

戦前期市場における株価維持機関

小 林 和 子

要 旨

日本の戦後株式市場には自由市場であるにもかかわらず、脈々として株価維持・安定の政策を要求する思考が存在した。その淵源はどこにあるのか。

戦前期の自由市場時代には個別銘柄先物取引で取引が集中した結果、市場が崩壊に瀕する事態がしばしば生じ、これを救済するために解合いの方法がとられた。自由市場の機能を回復するためにとられたのである。しかし、株価が戦前期のボトムをつけた昭和6年当時から、下落する株価の壊滅的な影響を緩和するために、株価維持・安定機関が形成されるようになった。昭和12年以降はこうした組織が数年に1度は形成され、次第に恒常化し、昭和16年、日米開戦を念頭に置くころには株式価格統制令が、17年には戦時金融金庫法、18年には日本証券取引所法というように、法令化されて、国家の政策として強力に打ち出されるに至った。法令化の背景は戦争遂行にあるが、政策担当者を含む市場関係者はその株価維持・安定化政策は平時の市場にも有効であると考え、戦後もこれを時折表面化させて市場を救済してきたといえる。本論文ではこれらの株価維持・安定機関の性格を、政府との関わり、主体、資金、効果の面で比較検討する。

目 次

はじめに

I. 市場関係機関の系譜

II. 株価維持・安定機関

1. 生保証券の位置づけ

2. 大日本証券投資株式会社

3. 日本証券投資株式会社

4. 日本協同証券株式会社と株式価格統制令

III. 戦時金融金庫の株価維持・安定機能

IV. 日本証券取引所の株価維持・安定機能

V. 解合い慣行と自由市場

結び

はじめに

証券の市場一般において、中でも株式市場、とりわけその流通市場において、市場の自由性は決定的な重要性を持つ。自由市場こそが市場であり、規制市場、統制市場は極言すれば市場ではない。しかし、何らかの規制や統制が自由な市場機能を抑制し、脅かしていたとしても、表面的には市場参加者の合意で市場が円滑に進行しているように見えることもある。戦後の日本の株式市場は基本的に自由市場として運営されているが、株価が大幅に下がって回復しないとたちまち「市場の安定」「株価の維持・安定」が政策の前面に出てきた。すでに、戦後の取引所再開から半年後の市況不振期に始まり、証券恐慌前後には昭和39(1964)年1月の日本共同証券、40(65)年1月の証券保有組合として株価維持・安定機関が明確に組織された。その後数十年は株価の基本的な上昇を背景にこうした動きは見られなかった。しかし、株式市場バブル崩壊後の平成期には株価の長期的な下落過程で、当時最大規模の株式保有部門であった金融機関の保有株式を買い取って市場に出さないようにする銀行株式買取機構が設けられ、活用されている。先進諸国の株式市場の中で、これほど容易に市場安定・株価維持政策を具体化する例は他にない。市場に存在する、あるいは市場に対応する行政の思考に存在する株価維持・安定政策の希求はどこにその淵源を求められるか。本論文では戦前期に市場関係者の自主的な活動から始まった株価維持・安定機関が、やがて銀行主導になり、政府の機能となっていく過程を探る。

I. 市場関係機関の系譜

戦前期の証券業者は大半が個人商店であり、栄枯盛衰が激しかったが、取引員組合のような職能別団体から、兜町や北浜等の関係者の親睦組織まで、業者の団体は多く存在した¹⁾。こうした業者団体とは別に、市場が必要とするある種の職能に特殊化して形成された市場関係機関が存在する。ここでは東株代行株式会社、東株証券金融株式会社、東株共栄株式会社及び東京実株代行株式会社の4を取り上げる。

東株代行株式会社 東株代行株式会社は東京株式取引所の短期清算取引における受渡証券の代引き・代渡しを業務とする組織として昭和2年に設立された。短期清算取引は大正11年取引所法改正に伴う取引所令改正で認められた期限7日以内(1ヶ月の繰り延べ可能)の取引仕法で、取引所内に現物市場を作ることを強く望んでいた大阪株式取引所は法の施行と同時に大正11年9月1日に開始したが、条文の解釈で議論のあった東京株式取引所では遅れて大正13年6月2日に開始した²⁾。従来の定期取引は長期清算取引と名称を変えて存続した。すなわち、個別銘柄株式の先物取引がこの時点から長期と短期の二本立てになったのである。「東株代行株式会社設立の顛末」³⁾によると、東株における短期取引の前身たる直延取引(所謂直取引)の代引き・代渡しの行為は「違反行為の虞ありとの注意を受けつつ帝国証券会社に於いて合理的に継続」してきたが、短期清算取引の開始により合法的な代行会社として中央証券会社が設立されたものである(大正10年11月)。しかし、その後、同証券は社内事情で破綻(取引員の不良貸し等)して信用を失ったため、代わって東

株代行が設立されるに至った。設立に当っては商工省商務局長より同社の短期取引員出願、取引所役員・使用人との兼任を認めず、株式は短期取引員組合になるべくは売却処分することなどの口達があった⁴⁾。発起人で最大の株数は東京株式取引所理事であった長満欽司の4万株であり、その他は全て取引員個人で各450株であった。東株短期取引員組合は東株短期取引の受渡株の過不足調節に関する特定取引員の事務一切の取扱いを同社に委託した。

東株代行株式会社は昭和2年7月8日に設立され⁵⁾、同月16日に東京株式取引所短期取引員としての営業免許を受けた。売買取引の取引高及び値段の一致せぬときには、別働隊たる「東短証券」がその一方を引受けて取引の円滑進捗を図ってきた。同社の定時株主総会議案は第31回（昭和17年12月）、第32回（昭和18年6月）の2回のみ入手できた⁶⁾。準戦時・戦時体制下では短期清算取引も盛況というわけには行かず、太平洋戦争勃発後一年有余、昭和17年秋には「投機自粛の傾向著しく、清算所得税の関係と相俟って、短期取引は閑却され」るに至った⁷⁾。翌昭和18年3月には画期的な日本証券取引所法案が可決され、4月1日以降取引所株の売買は廃止され、5月25日に同取引所取引委員会は政府の諮問に対し、短期清算取引の廃止を答申したことにより、「清算取引に対する人心離散し」た⁸⁾。ここに至って、同社の業務は消失する見通しとなった。同社は同年8月15日に東京証券株式会社と商号を変更、目的も地方証券会社委託の清算取引、端株売買、名義書換代付等に変更して、9月1日に日本証券取引所東京市場第一種取引員の免許を得た。戦後は集団取引の盛況に連れて受渡機関として再登場した。現在の日本証券金融株式会社の前身であ

る。

東株証券金融会社 昭和8年は東京株式取引所にとって苦渋の年であった。当資料集戦前編第四巻にも若干の資料を採録したが、同年6月2日に東京株式取引所は商工省から資産欠陥補正命令を受け、営業期限こそ昭和18年9月30日まで10年の延長が許可されたが、その上で10月26日に商工省から整理具体案提出の命令を受けた。商工省が資本金300万円の新設金融会社吸収のための変態増資などの整理案を認可したのが11月15日で、その金融会社である東株証券金融株式会社は11月18日に設立された。12月23日には理事長が岡崎国臣から梶原伸治に交代し、26日に東株証券金融株式会社合併による300万円の資本金増加を決定した（4700万円から5000万円に増資）。

東京朝日新聞の記事（11月15日付け⁹⁾によると、こうした事態にまで至った一半の責任は「監督官庁たる商工当局がその監督権を放置せるまま事態を看過せることにある」と共に、根本的には「現在の東株理事者が身元保証金、売買差金その他の未納金並にマラソン金融を黙認せる不法に基いたため」となっている。マラソン金融とは取引員が毎日バイカイを付け、売り物は正株を振込んだ形式にして取引所から現金（現金に等しいその日の小切手）を受取り、その買い物に対しては「横線小切手」を渡す、若しくは時には1日、2日先の所謂先付け小切手を渡して、その間の苦しい遣り繰りをしたものである。取引所にはバイカイの手数料が入るので当面の問題はないが、深入りして動きが取れなくなったのである。監督不行き届きで責められてもおかしきはなかった商工当局（商工大臣中島久万吉）の説明では「主因は関東大震災以後の財界動揺にあるので」（すなわち財界一般

に共通の困難でもあるので、と解釈される) 根本的な市場改善を考え、かつ実物取引を振興させる、その方法として所謂変態増資(前出の合併増資)の方法をとったが、これは他に方法がなくやむを得ざる処置であって、増資を濫りに許さない当局の方針には変わらない、というものであった。マラソン金融に関わる債務整理のためには新たに整理金融会社(取引所250万円、取引員組合100万円の出资)を設け、同社に東株証券金融の全株式を引受けさせることとなった。この整理金融会社が次項の東株共栄株式会社である。東京株式取引所は新設されたばかりの東株証券金融株式会社を対等合併し、300万円の増資新株を引渡した。新東株には当時160円前後のプレミアムがついており、このときの6万株ではほぼ900万円になった。取引員の取引所に対する「借金」総額800万円をこれで穴埋めしようとしたものである¹⁰⁾。東株証券金融株式会社の定款¹¹⁾によると、目的は第2条「有価証券に対し金融を為す」であるが、本店は東京株式取引所内に置き、当初の決算期間は設立の日より昭和8年11月30日までと、近い将来の被合併を予定したものであった。合併手続きは昭和9年3月1日に完了し、東株証券金融の業務を引継いだ形で東株は同年11月から証券金融に関する付随業務を開始した。

東株共栄株式会社 東株共栄株式会社の定款¹²⁾は、第2条で目的を①東京株式取引所取引員の負債整理のためにする金融、②有価証券、動産並びに不動産の取得及び処分、③その他関連業務と定め、本店を東京株式取引所内に置き、存立期間は昭和14年10月31日までとした(第6条)。関谷兵助以下12名の発起人は東株証券金融株式会社と同一で、定款作成日も同一である。第1期営業報告書(昭和9年11月)¹³⁾で

昭和8年11月21日の創立総会の様子がわかる。東株証券金融株式会社株主より譲り受けた(新東株)6万株(全株)は昭和9年1月12日に東株市場で公売の方法で売却された。主たる業務は、①取引員に対する整理資金の融通(5年以内)、及び②震災復興その他に要した日本興業銀行よりの取引員共同借款の肩代わりであった。後者の一般取引員全員に対する肩代わり貸付の契約条項もある¹⁴⁾。一部に除名者を生みながらも取引員の負債整理業務は順調に進捗したので、昭和11年12月の株主総会で株式買入れ消却による資本減少の決議をして、昭和12年3月2日資本金を35万円に減資、翌13年3月28日商工省の承認を得て株主総会で解散を決定し、清算事務に移った¹⁵⁾。

東京実株代行株式会社 これらとは系統を異にするものに、東京実株代行株式会社がある。同社は東京株式取引所関係の年表には登場しない。現株あるいは実株という用語は取引所先物取引ではごく一部の受渡しに関連するのみで、また取引所実物取引は長らく小規模に止まった。大正10年に設けられた東京現株株式会社あるいは東京株式現物組合などはいずれも取引所外での現物売買を標榜していた。この場外現物取引が組織化されて盛んになり、その最たるものが東京では坂本市場と呼ばれた。関東大震災当時、坂本町と呼ばれていた兜町2丁目にこの市場が存在したからであった。この坂本市場が昭和8年に「立派に統制ある組合として」「資本金300万円の東京実株代行会社として」設立されたとされる¹⁶⁾。いささか読み取りにくい文章であるが、明確な組織・住所を持たない「非制度的」な坂本市場の中心人物が、東京実株代行株式会社を設立し、「場外現物商の集合場所として、専属の才取人を3人置き、業者間の売買

を斡旋、受渡、荷為替取組までして、若干の手数料を徴収していた¹⁷⁾とされる。同社が坂本市場そのものだとはいえないが、「非制度的」な市場の「制度的」な部分だと理解することができる。東京実株代行株式会社定款¹⁸⁾には日付けがなく、発起人の氏名もない。目的は①有価証券の売買、取得、利用、所有、②公債社債株式の募集引受及びその売出し、③東京実株業組合と契約に基く商取引の代行行為、④金銭貸借の仲介及び各種事業に対する投資、の4で、存立期間は成立の日より満50年とされた。東京実株業組合員で、同社役員を兼ねるものがあることが予定されている。ではその目的の中で特異な色彩を持つ東京実株業組合とは何か。当資料集戦前編第五巻所収の資料¹⁹⁾によれば、昭和12年4月1日決議の規約による組織で、目的は「組合員の有価証券現物売買、その委託引受等に関する取引を确实円滑ならしめ且つ信用を増進する」(第2条)とあり、事務所は兜町2丁目に置かれた。組合員は50名以内とし、有価証券の現物業者又は金融業者にして店舗を有することが資格とされた。組合員は自己の名で売買させうる代理人を2名を限り使用することができ、代理人の資格がないものや委員会を取引中止を命じたものとは取引をできなかった。東京の現物業者・金融業者で店舗を持つ、すなわちそれなりの資産・営業歴を持つものの組合組織で、現物売買(委託含む)の确实と円滑化を謳ったものであった。東京実株代行株式会社はこの現物売買に関して契約の上で代行行為を行った。規模も性格も異なるが、東京株式取引所短期清算取引に対する東株代行株式会社の機能に近いといえる。昭和10年代前半の低位株、雑株ブームはこの坂本市場が担ったのである。

唯一入手できた営業報告書は第8回のものである²⁰⁾。第8回が昭和12年度上期であれば、第1回は昭和8年下期(8年7月~11月)と推測すると、前掲『東京証券業協会十年史』の記述と合致する。第8回の事業概況は「非常時財界の膨張は全然その機構を改め……投機を主とする取引所は過去の遺物となり……時代の推移は……株式即現金なりの実物取引に移りたるは歴然」と意気軒昂としている。財産目録及び貸借対照表の資産の部で最大の科目は「営業権」であり、利益金処分案中の利益には「別口繰越金(前東京実株代行株式会社より継承分)」の項目がある。昭和8年設立の組織がこの「前」東京実株代行株式会社であり、昭和12年の東京実株業組合との契約以後が新会社となったのではないかと推測する。なお東京実株代行株式会社の役員には現役の東京株式取引所取引員はいなかった。

これらの4組織は、東京市場における恒常的な取引維持のための業者組織(東株代行株式会社、東京実株代行株式会社)と、東京株式取引所の運営改善のために設けられた特殊な組織(東株証券金融株式会社、東株共栄株式会社)とに、区分することができる。いずれも市場関係者の一部の、あるいは総意によって誕生させられた、市場にとって必要な組織であった。本論で問題とする株価維持・安定機関は、これらとは性格が異なる。恒常的な組織ではなく、とはいえある特殊事情から生まれて、その事情が消えれば組織も消えるというものでもない。次節に見るように後者の側面もないわけではないが、特殊事情と思われたものが戦時統制下には一般事情と化したために、市場の主流を構成する市場施設、主たる市場機能とならざるを得なかったものである。その時々市場にとって何

が必要であったかは異なるが、自由市場時代のこうした市場関係機関の経験が、間接的には株価維持・安定のための機関の土壌になったと考える。

II. 株価維持・安定機関

株式市場には価格の騰落は付き物で、騰落のない、一定価格が保たれている市場があれば、それは市場とはいえず、量的にはともかく質的には一定価格による商品の配給機能を示すに過ぎないであろう。国民の生活必需品のような商品には配給の概念が成り立つが、価格変動を命とする有価証券商品においてはそれは市場の死を意味する。

戦前期自由市場時代（明治10年代から昭和10年前後まで）には幾たびもの株価の騰落が記録されている。しかし、何らかの株価維持・安定作用を狙った組織が形成されたのは昭和5～6年、昭和恐慌前後の戦前期株価のボトムの時期が最初であった。東京株式取引所作成・公表の株価指数の最低は昭和6年（大正10年を100として53.0）、東株株式長期長期先限及び同新株の最低は昭和5年中であった。

1. 生保証券の位置づけ

市場から見て最初の株価維持機関ということが出来る生保証券が設立されたのは、昭和4年10月24日のニューヨーク市場大暴落から1年後であった。以下に見るのは証券市場の側から見た生保証券、生保シンジケート及び生保投資団の記事である（『東京証券取引所20年史』年表による）。

昭和5年10月7日 生保証券（5000万円）設立、保険会社32社の出資

による株式買支え機関、
月内に買入れ開始

昭和8年2月7日 生保証券解散、生保シンジケート成立

昭和8年7月14日 生保投資シンジケート（16社）、全生保を包含する投資団結成を決定

昭和8年7月24日 三井合名、生保投資団に王子製紙株約10万株を売却、以後財閥の株式公開盛んになる、8月東洋高圧7万5000株、三池窒素2万5000株、10月12日東洋レーヨン33万株、10月28日日立製作所10万株

昭和9年8月1日 三菱重工業40万株、10月3日日本曹達工業15万株

昭和10年8月16日 第2次生保証券（500万円）設立

生命保険業界側の資料で補うと、生保証券は昭和6年に第1回決算を行い、生保投資団は第2次生保証券株式会社の設立と同時に解散したようだ（『生命保険会社協会会報』総索引）。

日本の生命保険事業は明治14年7月開業の明治生命に始まり、明治後期及び第1次世界大戦期に大きく躍進した。しかしその後の財界不況、金融恐慌、金解禁の断行により生命保険会社は保険契約の減少と手持ち証券の値下がりにより大きな影響を受けるに至った。生保全社の運用資産中51%が有価証券、18%が株式であったため、巨額の評価損は大問題となり、「（昭和5年）6月政府は生命保険界の有力者を招き財界安定に協力方を依頼することとなり、同月27日井上蔵相は債商相も同席の下に生保業界代表として門野幾之進（千代田）、久世助太郎（日

本)、藤田讓(明治)、矢野恒太(第一)、朝吹常吉(帝国)、原邦造(愛国)、四条隆英(安田)、望月軍四郎(日清)、石井徹(太平)の9氏を官邸に招いて懇談した。評価損の隠蔽を必要としていた業界の利害と一致して、業界はこれに応じ、10月32社より成る生保証券会社(資本金5000万円、4分の1払込)を創立、所有株式の値下がり防止を目的として株式投資に乗り出した²¹⁾。全生保の所有株式金額は2億7000万円であったから、4分の1払込みの1250万円は約5%に当たる。この協力方依頼の折に蔵相は生保の「手持ち証券の売り逃げ中止方を表明」したという²²⁾、²³⁾。すなわち、市場をプールに例えれば、生保各社の売り証券でプールを溢れさせることなく、逆に業界共同設立の生保証券の買いで価格を安定させることを時の政府は希望したのである。生保証券の趣旨は「巨大なる運用資産を有する保険会社が其株式投資資産の一部を拠出して協同の団体を作り其団体を通じて堅実にして安全なる株式を買入れ之を保有せんとする」にあり、発起には不純な動機はなく、投機的行為を目ざさず、金融界への一般的な積極的進出を意識的に計画したものでないことを強調した²⁴⁾。存続期間は10ヶ年であったが、昭和6年12月の金輸出再禁止声明以来の事業界の好転で株式市価が急激に回復するや「当面の目的を達成した」ものとして解散論が台頭し、8年2月に正式に解散を決議した。設立以来の利益は250万円に上った。

生保証券に対する評価は暫定的な株価維持・安定機関として(結果として)消極的に成功したという側面よりも、政府の懲慚によったものであるとはいえず生保業界全体として共同行為を行い、逼迫した長期金融市場において積極的な金融力を示し、それが共同投資組織形成への大

きな一歩となった点にあった²⁵⁾。実際に、生保証券の解散は生保投資シンジケート(投資団)につながり、市価が上昇を見せた株式市場で、この生保投資団が有力な投資家として、多くの大企業の公開株式の引受に当たったのである。生保証券解散当時すでに、これに変わるべき共同投資機関の設置が力説され3月下旬には10社間で具体的協議が始まり、4月初旬に第1回の共同投資協議会を開いて、5月下旬には6社を加え、生保投資シンジケートと称し、11月に徴兵保険を含む内国全生保32社を網羅して、名実共に共同投資機関となった。生保証券と異なる点は、財界の好転と事業資金需要の増勢、投資難を背景に、積極的に資本市場に進出して投資効率を上げようとしたことである²⁶⁾。生命保険が共同行動の形をとって証券市場における機関投資家としての機能を果たし始めたのがこのときであったと考えられる。保有資産の価値保全のための消極的な株価維持から積極的な共同投資に進んでみると、シンジケートでは担保物の管理その他に不都合があり、株式組織の常置機関が求められて、昭和10年1月中旬には正式にこれを決定、8月16日に第2次生保証券株式会社が設立された²⁷⁾。これらの評価はここではしないが、株価維持機関として出発した第1次生保証券はここで別の方向性に向けて進展していったのである。証券市場の側から見れば、①政府の懲慚を受けて、②株式の巨額の保有者である金融業種が自己の利害関係の上に立ち、③その金融力を用いて共同行為を行い、④結果として株価維持・安定に何がしかの貢献をした、ということになる。

2. 大日本証券投資株式会社

昭和12年7月7日、盧溝橋事件が勃発し、日

中事変の発端となった。東株市場は北支派兵決定で諸株は暴落し、以後続落の商状となった。8月9日には増税案の議会提出、株式金融抑制などの方策により、相場は恐慌状態となった。同月21日には事業資金統制（臨時資金調整法）の報道で崩落し、23日には再度の大暴落となった。この時点で東株取引員組合は投資組合の結成を決定した。再暴落前日の8月22日、東株取引員組合が出した申合書がある²⁸⁾。「日支事変に付株式の暴落を来し徒に人心を恐怖せしめために市場を閉鎖する等の不祥事件を誘発するが如きことに立到るに於ては経済界を動揺せしめ皇軍の志気にも影響するのみならず国家の信用を失墜するの結果となるべきことを恐れ」有志で投資組合を結成し主要株式を買い入れて市場の安全を図るという趣旨であった。幹事は片岡辰次郎、遠山元一、上田辰卯、河野坦之輔、徳田昂平の5名（いずれも同組合の重鎮）で、一切の権限を委嘱され、買入れ株式の損益に関して組合員一同の権利義務は均分とされた。買入れ株式の銘柄は別紙記載となっているが、別紙は見つからなかった。因みに、当時の「主要株式」を売買株数・金額の上位で見ると、東京株式取引所（新旧）、日本産業、東京電灯、日本鋼管、大阪商船新、日本電気工業、日本鋳業、日本石油、日本曹達などである。付属文によると資金は三井、三菱、安田、第三、第一、野村、住友、三和の各行に援助方を懇請して受入れられ、また貸出しの回収は絶対にしないと回答されたという。第1次生保証券と比較すると、①政府の徳憑は無い、②証券業者にとって唯一最大のビジネスの場所である株式市場の維持こそは死活問題であった、③業者の内部に金融力はないので市中銀行に依頼した、④その後の市場好転がプラスに影響した、ということに

なる。第2次生保証券はこの当時株価維持・安定の動きは見せておらず、証券業者の決死の行動が初めて記録されたものである。

予定されたのは投資組合であったが、現実に同年9月8日に設立されたのは資本金2000万円（払込資本金800万円）の大日本証券投資株式会社で、社長は徳田昂平であった²⁹⁾。9月10日の臨時資金調整法公布の直前である。同社の創設決定は市場に好感され、またその後の戦局の進展が市場の活況をもたらしたため、同社の積極的な買入れ活動は記録されておらず、一応の目的を達して7ヶ月後の昭和13年4月22日同社は解散した。その後、同年9月3日に英仏がドイツに宣戦布告して第2次世界大戦が勃発した。9月4日、日本政府は世界大戦に介入せずと声明し、東株市場は諸株が暴騰した。このため、商工省は全国の株式及び商品取引所に対して過当投機の抑制を警告した³⁰⁾。9月15日には東京株式取引所新理事長の副島千八は東京株式取引所新株式について旧株代用受渡制の採用を決定したため、以後いわゆる親不孝相場（新株＝子株の相場が旧株＝親株の相場を上回る現象）が解消された。新東株は日露戦後の時代から投機の対象となってきたが、相場が払込差額分の差を縮小して親株を上回ったのは大正13年6月短期清算取引の開始からであった。実に15年に及ぶ独走的な投機株の存在はこれを機に弱体化に向った。当局は11月にも実物市場の投機化に注意を出した³¹⁾。翌昭和15年4月22日陸軍省が軍需工業適正利潤率算定要領を発表したため、市場は統制強化方針を恐怖して、高率配当株中心に暴落し、以後実際に経済統制が進展したため、反転の動機を失った。ここで再び株価維持機関をという考えが出てくる。同年7月13日には東京株式取引所取引員組合（一般・実物、同

年6月1日に短期取引員制度は廃止され、同組合も消滅した)の会合で、市場対策が決議された³²⁾。「市場安定の爲め不取敢取引所、代行会社の協力を得て組合財産の一部を以て株式の買入れを為すこと」、その金額、銘柄その他一切は小委員会に一任という決議である。小委員は藍沢弥八、上田厚吉、望月乙彦、遠山元一、山中清兵衛の5名であった。

3. 日本証券投資株式会社

前節末の市場対策の直後と思われる資料がある。「前回」の大日本証券投資株式会社と「今回」の日本証券投資株式会社を対比させて、公称資本金は同じ2000万円であるが、払込資本金は前回(800万円)よりも今回が多い(1000万円)ことと、新政治体制に協力するもので、前回よりも「国策的」とされた³³⁾。国策的とは例えば、①投資証券も払込金の半額を公債買入れに充当する、②役員を株主以外から選任しうるようにするの他、③役員報酬撤廃など経費削減をも意味した。設立趣意書によれば、前回以来の非常時局下の中でも、今回は「利潤統制問題に対する誤解その他根拠なき原因により株価の不当なる低落を招き」このまま放置することはできないゆえ、再び証券投資会社を設立して市場の安定に最善の努力をするので、各方面の支援を乞うというものであった³⁴⁾。設立への動きは可及的速やかに進められたようで昭和15年7月20日には必要書類を全て揃え、7月23日に設立認可を得た。取引員組合による決議から僅か10日で、臨時資金調整法の厳しい資金統制の枠を突破して認可されたのである。設立認可申請書によれば、目的は証券投資並びに付帯業務であり、設立を必要とする理由は「非常時局に際し有価証券の不当なる下落を阻止することによ

り市場の安定を図り、財界の動揺、対外信用の失墜を未然に防止せんことを期する」にあった。定款によれば存立期間は設立の日より5年間、発起人は石崎石三、遠山元一、徳田昂平他13名であった。前掲の「国策型」組織性は、設立認可に際する商工・大蔵両省からの指示条件を厳守する「証」「念書」差し入れに明確であった³⁵⁾。統制強化に起因するともいえる株価の尋常ならざる下落を阻止する目的で、従来の監督庁である商工省のみならず金融行政担当の大蔵省が乗り出してきたのである。

8月に入ると株式引受方の依頼が始まり、株式申込証によると申込期日は8月17日、払込期日は27日であった³⁶⁾。各地の取引所・取引員組合にも依頼状が出されたが、東京以外の取引所には主務省が引受の認可を与えなかった³⁷⁾。事業会社においても「定款で証券業に関する投資は許容されない」という例も見られた³⁸⁾。

日本証券投資株式会社は昭和15年9月3日に創立総会を開いた(社長藍沢弥八)³⁹⁾。これを待っていたかのように市場の状況は悪くなった。国内の新体制運動の具体化、経済統制の強化懸念増進などで、取引所株中心に諸株が悪化し、9月7日には東京株式取引所新株の短期清算取引が100円20銭と昭和6年以来の安値を示現した。その対処方策を述べた資料では、同日の取引員組合臨時総会に於ける「売り方の自由の一時的制限」を方法とする「株価暴落の防止」が相当思い切った非常手段であることを示した⁴⁰⁾。その後も数回の応急的措置が採られた。同社の第1期営業報告書(昭和15年12月)⁴¹⁾によると、第1期70日間ではあるが「設立の趣旨に基き市場の情勢、株価の変動に深甚なる注意を払いつつ買出動に終始」し、株価は幾分回復した。付された株主名簿によると、総

株数40万株、株主数241名、上位株主は東京株式取引所一般取引員組合(4万4100株)、東京株式取引所(4万株)、東株代行株式会社(3万株)、東京株式取引所実物取引員組合(1万4000株)、ぐっと下がって生保証券株式会社(5000株)、名古屋株式取引所短期取引員組合(同前)であった。

日本証券投資株式会社創立後僅か4ヶ月、昭和16年が明けると、再び新たな、かつ抜本的な対策が検討される状況となった。1月6日に藍沢東株取引員組合委員長(日本証券投資社長でもある)は日銀・興銀に株式挺入れ機関設立を要望し、1月8日に曄道生保証券社長は政府に株価維持対策を申し入れ、1月24日に全国金融協議会は興銀提案の日本証券(設立時の名称は日本協同証券)設立要綱案を可決した。この前後に日本証券投資会社及び東京株式取引所は「興銀及び大蔵省方面」が提唱する大証券投資会社設立案に協力すること、その最も「捷徑かつ容易な」方法として①日本証券投資会社株式40万株の中で取引員及び取引員組合所有の32万株のうち約24万株を一株金25円で日本興業銀行に譲渡すること、②日本興業銀行はこれを財界各方面に分配引受せしめ、さらに会社の拡大強化を図ること、③日本証券投資会社重役は3名を除き辞任して改選、という案を申合わせ、大蔵省・日本興業銀行・日本銀行に進言することとした⁴²⁾。2月に入り、7日には商工省は東株理事長・大株理事長・取引員組合代表に新会社創立への協力を要請、10日には東株取引員組合が、12日には東株が日本証券株式会社設立要綱を承認した。13日には全国株式取引所・同取引員組合代表は日本協同証券株式20万株の引受を決定した。日本協同証券の設立が確実となり、日本証券投資株式会社はこの新会社に合流し、

ひとまず解散することとして、現株主に対して所有株数だけ新会社株式に振替えて欲しいと依頼した⁴³⁾。日本証券投資株式会社自体の存続問題は5月段階でもまだ不明で⁴⁴⁾、6月下旬によく「時節柄かかる大資本の会社を[新規に]設立することは不可能なので……事業目的を変更し存続せしめ、一旦緩急の場合に対処する」ことに決した⁴⁵⁾。すなわち、目的並びに資本構成を変更し、かつ公称・払込資本金共に半額減資(買入れ減資)して存続することとして⁴⁶⁾、7月には取引員組合による「新東株」買入れの援助を行い⁴⁷⁾、9月には特殊金融業務を開始した⁴⁸⁾。

日本証券投資株式会社は、①「国策型」と意識はされたが、政府の懲遷によるものではなく、②再び証券業者のみで組織、③資金面は各方面に依頼し、④活動面では市場の悪化に勝てず、途中で新たな株式挺入れ機関を要請せざるを得ない事態となった。第2次生保証券は株主として参加している。

4. 日本協同証券株式会社と株式価格統制令

昭和16年1月7日の東京株式取引所取引員組合議事録⁴⁹⁾によると、前年政府当局に対し株式買支えのためにとりあえず日本証券投資株式会社に5000万円の借入れを要望したところ、政府も「市場安定が生産拡充に最も必要なことは痛感しているが直ちに5000万円は困難で、他の方法を考慮する」との言明を得た旨、藍沢委員長からの報告があった。この「他の方法」が結局は「日本興業銀行を中心とする証券会社設立」につながった⁵⁰⁾。2月に出された日本協同証券株式会社設立趣意書⁵¹⁾によれば、聖戦すでに5年、大東亜共栄圏確立の大業の遂行のため、最

近の国際関係の急変に対応し戦時経済の運営を完からしめることが最も緊要で、急務たる生産力拡充に支障無からしむるために「公債、社債及び株式の市価を維持し以て財界の安定を図り時局に資する目的を以て茲に同志相諮り官の協力援助を得て」本会社を設立する、というものであった。日本証券投資株式会社も「国策型」と称したが、実態は「国策協力」にあり、資本は大半が証券界から出された。これに対して日本協同証券は「官の協力を得て」設立するという点で、これまでの組織とは一線を画することになった。

日本協同証券株式会社創立事務所は着々と準備を進め、昭和16年3月26日に創立総会通知書を送り、3月31日に創立された⁵²⁾。発起人総代は井坂孝（日本経済連盟常務理事、後に昭和18年初代日本証券取引所総裁）、発起人には日本興業銀行総裁河上弘一、荒井誠一郎、東京株式取引所理事長副島千八、野村合名の野村徳七、元東株理事長の男爵郷誠之助、生保証券会長曄道文芸、等々、金融・証券界の大立者が入った。社長は興銀副総裁の小竹茂が兼ねた。以下に株式引受表を掲げる。

1. 興銀	155900株
2. 生保証券	100000株
3. 銀行信託	100000株
4. 地方銀行	10000株
5. 取引所及取引員組合	197600株
6. 証券引受会社	69300株
7. 発起人、賛成人	5500株
8. 大口縁故者	137800株
9. 一般事業会社	223900株
合計	1000000株

すでに国策型金融機関として活動していた興銀が単独で16%を占めたことは大きな意味を持

つ。また生保証券は、その活動の一つに市場全体のための株価維持も入ったようである。金融機関（銀行保険信託）、証券界、個人（発起人、賛成人、大口縁故者）、一般事業会社の4者で構成された布陣は、一種の奉加帳形式と思われる。証券界（5と6の計）は約26万7000株で、3分の1にも満たない。重役陣に証券界から入らなかったのは、①東株理事長に打診があったが取引所法第17条（取引所役員の特別の利害関係制限）に抵触すること、②代わって推薦した人名が大蔵省・商工省・日銀・興銀首脳の了承を得られなかったことによる⁵³⁾。日本協同証券の行う市場売買株式の取扱いは東京株式取引所一般・実物取引員組合が委託されることを希望し、受け容れられた⁵⁴⁾。

7月に入り、市況は悪化の一途を辿り「協同証券の買い支え並びに東株組合の挺入れ等の対策のみにては到底支えきれざるの情勢」になり、26日、東株と同取引員組合は、株価維持対策として①予納・増証拠金の徴収、②長期清算取引に特別現株提供制度の採用、③実物取引受渡期日の短縮などを決定し、28日実施した⁵⁵⁾。同日、政府は興銀に対し日本協同証券に3億円限度の融資命令を発動した。27日に全国金融協議会は株価安定維持を申し合わせ、28日には政府が興銀に対し日本協同証券への無制限融資方針を明らかにし、市況はようやく好転した。政府の株価対策はここで大きく転換したのである。東京株式取引所は日本協同証券の委託による売買について売買証拠金を免除した。8月に入り、国家総動員法第19条による株価公定に関する勅令（「株式価格統制令」、個別株価の最低価格を政府が決定しうる）要綱が発表されたことで、東京株式取引所取引員組合は実施中の売り方制限の撤廃を商工省監理局長及び商政課長

に相談したが、「市場対策は非常に慎重にして、その撤廃は勅令公布後にしては如何」といわれ⁵⁶⁾、株式価格統制令公布施行の8月30日に撤廃した⁵⁷⁾。政府はまた、「証券業者においても全力を挙げて協力して欲しいと懇懇」し、証券界側はすでに大蔵当局の内諾を得て東株取引員組合の自己資金で日本協同証券の買入れない新東株の安定を図るため買支えに出動しつつあると述べられた⁵⁸⁾。8月21日には委員組合協議会(各地組合の委員組合の協議会と思われる)で「全国的代表株たる新東株の価格の適否は国勢全般に影響すること大なるに鑑み」各地組合でその株価安定に協力することを申し合わせた⁵⁹⁾。日常的な株価安定の王道=日本協同証券の株式買入れ、万一の事態の対策=株式価格統制令の発動、証券業者の日常的協力の方法=新東株の買入れ、という図柄がここで描かれたのである。

他方で、昭和16年8月には交戦状態に入った場合の「非常対策案」⁶⁰⁾も考えられた。その中には「協同証券の絶対的買出動に付予め完全なる打合せを行うこと」が入っていた。10月21日には東株取引員組合議事録で「内閣更迭に伴う市場安定策として日本協同証券株式会社より東京市場に20万株、大阪市場に10万株の買い注文ありたるも同社の希望によりこれを当組合の発注として組合員全員に注文を出し買付けを為した」と委員長からの報告があった⁶¹⁾。買入れ活動を余り明白にしなくなかったということか。

日本協同証券は、①政府系戦時金融機関として大きく活動していた興銀と政府、全金融業態との話し合いから生まれ、②全金融業態の利害に関わり、③資金面は民間金融機関と同時に政府からの特別融資を受け、④新たな株式価格統制令を背景に、強い価格維持・安定の機能を二

重三重にも固めた。これ以上の方式はないという感じであったが、それも太平洋戦争の勃発までで、以後はまた新たな展開となる。

Ⅲ. 戦時金融金庫の株価維持・安定機能

市場安定に四苦八苦した数年の後、昭和16年12月8日、日本軍の真珠湾攻撃をもって太平洋戦争が開始された。市場は当初下落したが、8日午後には大本営発表「ハワイの米太平洋艦隊全滅」のニュースで全面高となり、1週間後には株式価格統制令を修正して「最高価格も政府が決定しうる」ことにするほどとなった。結局発動されることはなかったがこの株式価格統制令の大枠の範囲内で、市場安定維持のための小手先の政策は当面必要がない状態となった。

「事変」という用語のごまかしを越えて宣戦布告をした交戦状態となってみれば、戦時統制は当然に新たなレベルに進む。とりわけ他の分野に比して遅れていた金融分野の統制は昭和17年上半期に一気に進行した。大蔵省は昭和17年1月以降発行の「支那事变国庫債券」を「大東亜戦争国庫債券」と改称し、同月から「戦時報国債券」「戦時貯蓄債券」を発行した。議会は2月18日社債等登録法を、同月20日戦時金融金庫法・南方開発金庫法を、同24日には日本銀行法を公布した。中央銀行たる日本銀行は株式会社から資本金1億円の内5500万円を政府が出資する特別法出資法人になり、管理通貨制度が採用された。

戦時金融金庫法⁶²⁾は3月1日に施行され、翌4月18日には同金庫が設立された。以下に戦時金融金庫法第1条を掲げる。

第1条 戦時金融金庫ハ戦時ニ際シ生産拡充

及産業再編成等ノ為必要ナル資金ニシテ他ノ金融機関等ヨリ供給ヲ受クルコト困難ナルモノヲ供給シ併セテ有価証券ノ市価安定ヲ図ルコトヲ目的トス

一般金融機関や日本興業銀行など既存の特別金融機関が供給することが困難な資金の供給と並んで、「有価証券の市価安定」が戦時金融金庫の目的であった。第3章業務第19条5には「市価安定ノ為ニスル有価証券ノ売買及引受」が入った。金庫の資本金は3億円の内政府が2億円を限り出資した。さらに付則第52条で「日本協同証券株式会社ハ命令ノ定ムル所ニ依リ……株主総会ノ決議ヲ以テ戦時金融金庫ニ吸収セラルルコトヲ得」、第57条で「戦時金融金庫ノ成立ニヨリ日本協同証券株式会社ハ之ニ吸収セラルルモノトシ日本協同証券株式会社ノ権利義務ハ戦時金融金庫ニ於テ之ヲ継承ス」となった。日本協同証券の資本金は5000万円であるから、政府出資と併せて2億5000万円となり、残額が新たな出資者募集の対象となった。戦時金融金庫の日常業務に関する資金は払込資本金額の10倍までの戦時金融債券の発行で調達された。日本協同証券が戦時金融金庫に吸収されうる期間は同法施行の日より3月以内とされた⁶³⁾。金庫の定款第50条には昭和17年3月14日現在の日本協同証券株式会社の財産の概況が掲載されている⁶⁴⁾。資産約1億2890万円、昭和16年12月1日～昭和17年3月14日の利益金約902万円であった。日本協同証券株式会社は興銀出資を通じて間接的に政府の意向を強く受け、特別融資の恩恵もあったとしても、あくまでも民間の株式会社であったのに対して、戦時金融金庫は資本金の3分の2を政府が出資する特別法による金庫であった。株式価格統制令ですでに

株価維持・安定は国策となっていたが、その実行機関が政府機関である戦時金融金庫となったことで戦時下の株価維持のシステムは完成した。しかし当初の1年は株価が上昇しており、同金庫の本格的な活動は昭和18年以後となった。その性格から当然のこととして、同金庫は戦後早期（昭和20年9月30日）に閉鎖機関の指定を受けた。

戦時金融金庫が活動を開始した時期には株価は相対的高値が継続している高原状態にあった。市場安定のために必要だったのは買い出動ではなく売り出動のほうだった。昭和18年7月14日、生命保険統制会（同年5月設立）は同日大引け値段以上に株価が上がった場合、持株の売り出動を決定した。市場はこの決定と、証拠金の引上げで反落した。その後又株価が上昇し、同年10月24日に大蔵省は株式取引所及び取引員組合に対して実物取引の自粛を要望し、11月15日には株価抑制策の根本として増資新株の割当制限などを発表した。市場は再び急落した。日本証券取引所の活動開始からしばらくして、昭和18年7月17日には株式譲渡命令に関する件（大蔵省令第63号）⁶⁵⁾を公布施行した。同令は株価抑制のために金融機関に対し持株を戦時金融機関に譲渡することを命じうるものであった。しかし、この後8月には戦局の不利、統制の強化などで時局株中心に諸株が下落し、年末まで低調を続けた。昭和19年にも低落傾向は変わらず、ついに同年7月15日に東京・大阪両取引員統制組合（昭和18年11月19日各地取引員組合は取引員統制組合と改称）は適正株価維持の申合せを決議した⁶⁶⁾。「我等取引員ハ取引所ト協力適正ナル株価維持ニ全力ヲ挙げ」、人心の安定と皇国必勝の体制確立に寄与したい、というものである。東京市場は、戦時金融金庫

の挺入れ、生命保険・投資信託の買い出動などで、市況が回復し、年末まで堅調を保った。

昭和20年に入り、状況はさらに変化した。3月10日の東京大空襲で東京市場は16日まで臨時休会に入り、大阪市場なども臨時休会、以後各地市場は空襲の激化で臨時休会が相次ぐ有様となった。3月10日、戦時金融金庫は大空襲前日の3月9日価格（3・9価格）で無制限買い支えを決定した。立会い再開に際し日本証券取引所総裁は異例の挨拶文を全国市場に通知した⁶⁷。東京市場には被害はなく、戦時金融金庫の一層強力かつ広範囲の出動が予定されており、上場会社は一般的に戦争保険に加入しているから「株式に付いてはなんらの不安もない」故に、取引員及び市場代理人は徒に不安焦燥に駆られることなく冷静にその職務を全うするよう呼びかけたものである。同日から戦時金融金庫は無制限買入れを開始したため諸株は一斉に反発した。5月1日には一度株価挺入れ値段を引上げてもある。同日、同盟国盟主ヒットラーの死去、2日ベルリン陥落で、以後は戦金の一手買いといわれるほどの大量の買い注文が出されたが、先行き不安から清算取引は減少し、実物市場に売り物が殺到した。しかし通信・交通網の被害から戦金が取引員に注文して買ったり受け渡したりするにも渋滞する始末となった⁶⁸。昭和16年8月の株式価格統制令、17年の戦時金融金庫法、18年の日本証券取引所法、戦時末期にはこの3者が同時に存在したが、現実に20年6月までは戦時金融金庫の活動だけが行われた。いよいよ、という段階になって初めて日本証券取引所自らが自所市場において株式買入れに乗り出すのである。

IV. 日本証券取引所の株価維持・安定機能

昭和20年6月30日になって政府の命令で東京・大阪両市場では戦時金融金庫に代わって日本証券取引所自らが株式の買い出動を開始することが決定され、7月2日から取引所の買い出動が始まった。この戦時最終段階で、7月24日に出された「株式政策に関する当面の諸問題」と題する文書が存在する⁶⁹。大日本帝国政府の用箋を用い、内容から見て大蔵省の内部で作成された「極秘」文書である。ポイントは以下の3点にあった。

- ① 在来の株価政策（株価の公正かつ安定的形成を目的とする）を転換し、一定の最低株価維持による株主救済を主たる目的として運営する（3・9指値を再検討し、株式価格統制令の最低価格として公示し、一定機関の店頭で売買させることも考慮）
- ② 市場操作方法の改善（新指値による無制限買い出動、一定金額で適正值により日証に売買させるなども考慮）
- ③ 株価形成上の悪材料の一たる株式名義書換の遅延の解決（種々の困難あり）

戦時最後の段階で（従来は「伝家の宝刀」扱われてきた）株式価格統制令の最低価格を発動することも考慮されたことがわかる。名義書換の善処については証券界も悩んでいた⁷⁰。もっとも、これらが具体的に検討されることはおそらくなかった。7月26日には連合国が対日ポツダム宣言を発表し、8月6日米軍機が広島に原子爆弾を投下、8日にはソ連が日本に宣戦布告した。9日には長崎に原子爆弾が投下さ

れ、同日大蔵省はソ連参戦の報に翌10日以降全国市場の臨時休会を決定した。10日に御前会議はポツダム宣言受諾を決定し、日証全国市場は以後一斉に臨時休会に入った。戦時下最後の株価は、したがって、日本証券取引所自らによる盛大な買い出動の結果持ちこたえていた8月9日の価格になった。戦後になってこの価格は3・9価格と並んで8・9価格と称されるに至った。

昭和18年6月30日に設立され、7月1日から活動を開始した日本証券取引所は、主たる活動を株価の維持安定に置いたわけではない。取引所と名乗る以上当然ながら有価証券市場施設の提供が最大の任務であったが、しかし任務の一つには有価証券価格の安定が入っていた。日本証券取引所法で確認する。

第1条 日本証券取引所ハ国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為有価証券ノ公正ナル価格ノ形成及価格ノ安定ニ任ジ且有価証券ノ流通ヲ円滑ナラシムコトヲ以テ目的トス

第22条 主務大臣ハ有価証券ノ価格ノ安定ノ為必要アリト認ムルトキハ日本証券取引所ヲシテ……ノ規定ニ拘ラズ有価証券市場ニ於ケル売買取引ヲ為サシメ又ハ売買取引ノ委託ヲ為サシムルコトヲ得

すでに戦時金融金庫があったため、当面はこの機能は活用されなかったが、戦末になって相次ぐ空襲下にどうしようもなく活用されたというのが実態であった。この機能を担った日本証券取引所所有価証券売買取引事業特別勘定はやはり戦後に閉鎖機関の指定を受けた（昭和21年6月19日）。

V. 解合い慣行と自由市場

日本の戦前期株式市場の一つの大きな特徴に、市場混乱時における解決方法として解合いが定着していたことが挙げられる。株式流通市場で大きく売買を集中したのは定期取引（清算取引）と呼称された個別銘柄先物取引の、それも一部銘柄であり、現物株券を担保に入れて資金を調達し、その担保株券を流用して売却することもあり、売買の仕手合戦が過熱すると、数週間あるいは数ヶ月で売買が膨れ上がり、受渡を要求されてもできずに市場が破綻するような混乱状態になることが稀ではなかった。このような事態になったとき、解決の有力な方法として採られたのが所謂解合いであった。

解合い以前に合法的な取引の解約というものがある。受渡期日到来前に、売り手と買い手が合意の上、取引所に届け出て、売買契約を解除することをいう。多くは市場人氣が沸騰して盛んに売買が行われた結果、相場が暴騰して、売り玉と買い玉の差が著しく開いたような場合に行われた。解合いとはこの解約と同意義であり、相場の激変のために非常に損失となった一方が相手方に対して詫びを入れて、背負いきれる程度の値段を協定し、それに基づいて差金を相手方に支払って最初の売買契約を解除してもらうことをいう⁷¹⁾。強制解合いでは第三者が値段を設定して解合いを行なわせた。解合いは売買双方の全ての間にも起こることもあり、一部の間にも起こることもある。市場がむやみに売り叩くか、買い煽る、あるいは沸騰して、公定相場の真価を保てなくなったような場合であるから、取引所も不穏と見れば立会いを停止する。多くの解合いはこの立会い停止中に行われた。戦前

法では取引所は「公定相場を決定し公示する」義務があったので(取引所法第26条)、公定相場の名に反するような事態に対しては取引所が中立を決め込むというわけにも行かなかったのである。

売買契約の当事者が契約を履行して決済を終了することは商取引の大原則であり、明治26年の取引所法にはこうした解合いは無論規定されていなかった。最後の改正である昭和4年改正後の条文で見ると、第21条取引所ハ売買取引ノ責任ヲ履行セサル者アルトキハ其ノ証拠金及身元保証金ヲ以テ損害賠償ノ用ニ供スルコトヲ得、第22条取引所ハ農商務大臣ノ認可ヲ受ケ売買取引ノ違約ヨリ生スル損害ニ付賠償ノ責ニ任スルコトヲ得、となっているのみである。違約に対しては取引者が予納してある証拠金(各契約毎)・身元保証金(取引員になるとき)で損害賠償させるとというのが、法の基本的立場であった。では解合いは違法な存在なのか、それとも合法的といえるのか。結論としては法に抵触しないという判例が出ている。

明治26年勅令第74号は転売買戻しを「同一の仲買人に属する同一銘柄数量限月の買付けと売付けとを組み合わせ、その権利義務を相殺して売買関係を結了せしむることをいう」と規定し、定期取引に限って行われていた。解合いは転売買戻しとしての効力を持つものとされ(大審院民事判決明治35年(オ)133号)、「相場の高下に急劇異常なる変徴を来し若し其間に於て為されたる取引関係を存続せしむるときは取引人に対し測るべからざる財産上の危殆を招く虞ある場合に之を為し以て一切の関係を解銷することをいう」と定義され(大審院民事判決昭和2年(オ)967号)、「取引所に於ける売買建玉を一定の協定価格に依り決算し互に取引を終了せしむべき

商慣習上の手仕舞方法なり」と協定価格が明示された(東京控訴審民事判例大正4年(オ)146号)。もっとも、委託者との関係については、「取引所仲買人が委託者の承諾なきに之に対し何等の責任を負うことなくして売買の総解合いを為し得べき一般の慣習あることは未だ曾て認めざる所なり」(大審院民事判決明治31年166号)以下、いくつかの縛りがかけられていた。これを見ても明治期から解合いが行なわれていたことは明らかであるが、その多くは南波礼吉『日本買占史』記述の参宮鉄道株買占めなどの例に見るように特定銘柄の投機による混乱を整理したものであった。複数の重要な銘柄あるいは市場全銘柄を対象として「市場重大事件」と株式取引所の歴史に記述されるようになるのは大正5年以降のことであった。

「株価暴落時における建玉処理」⁷²⁾(東京株式取引所、資料タイトルは編纂室)は、大正5年から昭和8年に至る東京株式取引所市場における事例をまとめたものである。

1. 大正5年12月(第1次世界大戦勃発後の暴落) 立会い停止、乗換え及び解合い
2. 大正9年3月(財界恐慌) 立会い停止、解合い等特殊の処理をせず(仲買人の任意解合い)
3. 大正12年9月(関東大震災) 立会い不能、受渡期日を変更し、解合い
4. 昭和2年4月(金融恐慌モラトリアム) モラトリアム臨時休業後立会い開始
5. 昭和6年9月(満州事変及び英国金本位制停止) 立会い停止、解合い、乗換え
6. 昭和6年12月(政変、金輸出再禁止) 立会い停止、増証拠金徴収、解合い
7. 昭和8年3月(米国金融不安) 休会、増証拠金徴収のみ

1の事例では15名の解合い評定委員が設けられ、2の事例では仲買人協議会で解合い標準値段評定委員20名の記名投票で決定した値段で解合い希望者に申し込ませた。3の事例では善後策研究会に値段等を一任し、改めて総会にかけて決定した。5の事例では任意解合いで、値段は一般取引員組合委員会で決定した。6の事例では組合委員会が極力成立に尽力した。解合いの対象となった銘柄はすべての場合も、数銘柄の場合もあり、対象売買も全ての場合（総解合い）も希望者のみの場合（任意解合い）もあった。

関東大震災時の具体例⁷³⁾では、東京株式取引所一般取引員組合の決議による解合値段が一覧できる。総解合いであり、解合い値段は「評定委員を設け公平なる推定時価を定め該時価と最終帳入れ値段との中値を以て標準とし」で定め、その売買を取引所に登録し、転売買戻しの手続きをとった。金融恐慌モラトリアム時の東京株式取引所実物取引員組合臨時総会議事録⁷⁴⁾では、取引所内の実物取引処理を決定した後、委員長が「実物取引の店頭売買は絶対禁止不可能なれば自重して行うこととし、数日間情勢を見た上であるいは市場で売買を開始するかも知れない」と発言している。

昭和8年以降の市場混乱事例で解合いにまで至ったものには昭和11年の2・26事件の関係がある⁷⁵⁾。その後は、前章までに見たように準戦時・戦時体制の下で株価維持・安定政策が結果としてほぼ恒常的に採られたため、これまでのように投機がこじれて市場が混乱状態に陥るようなことはなくなった。逆説的ではあるが、解合いという自由市場取引の原則に背くかのような市場救済方法の存在こそは、自由市場の存在を証するものであった、といえるのではない

か。崩壊した市場を救済し、自由市場を復活させるための暴力的な手続きととってもよい。なお、解合いの慣例は米穀・綿糸などの商品取引でも同様に見られたが、その起源はどこまで遡りうるかは定かではない⁷⁶⁾。

結び

戦前期自由市場時代の株式市場には解合いという慣行が広く定着していた。個別銘柄先物取引が取引の中心で、数銘柄に取引が集中し、価格の乱高下が激しく、発行現株数以上の取引が行われることもしばしばあったからである。解合いが必要とされるのは自由な取引で決められた価格では決済が不可能になったときであった。価格が動かない、動いたとしても下方に落ちるのみであれば、取引は萎縮し、解合いが必要な状況は生まれようがない。そのような市場で必要なのは価格下落防止、維持・安定の活動であると戦前期日本の市場では考えられた。昭和6～11年の時期には解合いと株価維持・安定機能とは、時期により、併存した。自由市場から統制市場への過渡期である。その後は解合いが消え、株価維持・安定機能が（政策的に予想されたものではなかったが）拡大した。

最初の生保証券は株価維持・安定機能の活動が比較的短期間に投資の成果を生んだ。昭和12年に証券業者が形成した大日本証券投資も、比較的短期間に投資の成果を上げて解散した。ここまでは株価維持・安定機関は市場状況に助けられて比較的短期間に成功・解散に持ち込むことができた。状況が変わってきたのは昭和15年の日本証券投資からで、その活動では株価維持・安定を果すことはできず、数ヶ月のうちに政府の肝いりで、政府系金融機関の日本興業銀

行が中核となって、証券業者ではなく全金融機関を網羅した新機関が昭和16年3月末に設けられた。この決断と日米開戦の見通しがどのあたりでつながっていたのかは不明であるが、その後同年8月の株式価格統制令発布の決断には色濃く日米開戦への見通しが漂っていた。法令による株価維持・安定はここから始まった。統制令は法ではなく令であるが、国家の政策として株価維持・安定が明確に位置づけられたのである。

日米開戦後にはさらに大きな飛躍が用意されていた。すなわち、昭和17年4月設立の戦時金融金庫の目的の一つに株価維持・安定が明示され、翌年昭和18年6月設立の日本証券取引所の目的の一つにも同じくこれが入った。一方の戦時金融金庫法は戦時立法であるが、他方の日本証券取引所法は戦時立法であると明記されていない。これら2法の成立で、日本の株価維持・安定はほぼ恒久的な法の手当がついたのである。大日本証券投資から始まって7年間でここまでの備えが完成したことをどう評価すべきか。最初から法令化を目標としたわけではないが、市場の実態と、市場を活用したいという政策要求の結果、比較的短期間に法令化まで進んだことは、良くも悪くも日本市場の特質といわねばならない。

戦後に設けられた日本共同証券及び証券保有組合は、設立当時の見通しはともかく、その後の驚くべき株価の回復に助けられて、中期の存続で相当の投資利益を上げて解散し、その後は財団として活動している。戦時という時代に押し流されてどうしようもなかったという現実があったにせよ、証券業者の自主的な株価維持・安定機関から、国の法令による規定にまで昇格させられた機能は、戦後の市場にも潜在的に

ルトインされてきた。日常的には自由市場であるから表面には出ないが、一朝ことあればすぐに市場救済が政策として出てくるのが日本市場である。この思考方法が形成されたことには戦時期の法令化が決定的な影響を持ったと考える。「戦時の悪法」というべき性格のものももちろん存在するが、市場はこの法令を「悪法」とは受け止めず、有効な政策として戦後も活用したのである。この素直な活用については、戦前期の自由市場の経験がまだ足りなかったということもできよう。

注

- 1) 日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦前編第三、四、五巻参照。
- 2) 長谷川光太郎『兜町盛衰記』第三巻、昭和34年、日本証券新聞社、参照。
- 3) 『日本証券史資料』戦前編第七巻、二-四-1-資料(1)。
- 4) 同書、二-四-1-資料(2)。
- 5) 同書、二-四-1-資料(5)。
- 6) 同書、二-四-1-資料(11)及び(12)。
- 7) 同書、二-四-1-資料(11)。
- 8) 同書、二-四-1-資料(12)。
- 9) 同書、二-四-2-資料(1)。
- 10) 前掲、長谷川、参照。
- 11) 『日本証券史資料』戦前編第七巻、二-四-2-資料(2)。
- 12) 同書、二-四-3-資料(1)。
- 13) 同書、二-四-3-資料(2)。
- 14) 同書、二-四-3-資料(3)。
- 15) 『東京株式取引所史』第3巻、p.88~92、参照。
- 16) 『東京証券業協会十年史』、p.157~158、参照。
- 17) 同書、p.158。
- 18) 『日本証券史資料』戦前編第七巻、二-四-4-資料(1)。
- 19) 『日本証券史資料』戦前編第五巻、二-資料(68)。
- 20) 『日本証券史資料』戦前編第七巻、二-四-4-資料(2)。
- 21) 大蔵省金融制度調査会報告第3編『金融機関発達史』、昭和24年、板垣書店、p.435。
- 22) 山一証券株式会社調査部『生命保険経営に於ける投資情勢—其発展方向と株式投資の役割—』、昭和10年12月、山一証券株式会社、p.65。
- 23) 小野清造『生命保険会社の金融的發展』、昭和11年11月、栗田書店、p.196。この件に関する同書の内容はほぼ山一証券者によっていると思われる。
- 24) 山一証券株式会社、前掲書、p.66。

- 25) 同書, p.67~68。
- 26) 同書, p.69。
- 27) 同書, p.71~72。第2次生保証券のその後は戦後の研究書には触れられていない。山中宏『生命保険金融発展史』, 昭和41年, 有斐閣, 参照。
- 28) 『日本証券史資料』戦前編第七巻, 二-四-5-資料(1)。
- 29) 同書, 二-四-5-資料(2)。
- 30) 同書, 二-四-5-資料(3, 4)。
- 31) 同書, 二-四-5-資料(5)。
- 32) 同書, 二-四-5-資料(6)。
- 33) 同書, 二-四-6-資料(1)。
- 34) 同書, 二-四-6-資料(2)。
- 35) 同書, 二-四-6-資料(6, 7)。
- 36) 同書, 二-四-6-資料(9, 10)。
- 37) 同書, 二-四-6-資料(12~14, 16~17, 20~21)。
- 38) 同書, 二-四-6-資料(18)。
- 39) 同書, 二-四-6-資料(24)。
- 40) 同書, 二-四-6-資料(25~26)。
- 41) 同書, 二-四-6-資料(31)。
- 42) 同書, 二-四-6-資料(32)。
- 43) 同書, 二-四-6-資料(34)。
- 44) 同書, 二-四-6-資料(35~37)。
- 45) 同書, 二-四-6-資料(38)。
- 46) 同書, 二-四-6-資料(39~40)。
- 47) 同書, 二-四-6-資料(41)。
- 48) 同書, 二-四-6-資料(42)。
- 49) 同書, 二-四-7-資料(1)。
- 50) 同書, 二-四-7-資料(2)。
- 51) 同書, 二-四-7-資料(3)。
- 52) 同書, 二-四-7-資料(4, 5, 6)。
- 53) 同書, 二-四-7-資料(8~9)。
- 54) 同書, 二-四-7-資料(10~11)。
- 55) 同書, 二-四-7-資料(12)。
- 56) 同書, 二-四-7-資料(13)。
- 57) 同書, 二-四-7-資料(17~18)。
- 58) 同書, 二-四-7-資料(14)。
- 59) 同書, 二-四-7-資料(15)。
- 60) 同書, 二-四-7-資料(16)。
- 61) 同書, 二-四-7-資料(19)。
- 62) 同書, 二-四-8-資料(1)。
- 63) 同書, 二-四-8-資料(2)。
- 64) 同書, 二-四-8-資料(3)。
- 65) 『日本証券史資料』戦前編第四巻, 一-資料(65)。
- 66) 『日本証券史資料』戦前編第七巻, 二-四-8-資料(4)。
- 67) 同書, 二-四-8-資料(5)。
- 68) 長谷川, 前掲書, 第四巻, 参照。
- 69) 『日本証券史資料』第七巻, 二-四-8-資料(6)。
- 70) 『日本証券史資料』第五巻, 三-資料(147)。
- 71) 金融経済研究会『相場用語解説と相場知識』昭和8年。
- 72) 『日本証券史資料』戦前編第七巻, 二-五-資料(1)。
- 73) 同書, 二-五-資料(3)。
- 74) 同書, 二-五-資料(4)。
- 75) 『東京株式取引所史』第三巻, 参照。
- 76) 島本得一『堂島米商会所文献集』昭和41年には商品取引関係の主な用語が収められてあるが, 「解合い」は含まれていない。

参 考 文 献

- 日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦前編第一巻~第七巻。
- 東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』, 同第二巻, 第三巻。
- 東京証券業協会『東京証券業協会十年史』
- (当研究所主任研究員)