものたるべく、現実に投資する前に既に期待し得る効果として成立するものとすれば、当然、利回りは確実な対価のみを綜合しその全額を分子とし投資元本額を分母として計算せらるべしとならざるを得ない。この事が株式投資の利回りについても当てはまること、勿論である。尨が、いま株式所得としては、利益配当は兎も角、増資プレミアム益は事前の所得として十分確実性をもつや甚だ疑問なのである。

増資プレミアム益を規定するファクターは先ず会社増資の規模と時期如何である。これらは経済界の景況、特に会社の営んでいる業界の景況と、会社の生産能率及び規模によって大体見当がつくと云われるかも知れないが、所詮はあいまいである。或は、その客観的なものは、多数の投資者の観測、認識が綜合した当該会社株式の市価を通じて判断されるとの見解もあるが、会社経営当局の増資方針によって大いに左右されることである。殊に、株主の増資プレミアム所得は増資が株主額面割当て制（時価以下割当てでもよい）を採用するによって生まれるものであるが、この発行方法をとるか、とるとしてその程度如何は全く経営当局の決めるところである。結局、増資、決

定前に於ては、増資プレミアム益ほどの程度であるかは（極端に云うと生ずるか否かも）はつきりせず、株主として獲らぬ狸の皮算用という性格のものとなっている。然らば、増資計画が決定されそれが発表せられた後に於ては確実性をもつに至るかというに、そうとも限らない。確かに、増資の規模、時期、株主割当ての方法などは定まるが、増資実行前に於ては株価の変動によりプレミアム益も始終変動するところだ。更に最も問題となるのは、プレミアム益が一応算定出来るに至ったとしても、その年額をどうして出すかである。凡そ所得の確実性とはその生まれることが確実であるだけでなく、その大きさが正確に算定出来ることをも内容とする。周知の如く、利回りは通常一年当りの所得を投資元本で除してみるものである。いま或る会社の株主増資プレミアム益が算出されたとしてもそれをそのまま一年分として取上げるわけにゆかず、何年かの分とみななければならないが、この算定の尺度は全くなしと云わねばならないのだ。結局、上に要説しただけでも、吾々が株式の投資プレミアム益は確実な所得とは認め難いとなす理由は、略々理解されたと思う。

以上、株式利回りは株式投資から生まれる凡ての所得を投資前に総合してみるべきものであること、その所得の一種である増資プレミアム益は事前の所得としては確実な対価と認め難いことが知られたと思うが、この結果如何なる結論が生まれるであろうか。先ず、何人にも気付かれるのは、株式利回りが革命したという見解は怪しいものだということである。又、反面、株式利回り革命説を否定する見解も十分に立ち得ないことも、気付かれた筈である。云うまでもなく、総合的な株式利回りの正確な大きさの算定の困難なことが知られたからである。併し、これらの事よりも、吾々がもっと決定的に云ってよいことは、株式利回りは最早株式投資の指標とならなくなったということである。換言すれば、昭和三十年以後の我が株式界に於ては、利回りは革命したのでなく、投資判断に役立つたないものとなった、否、株式利回りは崩壊してしまったというのが正しいのである。

四 所謂株式利回り革命時代と株式価値

私は、株式価格の当否を最もよく批判し得る指標はその価値であると、長年に亘り、論じて来た。⁽¹⁾ 株式価格の中核、つまりそれを形成する最も決定的なファクターはその価値であるとみるからである。私どもから見れば、一般に用いられる、株式利回りや株価収益比率などは株価批判の指標としては価値の代用物であり、大ざっぱな批判でもよいとするときに用い得るに過ぎない。⁽²⁾ 処で、いま、前段に述べた如く、我が国が所謂成長経済時代に入り、株式利回りが役立たなくなったとすれば、株式価値の働きは愈々増すに至ったと云ってよい。けれどもこの主張に対しては、一部に、株式価値の価格批判物としての働きは、平常経済時にはよいが、成長経済時には利回り同様、通用が怪しくなりはせぬかの質問が起るかも知れないのだ。吾々としてはこの質問に答える義務があるわけである。

注(1) 拙著「証券価値論」昭和三七年四月 二八六―二九八頁。

(2) 拙著「前掲書」三〇六―三三三頁。

私の見る所によれば、株式価値は所謂成長経済期にも十分価格批判物として通用する。素よりこの問題の吟味は、株式価値を如何にして把握するかが根本的な前提となるが、私は株式価値の本質は飽くまで収益価値（投資から得られる所得を所定の対価歩合で資本化したもの）であり、その大いさは適正配当（収益の企業実力に応じた配当）を株式一般対価歩合で資本化して与えられるとなす。これらに就いては或る程度解説が必要であろうが、詳細は私の著書に譲り、⁽¹⁾ ここでは既知とする。

注(1) 拙著「前掲書」三八―六六頁。

改めて云うまでもなく、成長経済期に会社株式につき最も注目されるのは増資プレミアム益である。増資は平常

経済時にも発展的な会社では時折行なうところであるが、成長経済時には多くの会社が続々それを行ない、又そのテンポが早められるところに特徴がある。併し吾々の見る所では、増資によって間違ひなくプレミアム益を生成さすのは、適正配当以下の配当を堅持している会社株式の場合である。例えば資本金一億円、今半期利益一千五百万円、企業実力からみて利益の適正分配率六〇パーセントの会社において、適正配当率は二一・六パーセントとなるが、この会社は一二パーセントを安定配当として堅持して来たとする。普通の採算方式で評価すれば、株式対価歩合率八パーセントとして五〇円額面株式の価値、価格は七五円となる。併し成長期でこの会社も増資が相当に期待出来ると思えば、このままの価値、価格であり得ないと思わなければならない。つまり配当額のほかにプレミアム益の相当な年額を加えるべきである。仮りに近い将来株主割当てで倍額増資(三カ年で拡張は完成)するとしたとき、適正配当率は年一〇・八パーセントとなるが、収益の回復間近いので増資後も年一二パーセントの配当が堅いとすれば、増資後の株価は依然七五円の計算となり、株主は一株当り二五円のプレミアム益を収め得る可能性をもつ。けれどもこのプレミアム益を何カ年分のものでどれ位の額を上記年額六円の配当に加えてよいかははっきり決めかねるのであり、ここに各自勝手な評価が行なわれ、市場的にもあいまいな価格が成立せんとする。併し吾々の株式配当力価値の立場においては、このようなあいまいな事態は殆んど起らないのである。

一体、配当力価値説は、会社は所詮は適正配当に應ずる配当をなすべきであり、それ以上なすときは、一、二回は兎も角、長きに亘って続けるならば忽ち会社の弱体化を来たすと共に、一方それ以下の配当も、株主のための収益組織たる会社としてあり得ないことで、毎期の実際配当との差額は必ず株主に分配される、という見地に立つ。而してこの適正配当と実際配当の差額の株主への分配形式であるが、平常経済時には記念配当などの方法がとられるとして、今、成長経済期にはそれは株主へ増資プレミアム益を与えるという方法がとられんとし、否殆んどとら

れるところである。即ち、吾々の配当力価値観が適正配当額を所得としその資本化によって出した価値の大きさは、恰も増資プレミアラム益を取入れたものとなるのである。上例の会社株式の場合、書き直すと

$$\frac{50円 \times (0.12 + 0.08)}{0.08} = 125円$$

↑
増資プレミアラム益

ここで念のため要言して置こうと思うのは、右の方式による増資プレミアラム益の株式評価への取入れは、事前のプレミアラム所得を株式評価に取入れるべきでないという主張と矛盾しないことである。既に知れる如く、吾々は、屢々、事前のプレミアラム所得を株式評価に取入れることは差控えるべきだと、強調して来た。併しこれは事前の所得としてプレミアラム益は正確に測り得ないからであり、増資確定前のプレミアラム益は絶対に取入れてはならぬというのではない。若し正確に把握し得るならばこれを株式評価に取入れることは別に差支えなく、否、積極的に取入れなければならないのだ。処で、今、右の吾々の方式によって取入れる増資プレミアラム益は、ほんとうに株主が獲得すべきプレミアラム益の全部であるかは判らないが、知らるる如く、これだけは期待出来るといふ最少限確実な範囲のものである。従ってこれを取入れることは事前のプレミアラム益を株式評価に取入れるべきでないという主張と何等矛盾しないのである。何れにしても、適正配当（配当力）価値説は、増資プレミアラム益を生む所謂成長経済時にも十分通用するところで、その学問的価値は殆んど動かないのである。

以上、配当力価値観は成長経済時にもそのまま生きること述べたが、応用上幾分厄介となるのを免れないのも事実である。何が厄介となるかと云えば、適正配当を資本化する株式対価歩合の算出の仕事である。私としては既に別の所で詳説しているところであるが、⁽¹⁾株式対価歩合は凡ゆる株式を通じ共通一般的であると共に、その大きさは、公社債対価歩合、定期性預金対価歩合（利子率）よりも或る程度高くなっている。そしてその定期性預金対価

歩合との差は理論的に与えられるものでなく、その国その社会の株式平均利回りを長期的に利用して算出される。尨が、既に論じたように、成長経済期に入るや、株式利回り革命が叫ばれ、株式平均利回りは公社債対価歩合、否、定期性預金対価歩合よりも逆鞘の事態を招来するに至った。若し何等かの解決方法がないならば、配当力価値観はこの点からストップすると云おうか、応用がきかなくなるわけである。然らば今や正常な株式資本化歩合たる対価歩合は把握し得なくなったであらうか。吾々のみるところでは、努力すれば、幾分厄介ながらも、把握の困難は克服出来ないでもないのである。

注(1) 拙著「前掲書」五〇—五一頁、九二—九三頁。

先ず知らねばならないことは、株式価値決定の株式対価歩合はその国その時の株式平均利回りとは本来別なものであることである。定期性預金対価歩合と株式平均利回りを以て決定される両者の開きを定期性預金対価歩合に加えると云えば、結局、株式平均利回りがその対価歩合となるようであるが、株式平均利回りを用いるといってもそれはそれを素材とするに止まり、定期性預金対価歩合(利子率)に加える差額、開きは飽くまで正常なものでなければならぬのだ。改めて云うまでもなく、所謂成長経済期には株価は利益配当以外の対価、所得を期待し、従って配当額のみを以て算出した利回りは、如何に多数の株式銘柄の平均利回りでも小とならざるを得ないのであった。然らばこのような情勢の下に如何にせば株式対価歩合が把握出来るかであるが、一部の人は成長経済期以前の株式平均利回りを利用すべしという。併し定期性預金対価歩合と株式対価歩合の開きは、同一国でも時代、時期によって多少推移、変化し、そのような過去のものをそのまま用いることは出来ない。用いるべきは矢張り成長経済期のものでなければならぬが、この場合、一般の株式平均利回り(勿論配当利回り)を用いず、或る範囲の株式の利回り、つまり増資直後で次のプレミヤム益が余り織込まれていない会社株式、増資が殆んど期待されない会社株式

などの利回り、謂わば配当本位の株式の利回りのみを集めて平均を作り、これを用いることにすればよいのである。素よりこれらの株式銘柄の数は比較的少く、価格も成長経済期の市場人気の影響で割高となり、利回りは幾分低過ぎる大いさとなるので、その平均利回りを利用し完全に正常な株式対価歩合の把握は難かしいかも知れない。併し成長経済期以前の定期性預金対価歩合と株式対価歩合の開きを勘案するなどの調整を施すならば、次第に正常に近いものを決定し得る筈である。

右の株式一般対価歩合獲得の説明により、吾々の株式配当価値論は株式利回りが革命したと云われる我が成長経済期にも通用することが愈々明らかになったと思う。処で、株式利回り革命状態と株式価値の問題として最後に取上げて置き度いのは、株式利回りが革命したという情勢は株式価値観の立場からみてどう映じ、どう批判されるかである。前になした、利回り革命説の批判は、利回り理論そのものの立場からの批判であつたのに対し、これは価値の立場からの批判である。

凡そ我が国に於て株式利回りが革命したという状態はどうして齎されたか。これに対する説明は、今日、大方一致するに至っているが、要するに、昭和三十年頃からの日本経済の成長歩調、特に池田内閣の所謂高度成長政策による人為的な国民経済拡大化を背景、基盤とし、各企業が収益増に恵まれると共に設備拡張を続けたからである。注意すべきは、収益増よりも設備拡張がより大きい動力となつて働いたことである。尤も、経済界や企業界がそのような情勢であつても、株式界、特に増資方法が堅実であれば株価の無闇な高値は招来しなかつたであらうが、我が国の投資家は一般に欲張りであると共に無知であり、会社側のこれに迎合した増資方法（株主額面割当て増資、再評価積立金を抱合わしての増資など）により、徒らに高株価が現出したのである。一体、増資という手続、手段だけで株式の価値が実質的に増加し、プレミアム益が生まれるものではない。会社企業に於ける増資の意義、作用

は人の家庭に於けるお産のようなものである。赤ん坊が生まれ、子供が増えることだけでその家庭は経済的に恵まれるであろうか。否、赤ん坊の誕生に何れの家庭もそれだけ経済的負担を増す筈である。ただ現に裕福な家庭のみがその負担を克服することが出来、素質のよい子であればそれを伸ばし得る可能性があるに止まる。普通の家庭、特に貧しい家庭では養育のために家計は苦しくなり、若し生まれた子が不具や精薄児であればやがて一家の破滅を来たすかも知れないのだ。私は先に、適正配当以下の実際配当をしている会社が株主割当てで増資したとき、その株式に間違いなくプレミアム益が生まれることを証明したが、増資によって会社株式に確かにプレミアム益が生まれるのはこの場合に限る。適正配当以上の実際配当をしているような会社は素より、適正配当相当の実際配当をしている会社は株主割当て増資をしても、株式の価値は本来増大するものでない。これらの場合、価値が増加するとみるのは増資拡張が現実に収益に貢献するや否やを無視し、勝手な収益を画いてプレミアム益を作り上げるに於いてであるが、勿論これは上の真理に背き、そのプレミアム益は全く空なものである。投資家の中には、或は斯かる増資プレミアム益が真実に株式価値増加に貢献するや否やは兎も角、株式価格の上に現され現実に得られる以上、空なものではないと主張する者があるかも知れない。けれども真に根拠に基づいたものでなく、謂わば泡が固まったようなものである以上、何等かの事情で反省が起れば忽ち消える性質のものであることは否定出来ないのだ。何れにしても、世人をして株式利回りが革命したと呼ぼしめるに至った高株価状態は、吾々の株式価値観（配当力価値観）の立場からは、価値無視の価格が横行している状態と断ぜざるを得ないのである。

先にも一言したところであるが、株式の価格は本来価値を中核として構成され、価値に近いほど適正なのである。勿論、株式価値は変動するものであり、価値通りの価格といっても変動せざるを得ない。ここにその変動に乗じて利得せんとする投機が成立せんとする。併し、今、価値を無視した価値以上の価格が成立するとすれば、これも亦、

多くの人々が投機的となつていと云つてよい。蓋し、既に知れる如く、価値は確實な所得を基礎とするものであり、価格が価値以上となるのは株式構成に参加している人々が確實な所得以外に不確實なものを期待しているからに外ならぬ。利回りが革命したと云われる価値無視の状態を齎した勝手な増資プレミアム益は所得として全く不確實なものであること、先に論証した通りである。そうだとすれば、株式利回り革命状態は他の云い方をすれば株式売買をする人々の多くが投機的となつたこと、或は株式を投機的に扱ふに至つたということになるわけである。

周知の如く、昭和三十六年秋、天井知らずであつた我が株価も急転落調に向い、多くの投資家が大きい痛手を受けたことにより、又昭和三十九年、四十年に入り池田高度成長政策の所謂歪是正の一環として会社増資の規制が行なわれるに至つたことにより、投資家、なかんずく大衆投資家の増資に対する甘い考え方は大分に薄らいだことは否めない。併し三十六年暴落後の株価を吾々の配当力価値観からみれば、依然として、殆んど価値を越えており、ただ、銘柄により又時期によりその程度に多少があるに過ぎない（各個の銘柄につき、各時点につき価値と価格の比較をなすことは、データが得難いのと作業が大変であるので、ここに掲げないが）。この原因として、大衆投資家の中に、価格変動を目ざす者が多くなつたことが挙げられるが、所謂株式利回り革命状態がひどかつた頃の株式価値無視の風潮が彼等の頭に染み込んでいることも、否定出来ないと思ふのだ。何れにしても、株式の投機物件化——これぞ近年に於ける我が株式界の特徴と云わざるを得ないのである。

（昭和四十一年二月稿）