

# 戦時末期<sup>1)</sup>の株式投資成果

平 山 賢 一

## 要 旨

戦時末期の株式市場は、戦時金融金庫や日本証券取引所が無制限株式買付（株  
価維持オペレーション）を実施し、株式市場における価格統制が強化された時代  
に位置付けられる。この間の株式投資成果についての詳しい研究は多くないもの  
の、日本政府により積極的な株価統制が強化された経緯を整理しておくことは、  
政府と市場の関係性を考える上で意義があると言えよう。

本稿は、1924年6月から1944年11月までの株式投資成果を明らかにした昭和初  
期株式パフォーマンスインデックス（Equity Performance Index：EQPI）<sup>2)</sup>につ  
いて、その期間を終戦（1945年8月9日）まで延長し、戦時末期の株式市場動向  
を整理するものである（延長期間部分をEQPI-EXTENDEDと称することにす  
る）。その結果、市場介入が特に強化された1944年から1945年にかけての期間で  
あっても、個別銘柄によって株価形成に差異が認められたことや、インデックス  
を通して市場特性が変化していたことなどが明らかになった。

特に強調したい点は、1944年のリスク水準は12.2%弱まで上昇するものの、  
1945年（8月まで）は8.6%弱まで低下しており、特に3月中旬以降の無制限株  
式買付が大きな影響を与えた可能性がある点である。また、1945年（同）の投資  
成果は、無制限株式買付があったものの修正株価指数（Adjusted Price Index）  
が▲7.1%程度と大幅に落ち込んでおり、1944年末水準まで株価を引き上げるよ  
うな結果には至らず、あくまでも無制限株式買付の3・9価格（東京大空襲直前  
の1945年3月9日の株価水準）を維持することに主眼があった点も明らかになっ  
た。尚、1945年の配当込修正株価指数（Total Return Index）は、▲3.9%程度  
にとどまっているが、東京小売物価指数の上昇率（+23.9%程度）が高く、実質  
リターンは大幅なマイナスに陥り、株式投資家の資産価値を毀損したと言える。

これらの点から、戦時末期の株式市場に対する価格統制は、市場パフォーマンス  
の側面からみると必ずしも機能したとは言いきれないものであったと考える。

|                                         | 目 | 次 |
|-----------------------------------------|---|---|
| I. はじめに                                 |   |   |
| 1. 課題                                   |   |   |
| 2. 先行研究                                 |   |   |
| 3. 研究手法                                 |   |   |
| II. 戦時末期の株式市場と株価維持政策                    |   |   |
| 1. 戦時末期に至る株式市場動向                        |   |   |
| 2. 戦時金融金庫と日本証券取引所による株価維持オペレーション         |   |   |
| 3. 戦時末期の短期清算取引対象銘柄の株価推移                 |   |   |
| III. 戦時末期の株式リターン                        |   |   |
| 1. 戦前・戦時期の株式リターン算出手法                    |   |   |
| 2. 昭和初期株式パフォーマンスインデックス (EQPI) 算出と期間延長手法 |   |   |
| 3. EQPI-EXTENDED による戦時末期の株式リターン         |   |   |
| IV. おわりに                                |   |   |

## I. はじめに

### 1. 課題

日中戦争勃発以降、戦時統制が強化され、わが国の金融市場も統制の影響を大きく受けるようになった。特に金融機関による軍需産業を中心とする企業等への融資や国債への投資は、資金統制強化の歯車として、戦時体制の推進に貢献することになる。その過程では、各種金利水準や貸出利鞘の安定だけでなく、国債保有による損失回避が求められ、国債消化策の一環として国債価格の安定を意図した価格統制が金融市場で強化された。

一方、企業の資金調達手段の一つであった株式については、個人投資家を含む市場参加者の行動を統制的に管理する難しさもあり、制度面での市場構造の変更が試されたものの、戦時金融金庫による本格的な価格統制は、漸く1944年に至って加速され始める。それまでは各種の株価維持機関（生保証券、日本証券投資会社、日本協同証券等）が設立され、1941年に株式価格統制令が公布施行されてきたものの、徹底した株価維持オペレーションの開始は、サイパン島

失陥による戦況の悪化を待たねばならなかった。そのため、株式市場においては、国債市場と比べて自由な価格決定の余地が残されたと解釈することも可能であろう。

それだけに、戦況が急速に悪化し、急拵えの価格統制を模索せざるを得なかった中で発動された株価維持政策は、実際のところ機能したのかという疑問が生じる。そこで、本稿では、価格統制の中でも、国債市場に対して出遅れた感のある株式市場に注目し、戦時末期の株価維持政策の効果についての検証を試みたい。

### 2. 先行研究

戦前期の株式市場に関する研究は、市場制度および構造や、投資家の株式保有状況・売買高推移等に関するものが多く、配当を含めた投資成果（市場パフォーマンス）について触れられたものは少ない。その中では、藤野・秋山[1977]が、意欲的に戦前期の金利・株価データのデータベース構築を図っているものの、経済指標として活用するものとして有効ではあるが、投資成果を示す株価指数ではないことや、そのリスク水準も算出できないことから、ファイナンス理論のための基礎データとしては不十分であろう。

また、ファイナンス理論に関する研究としては、戦前個別銘柄の株価推移から、株式市場の効率性に関する研究として、片岡等 [2004]、鈴木 [2012]、釜江 [2019] などがあるが、いずれも戦時末期の株式市場を主な対象としていないため、戦時金融在庫や日本証券取引所による株価維持オペレーションの効果についての時系列検証にはなっていない。さらに、平山 [2018] による昭和初期株式パフォーマンスインデックス (EQPI) では、1944年11月までのトータル・リターンインデックスを算出しているが、1944年12月以降を対象にはしていないため、政府機関による市場への介入を時系列比較するには難点がある。尚、Noda [2019] は、EQPIを原データとして用いて、戦前・戦時期の株式市場の効率性が時系列で変化したことを、適応的市場仮説 (Adaptive market Hypothesis) に基づき計量的に分析しているが、将来的にこの分析に1945年における検証が追加される意義は大きいと推察される。

戦時末期に特筆される戦時金融在庫や日本証券取引所による株価維持オペレーションについては、東京証券取引所 [1963] や東京証券取引所 [2002] で簡単に整理され、有沢広巳 [1978] でも経緯が記述されてはいるものの、株式投資成果を示すデータに基づく詳細な分析がされていないのが現状である。一方、戦時末期も対象としている研究としては、Dimson et al. [2002]、William & Goetzmann [1999] 等があるが、前者は世界16か国の101年間にわたる株式投資リターン算出の意義は大きいものの、日本の株式についての算出方法は、得られる多数のデータソースに基づく株価を取捨選択して、十分にデータの詳細について吟味されたものとは言い難い点で、さらなる検討が必要と言えよ

う。

ところで、戦時末期の株価データの取得には困難を要するものの、複数の新聞紙上での気配データを活用することで、市場構造や市場参加者の行動だけではなく、市場パフォーマンスの側面からのアプローチを行うことは可能であろう。従来、見逃されてきた戦時末期の市場分析を行うことは、先行研究事例の少ない政府と市場の定量的な把握に貢献することが可能であると考えられる。究極的に政府の役割が極大化した時代の市場介入成果を把握することは、現在および将来の市場政策に対する有用なインプリケーションを与えるのではないかと。

### 3. 研究手法

本稿では先行研究で対象期間となることが少なかった戦時末期について、戦前・戦時期の制度的特殊性を反映した上で、現代の市場分析に耐えうる水準での株価指数を算出したい。株式市場パフォーマンスの分析・比較を行うためには、株価データのみではなく、戦前・戦時期の株式市場の仕組みを反映させた権利落修正後・追加払込修正後のデータを算出する必要だからである。さらに、投資成果を求めるためには、これらの修正に配当修正を加えた上で、トータルリターンを求める必要がある。配当による投資成果は、株式市場の累積投資成果に大きな影響を与えることから<sup>3)</sup>、配当を含めたトータルリターンの算出が求められるのである。本稿では、平山 [2018] によるEQPIの対象期間 (1924年6月から1944年11月) を終戦時の1945年8月まで延長して、EQPI算出基準と同じ基準を用いてEQPI-EXTENDEDを求め、戦時末期の株式市場の特性について検証する。

EQPI算出にあたっては、開始時点 (1924年

## 戦時末期の株式投資成果

6月)の株価を基準(100.00)とし、月次株価の系列を繋ぎ合わせることで、価格指数PI(Price Index)を算出した。その上で、「増資権利落修正」および「追加払込修正」を施した指数を修正株価指数API(Adjusted Price Index)として算出し、さらに配当権利落を修正して再投資した場合の配当込修正株価指数TRI(Total Return Index)も算出している。EQPI-EXTENDEDについても、これら3系列にそれぞれ接続することで、1945年8月までの株式投資成果を継続的に確認できるようにした。

EQPIを算出するにあたっての株価の原データは、東京株式取引所および日本証券取引所の「統計月報」に記載されている月中平均株価を用いたが、本稿では、1944年12月以降のデータが統計月報により得られないため、日本産業経済新聞(現在の日本経済新聞)による「東京実物気配」の日次データの月中平均株価を用いて、EQPI-EXTENDEDを算出することにする。対象銘柄は、EQPIの1944年11月の対象銘柄である旧短期清算取引対象銘柄18銘柄とした。その際の配当データについては、営業報告書等を参考にすることを原則としつつ、1945年の営業報告書が得られない銘柄(日糖興業等)については、日本産業経済新聞における決算公告等を参考に補った。

このパフォーマンスインデックスの市場特性(リターンおよびリスク)を確認するにあたっては、第一に、戦時期の株式市場動向を概観した上で、対象個別銘柄の株価推移を無制限株式買付の参照価格となった「3・9価格(東京大空襲前の1945年3月9日における株価)」と比較することで、介入の効果について確認する。第二に、対象銘柄毎に配当修正後収益率および

その変動率(リスク)を確認することで、戦時末期の株式市場動向の一端を明らかにしている。そして第三に、対象銘柄数は少ないながらもEQPI-EXTENDEDから株式市場についても確認することで、戦時金融統制が株価に与えた影響について分析したい。

## II. 戦時末期の株式市場と株価維持政策

1943年7月に、東京株式取引所が日本証券取引所に統合されて以降、わが国の株式市場における統制は従来以上に強化された。1878年以降の歴史を持つ東京株式取引所は、売買高が多かった主軸銘柄としての「東株」「新東株」の上場が1943年3月から4月にかけて廃止されるとともに、それまで投機資金を集めてきた短期清算取引も8月末に廃止されたことから、市場の価格決定機能にも大きな変化が及んだことが推察される。

本章では、戦時末期の株式投資成果を算出する前に、戦時期の株式市場動向と、その期間の特徴として挙げられる株価維持政策、そして旧短期清算取引銘柄と3・9価格の関係について整理したい。

### 1. 戦時末期に至る株式市場動向

1937年7月の日中戦争勃発後、わが国の株式市場は、戦況動向次第で大きく変動するようになった。具体的には、早期の戦勝期待はプラス要因、戦争の長期化や局地戦での敗退はマイナス要因となった。さらに、同年9月に公布された臨時資金調整法による統制強化だけでなく、1938年4月には国家総動員法が公布され、経済活動すべてに統制が及ぶようになったこと

も<sup>4)</sup>、株式市場動向を左右した。同じ統制であっても、企業活動の自由度を奪う政府による統制は、株式市場のマイナス要因となるものの、株価維持を目的とする統制は、株価の変動率を抑制する効果があると見なされたのである。そのため、統制が株式市場に与える影響度は、その内容により異なり、区別して考える必要がある。そこで本節では、この戦況と統制という2つの座標軸から、戦時末期に至る株式市場動向を整理することにする<sup>5)</sup>。

まず1938年の大陸での進軍は、長期戦になることを予感させ、それに耐えうる戦時体制再強化、即ち統制強化観測が強まり、株価は軟調に推移した。1938年11月9日には、国家総動員法による配当制限発動問題が台頭したことも影響している。同法第11条には、「政府ハ戦時ニ際シ国家総動員上必要アルトキハ、勅令ノ定ムルトコロニヨリ、(一) 会社ノ設立、資本ノ増加、合併、目的変更、社債ノ募集若クハ第二回以後ノ株金払込ニ付キ制限若クハ禁止ヲナシ、(二) 会社ノ利益金ノ処分、償却ソノ他經理ニ関シ必要ナル命令ヲナシ、又ハ、銀行、信託会社、保険会社ソノ他勅令ヲ以テ指定スル者ニ対シ、資金ノ運用ニ関シ必要ナル命令ヲナスコトヲ得」とあり、企業の高率配当の引き下げが本格化する可能性が指摘されてきたが、その懸念が高まったのである。

投資家にしてみれば、企業業績が好調でも増配が抑制される一方、業績悪化時には減配の可能性が残るため、債券対比での株式の投資妙味が減退することになる。この高率配当問題は、株式市場にとっては重要な変動要因であったと言える。最終的には、「総動員法第11条発動をめぐる軍部・革新官僚と財界との対立が起きるが妥協が成立<sup>6)</sup>」して、1939年4月1日に会

社利益配当および資金融通令が公布された。その内容は、配当に制限が課せられるものの、一割以上の配当を行う会社に対して増配を抑制する程度の制限であったため、株式市場は落ち着きを取り戻した<sup>7)</sup>。また、1939年9月には、日中戦争の早期終結期待が高まる中、欧州において英国・フランスがドイツに宣戦布告して第二次世界大戦が始まると、主要銘柄のみならず輸出関連企業の利益拡大期待が高まり、株価も堅調地合いに転じるのであった。この戦時統制開始期の株価は、統制強化懸念と戦争長期化観測から下落した後に、欧州での本格的な戦争突入により急回復という軌跡を辿ったのである。

その後、第二次世界大戦勃発以降、1941年7月の米国による対日資産凍結までにかけては、戦時統制が強化される期間であり、総じて株価は軟調に推移した。1940年4月には、陸軍省が軍需工業適正利潤率算定要領を発表したため、軍需産業の利潤統制が悪材料視されることになった。株価が下落する中、同年9月には株価安定のために日本証券投資会社が設立され<sup>8)</sup>、東京株式取引所では空売り制限が決定されたものの、第二次近衛内閣が成立し国内新体制運動の具体化による戦時統制強化懸念から下落基調には歯止めがかからなかった。さらに、同年10月には会社経理統制令・銀行等資金運用令が公布されたことで、会社・銀行の経営に対する介入が行われるようになる。株価が不安定に推移する中で、1941年3月には、株価操作機関として日本協同証券が設立されて株価のテコ入れが期待された。しかし、同年7月には財政金融基本方策要綱が発表され、証券業者への監督強化方針も打ち出されたため株価は浮上することなく一段安の展開となった。戦時統制の強化は、株価維持のための介入効果よりも、企業経営お

戦時末期の株式投資成果

図表1 戦時期の株式市場に関するイベント

| 年月日        | 株式市場に関する主なイベント            | 年月日        | 株式市場に関する主なイベント               |
|------------|---------------------------|------------|------------------------------|
| 1941/03/31 | 日本協同証券設立                  | 1943/07/01 | 日本証券取引所法による証券市場開設            |
| 1941/07/11 | 財政金融基本方策要綱発表（証券業者への監督強化）  | 1943/07/17 | 株式譲渡命令に関する件公布施行              |
| 1941/07/17 | 一般・実物取引員組合、新東株の株価維持を決議    | 1943/08/31 | 株式短期清算取引廃止                   |
| 1941/07/26 | 米国等の対日資産凍結により株価暴落         | 1943/10/19 | 取引員業整備実施要綱および取引員統制組合要綱発表     |
| 1941/07/26 | 大蔵省、日本興業銀行に対し日本協同証券への融資命令 | 1943/12/17 | 有価証券業整備要綱発表                  |
| 1941/08/30 | 株式価格統制令公布施行（最低価格限定可能に）    | 1944/03/03 | 実物取引特定銘柄の競売買開始               |
| 1941/08/30 | 会社所有株式評価臨時措置令公布施行         | 1944/04/01 | 日本証券取引所、長崎・長岡両市場を閉鎖          |
| 1941/11/13 | 大蔵省、投資信託業務認可              | 1944/06/20 | 非常時証券対策要綱発表                  |
| 1941/12/08 | 太平洋戦争始まる、株価は全面高           | 1944/07/-- | サイパン島失陥                      |
| 1941/12/08 | 戦時非常金融対策要綱決定              | 1944/07/15 | 東京・大阪両取引員統制組合、適正株価維持申し合わせ    |
| 1941/12/13 | 取引所の管轄、商工省から大蔵省に移管        | 1944/08/-- | 東京市場、戦時金融金庫の買出動              |
| 1941/12/15 | 株式価格統制令改正（最高価格も限定可能に）     | 1944/08/-- | 生保・投信の買出動などで株式市況回復           |
| 1942/02/24 | 日本銀行法公布、法的に管理通貨制度を採用      | 1944/09/18 | 日本証券取引所、証券金融創設（取引員への資金融通）    |
| 1942/04/18 | 戦時金融金庫設立（日本協同証券を吸収）       | 1944/11/01 | 会社経理特別措置令公布施行                |
| 1942/05/12 | 証券引受業者統制会成立               | 1944/11/24 | 日本証券取引所、空襲のため後場臨時休会（以後頻発）    |
| 1942/06/05 | ミッドウェー海戦                  | 1945/03/09 | 大空襲後の株価買い支え水準（3・9 価格）        |
| 1942/10/22 | 東京株式取引所、株価抑制のための証拠金率引き上げ  | 1945/03/10 | 東京大空襲、臨時休会相次ぐ                |
| 1942/11/15 | 大蔵省、増資新株割当て制限等の株価抑制の根本策発表 | 1945/03/10 | 戦時金融金庫、3・9 価格による無制限株式買付を決定   |
| 1942/11/25 | 東京株式取引所、株価対策具体化と増資自粛要望    | 1945/05/05 | ドイツ、無条件降伏                    |
| 1942/12/26 | 株式取引所株上場廃止決定              | 1945/06/01 | 証券統制会発足                      |
| 1943/02/-- | ガダルカナル失陥                  | 1945/07/01 | 日本証券取引所、東京・大阪市場の清算取引を中止      |
| 1943/03/10 | 大蔵省、川崎重工業増資の株式割当制限        | 1945/07/02 | 戦時金融金庫に代わり日本証券取引所が買出動        |
| 1943/03/11 | 日本証券取引所法公布                | 1945/08/09 | ソ連による対日宣戦布告により戦前最終取引（8・9 価格） |
| 1943/03/29 | 株式取引所株、長期清算取引上場廃止         | 1945/08/10 | 日本証券取引所全国市場、一斉に臨時休会          |
| 1943/03/31 | 株式取引所株、短期清算取引上場廃止         | 1945/08/15 | 日本、無条件降伏、ポツダム宣言受諾を発表         |
| 1943/04/10 | 株式取引所株、実物取引上場廃止           | 1945/08/28 | 日本証券取引所、残存建て玉の清算・受け渡し完了      |

（注）日本銀行金融研究所『〈増補・改訂〉日本金融年表』および有沢広巳監修 [1978]『証券百年史』を基に作成。

よび証券業者に対する介入強化のマイナス面が、株式市場に強く反映されたと言えよう。

その後、米国による対日資産凍結の際に株価は大幅に下落したものの<sup>9)</sup>、各種の株価対策が実施され、株式市場は、徐々に落ち着きを取り戻すことになる。大蔵省は、日本興業銀行に対し日本協同証券への融資命令を実施し、株価テコ入れのための資金供給を行うとともに、1941年8月には、株式価格統制令が公布・施行され、株価の最低価格を限定することが可能になった<sup>10)</sup>。また、会社所有株式評価臨時措置令の公布・施行は、株価の下落により生ずる法人所有株式の評価損を、時価を超えて直前事業年度末の価格で評価できるというものであり<sup>11)</sup>、企業による株式保有意欲を維持するための方策として実施されたのである。このような株価維持を目的とする統制は、株式市場の変動を抑制し、時限的には安定化に貢献したと言えよう。

1941年12月には、日本が真珠湾を攻撃し太平洋戦争が始まるが、株価は新東株（東京株式取引所新株）を中心に大暴騰し、株式市場は全面高となった。大幅な株価上昇は、投機勢の盛り上がりにより市場変動率を高めたため、政府は一転して株価抑制介入を実施することになる<sup>12)</sup>。株式価格統制令が改正され、株価の最低価格だけでなく最高価格も限定可能とし、東京株式取引所は、株価抑制のために証拠金率を引き上げ、さらに大蔵省は、投機取引を抑制するためのキャピタルゲイン課税（清算取引の売買差益への課税）を実施した<sup>13)</sup>。また、1942年11月15日に大蔵省は、増資新株割当て制限等の株価抑制の根本策を発表した。当時の株価騰勢が、数年先までの増資を織り込み、株式割当増資による額面と時価との差（プレミアム）を期待しての実物取引で顕著であったことから、従

来の額面割当増資の制限を実施したのである。

相次ぐ株価抑制策の発表は、それだけ早期の戦勝期待を背景にして、株価が上昇したことの裏返しであると言えよう。利回り水準が半固定化された国債市場とは異なり、株式市場では価格決定機能が残されていただけに、過度の変動については、一時凌ぎの市場介入が実施されたのである。取引所の管轄が商工省から大蔵省に移管され、1942年4月に設立された強力な戦時金融金庫に日本協同証券が吸収される中で、従来から行われてきた下値支えの株価安定策が、「大東亜戦勃発を転機として如何にして過当騰貴を抑制すべきかの対策に早変り<sup>14)</sup>」した点は大きな変化であったと言えよう。しかし、その対策は、1943年2月ガダルカナル失陥以降、裏目に出始めることになるのであった。

## 2. 戦時金融金庫と日本証券取引所による株価維持オペレーション

ガダルカナル島失陥など戦局の悪化が浸透するにつれ、株価は軟調に推移することになる。また、1943年7月には、各地の取引所が日本証券取引所に改組される中で、「過度な投機取引を排除し、不生産的投機に大量の資金が投下されるのを防ぎ、軍需産業への資本流入が順調に行われる<sup>15)</sup>」資本市場改革が進められたが、株価にとってプラスの要因となるものではなかった<sup>16)</sup>。従来から株式市場の軸銘柄として位置付けられてきた新東株は、日本証券取引所への改組により上場廃止となり、1943年8月には短期清算取引が廃止されることで花形株の低落も顕著となった。

1943年3月に大蔵省は、川崎重工業三倍増資の株式割当を制限し、42年11月に発表された増資新株割当て制限等の株価抑制の根本策が具体

的に適用された<sup>17)</sup>。株価が堅調に推移していた時期に決定していた方針が、市況が軟調に転じた後に時機を逸して実施されたのである。その後は、プレミアム付与後の価格での割当増資もしくは公募増資が中心になることが想定されたため、額面価格での株主割当増資による株式投資の魅力をさらに減退させたと言えよう。欧州では枢軸国イタリアの無条件降伏とドイツ軍の後退が伝えられる中、減配銘柄が相次ぎ、1943年末にかけて株価は、軟調に推移した。1944年6月には、非常時証券対策要綱が発表されたが、これは「従来の対策が株価の面にとどまるきらいがあったのに対し、戦時保険の活用、課税の特別措置、取引所、取引員への対策にも万全を期するという、きわめて広範で強力な性格をもつもの<sup>18)</sup>」であったが、1944年7月には、サイパン島失陥の衝撃が大きく、株価は大幅な下落を記録することになった。

1944年8月以降、戦時金融金庫による買出動が、強力に実施されたため、サイパン島失陥の悪材料を凌駕して株価は大幅に反転したが、11月にはB29による本土空襲が始まったため、相次ぐ主要都市への爆撃と戦災により、株式市場参加者のセンチメントを悪化させ、株価は、再び下落基調に陥ることになった。

その中でも、1945年3月10日未明の東京大空襲の被害は甚大であったため、戦時金融金庫は、前日の3月9日の最終価格である「3・9価格」で清算・実物取引市場の各銘柄を無制限株式買付することを決定した。戦時金融金庫による購入銘柄は、東京市場清算取引で250全銘柄、大阪市場の同取引ではそれ以外に20銘柄程度であり、実物取引では920~930全銘柄であった。この銘柄選定にあたっては、主力株に絞るか全銘柄を対象にするのが議論になったもの

の、「一つこの際思い切つてやろうということになったのです（中略）抽象的な政府の決意を表現しようといふ意味があつたのです」と、式村義雄大蔵省理財局長が表明している<sup>19)</sup>。

戦時金融金庫による株式買入代金（1944年7月1日~1945年6月20日）は、888,734千円<sup>20)</sup>（東京・大阪市場の清算・実物取引合計）に上ることになるが、市場での売りを買い支える程度の効果しかなかった。空襲の影響が大きく、通信、交通網の被害により株式売買・受渡が困難に陥ったため、7月2日からは、戦時金融金庫に代わって日本証券取引所が買出動するようになった。日本証券取引所による株式買入代金（1945年7月2日~同8月9日）は、わずか1か月強の期間にもかかわらず、290,600千円（同）であり、驚異的な額を買い付けたと言えよう。

このような介入の結果支えられた株価ではあったが、1945年8月9日のソ連参戦を機に株式取引は停止に追い込まれた。そのため、8月9日の株価である「8・9価格」は、戦前・戦時期の最終価格となったのである<sup>21)</sup>。

### 3. 戦時末期の短期清算取引対象銘柄の株価推移

本節では、売買高が多かった短期清算取引対象銘柄が、戦時末期にどのような株価推移を辿ったのかを確認し、株価維持機関によるオペレーションの効果を明らかにしておきたい。

図表2では、戦時末期の無制限株式買付による効果を概観するために、3・9価格と8・9価格を比較している。概ね、2銘柄を除くと、戦時期の8・9価格は、3・9価格水準を大幅に下回ることなく、戦況悪化にもかかわらず株価維持オペレーションが奏功していたことが確認で

きる。注目すべき点は、株価維持政策が実施されたにも関わらず、南満洲鐵道株と三菱重工業株は13%超の株価下落になっている点であろう。この株価変動については、後述するように、旧株については増資権利落修正、新株については追加払込修正を考慮する必要がある<sup>22)</sup>。たとえば1944年12月から1945年8月までの期間(EQPI-EXTENDEDの算出期間)で、南満洲鐵道株、三菱重工業株の2銘柄については、増資が実施されていることから、旧株の権利落修正を必要とし、この修正なしに株価を単純比較すべきではない。また、日本郵船新株については、1945年3月に追加払込が実施され、満額払込済株になっているためその修正をしなければならない(図表3参照)。

南満洲鐵道株は、1945年6月1日の既存株主に対して、旧株4株に新株1株の割合で割当増資(12円50銭払込)が実施され、三菱重工業株は、1945年6月27日の既存株主に対して、旧株1株に新株1株の割合で割当増資(12円50銭払込)が実施されたため、修正後の株価との比較が求められる。南満洲鐵道株は、1945年6月1日の増資権利落による株価を修正しても8・9価格(修正後69円48銭)が、3・9価格(76円00銭)を大幅に下回っている点で、他の銘柄とは異なっている。南満洲鐵道は、1945年度(1946年3月決算期)は、当初赤字決算を組んでいたが、1945年1月の運賃大幅値上げにより支出/収入比率が改善し、黒字を維持することになった。しかし、物価および賃金上昇による

図表2 3・9価格と8・9価格

| 銘柄名      | 3・9価格 | 8・9価格  | 変化率     |
|----------|-------|--------|---------|
| 日本郵船株    | 93.10 | 110.30 | 18.47%  |
| 日本郵船新株   | 90.80 | -      | -       |
| 日本鋼管株    | 56.30 | 56.40  | 0.18%   |
| 浅野重工業株   | 47.50 | 47.30  | -0.42%  |
| 日立製作所株   | 66.80 | 66.70  | -0.15%  |
| 三菱重工業株   | 74.50 | 64.50  | -13.42% |
| 日本鑛業株    | 54.00 | 56.20  | 4.07%   |
| 北海道炭礦汽船株 | 71.80 | 73.60  | 2.51%   |
| 日本石油株    | 60.50 | 60.40  | -0.17%  |
| 鐘淵工業株    | 68.80 | 72.00  | 4.65%   |
| 鐘淵工業新株   | 45.00 | 51.80  | 15.11%  |
| 日糖興業株    | 65.20 | 64.20  | -1.53%  |
| 鹽水港精糖株   | 41.60 | 40.10  | -3.61%  |
| 大日本麥酒新株  | 42.80 | 48.80  | 14.02%  |
| 東洋レーヨン新株 | 55.00 | 64.50  | 17.27%  |
| 南満洲鐵道株   | 76.00 | 66.00  | -13.16% |
| 満洲重工業開發株 | 64.20 | 63.40  | -1.25%  |
| 帝國人造絹絲新株 | 62.00 | 67.50  | 8.87%   |

(注) 『日本産業経済新聞』東京実物気配

戦時末期の株式投資成果

経費率増大は否めず、株価も本土空襲が激しくなる1945年3月に大幅に下落した影響を拭えず、対象銘柄の中では、3・9価格を顕著に下回ったままで推移したと考えうる。一方、三菱重工株は、1945年6月27日に大幅に株価が下落しているが(75円60銭⇒64円50銭)、増資権利落による株価の下落であり、その分を修正した株価は77円65銭に修正され、8・9価格(修正後77円65銭)は3・9価格(74円50銭)を上回っていたことが確認できる。

ちなみに、日本郵船新株(37円50銭)については、1945年3月1日の株主に対して、12円50銭の追加払込が実施されたため、2月28日の株価78円80銭が3月1日に92円00銭まで急騰している。この追加払込については、株式投資成果を正確に算出するために修正をしなければならないので、3月1日の株価79円40銭を算出し、投資成果の調整をしている。しかし、この追加払込により、日本郵船新株は、50円満額払込済株(旧株)と同等の1株当たり配当を得ることが可能になったため、日本産業経済新聞「東京実物気配」(5月4日まで新株が記載されている)で表記される株価は、4月27日以降に新株の気配も旧株の気配と同値に収束していることが確認できる(1945年8月9日段階では日本郵船新株が存在しないため、この期間の比較は不能)。

次に、個別企業の日次株価推移から、戦時末期の個別銘柄の株価形成の特徴を3・9価格と関連付けて確認したい(図表4-1, 4-2, 4-3参照)。

本土への空襲が激化する中で、戦時金融金庫は、3・9価格での無制限株式買付を実施した。東京市場は、3月17日から立会を再開するに際して、大蔵省の態度を反映して戦時金融金庫の株価安定対策が一層強力にはたらくとの観測が台頭したが<sup>23)</sup>、実際に3月17日の戦時金融金庫による買出動では、実物市場の売買高が「稀に見る好況で概算廿六萬株に達した<sup>24)</sup>」とされている。この株価維持政策の効果について、旧短期清算取引対象銘柄の株価推移を日次ベースで検証すると、1945年の株価形成にいくつかの特徴がある点を確認できる。

対象とした銘柄(EQPI-EXTENDED対象銘柄)は、日本産業経済新聞(現日本経済新聞)の「東京実物気配」記載順に、日本郵船株、日本郵船新株、日本鋼管株、浅野重工業(小倉製鋼)株、日立製作所株、三菱重工業株、日本鑛業株、北海道炭礦汽船株、日本石油株、鐘淵工業(鐘淵紡績)株、鐘淵工業(鐘淵紡績)新株、日糖興業(大日本精糖)株、鹽水港精糖株、大日本麥酒新株、東洋レーヨン新株、南滿洲鐵道株、滿洲重工業開發株、帝國人造絹絲新株の旧株13銘柄、新株5銘柄の計18銘柄である。尚、日本郵船

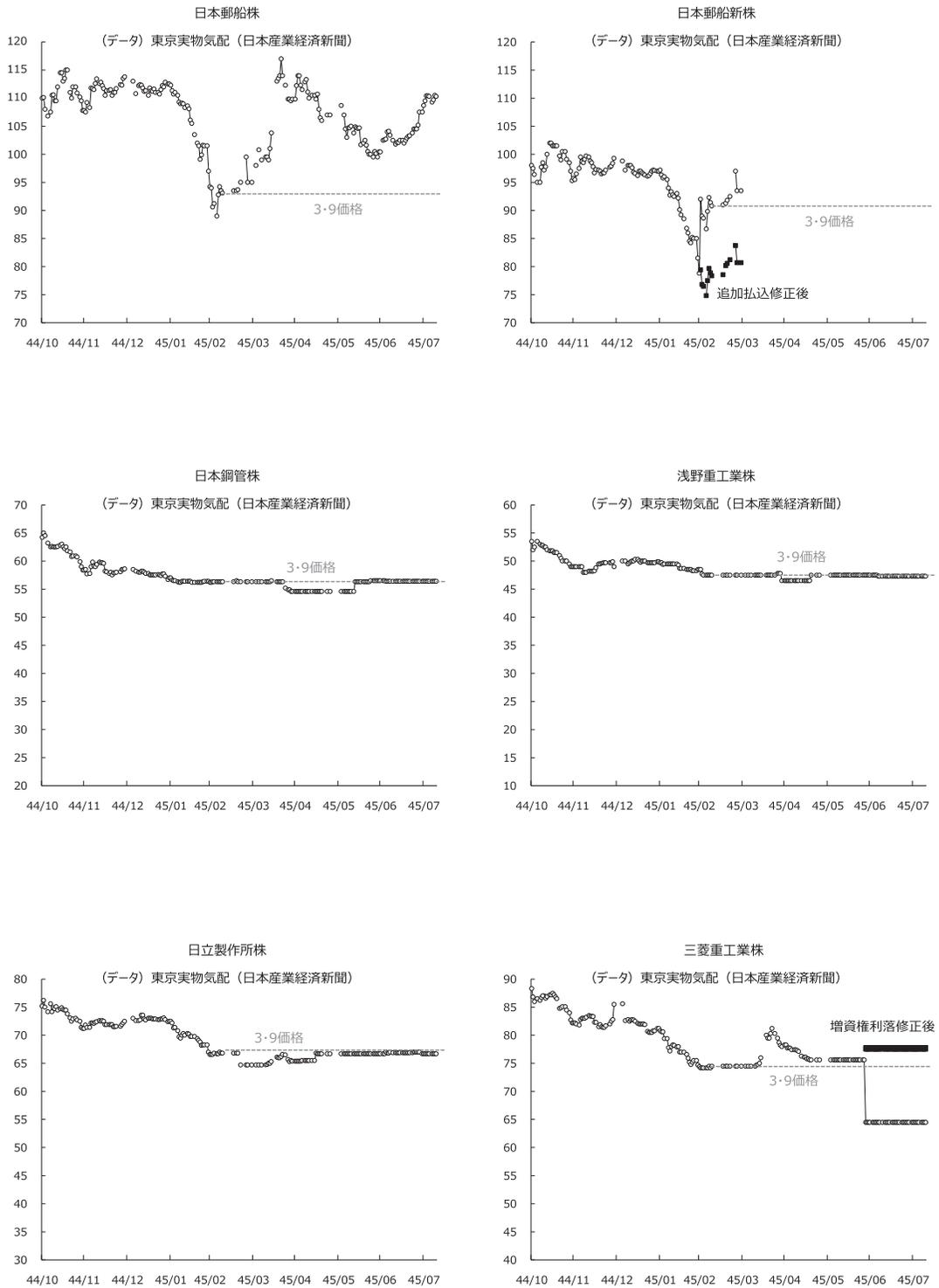
図表3 旧短期清算取引対象銘柄の増資権利落・追加払込(1944年12月~1945年8月)

| 銘柄名    | 修正種類  | 年月日        | 内容                               |
|--------|-------|------------|----------------------------------|
| 南滿洲鐵道株 | 増資権利落 | 1945/06/01 | 既存株主への割当増資(旧株4に対して新株1株 12円50銭払込) |
| 三菱重工業株 | 増資権利落 | 1945/06/27 | 既存株主への割当増資(旧株1に対して新株1株 12円50銭払込) |
| 日本郵船新株 | 追加払込  | 1945/03/01 | 新株(37円50銭払込)に対する12円50銭の追加払込      |

(注) 1) 南滿洲鐵道株は、安富歩 [1995], 190頁参照。

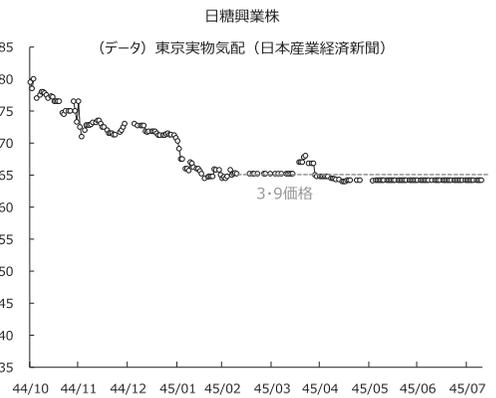
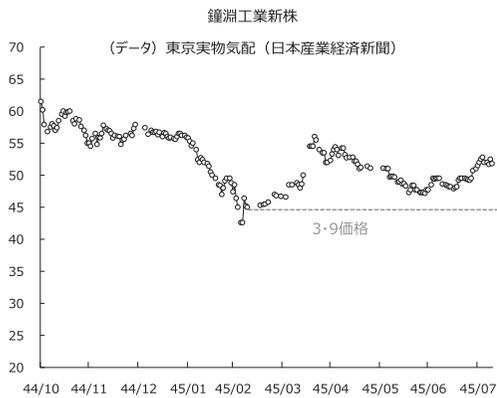
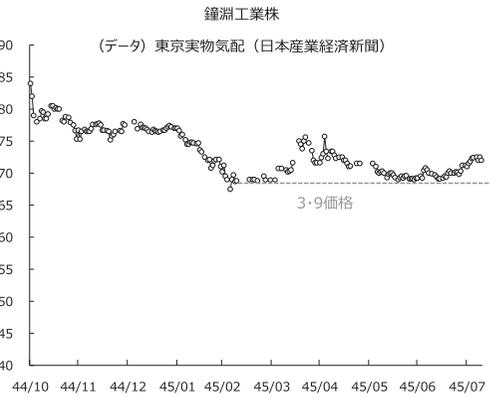
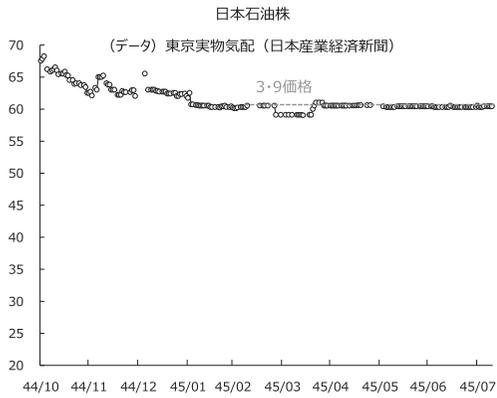
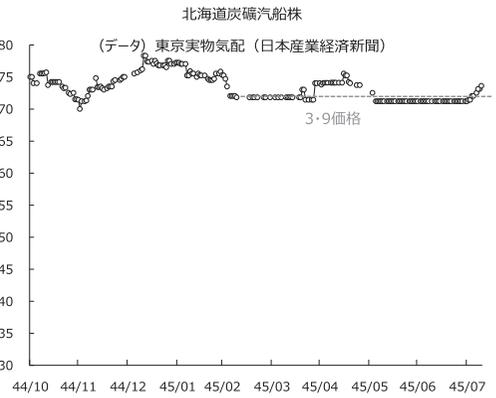
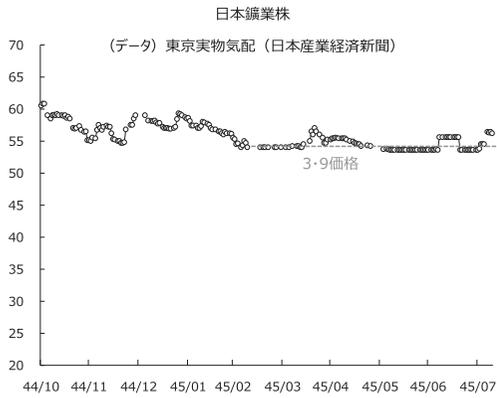
2) 日本郵船新株の第4回追加払込は、60期前半の営業報告書(1945年3月期)の新株配当金1.3870192から逆算し、31日分の配当が50円満額払込配当1.75に相当すると逆算できること、株価気配が、2月28日78円80銭が3月1日92円00銭に急騰していることから、3月1日現在の株主に対する追加払込が行われたと考えられる。

図表4-1 旧短期清算取引対象銘柄の株価推移① (1944年10月31日～1945年8月9日)

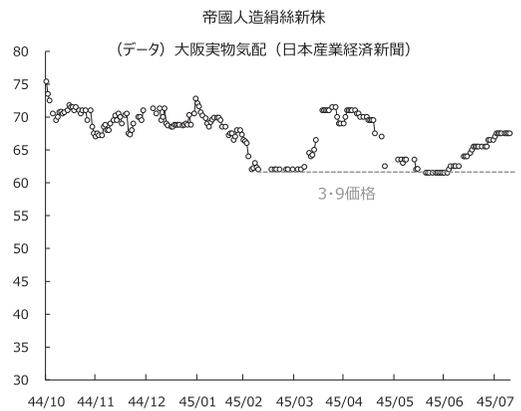
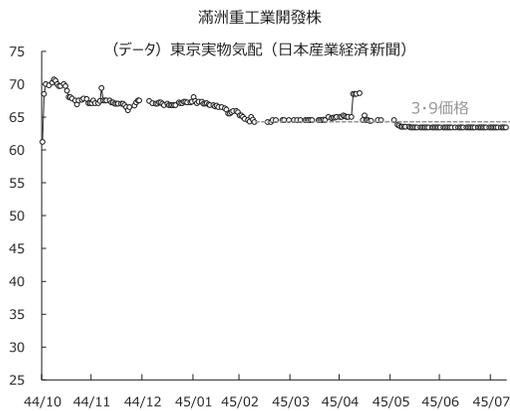
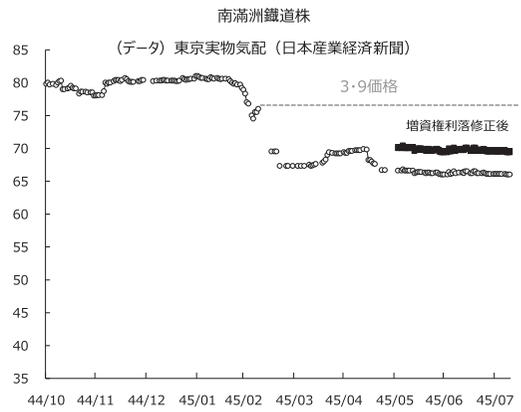
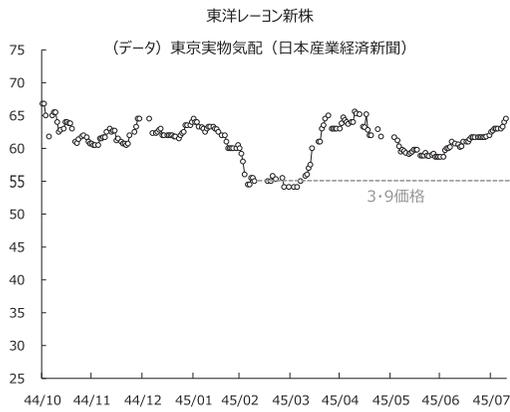
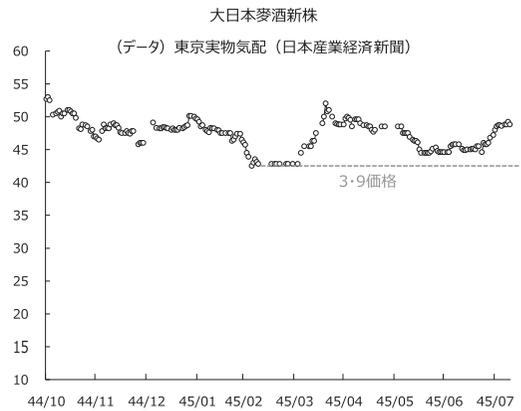
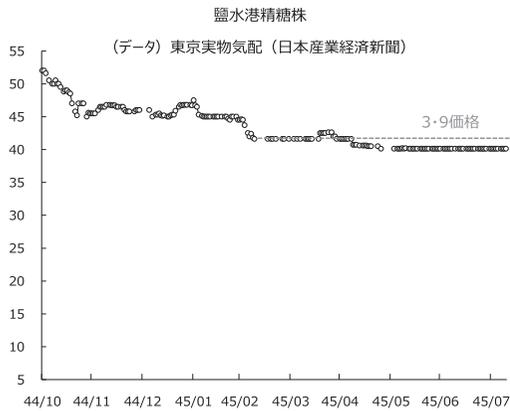


戦時末期の株式投資成果

図表 4-2 旧短期清算取引対象銘柄の株価推移② (1944年10月31日～1945年8月9日)



図表4-3 旧短期清算取引対象銘柄の株価推移③ (1944年10月31日~1945年8月9日)



新株は、1945年3月に満額払込済株となり旧株に統合されるため、4月以降は17銘柄とする。

第一に、無制限株式買付実施後（東京市場が再開された3月17日以降）の株式市場は、株価の変動が極端に抑制された銘柄と、売買高が多く変動率が顕著に低下しなかった銘柄への二極化が確認できる。変動率が低下しなかった銘柄の中でも、日本郵船株、日本郵船新株、鐘淵工業株、鐘淵工業新株の4銘柄は、市場動向を示す指標とされてきた東京株式取引所株および同新株（東株および新東株）の代替としてのポジションニングが維持されたものと推察される。いずれも無制限株式買付により株価は、底堅く推移したが、中でも4月17日の東京市場では、休会中の大阪市場での株高や一時的な沖繩戦での楽観見通しを好感し、日本郵船株中心に急騰した<sup>25)</sup>。その後4月20日前後まで株価は総じて上昇するものの、6月末までにかけて下落基調に転じている。しかし、戦時金融金庫による株式購入効果が減退したため、7月2日以降、介入主体が日本証券取引所に転じると、株価は再び上昇した。日本証券取引所は、戦時金融金庫よりも一層強力な株式買付を実施し、介入効果が大きかったことが裏付けられる。

第二に、変動率が低下しなかった銘柄の中で、消費関連株である大日本麥酒新株、東洋レーヨン新株、帝國人造絹絲新株は、日本郵船株等と同様な株価推移となっているものの、これらの株式は、平和株（紡績・食品・百貨店等）に位置づけられることから、7月から8月にかけて堅調な展開となった。戦争終結を先回りして、株式市場が織り込み始めたと考えることも可能である。日本鑛業株や北海道炭礦汽船株といった軍需産業（鉄鋼金属精練・造船造機等）の一部銘柄の株価は、7月は横這い、8

月に入ってから数日間だけしか上昇していないため、平和株と対照的であることから、相対的に平和株に対する売却圧力が弱かったことが推察される。

第三に、変動率が抑制され、ほぼ3月後半以降の株価が3・9価格に張り付いていたのは、軍需産業に位置づけられる時局株であり、投資家からの売却圧力に対して、戦時金融金庫並びに日本証券取引所による買支えにより、辛うじて株価が維持されたと考えられる。日本鋼管株、浅野重工業株、日立製作所株、三菱重工業株、日本石油株、満洲重工業開発株が該当するが、このほかにも日糖興業株、鹽水港精糖株といった精糖業の株価もほぼ株価が固定化されている。

第四に、南満洲鐵道株のみは、前述したように、増資権利落修正後株価と比較しても、3・9価格を大幅に下回っている。対象銘柄の中では、同銘柄のみ1945年3月以降の株価形成で、何らかの理由で大幅に3・9価格を下回っているため、その理由については今後の検討課題と言えよう。

以上のように、戦時金融金庫や日本証券取引所による株式無制限株式買付が実施されたにも関わらず、主要銘柄（旧短期清算取引対象銘柄）だけを見ても4類型化でき、株式市場の価格決定における多様性が、部分的とはいえ残存していたと考えうるだろう。そのため、戦時末期においても、特定の一部銘柄の推移を確認することをもって株式市場全体の動向を判断すべきではなく、より多くの銘柄を対象としつつ、時系列比較可能な修正を加えた株価指数の算出が求められるわけである。次章では、旧短期清算取引対象銘柄を対象とした戦時末期の株価指数を算出し、1924年6月から1944年11月までの

昭和初期株式パフォーマンスインデックスに接続して、終戦までの株式市場の動向を確認する第一歩としたい。

### Ⅲ. 戦時末期の株式リターン

#### 1. 戦前・戦時期の株式リターン算出手法<sup>26)</sup>

図表4-1に記した三菱重工株の株価推移グラフでは、1945年6月27日に株価が非連続的に下落しているのが確認できる。これは、前述したように株主割当増資の権利が消滅したことにより、株価が下落したことを意味している。それまで株式を保有していた株主（満額払込済株・旧株）は、一定の払込により新株を購入することが可能であり、その剥落した価値を割り戻す必要があるわけである。つまり、増資権利落による株価水準の下方屈折を把握し、必ずしも株価が大暴落したわけではない点を理解しなければならない。有償による株主割当増資は、戦前の株式制度の一つであり、株価推移のみを追っていくと、この増資権利落の効果を見過ごすため注意が必要である。

また、現代にも共通するが、株式投資成果は、株価の変化による損益（キャピタルゲインおよびキャピタルロス）だけでなく、株式配当収入（インカムゲイン）も追加すべきである。特に、長期にわたる投資での累積効果（複利効果）は、配当により得られる部分が大きいため、投資成果算出にとっては必須と考えてよい。つまり、株価データから求めた価格差だけではなく、「権利落修正」と「配当修正」という二つの修正を加えなければ、戦前・戦時期の株式投資成果を計測したことにはならないので

ある。

さらに戦前・戦時期の株式市場では、増資の際に株主が株式額面の全株を一度に払い込むのではなく、複数回に分けて段階的に払い込むという株式分割払込制度の存在が見逃せない。未払込済株式（新株）の投資家は、企業の徴収決定に応じて未払込資本金を追加で払込みしなければならないからである<sup>27)</sup>。新株の一株当たり配当金は、追加払込が実施されると、企業にとっては額面割合に応じて増額されるものの、投資家にとっては追加分を現金徴収されるため、追加払込修正をしなければならないのである。

つまり、戦前・戦前期の株式市場の分析では、株式分割払込制度の存在により、旧株と新株が区別され、投資成果も新旧に応じて修正を行う必要がある。旧株の場合には「増資権利落修正」と「配当修正」、新株の場合には「追加払込修正」と「配当修正」を施し、投資成果の修正を図ることで、時系列および銘柄間での比較が可能になるのである<sup>28)</sup>。

#### 2. 昭和初期株式パフォーマンスインデックス (EQPI) 算出と期間延長手法

昭和初期株式パフォーマンスインデックス (EQPI) では、その対象期間を、東京株式取引所および日本証券取引所の統計月報で時価が確認できる1924年6月から1944年11月までとして、戦前・戦時期の株式投資成果を算出した。統計月報をデータソースとする限り、戦時期の最終発行号（1944年11月の月中平均株価）までのデータしか得られないが、実物取引は、東京市場を中心に日本証券取引所で1945年8月9日まで株式が取引されていた。この9か月間には、戦時金融金庫だけでなく日本証券取引所による株価の買い支えが実施されたが、株式市場

## 戦時末期の株式投資成果

全体に対する介入の効果を戦前期から首尾一貫したデータに基づき定量的に検証する意義は大きいだろう。戦前・戦時期の政府による統制もしくは介入について、株式投資成果（リターン）およびその変動率（リスク）に基づき確認することができるからである。特に、経済史における断絶と連続性に関する議論<sup>29)</sup>に、定量的な材料を提供することが可能になるかもしれない。

そこで当該期間につき日本産業経済新聞（現日本経済新聞）の「東京実物気配」で確認できる株価データを基にEQPIの対象期間を1945年8月まで拡張し、この延長期間の指数をEQPI-EXTENDEDと呼称することとしたい。尚、1945年8月は、ソビエト連邦参戦決定により取引所取引が停止された8月10日以降は取引が停止されたため、算出対象期間から外れている。また、期間延長対象銘柄は、昭和初期株式パフォーマンスインデックス（EQPI）の1944

年11月時点での銘柄である旧短期清算取引銘柄を継承する。具体的には、前章で個別銘柄の日次株価データを確認した18銘柄であるが、日本郵船新株は、1945年3月に満額払込済株となったため、4月以降は日本郵船株の時価総額比率と合算して17銘柄で指数を算出している。

株価データに関しては、当時、日本証券取引所が発行していた日本証券新聞における「東京市場実物前場最終気配」の時価を採用する方法も検討したが、鐘淵工業（鐘淵紡績）新株の株価が記載されていないこと、入手できる国立国会図書館（新聞資料室）蔵マイクロフィルムの欠番が多く発生することから、日本産業経済新聞の「東京実物気配」を採用した。具体的には、日本証券新聞によるデータ数が、1944年12月11データ、1945年1月11データ、2月9データ、3月6データ、4月1データ、5月8データ、6月10データ、7月25データ、8月6データの計87日分のデータであるのに対し<sup>30)</sup>、日本

図表5 時価総額比率推移と銘柄別PI・API・TRI（1944年12月～45年8月）

| 銘柄名      | 1943/12/31 | 1944/11/30 | 1944/12/31 | 1945/08/31 | PI      | API     | TRI     |
|----------|------------|------------|------------|------------|---------|---------|---------|
| 日本郵船株    | 2.5%       | 2.7%       | 2.5%       | 5.9%       | -0.75%  | -0.75%  | 1.14%   |
| 日本郵船新株   | 2.2%       | 2.7%       | 2.5%       | -          | -       | -       | -       |
| 日本鋼管株    | 5.6%       | 7.8%       | 6.9%       | 7.3%       | -8.74%  | -8.74%  | -5.85%  |
| 浅野重工業株   | 0.5%       | 0.5%       | 0.4%       | 0.5%       | -7.82%  | -7.82%  | -4.35%  |
| 日立製作所株   | 18.3%      | 12.6%      | 11.4%      | 11.7%      | -9.66%  | -9.66%  | -6.66%  |
| 三菱重工業株   | 12.7%      | 20.0%      | 18.0%      | 16.2%      | -24.77% | -10.04% | -5.89%  |
| 日本鑛業株    | 11.4%      | 10.1%      | 9.1%       | 9.9%       | -4.83%  | -4.83%  | -2.18%  |
| 北海道炭礦汽船株 | 2.7%       | 2.4%       | 2.2%       | 2.4%       | -1.93%  | -1.93%  | 0.50%   |
| 日本石油株    | 4.3%       | 3.3%       | 3.0%       | 3.2%       | -7.26%  | -7.26%  | -4.53%  |
| 鐘淵工業株    | 5.6%       | 7.9%       | 7.2%       | 7.5%       | -8.50%  | -8.50%  | -6.98%  |
| 鐘淵工業新株   | 2.3%       | 3.3%       | 2.9%       | 3.0%       | -10.20% | -10.20% | -8.19%  |
| 日糖興業株    | 1.1%       | 0.8%       | 0.7%       | 0.7%       | -16.14% | -16.14% | -13.16% |
| 鹽水港精糖株   | 1.1%       | 0.7%       | 0.6%       | 0.6%       | -16.94% | -16.94% | -16.94% |
| 大日本麥酒新株  | 1.0%       | 1.0%       | 0.9%       | 1.0%       | -2.03%  | -2.03%  | 0.90%   |
| 東洋レーヨン新株 | 0.8%       | 0.8%       | 0.7%       | 0.8%       | 0.52%   | 0.52%   | 2.66%   |
| 南滿洲鐵道株   | 18.5%      | 15.4%      | 23.5%      | 21.5%      | -16.48% | -11.57% | -6.43%  |
| 滿洲重工業開發株 | 8.7%       | 7.5%       | 6.8%       | 7.1%       | -7.66%  | -7.66%  | -4.77%  |
| 帝國人造絹絲新株 | 0.8%       | 0.7%       | 0.6%       | 0.7%       | -4.37%  | -4.37%  | -2.91%  |

(注) PI, API, TRIは、1944年11月対比での1945年8月の月中平均株価を比べた価格指数、修正株価指数、配当修正株価指数である。

図表6 各銘柄の月次リスク (API ベース)

| 銘柄名      | 44/12  | 45/01  | 45/02  | 45/03  | 45/04  | 45/05  | 45/06  | 45/07  | 45/08  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 日本郵船株    | 24.99% | 16.02% | 11.97% | 22.49% | 42.82% | 44.97% | 21.61% | 19.22% | 12.86% |
| 日本郵船新株   | 22.09% | 12.55% | 8.89%  | 21.18% | 37.38% | -      | -      | -      | -      |
| 日本鋼管株    | 13.19% | 15.39% | 6.32%  | 3.76%  | 2.45%  | 8.34%  | 0.00%  | 10.80% | 0.61%  |
| 浅野重工業株   | 14.85% | 11.98% | 9.88%  | 5.60%  | 7.48%  | 11.23% | 8.78%  | 0.00%  | 1.46%  |
| 日立製作所株   | 15.65% | 7.15%  | 7.48%  | 10.91% | 14.45% | 8.37%  | 8.15%  | 0.00%  | 2.80%  |
| 三菱重工業株   | 12.04% | 14.22% | 14.00% | 12.27% | 3.46%  | 24.07% | 5.22%  | 9.38%  | 0.00%  |
| 日本鑛業株    | 17.15% | 20.78% | 12.25% | 9.64%  | 12.14% | 17.50% | 3.93%  | 3.36%  | 18.35% |
| 北海道炭礦汽船株 | 14.77% | 16.24% | 13.33% | 11.51% | 11.14% | 18.41% | 10.19% | 8.21%  | 0.00%  |
| 日本石油株    | 13.61% | 18.10% | 25.68% | 11.85% | 10.68% | 8.30%  | 0.67%  | 1.41%  | 2.11%  |
| 鐘淵工業株    | 23.11% | 14.03% | 8.06%  | 12.90% | 22.09% | 27.20% | 23.91% | 8.14%  | 10.28% |
| 鐘淵工業新株   | 26.03% | 23.76% | 12.63% | 25.08% | 57.85% | 45.92% | 19.83% | 16.16% | 16.30% |
| 日糖興業株    | 27.82% | 22.20% | 5.83%  | 17.39% | 9.63%  | 18.07% | 3.06%  | 0.78%  | 0.00%  |
| 鹽水港精糖株   | 27.58% | 7.68%  | 13.22% | 12.39% | 16.33% | 11.27% | 9.43%  | 1.76%  | 0.00%  |
| 大日本麥酒新株  | 23.08% | 22.37% | 27.57% | 16.06% | 20.78% | 32.82% | 18.04% | 13.10% | 18.29% |
| 東洋レーヨン新株 | 33.13% | 16.92% | 16.40% | 11.16% | 26.05% | 26.44% | 29.66% | 10.57% | 9.33%  |
| 南滿洲鐵道株   | 8.03%  | 7.00%  | 3.13%  | 3.57%  | 41.13% | 5.20%  | 10.96% | 18.12% | 4.74%  |
| 滿洲重工業開發株 | 44.37% | 16.05% | 5.55%  | 6.07%  | 7.45%  | 3.56%  | 34.45% | 3.89%  | 0.00%  |
| 帝國人造絹絲新株 | 23.50% | 24.54% | 26.37% | 15.30% | 20.34% | 33.07% | 31.01% | 13.43% | 10.95% |

(注) 日次修正収益率の標準偏差 (年換算値)。尚、週6営業日が一般的であったため、年率換算は、年300営業日を前提に算出した。

産業経済新聞によるデータ数が、1944年12月24データ、1945年1月23データ、2月23データ、3月15データ、4月19データ、5月18データ、6月25データ、7月25データ、8月8データの計180日分のデータであった<sup>31)</sup>。特に、4月のデータ数の極端な相違は、3・9価格での無制限株式買付の成果を確認するために無視できないため、日本産業経済新聞のデータを選択する理由の一つである。

尚、EQPIとの接続にあたっては、EQPI-EXTENDED 算出期間の株価を単純に採用するのではなく、日本産業経済新聞「東京実物気配」の11月中平均と、12月中平均以降のデータの月次変化率を用いて指数化している。これは、日本証券取引所等の「統計月報」数値と新聞社間の数値差異、各新聞社間 (日本産業経済新聞と日本証券新聞) の数値差異が存在するため、敢えて変化率による接続により微細ながらも断層を生じさせないようにしたものである。

次に、時価総額加重平均による算出に当たって、時価総額比率は、図表5に記したが、南滿洲鐵道株、三菱重工業株、日立製作所株の比率が高く、大日本麥酒新株、東洋レーヨン新株、帝國人造絹絲新株といった平和株の比率が低い。戦況に対する連動性が高いという特徴がある点は否めないだろう。一方、東京証券取引所調べによる株価指数や、その他の株価指数は、売買高加重平均によるものが多いため、日本郵船株や鐘淵工業株および鐘淵工業新株等の株価推移の影響を大きく受けることになる。そのため、EQPI-EXTENDED は、平和株や高流動性株の影響が小さいことから、相対的に投資成果は低かったことが推察される。

また、個別銘柄毎に、PI、API、TRIを比較すると、増資に伴う権利落ち修正があった三菱重工業株と南滿洲鐵道株では、PI < API という関係になり、権利落ちによる株価下落分を修正している。また、日本郵船新株は、1945年3月

## 戦時末期の株式投資成果

に満額払込済株になっているため図表5ではPI等の収益率を記載していないが、追加払込のためPI > APIの関係になっている。無配になった鹽水港精糖株を除くと銘柄毎に異なる配当率を反映した配当効果が追加されているため、API < TRIになっている。この効果により日本郵船株の投資効果はマイナスからプラスに転じていることも確認できよう。

図表6では、各銘柄の増資権利落修正および追加払込修正後の日次での修正株価指数(API)収益率の標準偏差(年換算)を月毎に求めている。日本郵船株や鐘淵工業新株など流動性の高かった銘柄については、無制限株式買付が開始された1945年3月から5月にかけてのリスク水準は高まったものの、その後は安定を取り戻し、リスク水準は低下基調で推移している。米空軍による本土空襲が激化する中で、株式市場の動揺を抑制するための介入効果ははたらいたものと考えられよう。また、1945年6月の日本鋼管株、同年7月の浅野重工業株、日立製作所株、同年8月の三菱重工株、北海道炭礦汽船株、日糖興業株、鹽水港精糖株、満洲重工業開発株について言えば、標準偏差が0.00%になり、気配が固定化されているケースもあり、これらの株式については、国債市場と同様にリスク消失状態に至ったと考えられよう。

### 3. EQPI-EXTENDED による戦時末期の株式リターン

各個別銘柄の収益率を基に時価総額加重平均によりEQPI-EXTENDEDを求めると、1944年の価格指数(PI)はマイナスに落ち込んでいるものの、修正株価指数(API)では+6.52%、配当込修正株価指数(TRI)は12.61%まで上昇しており、株式投資成果とし

ては43年よりも回復基調で推移していたことが確認できる。株価水準による投資成果だけで比較するならば、株式市場は短期金融市場よりも劣位であったものの、修正を加えたならば、比較的良好な年であったということになる。戦時の物資動員計画は、支障をきたし始めていたものの、名目の株式投資成果は、戦時金融金庫等の株式購入によりサポートされたと考えうるだろう。

興味深いことに、1944年11月24日には、空襲により後場臨時休会になって以降、1945年3月にかけては、修正株価指数(API)でみると1944年12月▲2.37%、1945年1月+0.40%、2月▲3.19%、3月▲5.77%と推移していることから判断すると、戦時金融金庫による株式購入の効果が減退していたと言えよう。この間には、積極的な株式市場に関する政策が打ち出されることも少なく、政策的な空白期になっている点は、注意すべきかもしれない。

山崎[2009]には、大蔵省理財局金融課と戦時金融金庫証券部とは、市場変動を事前に予測して対応を協議していた点が指摘されているが、1943年度後半以降、計画的というよりも、金融環境の変化に応じた介入が検討されていたことから、3月9日の東京大空襲までの期間における株価維持政策に対する当局の関心が薄れていた可能性がある。その背景には、「1945年に入ると本土空襲が本格化し、投資家の離散も甚だしくなった<sup>32)</sup>」という事情もあったと考えられる。しかし、東京大空襲は通信交通網を徹底的に破壊し、各地市場は1週間にわたる立会停止となったが、3月17日の立会再開後も売り物が後を絶たなかったため、当局も本腰を入れ無制限株式買付を実施した。当局の株式市場に対する関心もしくは危機意識が再び高まったわ

けである。修正株価指数 (API) は、4月 + 0.52%、5月 0.43% となり投資成果もかろうじてプラスに転じたが、6月には▲1.61%に落ち込んだ。その後、空襲の激化により受渡決済に支障をきたすようになったため、7月からは日本証券取引所が特別勘定を設けて大規模な買出動を実施し、修正株価指数 (API) のリターンも7月 + 1.15%、8月 + 0.97% という具合にプラス圏となり終戦を迎えた。しかし、1945年初から8月9日までの API は▲7.08% となり、結果として無制限株式買付の効果は限定的であったと総括できよう。

次に戦時末期の株式のリスク水準については、修正株価指数 (API) の月次リターンの標準偏差 (年換算) は、1943年の5.38%が1944年12.18%まで上昇するものの、1945年 (8月まで) は8.55%まで低下しており、特に4月以降の株価維持政策が大きな影響を与えた可能性がある。図表7には示していないが、戦時前期の修正株価指数 (API) の標準偏差 (年換算) は、1940年12.60%、1941年14.34%、1942年11.56%であった。このことから言えるのは、1944年のリスク水準が高いのではなく、1943年の株式市場が極度に安定していたものの、1944年に戦時前期水準まで変動率が高まったということである。さらに東京大空襲による株価下落を端緒として、政策当局が変動抑制を意図して無制限株式買付という極端な政策を採用したため、45年の株式市場のリスク抑制が現実化したと考えてよいだろう。株式市場のリスク水準の変化からは、国債市場とは異なり株価維持政策が、計画的に徹底されたものではなく、金融環境に応じて是々非々で講じられたものだったと言えよう。

さらに名目株価によるリターンについては、

1945年の無制限株式買付についての効果が認められるものの、同時期のインフレ率急上昇は、着実に株式の実質的価値を減じていたと言わざるを得ない。1945年のリターン水準は、無制限株式買付があったものの修正株価指数 (API) が▲7.08%と落ち込む一方、配当修正株価指数 (TRI) が▲3.93%にとどまっているとは言え、東京小売物価指数の上昇率が急上昇したため、実質的な株式投資成果は▲22.49%という具合に大幅なマイナスに陥り、株式保有者の資産を毀損したと言える。その物価についてさらに検討するならば、「1944年度の総動員計画は、年度当初から計画を外れ始め、急速に縮小した最も深刻な計画であった<sup>33)</sup>」こともあり、資材不足が深刻さを増し、公定価格と闇物価の乖離が大きくなったことが容易に想像される。つまり、公定価格ベースの東京小売物価指数を遥かに上回る実勢価格 (闇物価) の上昇から、少なくとも1944年以降の株式投資家の資産価値は非連続的に急減したと考える。つまり、戦時金融統制を株式市場パフォーマンスの側面からみるならば、統制が計画的に機能して、市場の安定に寄与したとは言い難い。

#### IV. おわりに

戦前に実施された株価維持政策が、太平洋戦争突入時の株価急上昇により奏功しなかったことに続き、太平洋戦争初期の株価急騰時の株価抑制策が、1943年の株価下落に追い打ちをかけたしまった。われわれは、市場介入が後手に回り逆効果をもたらした事実を、再認識すべきであろう。そのため戦時期の軍部および官僚による統制的経済運営は、計画的に完遂され、それらが奏功したとの認識については、留意すべき



毀損したことを冷静に受け止める必要がある。

つまり、戦時末期の株式市場での価格統制は、金融環境に応じて是々非々に対応したという、いわば地に足がつかない政策であり、計画的な管理もしくは介入が徹底されたとは言い難いものだった。この観点からは、株式市場における価格統制は、金融統制会を中心に金融機関への資金統制の徹底や国債市場における価格統制とは対照的なものであったと言える。日本銀行を頂点として金融政策という手段を用いて金利水準を左右できる体制とは異なり、市場参加者の行動を完全に統制できない株式市場においては、政府の市場介入の効果が限定的にならざるを得なかったということを、戦時末期の株式市場パフォーマンスの分析から、われわれは再認識すべきだろう。本稿を結ぶにあたって、政府が金融市場に対峙する際の介入効果が、国債市場と株式市場では様相を異にしたという戦時末期の歴史的事実を、改めて強調しておきたい。

尚、本稿では、株価指数算出にあたって、主たる銘柄として株式市場を代表する旧短期清算取引対象18銘柄を対象としており、全銘柄を対象とした指数を構築することは、今後の課題であろう。株価データの制約や、各企業の営業報告書を取得することの困難性（特に1945年に決算を迎える期の財務データ）はあるものの、労力を惜しまず真摯に株式市場の実態に向き合うことは、政府による市場介入が強化される時代に有意なインプリケーションを与えるものと考えられるからである。

#### 注

- 1) 本稿では、戦時統制が破綻し解体期を迎えることになった1944年7月のサイパン島失陥から、1945年8月のポツダム宣言受諾までを戦時末期として取り扱う。
- 2) 平山賢一 [2018] 参照。
- 3) Siegel & Coxe [2002] 参照。
- 4) 有沢広巳監修 [1978], 148頁。
- 5) 大石嘉一郎 [1994] では、戦時統制を①戦時統制開始期 (1937年7月日中戦争勃発～39年9月第二次世界大戦開始)、②戦時統制強化期 (～41年7月米国の対日資産凍結)、③戦時統制転換期 (～43年2月ガダルカナル島撤退)、④戦時統制破綻期 (～44年7月サイパン島陥落・東条内閣総辞職)、⑤戦時統制解体期 (～45年8月敗戦) の5期に区分して整理している。
- 6) 大石嘉一郎 [1994], 15頁。
- 7) 資本金 (株金総額等) 20万円以上の会社は、主務大臣の許可を受けなければ基準配当年率 (原則として1938年11月30日以前1年以内に最終決定した配当年率) を超えて配当できない。但し、①基準配当年率に年2%以下 (半期1%以下) に限って追加した配当年率 (最高でも年10%以下)、②年6%以下の配当年率の場合を除く。詳細は、栗林操 [1939] 参照。
- 8) 東京株式取引所関係者を中心とする恒久的な株価安定機関。これ以前にも、1937年には、大日本証券投資会社が設立されている。また、株価安定機関に変質していく生保証券については、深見泰孝 [2012] を参照。
- 9) 大蔵省財政史室 [1979], 297頁は、①1940年4月の「利潤統制要領」の発表という戦時統制の強化、②日独伊三国同盟の締結や英米仏等の対日資産凍結などが戦争勃発の方向を示唆するという心理的不安を強めていることにより、株式市場が沈滞したとしている。
- 10) 柴田善雅 [2011], 232～235頁参照。株式価格統制令は、個別銘柄の下限価格を政府が決定するものであるが、1941年12月15日の改正では、上限価格も決定できるようになる。しかし、敗戦まで下限価格と上限価格の指定は一度も実施されずに終わった。
- 11) 柴田善雅 [2011], 232～235頁参照。
- 12) 柴田善雅 [2011], 241頁には、「日本協同証券は、株価投機に対して1941年12月中旬に最初の売出動を行い、さらに1942年1月も株価の騰勢が衰えないため、売り出動を続けた」と記されていると共に、1942年3月期の日本協同証券は、生保証券所有株式の肩代わりによる受渡しを含めると保有株式額は増加した点が示されている。また、1942年7月14日には、政府は、「生保証券に対し生保統制会々員と株価抑制につき協議すべきことを命ぜよ」と生保統制会に指示している。
- 13) 清算取引による利益金から必要経費を控除した残額が三千元以上の場合に、10万円以下25%、10万円以上40%、30万円以上55%の累進税が課せられた。鈴木邦夫 [2007], 107頁によると、敗戦まで一貫して実物取引においては、株式売買差益に課税されなかった。
- 14) 全国経済調査機関連合会編『日本経済年誌』昭和18年版, 160頁。
- 15) 大蔵省財政史室 [1979], 296頁。
- 16) 1943年7月に、株式譲渡命令に関する件が公布・施行されたが、株価抑制のために金融機関に持ち株を戦時金融庫に譲渡すること命じうるものであり、時機を逸した株価騰貴対策であった。
- 17) 大蔵省昭和財政史編纂室 [1979] 297頁の脚注には、

## 戦時末期の株式投資成果

- 「昭和18年4月、川崎重工業の増資を皮切りに、その後19年5月に廃止されるまでの1年間、各社の増資に適用されたもので、倍額以上の増資分については、プレミアムを付した価格で株主に割り当てを行うか、公募することとされた。これは額面価格で株主割り当てを行い、プレミアム分を事実上株主に還元するという従来の増資方法を部分的に制限するものであったから、増資期待による株式売買の活況に水を差すものであった」とある。
- 18) 山一証券社史編纂室 [1958] 『山一証券史』, 307頁。
- 19) 東洋経済新報 [1945] には、式村義雄大蔵省理財局長に加え、徳田昂平東京取引員統制組合理事長、飯田清三野村証券社長、澁谷信一日証市場部次長による座談会「非常事態下の証券市場」が掲載されている。ここでは、1945年3月20日に東洋経済新報本社において開催された内容（戦時金融金庫による無制限買付の対象銘柄や経緯等）が記されている。
- 20) 大阪証券業協会 [1951], 355頁。
- 21) 8・9 価格は、日本証券新聞紙上で記録されている気配価格であることや、主たる取引として清算取引を軸にして戦前期の最終売買価格を把握すべきである点等から、戦前最終価格を1945年7月にすべきとする議論もあるが、公式に8月9日までは売買が存続されていたという点を重視して、本稿では最終売買価格を8月9日とした。
- 22) 平山賢一 [2018], 112~114頁参照。
- 23) 『日本産業経済新聞（現日本経済新聞）』, 1945年3月16日。
- 24) 『日本産業経済新聞（現日本経済新聞）』, 1945年3月18日。
- 25) 『日本産業経済新聞（現日本経済新聞）』, 1945年4月18日には、「休日中の大阪高、旁々南西諸島の戦果を好感して、諸株一齐に急騰し、郵船の七円十銭高を筆頭に紡績、人絹、繭糸、毛織等の繊維株の昂騰が著しく、市況も頗る活発であった」と記されている。
- 26) 詳しくは、平山賢一 [2018] を参照。
- 27) 原則として商法の規定により額面50円以上の場合には4分の1払込み（額面50円の場合には12円50銭）から認められた。株主総会では、新旧株の双方に等しく議決権が付与されたものの、配当は、払込比率に応じて按分されたため、配当込投資収益率を求める際の算出処理は異なってくる。
- 28) 個々の銘柄を修正する方法として、ダウ式と還元式による修正方法があるが、詳しくは横山保 [1957] 参照。具体的な、算出手法は、平山賢一 [2019], 112~118頁を参照されたい。
- 29) 戦前と戦後の断絶と連続性に関する日本近現代史の課題の整理については、森武麿 [2002] を参照。
- 30) データ取得可能日は、1944年12月は1・4・8・11・13・15・18・20・22・23・27日、1945年1月は4・8・10・12・15・17・19・22・26・29・31日、2月は5・7・9・12・14・19・21・23・26日、3月は7・9・19・26・28・30日、4月は30日、5月は4・7・9・11・14・16・18・23日、6月は8・11・13・15・18・20・22・25・27・29日、7月は2・3・4・5・6・7・9・10・11・12・13・14・16・17・18・19・20・21・23・24・25・26・27・30・31日、8月は1・3・6・7・8・9日である。
- 31) データ取得可能日は、1944年12月は1・2・4・5・6・7・8・9・11・12・13・14・15・16・18・19・20・21・22・23・26・27・28・29日、1945年1月は4・6・8・9・10・11・12・13・15・16・17・18・19・20・22・23・24・25・26・27・29・30・31日、2月は1・2・3・5・6・7・8・9・10・12・13・14・15・17・19・20・21・22・23・24・26・27・28日、3月は1・2・3・5・6・7・8・9・17・19・20・22・26・27・30日、4月は2・4・6・9・10・11・12・13・17・18・19・20・21・23・25・26・27・28・30日、5月は1・2・3・4・5・7・8・9・10・12・14・15・16・17・18・19・23・25日、6月は2・4・5・6・7・8・9・11・12・13・14・15・16・18・19・20・21・22・23・25・26・27・28・29・30日、7月は2・3・4・5・6・7・9・11・12・13・14・16・17・18・19・20・21・23・24・25・26・27・28・30・31日、8月は1・2・3・4・6・7・8・9日である。
- 32) 東京証券取引所 [2002], 72頁
- 33) 山崎志郎 [2016], 761頁

## 参考文献

- 有沢広巳監修 [1978] 『証券百年史』, 日本経済新聞社
- 大石嘉一郎 [1994] 「第二次世界大戦と日本資本主義」  
大石嘉一郎編『日本帝国主義史3 第二次世界大戦』, 東京大学出版会
- 大蔵省昭和財政史編纂室 [1956] 『昭和財政史』第9巻 通貨・物価, 東洋経済新報社
- 大蔵省昭和財政史編纂室 [1979] 『昭和財政史—終戦から講和まで』第14巻 保険・証券, 東洋経済新報社
- 大阪証券業協会 [1951] 『証券十年史:1940-1950』
- 大阪証券取引所 [1964] 『大阪証券取引所十年史』
- 片岡豊・丸淳子・寺西重郎 [2004] 「明治後期における株式市場の効率性の分析」『証券経済研究』第47号53~63頁, 第48号69~81頁
- 釜江廣志 [2019] 「戦前期株式市場の効率性」一橋大学大学院経営管理研究科, ワーキングペーパー第151号
- 栗林操 [1939] 『会社利益配当及資金融通令解:附・各種申請及報告手続・関係法令』, 大阪銀行協会
- 経済企画庁経済研究所 [1963] 『金融資産負債残高表(1930-45年)』

- 小池良司 [2019] 「1940年代の家計消費の補間」金融研究所ディスカッションペーパーNo.2019-J-2, 日本銀行金融研究所
- 小林和子 [2012] 『日本証券史論—戦前期市場制度の形成と発展』, 日本経済評論社
- 鎮目雅人 [2018] 「第二次世界大戦中の日本の闇物価について——ヘドニック・アプローチに基づく推計——」金融研究所ディスカッションペーパーNo.2018-J-17, 日本銀行金融研究所
- 柴田善雅 [2007] 「戦時日本の株式市場統制」『東洋研究』第166号, 27～59頁
- 柴田善雅 [2011] 『戦時日本の金融統制』, 日本経済評論社
- 志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』, 東京大学出版会
- 鈴木邦夫 [2007] 「戦時統制と企業」石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史 4 戦時・戦後期』, 東京大学出版会
- 鈴木史馬 [2012] 「太平洋戦争と証券市場東京株式取引所短期清算市場日次データの概観」, 『明星大学経済学研究紀要』44 (1), 39～51頁
- 全国経済調査機関連合会編, 『日本経済年誌』, 昭和14年版～昭和18年版.
- 東京証券取引所 [1963] 『東京証券取引所10年史』, 東京証券取引所
- 東京証券取引所 [2002] 『東京証券取引所50年史』, 東京証券取引所
- 東洋経済新報社 [1945] 「非常事態下の証券市場」『東洋経済新報』昭和20年3月31日号, 5～7頁
- 日本銀行統計局 [1947] 『戦時中金融統計要覧』(昭和22年10月)
- 平山賢一 [2018] 「昭和初期株式市場のパフォーマンスインデックス算出による検証」『証券経済研究』第101号, 71頁～91頁
- 平山賢一 [2019] 『戦前・戦時期の金融市場』, 日本経済新聞出版社
- 深見泰孝 [2012] 「戦前期の株価維持機関の活動—生保証券を中心に—」『証券経済研究』第78号, 1～18頁
- 藤野正三郎・秋山涼子 [1977] 『証券と利子率: 1874-1975年』一橋大学経済研究所日本経済統計文献センター
- 藤原信夫 (他) [1956] 『証券白書昭和31年』, 産業経済研究所
- 森武磨 [2002] 「戦前と戦後の断絶と連続 —日本近現代史研究の課題—」『一橋論叢』第127巻第6号, 639～654頁
- 安富歩 [1995] 「満鉄の資金調達と資金投入—「満州国」期を中心に—」『人文學報』第76号, 155～228頁
- 山一證券社史編纂室 [1958] 『山一證券史』
- 山崎志郎 [2009] 『戦時金融金庫の研究—総動員体制下のリスク管理』, 日本経済評論社
- 山崎志郎 [2011] 『戦時経済総動員体制の研究』, 日本経済評論社
- 山崎志郎 [2016] 『太平洋戦争期の物資動員計画』, 日本経済評論社
- 山中宏 [1990] 『私の戦時財界日誌』, 東洋経済新報社
- 横山保 [1957] 「修正株価について」, 『大阪大学経済学』第6巻第3・4号, 177～193頁
- Dimson, Elroy, Marsh, Paul & Staunton, Mike [2002] “*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*”, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Jorion, Philippe, William N. Goetzmann [1999] “*Global Stock Markets in the Twentieth Century*”, *Journal of Finance*, vol.54, no. 3 (June 1999): 953-980.
- Noda, Akihiko [2019] “*Measuring the Time-Varying Market Efficiency in the Prewar Japanese Stock Market*”, arXiv preprint arXiv:1911.04059 (2019).
- Siegel, Jeremy. J., & Coxe, D.G. [2002] “*Stocks for the long run (Vol. 3)*”, New York: McGraw-Hill.
- (東京海上アセットマネジメント(株)執行役員)