

## 書評

平山賢一著

『戦前・戦時期の金融市場  
—1940年代化する国債・株式マーケット—』

(日本経済新聞出版社, 2019年4月)

深見泰孝

## I. はじめに

「歴史は繰り返す」とは、古代ローマの歴史家クルティウス・ルフスの言であるが、実際に世界の歴史を振り返ってみると、歴史が繰り返されていることは多々見られる。本書が主として取り上げている戦時期の日本の証券市場と、現在のそれにも類似性は見られる。1940年代の証券市場は、株式市場では戦時金融金庫や日本証券取引所による株価維持が行われ、債券市場では国債の日銀引受発行が行われていた。これに対し、現在の市場でも、株式市場では日銀によるETF買い入れが行われ、債券市場でも日銀による大量の国債買いオペが行われている。

さて、本書が分析対象としている戦前期の証券市場を系統的に歴史分析した著書は数少ない。評者の不勉強もあるが、管見の限り、小野清造『日本証券史論 上巻』1943年、日本評論社、竹内半寿『我国公社債制度の沿革』1956年、酒井書店、志村嘉一『日本資本市場分析』1969年、東京大学出版会、志村嘉一編著『日本公社債市場史』1980年、東京大学出版会、野田正穂『日本証券市場成立史』1980年、有斐閣、片岡豊『鉄道企業と証券市場』2006年、日本経

済評論社、小林和子『日本証券史論』2012年、日本経済評論社くらいであろう。

従来、金融史研究では各経済主体の資産負債残高の変化や制度分析を主としていた。また、証券史研究では取引所市場と店頭市場との価格相関性や鉄道株投資の収益性を分析したものもあるが、主として明らかにされてきたのは証券取引制度や取引仕法、市場構造や証券保有構造の変化である。そうした中、本書は個別証券の価格、利子・配当データを丹念に拾い上げてデータベースを構築し、それをを用いて戦前・戦時期の市場参加者の投資行動や、それによる運用パフォーマンスの算出が目指された。本書では主として計量的な分析が行われているため、評者に書評する資格があるかは疑わしいが、戦時期の証券市場を研究するものとして、可能な範囲で書評を試みたい。

## II. 本書の構成とその概観

本書は全9章で構成され、以下のような構成をもつ。第1章から第8章までは戦前・戦時期の証券市場を分析したものであり、第9章は戦時統制下の証券市場に現在のそれが近接していることを指摘した上で、当時と現代の相違点と

その背景を明らかにしている。

本書は次のような章構成で構成される。

第1章 戦前・戦時期の金融市場研究

第2章 戦前・戦時期の国債市場の再検討

第3章 昭和初期国債パフォーマンスイン  
デックス (GBPI)

第4章 戦前・戦時期の株式市場の再検討

第5章 昭和初期株式パフォーマンスイン  
デックス (EQPI)

第6章 金融統制下の株式市場の再評価

第7章 五大銀行の有価証券投資と金融統制

第8章 結論

補論 1940年代化する現代の国債・株式市場  
以下、各章の内容を概観しよう。

第1章 戦前・戦時期の金融市場研究では、著者の課題とそれが研究史上にどのような貢献が期待できるか、さらには概括的に戦前・戦時期の証券市場の歴史を振り返り、先行研究や本書での研究手法を提示することから始まる。

著者は先行研究の課題として、従来の戦前・戦時期の証券市場を対象としたパフォーマンスデータは、一部の個別銘柄を代理指標としたり、当時の制度を無視した不十分な指数である。また、資金統制ばかりが目され、市場参加者の投資行動や市場のパフォーマンス分析が十分に行えていないことを挙げる。これに対し、本書では当時の制度的な特質を反映させた個別銘柄の価格や利子、配当データを網羅したパフォーマンス・データベースを作り、それを用いた、市場参加者（特に五大銀行）の投資行動や市場のパフォーマンス分析を課題とするのである。

第2章 戦前・戦時期の国債市場の再検討では、従来、戦前・戦時期の国債市場の分析は、売買高の多い銘柄の価格や利回りで国債市場全

体の指標に代替させていたが、それに対する疑義が提議される。そもそもデータの一貫性が担保できないことに加え、国債優遇策（標準発行価格制度）や戦前期固有の制度（低利借り換え〔償還期限到来前に、据置期間を経過した既発高利債を額面100円で低利債に借り換えること〕）を踏まえたデータを基にしなければ、十分な市場分析が行えないという問題意識からである。

そこで、著者は残存年数が最も10年に近い国債の利回りをつないで（残存年数9年まで保有し、その後再び残存年数が最も10年に近い国債に乗り換えを繰り返す）、利回りの推移を算出する。これによれば、利率別に異なる利回り水準が形成され、そのイールドスプレッドが時系列で変動していたという特殊性を明らかにする。また、同じ償還期限の異なる利率の国債でイールドスプレッドを分析しても、利率間のスプレッドが存在し、かつ両方のケースでそれが低利借り換え懸念の有無によって拡大、縮小を繰り返していた。つまり、低利借り換えが、市場参加者の投資行動に影響を与えていた可能性を示唆する。

こうした市場の特殊性を踏まえると、売買高の多い銘柄を代理指標としたのでは戦前・戦時期の国債市場の市場パフォーマンス把握には不十分であり、対象銘柄を極力広げた指標によって、利率別イールドスプレッドの影響を排除した指標の必要性を主張する。

これを受けて、第3章 昭和初期国債パフォーマンスインデックス (GBPI) では、国債全銘柄を対象としたインデックスであるGBPIを算出する。GBPIの算出方法は、割引債を除いた「個別銘柄の投資成果を求め、時価総額を基準に加重平均化して指数化した」もの

であり、残存年限が1年未満となったものは対象外としている。この指数によれば、1924年から1944年11月までの国債市場のリターンが年率換算で5.71%、同じくリスク(変動率)は2.04%であること、短期金融市場(東京コール)対比での超過収益が2.07%、リスク調整後リターンが1.01であったことを明らかにした。

また、リスク水準の変化に注目すると、1931年には国債市場のそれは5.28%まで高まるが、その後、国債の日銀引受発行や各種の国債優遇策、さらには臨時資金調整法の制定により、1938年以降のリスク水準は0.5%以下に低下(リターンは安定化)した。こうしたリスクの低さが金融機関の国債保有動機を高めたわけだが、とはいえ、低利借り換え懸念の台頭と並行して、リスクが一時的に上昇しており、市場参加者は無条件に国債消化に協力したわけではないことを示している。ただ、1942年以降になるとリスク水準はさらに低下し、短期金融市場並みとなる。こうして1942年以降、国債市場は管理市場化を強めていったことを明らかにしている。

第4章 戦前・戦時期の株式市場の再検討では、戦前に作られたいくつかの株価指数は、投資収益の測定を目的としておらず、投資収益率の算出が困難であることと、配当が除外されているため、正確な投資パフォーマンス評価には利用できないという欠点がある。そもそも戦前の日本の株式市場の投資パフォーマンスを正確に評価するには、戦前特有の制度(旧株の権利落ちや、新株の株式分割払込制度)や配当再投資効果を修正した指標が必要となるが、既存の指数はこれら両方の修正をしたものはない。そこで、著者はこれらを踏まえた株価指数の算出手法を考案し、戦前の株式市場を代表する銘柄

である東京株式取引所株(旧株、新株ともに)を事例に投資収益率の検証作業を行う。

従来、東京株式取引所株のキャピタルリターンは低調だったとされるが、1878年9月から1943年4月を対象とし、戦前の制度を反映させた投資収益率(API)は、年率換算した幾何平均収益率(複利)が6.9%(ダウ式)、7.2%(還元式)であり、平均的な短期金利を上回っていた。さらにAPIに配当再投資効果を反映した投資収益率(TRI)は、14.22%(ダウ式)と14.15%(還元式)であった。

次に、1924年6月から1943年4月を対象に、東京株式取引所の新株でもこれと同様の算出を行うと、APIは-1.11%(ダウ式、還元式とも)、TRIは0.73%(ダウ式)、0.68%(還元式)となった。一方、リスク水準は東京株式取引所株のAPI、TRIはともに34~35%、新株のそれは22%であった。

これらから、従来、両者への投資はキャピタルリターンが低いとされたが、制度の反映や配当修正を行うと、それはハイリスクではあるがそれに見合ったリターンが得られていたことを明らかにしている。ただ、これは個別銘柄を取り上げたに過ぎず、取引所以外の業種が反映されないため、より広範な銘柄を組み入れた指数の必要性を強調し、続く第5章でそれが作られ、株式市場の投資収益率が分析される。

第5章 昭和初期株式パフォーマンスインデックス(EQPI)では、東京株式取引所の短期清算市場に上場された銘柄を取り上げ、第4章同様に個別銘柄ごとに権利落修正や追加払込修正、配当権利落修正を加えたEQPIが算出された。算出期間は1924年6月から1944年11月を対象としている。年率換算したキャピタルリターンは0.47%であったが、APIは1.19%、

TRIは6.92%であった。先行研究ではキャピタルリターンは測定だけで、同時期の株式市場の収益性はローリターンとされていたが、著者による再評価により、権利落修正や追加払込修正などを行った配当込のトータルリターンは国債リターンを上回っていたことが明らかとなった。

また、リスク水準に関しても国債市場が0.5%以下（第3章で分析）へと低下したのに対し、短期清算市場では16.39%であり、一定の価格変動が見られたことを示している。そして、金融統制が行われた1930年末以降のそれも11%から16%あったことが見られ、従来言われていたように、株式市場に対する価格統制は国債市場ほどではなかったことを示している。さらに、リスク調整後リターンも算出し、国債市場のそれはリスク水準の低さから1.01であったのに対し、株式市場のそれは0.2であるため、名目では株式投資よりも国債投資の効率性が高かった。ただ、それにインフレ調整をした実質では、国債市場の0.4に対して株式市場のそれは0.2になり、依然として国債投資の効率性が高いものの、1930年代末からのインフレにより、国債市場と比較した株式市場の効率性が回復していたことを明らかにした。

こうして、第3章および第5章で、戦前・戦時期の株式、国債両市場の基礎データの整備および分析が行われ、続く第6章 金融統制下の株式市場の再評価では、配当利回りなどを用いた日米市場の比較（比較対象期間は1924年6月から1944年11月まで、使用データは日本がEQPI、アメリカはShiller [2015]）、そして日本市場での効率的な資産配分比率が分析される。

前者では、アメリカのキャピタルリターンは

1.96%、TRIは7.7%、これに対し日本は第5章で明らかになったように、それぞれ0.47%、6.92%であり、また、リスク水準もアメリカが23.95%、日本は16.39%であることから、顕著な差は見られない。また、配当利回りや株式益回り、株価収益率、株式益回りと国債利回りのイールドスプレッドのいずれもアメリカより日本の方が低い。株式益回りやイールドスプレッドにも顕著な差は見られず、従来言われていた日本市場の特殊性は、必ずしも言えない可能性を指摘した。

そして後者では、リスク調整後リターンが高くなる資産配分比率を求めた。本書によれば全期間のそれは株式投資比率0%とするのが、効率的な資産配分であったとする。このため、対象期間を過去60ヶ月、24ヶ月と短縮した場合も求めたが、何らかの大きなイベント（金輸出再禁止など）が起きたときしか、株式への配分比率は高まらず、そのケースは数えるほどしかなかった。

また、金融統制の強化とともに分散効果も低下しており、この時期に国債保有比率を上昇させた市場参加者の投資行動は、事後的には市場のパフォーマンスとも整合的な資産配分であったと言える。とはいえ、国債の実質超過リターンは金融統制の強化とともにマイナスとなっており、国債への投資は実質的価値毀損リスクを高めていた。そこで、金融機関が国債投資を拡大させた誘因として、著者は国債優遇策による順ザヤの維持が前提であった可能性を指摘する。

第7章 五大銀行の有価証券投資と金融統制では、戦時期の五大銀行が行った有価証券投資を取り上げ、財務諸表の変化と市場パフォーマンスの関係を分析した。その際、キーワードと

なるのが、有価証券価額償却（時価が簿価より低いときに、時価と簿価との差額を償却できる）という勘定項目である。これは1930年代前半には有価証券評価損を解消するために用いられていたものだが、1937年以降、低金利政策が継続されたことによる累積評価益の拡大にもかかわらず、これが急拡大している。ここに著者は注目した。そこで、五大銀行の評価損益、有価証券増減額、諸償却費、貸付金利ザヤ、有価証券投資利鞘から、その理由を分析するのである。

まず、1930年代前半の有価証券価額償却のもつ意味を明らかにするため、1931年下期の期初・期末の国債、株式の平均残高にそれぞれGBPI, EQPIによる想定時価変化率を乗じて、想定評価損益を算出する。それによれば、想定評価損が五大銀行合計で9,400万円に上り、これは未払込資本金控除後の株主資本の約16%に相当した。この損を穴埋めするため、有価証券価額償却を使って、別途積立金の戻し入れをしたのである。

しかし、1932年以降の低金利政策下でもこれは拡大され、さらに1936年以降これは急拡大し、1940年上期には当期純益金を上回る償却が行われている。著者は金利低下の継続による累積評価益が拡大する過程で、この勘定のもつ意味が変化してきていることを主張する。その変化とは、もともとこの勘定は評価損の償却のために用いられていたわけだが、①帳簿価格の引き下げによる資産内容の堅実化、②含み益拡大による財務リスク耐性の強化、③社外流出の抑制による含み益拡大（経常利益率が高い五大銀行ほど節税効果も大きい）への変化である。

このことから著者は、戦時下での金融機関による国債保有拡大は、無条件に統制に追随した

のではなく、その背後では増資が困難な状況下で、有価証券価額償却を使ったリスクバッファの準備を周到に行っていたと主張する。

第8章 結論では、第1章から第7章の議論を受けて、明らかとなったファクトファインディングと残された課題が述べられている。本書を通じたファクトファインディングとして、以下5点を述べている。①戦時期の投資収益は、国債が株式より優れていたとされていたが、1930年代後半には、株式が国債のそれを上回るハイリスク・ハイリターンの関係が成立していた。②株式と国債の分散効果が認められるのは一時期に限られ、長期的に最もリスク調整済みリターンが高かったのは、国債に100%配分したポートフォリオであった。③したがって、戦時期の金融機関が国債中心で資産を運用していたことは、事後的に見れば合理的な資産選択が行われていたと言える。④株式市場が特殊な市場となったのは1943年以降であり、それ以前はアメリカと比較しても大きな差異はなかった。⑤五大銀行は資金統制に無条件に追随したのではなく、有価証券価額償却を活用してリスクバッファを準備していた。つまり、政府と五大銀行の相互依存関係によって、戦時の資金統制が実現したことを述べている。

さらに補論 1940年化する現代の国債・株式市場では、本書で明らかにされた戦前・戦時期の証券市場での投資成果を基に、現代の金融市場との比較が行われ、国債市場に価格メカニズムを機能させない点は類似するものの、相違点として以下を挙げる。まず、国債市場のリスク水準が、1940年代はほぼゼロであったのに対し、現代のそれはゼロまで低下せず、むしろ金融政策の変更がリスクを上昇させる側面を持っており、イールドカーブのコントロールが戦時

期ほど徹底されていない。

また、現在の金融緩和では、国債発行残高に占める日銀の保有比率は50%を上回っているが、戦前の日銀は引受国債をすぐに売りオペによって市中銀行に転売しており、最大でも14%しか保有していない。そして、売りオペを円滑に行うには、政府・日銀と市中金融機関との友好な関係維持は必須であり、幾多の国債優遇策によって金融機関の収益にも配慮が加えられていた。これに対し、現在はそうした配慮が見られないことを挙げている。

最後に、戦時期の市場介入から学ぶ教訓として、市場メカニズムの抑止により、インフレを緩和させる術がなくなり、その負担を国民が家計生活だけでなく、資産運用でも実質的に負わねばならないことを警告している。

### Ⅲ. 若干のコメント

以上が本書の内容である。特に、第2章から第5章にかけてのデータ整備と実証分析は、丹念なファクトファインディングに基づくものであり、評者が教えられたことは極めて多かった。特に評価されるべき研究史上への貢献は、以下の2点である。

まず、その最大のものは、戦前の証券市場に関わるパフォーマンス指標の作成である。現在のように情報ベンダーによってデータが準備されているわけもなく、史料を探索し、そこに記載の膨大な数値を打ち込む作業から始めなければならない。加えて、戦前特有の制度を反映させるには、各社がいつ資本金の追加払込を実施したのか。また、権利落に関してもいつ行われたのか、さらに新株割当なのか、他社株割当なのかを1社1社丹念に調べ、それを記録した上

で、修正を反映させる必要がある。これには多大な苦労が伴ったものと思われる。著者の強い意思とたゆまぬ努力には心から賛辞を呈したい。

また、本書の他書に優れる点は、こうして丹念に拾い上げたデータを基に、議論を展開したことである。従来、戦時期の株式市場は統制の影響を受け、パフォーマンスは低下していたとされてきた。しかし、本書ではそうではなく、戦時下にあっても1943年まではハイリスク・ハイリターンが成立しており、決して特殊な市場ではなかったこと明らかにしている。そして、従来、金融機関が国債保有を増やしたのは、国債優遇策によって、名目上の利ザヤが稼げたことがその要因とされていた。ところが、戦時統制下に国債保有を拡大させた金融機関の資産選択は、2資産ポートフォリオによる分散効果の視点からも、むしろ合理的な資産選択であったことを実証したことは、大いに高く評価されてよいと考える。このように本書には極めて重要な貢献があるわけだが、その上で計量分析を専門としない評者が抱いた若干の疑問を述べておきたい。

昭和初期パフォーマンスインデックスは、短期清算市場上場銘柄を対象として算出されているが、なぜ短期清算市場を取り上げたのかである。たしかに、短期清算取引は、元々は長期清算取引の実物化を目的としたものであった。したがって、決済期限も7日とし、繰延料を払えば1ヶ月だけは決済の繰り延べが認められる仕組みになっていた。そして、上場基準も実物取引や長期清算取引より厳しかったとされる<sup>1)</sup>。

ただ、それを創設した当初の目的は証券業者による運動によって変節され、繰延期限が来てもバイカイを振ることによって、取引を延長さ

せることができるため「萬年取引」と評され、実質的にはデキ取引の合法化とされた。また、上場銘柄は①材料性に富み、②株式数が多く、③売買高の多いものであったとされ、当初、花形投機株とされた東京証券取引所新株と鐘紡新株の2銘柄から開始している。そして、短期清算市場は取引が簡便であったことに加え、長期清算市場と異なり間断なく取引が可能で、証拠金率が低かったことなども相俟って、長期清算市場より投機的であったとされる。さらに、上場銘柄数は長期清算市場よりも少ない。

そもそも著者は、特定銘柄を代理指標としていたことに疑義を感じ、ユニバースを広げて市場全体を代理するような指標作りを目指したはずである。そうであるならば、本来的には最も上場数の多い実物取引市場を対象とするべきであり、価格データの収集などに限界があるならば、短期清算市場より上場数の多い長期清算市場を対象とすべきだったのではないだろうか。

また、本書には書かれていないが、短期清算市場を取り上げた理由は売買高の多さである

う。たしかに、短期清算市場は売買高の点では、長期清算市場より圧倒的に多い(1927年から1941年の全国の取引所での売買高合計に占める短期清算取引の占有率は76.5%であった)。ただ、短期清算市場は長期清算市場よりも価格変動が大きかったとされる。そうすると、キャピタルリターンやAPI, TRI, リスク水準は高く算出された可能性が残る。短期清算市場の価格変動を捉えて指標とするのであれば、長期清算市場や実物取引市場でも短期清算市場上場銘柄の取引は行われていたわけなので、両者の相関性を明らかにした上で、代理指標とすべきではないだろうか。これがないものねだりであることは、評者自身が一番理解しているところではあるが、ぜひ今後取り組まれることを望みたい。

#### 注

- 1) 岡崎哲二, 浜尾泰, 星岳雄「戦前日本における資本市場の生成と発展－東京株式取引所への株式上場を中心として」『経済研究』第56巻, 第1号, 岩波書店

(駒澤大学経済学部准教授・  
当研究所特任研究員)