

戦前・戦時期における金融市場の再評価
— 国債・株式パフォーマンスインデックス算出による投資成果の検証 —

埼玉大学大学院人文社会科学研究科

15GD512

平山賢一

2018 年 3 月

論文要旨

本研究の課題は、戦前・戦時期の国債・株式市場の利回り・価格データを整理した上で、現代のポートフォリオ理論に基づく国債・株式パフォーマンスインデックスを算出し、当時の金融市場を再評価することである。このインデックスは、国債市場のリターン・リスク等（月次）を明らかにする Government Bond Performance Index (GBPI) と、同じく株式市場についての Equity Performance Index (EQPI) から構成されており、戦前・戦時期の投資成果を示すものである。算出にあたっては、戦前・戦時期特有の金融制度や仕組みを反映しなければならないため、原データに各種の修正を施す必要がある。

近年、金融史・経済史研究やファイナンス理論研究において、戦後だけではなく戦前・戦時期の国債・株式市場全体の動向を定量的に把握する重要性が指摘されている。だが、現代とは明らかに異なる戦前の金融市場構造を、市場データに反映させる困難性が伴うため、国債・株式の投資成果についての探求は進んでこなかった。確かに、一部の個別銘柄データを用いた戦前期の市場動向把握は試みられてきたものの、市場全体の動向が反映できないという問題点が残されたままであった。たとえば、三分半利債が大量発行された戦時期には、それまで売買が活発に行われていた甲号五分利公債や第一四分利債が国債市場の指標として適さなくなった。また、株式市場の指標とされてきた東京株式取引所の株価は、1930年代から重化学工業の比率が高まる株式市場の動向を代表しなくなったのである。

特に、国債市場では、低利借り換え懸念などの要因から、利率の違いによるイールドスプレッドが存在しており、1936年には利率の違いによる利回り逆行現象が発生していることから、特定の個別銘柄ではなく、広く国債全銘柄を対象とした指標が構築されるべきである。さらに、株式市場では、わが国特有の株式分割払込制度による新株権利落ちや払込修正についての検討が置き去りにされるとともに、投資成果にとって重要な配当によるリターンが無視されてきたことを不問に付すことはできないだろう。

これらの問題点を解消するために算出したのが GBPI、EQPI であり、戦前・戦時期の国債および株式市場の投資成果を代表する指標として精度の向上と、当時の市場構造と市場参加者の行動とを再評価する際に相応しい指標になることが期待される。

GBPI、EQPI により算出された戦前・戦時期（1924 年 6 月から 44 年 11 月まで）の市場リターン（年率換算）は、国債 5.71% に対して株式 6.92% となり、リスク（年間）は、国債 2.04% に対して株式 16.39% であった。現代ポートフォリオ理論に示されるリスクとリターンのトレードオフ関係に沿った結果となったが、30 年代前半までの市場リターンは、国債が株式を上回ったものの、30 年代後半以降は株式が国債を上回ったことが明らかになった。そのため、リターン水準という側面からは、戦時期の株式市場は低迷したと言い切ることは難しいと言えよう。一方、主たる先行研究では、「戦時期の株式市場は低迷した」としているが、この「低迷」という言葉の意図する領域が必ずしも明瞭ではないことから混乱を招いている。戦時期の企業の資金調達手段は融資が中心となり、配当も抑制されたという視点からは、株式市場は低迷したと言えるかもしれないが、投資成果（リターン）という点では相対的な優位性があったといい直すことができよう。

わが国の場合、EQPI によれば、戦時期であっても概ね企業業績（一株当たり利益）に応じた株価形成がされており、米国対比でのイールドスプレッド（株式益回りと国債利回りの格差）も著しい格差があったわけではなかった。そのため、株式市場の本格的な機能低下は、各種政府系機関による株価維持政策が実施され、クロス

セクションで見た銘柄間のリターン格差が縮小し、そしてリスクも急低下した 1943 年などに限定されると考え得るだろう。

一方、国債のリスク水準は、1942 年以降 0.10%を下回り、ほぼ短期金融市場（東京コール）と同水準になったことから、戦後を待たずに国債は、価格決定機能が消失し規制金利化した可能性があると言える。主な国債保有者は市中金融機関や政府であり、株式保有者は個人や法人であったことから、政府の指示による価格統制が国債市場で浸透し易かったという背景も手伝い、政府の価格統制強化は、株式市場よりも国債市場で徹底されていたと言えよう。そのため、40 年代の国債利回りは約 3.7%で固定化されたが、同時にインフレ率は上昇したことから、実質マイナス金利状態に陥っていた点は再認識すべきであろう。

ところで、戦前・戦時期の国債及び株式の投資成果を把握することは、国債と株式の関係を明らかにするだけでなく、特殊な金融構造下での市場参加者の行動（資産配分）を再評価することにも貢献するだろう。マイナス実質金利状態にもかかわらず、五大銀行等が国債割当や軍需産業への融資を拡大させたのは、政府の金融統制により、金利変動が抑制され利鞘が確保されたことで業績が安定的に成長したこと、そして自己資本比率低下による財務リスク耐性の悪化を損金参入可能な有価証券価額償却による「含み益」温存により緩和したことなどが影響していたと考えられる。

民間金融機関の財務リスク耐性を確保する政策は、国債消化策などの各種政策により確認することが可能だが、1931 年下期の国債暴落により民間金融機関の有価証券評価損失が巨額な規模に膨らんだことを端に採用されるようになったと推察される（特に、五大銀行の有価証券評価損益は、GBPI を算出することで推計が可能となった）。つまり、政府による国債投資・融資拡大という資金統制も、民間金融機関の業績悪化を回避する政策と共に強化されており、政府による公益追求が、民間金融機関による私益追求放棄という犠牲の下に成立していたわけではないことを指摘できるのである。

戦前・戦時期の国債・株式パフォーマンスインデックス算出による投資成果の検証は、金融市場の構造や市場参加者の行動を再評価するための有力な手段になりうるであろう。また、戦前・戦時期における金融市場の解明は、現在の金融市場との比較を通して、今後の政策運営にも意義あるインプリケーションを与える可能性も否定できない。そのため、わが国の金融史研究とファイナンス理論研究の間に広がる「戦前日本の金融市場マイクロストラクチャー研究」の沃野は、道半ばであるだけに研究の深耕が期待できると言えよう。

目次

図表リスト.....	VII
1. はじめに.....	1
1.1. 課題.....	1
1.1.1. 研究の課題と目的.....	1
1.1.2. 課題の位置づけ.....	2
1.2. 先行研究.....	4
1.3. 研究手法.....	5
1.4. 研究の意義.....	6
2. 戦前・戦時期の国債市場の再検討.....	9
2.1. 戦前・戦時期の国債と市場指標.....	9
2.1.1. 戦前・戦時期の国債市場の概観.....	10
2.1.2. 戦前・戦時期の国債指標の必要性.....	11
2.1.3. 戦前期の 10 年国債利回り推移.....	12
2.1.4. 低金利政策と利率間イールドスプレッド.....	12
2.2. 1936 年の低利借換え.....	14
2.2.1. 低利借換え懸念と二・二六事件.....	14
2.2.2. 甲号五分利公債と第一四分利債の利回り逆行.....	15
2.2.3. 低利借換え前後の国債市場の状況.....	16
2.2.4. 低利借換えと市場の反応.....	17
2.3. 低利借換え以降の国債市場.....	19
2.3.1. 同償還年債イールドスプレッドと高利率債忌避.....	19
2.3.2. 三分半利債とイールドスプレッド.....	20
2.3.3. 三分半利債の標準発行価格と強制割当.....	21
2.4. 小括.....	22
3. 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI).....	24
3.1. GBPI の算出手法.....	24
3.1.1. 戦前・戦時期の国債消化策と国債銘柄.....	24
3.1.2. GBPI の算出手法.....	27
3.1.3. 戦前・戦時期の国債市場の超過リターン.....	28
3.2. GBPI から確認できる価格統制.....	29
3.2.1. 国債市場リスク消失.....	29
3.2.2. 1936 年・40 年のリスク上昇.....	30
3.2.3. 平均残存年限と利率間利回り格差.....	31
3.3. 規制金利化と実質リターン.....	32
3.3.1. 1942 年以降の国債リスク消失と戦後の規制金利.....	32

3.3.2. 実質リターンの検証	33
3.4. 小括	34
4. 戦前・戦時期の株式市場の再検討	36
4.1. 明治・大正・昭和期の株価指数.....	36
4.1.1. 戦前・戦時期の株式市場の概観.....	36
4.1.2. 株価指数の意義.....	37
4.1.3. 戦前・戦時期の株価指数.....	38
4.1.4. 株価指数算出の試み	39
4.2. 戦前期株式市場の投資収益率.....	40
4.2.1. 戦前期の株価推移と権利落修正・配当修正	40
4.2.2. 戦前株式市場の特徴としての株式分割払込制度	41
4.2.3. 旧株の増資権利落修正と新株の追加払込修正.....	42
4.2.4. 旧株・新株に適用される配当修正.....	43
4.3. 東京株式取引所株による投資収益率の検証.....	44
4.3.1. 戦前株式市場の代表としての東株	44
4.3.2. 東京株式取引所の増資と新東株	45
4.3.3. 東株の価格指数・修正株価指数・配当込修正株価指数.....	45
4.3.4. 新東株の価格指数・修正株価指数・配当込修正株価指数.....	46
4.4. 小括	47
5. 昭和初期株式パフォーマンスインデックス(EQPI).....	49
5.1. 短期清算取引市場上場銘柄の投資成果算出について	49
5.1.1. 増資権利落修正—新株落と権利落.....	50
5.1.2. 追加払込修正および配当（権利落）修正	53
5.1.3. 合併に伴い修正を要するケース	55
5.2. EQPI の算出による投資成果	56
5.2.1. EQPI の時価総額比率推移.....	56
5.2.2. EQPI によるリターン水準の変化	56
5.2.3. EQPI のリスク水準変化	57
5.3. 戦前・戦時期の株式市場のファクトファインディング	58
5.3.1. EQPI のシャープレシオ検証	58
5.3.2. EQPI による実質リターン	58
5.3.3. 算出結果と銘柄間収益率格差	59
5.4. 小括	60
6. 金融統制下の株式市場の再評価	61
6.1. リスク水準・超過リターンによる株式再評価.....	62
6.1.1. リスクプレミアム推定のための基礎データ.....	62
6.1.2. 戦時金融統制強化と株式再評価.....	63

6.1.3. わが国株式市場パフォーマンスの変化	63
6.2. 日米比較を通じた株式市場再評価.....	65
6.2.1. 戦前・戦時期の日米株式リターン・リスク比較	65
6.2.2. わが国配当規制の影響	66
6.2.3. 日本株式の株価収益率等の変動率低下	67
6.3. 市場パフォーマンスと資産配分	67
6.3.1. リスク調整後リターンが最大化される株式比率	67
6.3.2. 資産分散効果縮小	69
6.4. 小括	70
7. 五大銀行の有価証券投資と金融統制	71
7.1. 戦前・戦時期における国債市場と五大銀行有価証券価額償却	72
7.1.1. 戦前・戦時期の金融機関史研究	72
7.1.2. GBPI・EQPI を用いた五大銀行の評価損益推移	74
7.1.3. 1931 年の長期金利上昇が五大銀行決算に与えた影響	74
7.1.4. 五大銀行の有価証券評価損益と有価証券価額償却	76
7.2. 有価証券価額償却の役割変化.....	77
7.2.1. 1932 年以降の国債管理政策と有価証券価額償却	77
7.2.2. 変質した有価証券価額償却の役割.....	78
7.2.3. 有価証券価額償却と自己資本比率低下	79
7.2.4. 店頭流通取引の拡大と五大銀行の積極的な売買記録.....	81
7.3. 有価証券価額償却拡大の背景.....	82
7.3.1. 1940 年代の有価証券価額償却急増と資本利益率	82
7.3.2. 五大銀行と地方銀行の比較.....	83
7.3.3. 有価証券価額償却と損金算入	85
7.3.4. 有価証券価額償却と臨時利得税.....	86
7.4. 小括	87
8. 結論	90
参考文献一覧	94
図表（営業報告書等に関するものは昭和表記とした）	100

図表リスト

図 1 部門別国債保有比率推移（1930～45 年）	100
図 2 主要国債利回りと利回り格差（イールドスプレッド）	100
図 3 利率の違いによる価格・利回り（1935～36 年）	101
図 4 同償還年債イールドスプレッド；五分利公債利回り－四分利公債利回り	101
図 5 イールドスプレッド（1970 年償還債）	102
図 6 各種三分半利債の標準発行価格乖離率	102
図 7 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)の指標推移	103
図 8 名目および実質 Total Return Index	103
図 9 部門別株式保有比率（1930－45 年）	104
図 10 東京株式取引所株の株価推移（東株・月中平均）と増資権利落	104
図 11 東株の価格指数・修正株価指数・配当込修正株価指数	105
図 12 昭和初期株式パフォーマンスインデックス（東京株式取引所・短期取引市場）	105
図 13 昭和初期株式(EQPI)・国債(GBPI)市場の年次リターンとリスク推移	106
図 14 各年主要銘柄収益率の標準偏差；24 年は 6 月以降・44 年は 11 月迄	106
図 15 昭和初期・金融市場リターン（年率）	107
図 16 日本利回り推移（1924/06-44/11）	107
図 17 米国株式パフォーマンス	108
図 18 米国利回り推移（1924/06-44/11）	108
図 19 日米株価収益率（1924/06-44/11）	109
図 20 日米イールドスプレッド（1924/06-44/11）	109
図 21 2 資産ポートフォリオのリスク調整後リターンが最大化される株式比率（24 か月・60 か月） ..	110
図 22 日本国債・株式 2 資産ポートフォリオの分散効果（24 か月・60 か月）	110
図 23 五大銀行の資本利益率と有価証券価額償却（期別・昭和）	111
図 24 五大銀行の資本利益率と諸償却（期別）	111
図 25 有価証券価額償却及び対払込資本金比率（五大銀行・除く普通銀行）	112
図 26 臨時利得税の税率推移	112
図 27 五大銀行の株式比率（対有価証券残高）	113
表 1 昭和初期内国債利率別未償還残高・年間発行額	114
表 2 昭和初期内国債利率別年間償還額推移	115
表 3 昭和初期内国債利率別売買高推移（東京株式取引所・債券実物取引）	115
表 4 借換償還される五分利国庫債券の価格推移（1936 年 1 月～9 月）	116
表 5 借換償還される五分利国庫債券に対応する借換発行される三分半利国庫債券	117
表 6 同償還年債イールドスプレッド（五分利公債利回り－四分利公債利回り）	118
表 7 同償還年債イールドスプレッド（1970 年償還債に依る比較）	118
表 8 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI) 種別・利率別比率（時価総額・単位%） ..	119
表 9 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI) および東京コールの特性推移	120
表 10 GBPI の採用債券時価算出方法について — 時価未記載期間の時価推計方法	121

表 11	東京株式取引所の増資及び追加払込の推移.....	122
表 12	東株の権利落前後の株価と新株割当率.....	122
表 13	東株の権利落時除数・権利落修正株価・月次収益率.....	123
表 14	東株の価格指数（PI）・修正株価指数（API）・配当込修正株価指数（TRI）.....	124
表 15	新東株の価格指数（PI）・修正株価指数（API）・配当込修正株価指数（TRI）.....	125
表 16	東京株式取引所・短期清算市場上場銘柄一覧.....	126
表 17	短期清算市場上場銘柄の新株権利落（新株落）.....	127
表 18	短期清算市場上場銘柄の他社株割当による権利落.....	127
表 19	短期清算市場上場銘柄の追加払込.....	128
表 20	短期清算市場上場銘柄の年間収益率の推移（1924 年 7 月～44 年 11 月）.....	129
表 21	短期清算取引上場銘柄の時価総額比率推移（1943 年 9 月以降は実物取引基準）...	131
表 22	昭和初期株式パフォーマンスインデックスと超過収益率（超過リターン）.....	132
表 23	実質昭和初期株式パフォーマンスインデックス.....	133
表 24	日米株価指標比較.....	134
表 25	五大銀行の証券種別残高と期中評価損益想定額の合計額（単位：千円）.....	135
表 26	昭和 6 年下期・五大銀行の主要財務諸表数値と期中評価損益想定額（単位：千円）.	136
表 27	五大銀行の有価証券価額償却（単位：千円）.....	136
表 28	五大銀行の主要財務諸表数値および変化倍率（単位：千円）.....	137
表 29	五大銀行の有価証券当期増加額・減少額（単位：千円）.....	138
表 30	五大銀行の利益率比較（単位：千円）.....	139
表 31	日本銀行取引先普通銀行の預金コスト・証券及び貸付平均利回り.....	140
表 32	日本銀行取引先普通銀行の諸利益率.....	141
表 33	臨時利得税額の推移（単位：千円）.....	141
表 34	五大銀行の現金預け金勘定（単位：千円）.....	141

1. はじめに

1.1. 課題

1.1.1. 研究の課題と目的

戦前・戦時期¹の金融史・経済政策史研究において、国債・株式等の金融市場のもつ重要性が指摘され、さらにファイナンス理論の手法を用いた経済政策の評価や金融市場の投資成果に関する研究も散見されるようになってきた。しかし、戦前・戦時期の国債・株式市場を分析する際に使用可能なパフォーマンスデータ（価格・利回り、それに基づくリターン・リスク）は、一部の個別銘柄の価格や不十分な指数に限られ、市場全体のリターン・リスクを示す総合的な指標を用いた研究は十分に行われてこなかった。

金融史・経済政策史研究では、金融機関等の資産配分や経済主体間の資金循環についての研究は進むものの、金融市場データの整備は不十分であり、国債・株式市場全体の動向と政策変化や資金循環の関係についての検討は十分とは言えない。資金循環は、政策・制度の影響を受けた結果として位置付けられ、主たる研究対象とされてきたが、金融機関や経済主体の行動については、金融データに裏付けられた評価がされてこなかったのである。だが、資金循環といった量的側面からの研究にとどまらず、金融市場のリターン・リスク等の価格面からの分析も加えて、複眼的に戦前・戦時期の金融動向を認識することは意義があるだろう。

また、ファイナンス理論研究において、わが国の市場全体のパフォーマンスは、戦後のみを対象としており、個別銘柄による市場効率性の検証等に限られている。これらの研究手法を、戦前・戦時期に適用するためには、金融市場の原データに、戦前・戦時期特有の金融制度に則った修正を加える必要がある。だが、海外の研究者による戦前・戦時期のパフォーマンス算出の試みはあるものの、一般に取得可能なデータは、現代とは大きく異なる制度や市場の仕組みを勘案しておらず、限界を含むものである。そのため、制度や政策についての金融史の知見と、金融データを整備するというファイナンス理論研究を接合して、総合的な金融市場データを整備する必要があると言えよう。

しかしながら、このデータを整備することは 70 年以上前の膨大な市場データを収集しなければならないというデータ制約に加え、仕組みや制度の違いを認識した上での修正手法の検討など、多くの判断を要する作業の積み上げが必要となってくる。そのため、戦前・戦時期の国債・株式市場の大量の価格データを収集し、現代の分析手法で活用可能な指標を算出するには、多くの困難が伴うのである。一方、この地道な作業の成果は決して小さいとは言えないだろう。戦前・戦時期の金融史研究における金融循環と金融市場の関係を明らかにすることや、ファイナンス研究における金融市場のマイクロストラクチャー分析の基礎データを提供するだけでなく、金融史研究とファイナンス研究の学際的研究成果が期待できると推察されるからである。

そこで、当研究では、この金融史研究とファイナンス研究の不十分な点を補完するために、制度・政策についての金融史研究の知見をベースに、金融市場の原データを修正した上で、現代で標準化された手法を用いたパフォーマンスインデックスの算出を試みた。戦前・戦時期を対象とした市場パフォーマンスを算出することを通して、これまで詳細な分析がなされてこなかった国債・株式市場全体の新たなファクトファインディングに貢献するとともに、金融市場に対する再評価を促すことを意図し

¹ 本研究で扱う「戦前・戦時期」は、関東大震災からの復興が本格化する 1924 年に、東京株式取引所において短期清算取引市場が創設された 6 月から、日本証券取引所の統計月報が発行され続けていた 1944 年 11 月までを対象としている。

ているからである。米国の場合には、戦前期の株式投資成果等についてのデータが整備されているため、超長期データに基づくファイナンス実務・研究や、経済政策分析に活用されている。しかし、わが国の場合にはデータが戦後に限られてきたため、この限界を乗り越えることが求められてきたと言える。それだけに、本研究を通して、戦前期の株式投資成果等を明らかにすることは、政策決定や金融実務・学術的研究の視野を拡張することに貢献するものと考えている。

1.1.2. 課題の位置づけ

金融市場の分析にあつては、少なくとも制度や仕組みにより形成される構造、市場参加者²による行動、市場価格形成の三要素を基にした考察が必要とされるであろう。金融市場では、制度を裏付けとした金融構造を前提として、市場参加者が有価証券を売買・保有し、価格・利回りやそれに基づくリターン・リスクが決定されていくため、制度分析、市場参加者の行動分析、リターン・リスク分析という三つの視点が求められるわけである。

現代にあつては、金融制度に則った市場参加者の意思決定が、資産配分を通して資金循環や資産・負債残高を左右するとともに、有価証券売買を通して市場パフォーマンスにも影響する。さらに、その市場パフォーマンスの変化は、市場参加者の意思決定にフィードバックされ、次なる意思決定の誘因もしくは動機となって、再び市場パフォーマンスに反映されるという関係にあると考えられる。戦前・戦時期の金融市場を再評価する際にも、金融市場が、制度や仕組み、市場参加者行動、市場パフォーマンスという三要素に着目して、現代との相違を明らかにしたい。戦前・戦時期の金融市場を取り巻く制度や仕組みは、現代とは著しく異なるため、市場パフォーマンスや投資家をはじめとする市場参加者の行動も現在と同じ関係になるとは限らないが、三つの視点を軸にした分析により、戦前・戦時期の金融市場の実像に迫ることが可能と考えるからである。研究の次元は異なるが、これらの三要素は、Bain J. S. (1968) などによる産業組織論の枠組である「構造（ストラクチャー）・行動（コンダクト）・成果（パフォーマンス）」と重なるものでもある³。

ところで、戦前・戦時期の市場パフォーマンスを明らかにするためには、戦前・戦時期特有の金融財政制度が市場パフォーマンスに与えていた影響を整理する必要がある。しかし、戦前・戦時期の制度についての探求は諸研究により深耕されているものの、それを市場データに接合して市場パフォーマンスを明らかにする研究は少ない。整理された市場価格・利回りに関するデータベースが存在し

² 本研究では、有価証券を保有する民間金融機関・機関投資家・個人投資家などのプレーヤーを投資家と呼び、短期売買を繰り返す、有価証券を保有しない投機家も含めたプレーヤーを総称して市場参加者と呼ぶことにする。

³ Bain J. S. の産業組織論は、Porter, M.E. の経営戦略論にも影響を与えた SCP (Structure-Conduct-Performance) モデルの枠組を、産業における企業間の組織についての研究に取り入れたものである。その研究領域は、金融を除く産業全般であり、特に金融市場を対象にはしていないものの、構造（ストラクチャー）・行動（コンダクト）・成果（パフォーマンス）という枠組みを金融市場に適用することは、特に構造の異なる戦前・戦時期と現代の金融市場を比較する際に、議論を整理するのに有用であると考えている。注意すべき点は、宮澤健一氏（同書の「訳者あとがきと解説」）が指摘するように、Bain J. S. の対象とする市場構造は、「市場で競合し協調する一群の企業の組織または形態」であり、市場行動は、「企業の市場での売手としての、また買手としての動き」であること、そして、その結果としてあらわれる市場成果が望ましい有効競争を実現するように規制（政策）が決定されるという枠組みになっている点である。本研究では、金融産業における金融機関等の構成は、制度や仕組みといった規制・政策に相当程度依存することから、金融産業の外部に規制や政策を位置付けるのではなく、市場構造の一部として内包しているという立場を取っている。尚、興味深い点は、宮澤健一氏が「構造が行動を決定するというのがその基本的方向であるが、同時に派生的には、行動が構造を変えていくという反作用面のあることもまた認識されねばならない」と指摘していることである。この双方向性は、本研究の戦前・戦時期の金融市場においても、投資成果も含んだ三者が相互に影響し合っていたのではないかという問題意識と共通するものである。

ないため、データの制約が制度研究との接合を難しくしているのが現状である。

そのため、戦前・戦時期の市場価格・利回りなどの原データを基に、ファイナンス理論の研究者が実証を試みても、部分的な分析とはなり得ても、市場全体を表現するものであるとは必ずしも言えないという限界がある。戦前・戦時期と現代の金融財政制度の相違点を踏まえた修正をしなければ、戦前・戦時期の金融市場分析は不可能と言えよう。つまり、市場価格・利回りなどの原データに、戦前・戦時期の制度の特殊性を除去する修正を施した市場価格・利回りデータを整備することが求められるのである。特に、戦時期の金融統制については、データ制約に加え、国債大量発行を支える国債消化策や臨時資金調整法・銀行資金運用令による資金統制強化に目を奪われ、市場パフォーマンスの分析が見過ごされてきた。しかし、戦時期の経済統制の柱である金融統制⁴の分析において、資金吸収・運用の計画化を推進するために、資金統制だけでなく価格統制も強化していることから、市場パフォーマンスの分析は不可欠であろう。

また、この修正データの集約化により、市場参加者の意思決定に影響を与えた可能性のある市場全体のリターンやリスクの算出も可能になる。これは現代のファイナンス理論で重視される指標であり、現代と同じ共通尺度を戦前・戦時期についても算出するという取り組みになる。戦前・戦時期の市場参加者が現代と共通の尺度を重視したか否かは別として、この共通尺度を算出することを通して、現代とは異なる金融市場の変化を現代の視点から確認することができるようになるため、当時の金融市場のファクトファインディングに大きく貢献するだろう。

さらに、金融市場を再評価するためには、市場構造を反映した市場成果について明らかにするだけでなく、例えば戦前・戦時期の五大銀行などの市場参加者の行動との関係も明らかにすべきであろう。本研究では、市場参加者の中で、五大銀行を事例研究の対象として、市場パフォーマンスと資産配分の関係について検討を加えたい。金融市場の三要素の一つである市場参加者の投資行動の事例についても触れておく必要があるからである。国債や株式を大量保有する五大銀行をはじめとする民間金融機関にとっては、有価証券の時価変動により期間損益が左右されたことから、戦前・戦時期においても現代と同様に、市場パフォーマンスの変化は資産配分に影響し、少なからず資金循環を左右していたと考えられる。市場パフォーマンスの変化を誘因・動機として資金循環・資産負債残高という結果が左右されたことが明らかにできれば、市場パフォーマンスから金融仲介システムを分析するアプローチは有効であると言えるだろう。

言うまでもなく、民間金融機関の中で金融統制の主軸となった五大銀行の有価証券投資は、戦時期の資金循環分析においても非常に重要な役割を演じていた。この五大銀行が、市場パフォーマンス変化の影響を受けたか否かについて検討することは、統制強化という制度の大転換が、金融市場と市場参加者に対してどのような影響を及ぼしたかを明らかにするための足掛かりになるであろう。その際には、資金循環および資産・負債残高に関するマクロ分析だけでなく、損益データに基づくマイクロデータを重視することで、市場パフォーマンス変化が、民間金融機関の意思決定に影響したか否かを検討し、行動と成果の関係について明らかにするわけである。

以上のように本研究の課題は、戦前・戦時期特有の制度（構造）に接合された市場価格・利

⁴ 準戦時・戦時期の経済統制は、ヒト・モノ・カネに即するならば、人的資源の計画化を進めた人的配分統制・賃金統制、生産・流通の計画化を推進した物資統制・価格統制、そして資金吸収・運用の計画化を進めた資金統制・価格統制に区分して捉えることが可能であろう。本研究では、資金統制を資金循環や資産・負債残高などの量的側面に関するもの、価格統制を金融市場の価格や金利面に関するものとして、両側面をまとめて金融統制と呼ぶことにする。

回りデータを整理した上で、現代の手法に基づいたリターン・リスクという市場パフォーマンス（成果）を算出する。その上で、市場参加者の一つとして五大銀行の有価証券投資（行動）を取り上げ、民間金融機関が行う資産配分の誘因・動機を明らかにすることである。この研究を通して、戦前・戦時期の金融市場のファクトファインディングに貢献し、資金循環を左右する民間金融機関の資産配分と市場パフォーマンスの変化の関係を明らかにすることを意図するものである。

1.2. 先行研究

当研究分野に関する先行研究は、第一にファイナンス理論を戦前・戦時期の金融市場に適用させようとするデータ整備に関する研究、第二に戦前・戦時期の制度と金融仲介システムに関する研究、そして第三に戦時期の金融統制と金融仲介システムについての研究に区分することができよう。

先行研究を示す前に、わが国の戦前期インデックス研究が進まない理由を確認しておきたい。その要因として、米国とは異なる経済環境の差異性、市場構造の不連続性、データの断層を挙げることができる。わが国は、米国と異なり第二次世界大戦の終戦を迎えた段階で経済環境が大きく変化した。特に、戦後ハイパーインフレ発生による経済環境の差異性は、戦時と戦後を結びつけて分析することを難しくしている。また、市場構造の不連続は、終戦前後で金融市場制度が大きく転換したことを意味する。戦前期の金融市場の仕組みや制度は、戦後の仕組みと大きく隔絶しており、同じ次元で市場価格を比較することを困難にしていると言えよう。さらに、データの断層は、終戦後の 1940 年代後半に十分な金融取引が成立しなかったことから生じており、今後はこの断層についての整理が求められることになるだろう。

以上のような桎梏が存在するものの、第一に、藤野・秋山（1977）は、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。しかしながら、このデータ系列は、経済指標として活用するものとして有効ではあるが、トータルリターン（パフォーマンス）インデックスではないことや、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る。

この点を克服した研究としては、戦前・戦時期のファイナンス理論からのアプローチが海外の研究で散見され、Jorion & Goetzmann（1999）、Dimson et al.（2002）などが、特に過去の無リスク資産のリターンに対する株式リターンの超過リターンを算出することで、株式リスクプレミアムの推計を試みている。しかし、必ずしも戦前・戦時期特有の金融制度を反映したデータ修正が施されていないことや、多数の出所によるデータを接合しているためデータの首尾一貫性が得られないなど、十分なデータとはなっていない。また、Bassino J. & Lagoarde-Segot T.（2012）も、配当によるインカムリターンを反映していないことから、国債などの他資産リターンとの適切な比較ができないという難点がある。

国内の研究では、釜江（2012）、鈴木（2012）などがあり、ファイナンス理論等の手法を活用して戦時期の市場効率性の低下について取り扱った意欲的な研究である。特に主要銘柄の時系列分析により 1940 年代の市場効率性が低下したことを系列相関の観点から明らかにしている。一方、データに関しては、金利・株価の原データであり、リターンデータによる検証になっていない点は、検討の余地があると言えよう（株価指数の先行研究については第 4 章で再度詳しく検討する）。

第二に、金融史研究としては資金循環、資産・負債残高といった量的分析に軸足を置いたものが主流である。政府・家計・法人・金融機関などの経済主体間のマネーフローやストックを扱ったものとしては、藤野・寺西（2000）、宇都宮（2001,2003）、柴田（2011）などがあり、金融財

政制度やシステムとの関係などを明らかにする金融史・マクロアプローチと言えよう。これに対して、加藤（1965）、後藤（1970,1981）、粕谷（2006）などは、個別金融機関の財務データの時系列変化から金融仲介システムや資産配分動向を明らかにする金融史・ミクロアプローチと言える（第7章で再度詳しく検討する）。特に、日本銀行調査局（1948）は、普通銀行の損益データも含めた分析となっており、市場パフォーマンスの変化との関連性についての分析が期待されるものの、この点についての深耕に欠けている点は残念である。金融循環と金融市場の間に関連性が認められるのか、それとも独立的な関係にあったのかは必ずしも明らかではないからである。

一方、昭和恐慌から高橋財政に至る財政政策変化と金融市場動向もしくは日本銀行の政策との関係については、経済政策史研究として興味深い研究が多く存在する。岩田編（2004）、鎮目（2009）、佐藤（2016）等の研究があるものの、特に日本国債市場についての詳細な分析がされているとは必ずしも言えない。1931年から32年に至る金融市場のショックとその後の日本銀行における国債引受の実態の解明については、総論的に志村（1980）が描き、各論に関しては永廣（1995,2011）、佐藤・永廣（2013）が国債引受シンジケート団に着目して発行市場について詳細な研究をしている。特に後者の研究視野を、流通市場における市場パフォーマンスに拡張し、さらに時間軸を戦時期にまで延長することで、金融仲介システムの変容を確認することが可能になるだろう。

第三に、特に金融統制期の金融システムを取り扱った研究については、金融史の立場から1940年代を重視するものが多い。伊牟田（1991）、山崎（1991）、柴田（2011）は、金融統制に関する動態を明らかにし、伊藤（1983,1995）、岡崎・奥野（1993）、寺西（1983,2011）、野口（1995）は、主に戦時期の金融制度や金融行政メカニズムを分析した上で、戦後の金融仲介システムとの関連性を明らかにしている。

いずれも金融財政制度と金融仲介機能についての関係を、資金循環分析も含めた研究となっているが、市場パフォーマンスの変化との関係については必ずしも明確ではない。仮に金融統制期に金融市場が機能しなくなったとするならば、その過程を明らかにすることで、金融仲介システムが脱市場化していくことを明らかにすべきであろう。資金統制および価格統制の強化期だからこそ、市場データの精査が求められるべきではないか。市場パフォーマンスの変化という視点と、資金循環および資産・負債残高の変化という二つの視点から金融統制を時系列で再検討していくと、政府の資金統制は強化されたものの、限られた余地の中とは言え、金融機関は独自の利潤動機に基づき行動していたことが浮かび上がってくる可能性があるからである。

1.3. 研究手法

先行研究における金融史研究とファイナンス理論研究の接合を図るために、まず、戦前・戦時期の市場構造を分析することで、先行研究による主要個別銘柄といった原データにより国債・株式市場のパフォーマンスを計測する問題点や限界を明らかにする。その上で、原データに修正を加えて現代の手法に則った国債パフォーマンスインデックスと株式パフォーマンスインデックスを算出することで、国債・株式市場のパフォーマンス計測を可能にする。そして、両市場のパフォーマンスを計測することで、戦前・戦時期の制度に基づく市場の構造と、市場参加者の行動を結びつけて分析するための基礎データを提供することを目指す。

第一に、既存の研究で用いられてきた主要な個別銘柄として、国債市場における甲号五分利公債、株式市場における複数の株価指数および東京株式取引所株（東株・新東株）を取り上

ば、金融市場の推移を確認し、現在の国債・株式市場制度との相違点を明らかにする。国債市場では、利率間スプレッドの存在・国債標準発行価格制度・低利借換えの影響等、株式市場では分割払込制度に基づく親株・子株（旧株・新株）の区別や権利落修正・追加払込修正・配当修正等があり、価格・利回り等の原データや主要個別銘柄を市場全体の動向を表現する指標としては採用できない点を明らかにする。一般に取得可能なデータを用いて、戦前・戦時期の市場パフォーマンスの変化を認識するには、限界があることが確認できよう。国債市場については第 2 章で、株式市場については第 4 章で分析する。

第二に、国債パフォーマンスインデックスの算出は、国債全銘柄（残存年数 1 年超）計 268 銘柄を対象とした昭和初期国債パフォーマンスインデックス（GBPI）を月次ベースで算出（1924 年 6 月～44 年 11 月）する。これは、利率別パフォーマンスの相違を解消し、時価総額加重により残高に応じた市場全体のパフォーマンスを表現することを意図している。また、リターン及びリスクに加え、平均残存年限、平均利回り、利率別サブインデックスを指数特性指標として算出することで、戦前・戦時期の市場パフォーマンスの時系列変化を第 3 章で明らかにする。

現代の債券パフォーマンスインデックス算出手法を、戦前期に適用し、価格指数（PI）およびトータルリターン指数（TRI）を算出することで、キャピタルゲインのみを示す藤野・秋山（1977）などの価格指数だけでなく、インカムゲインも反映することが可能になる。また、戦前・戦時期に国債を保有していた市場参加者のリターン・リスク計測が可能になるため、金融機関等の資産配分および資金循環への影響についての検討が可能になるだろう。

第三に、株式パフォーマンスインデックスの算出は、東京株式取引所短期清算取引市場計 38 銘柄を対象とした昭和初期株式パフォーマンスインデックス（EQPI）を月次ベースで算出（1924 年 6 月～44 年 11 月）する。東株・新東株などの個別銘柄を指標とした場合のセクター・バイアスを解消し（個別銘柄の産業動向がパフォーマンスに反映されることを回避し）、時価総額加重により残高に応じた市場全体のパフォーマンスを代替する。短期清算取引市場に上場されている重化学工業関連銘柄のパフォーマンスを採用することにより、重化学工業化が進んだ 1930 年代以降の市場パフォーマンスも反映することが可能になるが、これらは第 5 章で取り扱うことにする。

戦前・戦時期の株価原データに、権利落修正・追加払込修正・配当修正を加え、価格指数（PI）、修正株価指数（API）、配当込修正株価指数（TRI）を算出することで、藤野・秋山（1977）などの価格指数だけでなく、権利落修正等や配当によるインカムゲインも反映することが可能になる。また、戦前・戦時期に株式を保有していた市場参加者のリターン・リスク計測が可能になるため、金融機関等の資産配分および資金循環への影響についての検討が可能になるだろう。さらに、短期金融資産や国債のリターンと比較することで株式の超過リターンが計測できるため、長期的な株式リスクプレミアム算出の基礎データとしての活用が期待される。

1.4. 研究の意義

GBPI および EQPI は、戦前・戦時期の国債・株式市場のパフォーマンスを明らかにするものであるが、多様な研究のための基礎データとして活用可能であり、市場構造と市場参加者の行動を結びつけて研究することに貢献することが期待されよう。たとえば、トータルリターンおよびそのリスクという同一尺度を用いて資産クラス間の比較が可能になること、同じく現代と戦前・戦時期の比較が可能になること、戦前・戦時期の日米比較が可能になること、そして戦前・戦時期特有の市場構造下での市場参加者の行動と市場パフォーマンスの関係を検討することが可能になる等の 4 つの意義

が主として挙げられる。

第一に、トータルリターン等を算出することでアセットクラス同士の比較が容易になることが指摘できよう。国債と株式、短期金融市場という資産間の関係を明らかにするためには、国債投資や短期金融市場運用の成果において、重要な役割を果たすインカムゲインの位置づけを再定義する必要がある。これは、配当を無視した株価変動と、クーポン収入を含む国債利回りを比較するといった間違いを回避するためである。アセットクラス間の比較をするならば、インカムゲインの位置づけを揃える必要があるため、価格や利回りではなく、トータルリターンでの計測が求められるわけである。この観点から、戦時期の株式市場と国債市場とを同じ評価基準で比較すると、主たる市場参加者の投資行動や市場構造の相違点が浮かび上がってくるだろう。第 6 章第 1 節・第 3 節では、国債・株式市場に加えて、短期金融（東京コール）市場のトータルリターン指数を算出することで、戦前・戦時期の国債や株式の超過リターン（低リスク資産である短期金融市場対比）を算定し、長期的なリスクプレミアム推定のための基礎データを提供するとともに、実績データに基づくリスク調整後リターンが最大化される株式比率や分散効果の推計を行った。

第二に、パフォーマンスインデックス算出により、異時点間の市場比較をすることが可能になることも挙げられよう。戦時期の国債・株式市場と現代の国債・株式市場とを、同じ評価基準であるトータルリターンで比較すると、主たる市場参加者の投資行動の相違点が少なからず明らかになってくる。現代の市場参加者からみれば、非合理的と考えられる戦前の投資行動であっても、戦時期特有の制度の下で、市場参加者が適切な動機に基づいて投資行動していたか否かを検証することは意味があるだろう。第 6 章第 1 節では、低金利でも国債に投資する誘因は、政治的圧力だけでなく、ある程度の経済合理性からも説明可能であったことを明らかにした。たとえば、インフレ率の上昇が期待される中での低金利政策は、国債投資の実質的価値を減じる可能性がある一方で、時価評価適用回避を許容する国債の発行価格制度下では、市場参加者は、国債を保有し続けることに一定程度の合理性を見出し得たのである。また、株式投資は、トータルリターンで見れば国債よりも高く、かつ 30 年代後半以降、益回りは良好な企業業績により上昇基調で推移したため、現代の投資基準から見ると、再評価されるべきだろう。つまり、同じ評価基準により異時点間の金融市場を比較することで、現代とは異なる戦前期特有の市場参加者行動を再評価する試みを可能にしている。

第三に、パフォーマンスインデックス算出により、日米間の金融市場比較をすることが容易になるという意義がある。第 6 章第 2 節では、1924 年 6 月から 44 年 11 月までの EQPI 算出により得た株式市場の特性を示す配当回り・益回り（株価収益率）や、GBPI による国債利回りといった日本市場のデータと、Robert J. Shiller（2015）が算出している米国市場のデータと比較している。米国の金融市場と比較し、日本の金融市場の特性を明らかにすることは、先行研究に無い新たな試みであろう。

第四に、パフォーマンスインデックス算出により、市場パフォーマンスの変化と市場参加者行動の関係性を明らかにすることが可能になるという意義がある。一国の資金循環は、民間金融機関をはじめとした各経済主体の資産配分を統合したものであるが、本研究では、市場パフォーマンスの変化が左右するであろう民間金融機関の資産配分について分析することを試みた。国債や株式の価格指数やトータルリターン指数の算出により、民間金融機関の保有有価証券の評価損益が推計されるため、資産配分との関係を明らかにすることが可能になると考えたからである。

第 7 章では、市場参加者の投資行動の事例として五大銀行を取り上げ、制度と行動、そして

市場パフォーマンスの関係について検討を加えている。その際には、五大銀行の財務データおよび社史・営業報告書等を用いて、昭和 3 年上期（1928 年 12 月）から昭和 19 年下期（1945 年 3 月）までの五大銀行⁵の財務データを収集し、GBPI と EQPI による評価損益を推計した。その上で、有価証券価額償却等の償却データと比較することを通し、市場パフォーマンスの変化が五大銀行の資産配分意思決定の誘因になったか否かを検討した。特に先行研究で触れられることが少なかった有価証券価額償却に着目し、民間金融機関による資産配分と金融市場の変化との関係が希薄化し、「含み益」とバランスシートをともに拡大させるようになった経過の検証を試みた。戦時期に強化された資金統制などの制度的制約を受けた市場参加者が、市場パフォーマンスの時系列変化を前提に、どのような投資行動・資産配分決定を行ったのかという点は、戦時期の金融システム全体を眺望する上でも、重要な視点になってくるものと考えられよう。

⁵ 住友・三菱・三井・第一・安田銀行の五大銀行に三和銀行を加え、1933 年以降は六大銀行と称されるものの、1943 年以降は三井・第一銀行が合併し帝國銀行となるため、本研究では、総じて五大銀行と称する。

2. 戦前・戦時期の国債市場の再検討⁶

ファイナンス研究における戦前・戦時期の国債市場分析は、市場データの不整備という制約から十分な分析が行われているとは言えない。また、仮に市場データの収集が蓄積したとしても、戦時期特有の制度や市場政策に適応させる修正が伴わなければ、研究対象データとはなり得ないだろう。

第2章では、現代と異なる戦前・戦時期の国債市場の制度的相違点を確認しつつ、市場全体の動向を表現する市場データを算出するための修正手法を検討する。戦前・戦時期の長期債利回りとして従来から扱われてきた個別銘柄の利回り推移からは、売買高が多かったとしても、長期債市場全体の動きを示す指標とはなり得ず、新たな指標の算出が求められるからである。

戦前・戦時期の日本国債市場で高利率債と低利率債の利回り差（イールドスプレッド）の分析をすると、これまで研究対象とされるケースが少なかった1936年の低利借換えが、国債の価格決定過程に影響し、当時の個別銘柄の代表として取り扱われてきた銘柄同士で、利回り変化が逆行していたことが明らかになった。また、代表的な指標とされてきた甲号五分利公債と第一四分利債のイールドスプレッドだけでなく、償還年が同じである五分利公債と四分利公債とのイールドスプレッドも、低利借換えが懸念された1936年に急拡大していることや、三分半利債も加えた五分利債とのイールドスプレッドは、同じ懸念が再び台頭した1940年に急拡大していることが明らかになったのである。つまり、政府の国債管理政策が、戦前・戦時期の市場参加者の利率選好に影響を及ぼし、利率に応じて利回り水準決定が左右されていたわけである。

そのため、これまで戦前・戦時期の国債市場のパフォーマンス変化を示す指標とされてきた甲号五分利公債や第一四分利債の利回り推移では、利率の相違による利回り逆行現象や、戦時期に大量発行される三分半利債の市場パフォーマンスを表現できないことから、個別銘柄ではなく市場全銘柄の時価総額加重平均型市場インデックスの算出が望ましいと言えよう。第2章では、従来指標として取り扱われてきた個別銘柄をベースにした金融史研究やファイナンス研究の限界を示し、新たな指標の構築が求められていることを強調したい。

2.1. 戦前・戦時期の国債と市場指標

戦前・戦時期の日本国債市場では、国債個別銘柄の利率水準により利回り差（イールドスプレッド）が生じており、特に1936年に馬場鉄一蔵相により実施された五分利国庫債券から三分半利国庫債券への「低利借換え（Debt conversion）」や、その懸念が国債価格の決定過程に影響（利率選好）を与えていた点に注目すべきである。

この低利借換えとは、償還期限到来日以前に、資金調達者である政府の意思決定により、高利率の既発債が低利率の借換債に借り換えられることであり、趨勢的に金利が低下していた時代にあっては、資金運用者である既発債保有者は経済的損失を被ることを意味した。低利借換えは、現代のわれわれが考える「既に発行した国債の償還財源を調達するために国債を借り換えるもの」ではなく、両者の経済効果はまったく異なり、資金調達者及び資金運用者にとっての経済効果は中立的ではない。低利借換えは、主に資金調達者である政府が利払費の節約を意図して実施するものであり、資金運用者である既発債保有者は経済的損失を被ることになる。当然ながら、資金調達者は、非経済的な事情が無い限り、金利上昇期に利率が高くなる償還期限到来日以前の高利借換えをすることは無いと考えられる。

⁶ 第2章は、平山（2017c）を基に、加筆修正した。

ところで戦前・戦時期の日本国債は、恩賜国庫債券を除くと、その利率（クーポン）の違いにより、五分利債（利率 5%）、四分半利債（利率 4.5%）、四分利債（利率 4%）、三分半利債（利率 3.5%）、割引債（利率 0%）に区分されるが、政府の利払い負担軽減圧力が上昇する時期には、公益重視の観点から高利率債の代表である五分利債には、低利率債への低利借換え懸念も強まる傾向にあった。1930 年代の国債市場参加者が低利借換えに大いなる関心を示し、国債市場の価格形成要因の一つとなってきたことは、全国経済調査機関連合会編「日本経済年誌」の野村証券株式会社調査部による公社債市場の記述に頻繁に登場する。以下では、この資料と債券利回りに代表されるデータを時系列で比較することを通して、1936 年の低利借換えと利率別国債価格決定の関係について確認する。つまり、これまであまり触れられることの少なかった低利借換えとその影響としての高利率債に生じたイールドスプレッド推移について検証することを通して、戦前・戦時期の国債市場の特殊性を明らかにし、戦時金融統制期に至る国債市場の理解に新たな視角を付け加えたい。

尚、価格データは、特に注記しない限りは 1924 年 6 月以降 42 年 3 月までは、大蔵省理財局「国債統計年報（各年度）」に記載されている「東京市場・月中平均価格」、42 年 4 月以降 44 年 11 月までは、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「実物取引・月中平均価格」を採用している。

2.1.1. 戦前・戦時期の国債市場の概観

戦前・戦時期における国債個別銘柄のパフォーマンスを確認する前に、国債の部門別保有状況の変化を通して、国債市場の動向を概括しておきたい（図 1 参照）。国債保有状況は、藤野・寺西（2000）等により把握することが可能だが、1940 年代のデータの確認ができないため、柴田（2011）が分析する際に採用した原データである経済企画庁経済研究所（1963）により概括してみたい。当データは、政府部門に預金部が含まれると共に、市中金融部門に戦時金融金庫などの公的金融機関が含まれている点や、有価証券の評価が原価主義である点、さらには昭和 20 年の数値の精度が低いと言う難点があるものの、時系列で国債保有状況を概括する上では有効な統計データであると言える。

まず、政府部門による国債保有比率は、1944 年に 35%まで上昇するが、その大部分が預金部（資金運用部）による国債引受によるものである。1941 年 12 月以降から 45 年 8 月までに発行された国債 811.7 億円のうち 30%弱の 238.5 億円が預金部による引き受けであり、戦時期の郵便貯金急増を原資として預金部を介した国債投資が活発化した。一方、同期間に 70%超の 573.2 億円を引き受けた日本銀行は、その太宗（543.5 億円）を市中金融機関等に売却しているため⁷、保有比率は 13%超から 5%未満に低下している。日本銀行の保有比率は、1932 年の引受開始以降 5%を上回り、1941 年の 13%超まで上昇したが、市中金融機関への割当等による円滑な国債消化が進んだことが奏功し、その後は持続的に低下した。そのため、戦時期においては、日本銀行よりも預金部の国債保有比率が相対的に高まり、郵便貯金を介した国民による間接的国債投資が、国債消化の大きな一翼を担うようになったのである。

次に、市中金融機関の国債保有比率は、日本銀行による国債の市中売却の受け手となり、40%前後から、1945 年には 56%を上回るまで上昇した。この市中金融機関には、旧特別銀行お

⁷ 大蔵省（1954）, 467 頁。

よびその他の政府系金融機関などの公的金融機関を含むものの、金融統制会等による民間金融機関の国債割当なども国債消化に貢献している。政府による戦時貯蓄奨励が民間金融機関への預金拡大につながり、その国民の資金が金融機関を介して間接的に国債投資に還流したわけである。全体の3分の1を占めていた国民（個人）による国債保有比率は、1945年には5%未満にまで低下しているが、戦時期にかけて国民の国債保有が、直接投資から金融機関を介した間接投資に転じていたのである。戦後における家計金融資産の運用経路についても同様の状況が確認されることから、間接国債投資の淵源は戦時期に始まっていたと言えよう。

つまり、政府による国債消化策が強化された1930年代以降、その消化構造は、日本銀行や預金部を頂点に、市中金融機関や郵便貯金を中間媒介として、広範な国民資金を吸収する仕組みとして形作られていったのである。このような仕組みを基に、国債市場では価格・利回りが決定され、市場参加者による売買・資産配分行動が促されていくことになる。特に、戦時期にあつては、この国債消化を円滑にするために、市場の価格決定機能の維持よりも、市場の変動を極力抑制する安定化政策が選択された点は重要である。このような価格統制は、民間金融機関が政府の資金統制方針に則って資産配分する背景の一つになっていくことになるが、第2章では、この価格統制に至る国債市場の特性について明らかにする。

2.1.2. 戦前・戦時期の国債指標の必要性

現代の国債市場では、満期までの残存年数が10年である国債の利回りを接続した「10年国債利回り」を長期債利回りの指標として用いているが、戦前期の国債市場にあつては、一般に広く認められた利回り指標が存在しなかった。そのため、甲号五分利公債など売買が頻繁にされた銘柄の利回り推移で、国債市場全体の動向を示す指標として、代替されていた。しかし、債券の特性から理解できるように、時間経過とともに残存年数が短期化していくため、特定の銘柄を指標として採用し続けることには無理があると言えよう。

甲号五分利公債の場合には、1908年発行・1962年償還の「い号」と1909年発行・1963年償還の「ろ号」の二種類が存在した。発行時には、残存年数50年を超える超長期債であったものの、終戦期には、残存年数が20年を下回る債券になっている。イールドカーブ（利回り曲線）の変化やデフレの短期化の影響を受けることから、個別銘柄のリターンによる時系列データは、首尾一貫した指標としての特性が維持され得ないという難点があるわけである。

一方、戦前期の米国の場合には、国債（財務省証券）の利回り推移を確認する場合には、連邦準備制度理事会（FRB）が公表している10年超財務省証券合成利回りである「Composite (over 10 years, long term)」の存在を挙げることができる⁸。米国では、1925年から、満期償還までの残存期限10年超の財務省証券利回りを指標として、戦前期の市場参加者行動やマーケット・ストラクチャーを分析可能になっている。この10年超財務省証券合成利回りを主に用いることで、米国株式市場との比較分析や、国債市場の国別相対分析などが行われ、米国債市場と経済システムとの関連が分析されてきているのである。

確かに、1999年3月以降の日本国債の場合には、10年国債利回りを代表的な指標として用いることが可能だが⁹、残念なことに戦前期については、日本国債利回りの代表として確立された

⁸ <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

⁹ 1999年3月以前は、流通市場で流動性の高い指標銘柄が特定され、長期金利の指標とされてきたため必ずし

指標は存在していない。本来であれば、米国の 10 年超財務省証券合成利回りや現代日本の 10 年国債利回りなどのように、残存年数を定義することで、戦前期の日本国債利回りについても比較可能な時系列データを算出すべきであろう。具体的には、順次発行される国債の中で、残存年数が最も 10 年に近い国債の利回りを繋げるか、10 年を跨ぐ残存年数の国債の利回りから、線形補完などで 10 年国債利回りを推定することが考えられる。しかし、このような手法をもってしても、戦前国債市場の特殊性から、指標性のある 10 年国債利回りの算出には困難性が伴う。その特殊性とは、利率によるイールドスプレッドが認められるという点である。この現象は、たとえば残存年数が 10 年に最も近い国債のデータ系列を導出して接続した場合にも影響を与える要因になる。

2.1.3. 戦前期の 10 年国債利回り推移

国債全銘柄の中で最も残存年数 10 年に近い国債の利回りを繋いで（残存年数 9 年まで保有し、その後 10 年超で最も 10 年に近い国債への乗り換えを繰り返す）、「10 年国債利回り（図 2 の(A)）」を導出してみると、想定に違わず、利率が異なる銘柄に移行した時点で利回りの非連続面が生じている。図 2 で確認すると、1933 年 12 月に五分利債から四分半利債に対象銘柄が移行し、1937 年 3 月には、四分半利債から三分半利債に移行したことで、利回りが非連続的に低下する局面が生じている。現代のように 10 年国債利回りを求めようとしても、このように利率差による非連続面が生じてしまうため、国債市場の推移を表現する指標として 10 年債利回りを採用することは難しいと言えよう。

当時、売買高が多かった甲号五分利公債と第一四分利債の利回りのイールドスプレッドの推移を確認しても、1932 年後半以降、イールドスプレッドは拡大して 0.50%を上回り、馬場財政期に 1%程度まで拡大しており、高利率債とそれ以外の債券との差が顕著になっていることが確認できる¹⁰。このことから、利率毎に異なる利回り水準が形成されていること、さらにそのイールドスプレッドが時系列変動したことを、戦前期の国債市場の特殊性として再認識すべきと言えよう。特に、30 年代末以降は、四分半利債、四分利債、三分半利債の利回りが収束したものの、五分利債のみ利回り水準が高く、他の利率債とのイールドスプレッドが高止まりしていたため、甲号五分利債や第一四分利債といった特定の個別銘柄の利回り推移を用いても、戦前・戦時期の国債利回りの推移を代表するものにならないわけである。

2.1.4. 低金利政策と利率間イールドスプレッド

1932 年以降、甲号五分利債と第一四分利債のイールドスプレッドが拡大し始めたが、その背景で商業手形割引歩合やコールマネー金利水準は、低下基調で推移していた。金解禁時に、日歩 1 銭 8 厘（年率 6.57%）まで引き上げられていた商業手形割引歩合は、1931 年 12 月 13 日の金輸出再禁止後に 4 回（32 年 3 月、6 月、8 月、33 年 7 月）にわたって引き下げられ、33 年 7 月 3 日には日歩 1 銭（年率 3.65%）にまで至る。市中金利は、高橋是清蔵相に

も残存年数 10 年の国債であったわけではない。流動性の高さから、他の銘柄との利回り格差が大きくなる現象も頻発した点には注意が必要であろう。

¹⁰ 利率別の主たる国債種別は、五分利債が五分利公債、甲号五分利公債、五分利国庫債券、四分半利債が四分半利国庫債券、四分利債が四分利公債、第一四分利公債、第二四分利公債、四分利国庫債券、そして三分半利債が三分半利公債、三分半利国庫債券、支那事变国庫債券、支那事变特別国庫債券、大東亜戦争国庫債券、大東亜戦争特別国庫債券に区分される。

よる政策いわゆる高橋財政の始動と共に、積極的な低金利政策が推進され、31 年 12 月に 6.60%まで上昇していた東京コールマネー（無条件）の金利水準が、33 年 7 月には 2.50%まで低下し、実に低下幅にして 4%を超す大幅な低下となった。国債市場では、金輸出再禁止直後こそ、金融逼迫懸念・国債増発の不可避性から目立った利回り低下に至らなかったが、3 月に商業手形割引歩合が引き下げられ、4 月には国債担保貸出の優遇措置がとられ、7 月には「資本逃避防止法」が制定される中で、利回り低下が顕著になり始めたのである。

特に 32 年 7 月に制定された「国債の価額計算に関する法律」すなわち国債の標準発行価格制¹¹は、国債優遇策の一つとして括目すべきであろう。「巨額の公債を日銀引受けで発行し、これを市場に売り出してゆく、いわゆる国債の消化を順調にすすめるためには、国債の価格を維持することが最も大切であった¹²」ことから、昭和七年法律第一六号「国債ノ価額計算ニ関スル件」が制定・施行された。そこには、「大蔵大臣ノ告示スル標準発行価格ニ依ルコトヲ得但シ其ノ取得ノ際ニ於ケル時価ヲ超ユルコトヲ得ズ¹³」と記され、標準発行価格による国債価額計算が認められるようになったのである。金融機関にとって、財産目録等に計上する国債の評価値に対する関心は、非常に大きい。市場価格に連動した時価評価を採用していれば、国債を保有する金融機関等の営業報告書等で記載する財政状態及び企業業績の数値が変動することになるからである。

明治三十八年法律第二十号「国債価格計算に関する件」の場合には、「軍備補充ノ為及臨時事件費支辨ノ為發行スル國債證券ニ付テハ其ノ最低發行價格ヲ以テ債權ノ價格トシテ計算スルコトヲ得¹⁴」とあり、国債の価格計算に関する特例は、軍事公債等に限られていたものの、32 年には、外国債を除く国債に適用拡大されることになったのである¹⁵。金融機関にとっては、標準発行価格を下回る水準で時価評価する必要がなくなったため、将来大幅な金利上昇が発生したときに評価損計上に追い込まれる事態を回避できることを意味した。以上の手当てをした上で、32 年 11 月 25 日には、四分半利国庫債券の日本銀行による国債引受が実施された。つまり、その後実施される日銀引受国債の市中売却の際に、金融機関が自発的に国債保有するように促す政策が数か月前に準備されていたわけである。

ところで、東京コールマネーの金利水準は 1932 年に急速に低下しているものの、国債利回りの低下進捗は非常に遅々としたものであった。31 年 12 月の甲号五分利公債が 5.92%（時価 87.00 円）、第一四分利公債利回りが 5.63%（73.41 円）であったのに対して、33 年 8 月には、それぞれ 4.86%（時価 102.10 円）、4.03%（時価 99.36 円）まで利回り低下（価格上昇）しているが、この間の利回り低下幅は五分利債よりも四分利債が目立って大きい。また、1933 年以降は利回り低下基調が止まり、甲号五分利公債利回りは 5%割れ水準で、第一四分利公債利回りは 4%超水準で半ば固定化されている。このことから、すでに 1932 年 7 月には、

¹¹ 大蔵省（1954）, 243 頁.によれば、標準発行価格は、国債の種類ごとに告示され、発行年及び銘柄記号が同じで二つ以上の発行価格のあるものに付いては、その発行価格の平均とされた。

¹² 大蔵省（1954）, 241 頁～242 頁.

¹³ 大蔵省（1954）, 534 頁.

¹⁴ JACAR（アジア歴史資料センター）Ref.A03020616600, 御署名原本・明治三十八年・法律第二十号・国債証券価格計算ニ関スル件（国立公文書館）.

¹⁵ 大蔵省（1954）に、「事変以来の国債発行条件は、利率三分五厘で、期限十七年三ヵ月、発行価格九十八円もの（歳入補填公債）と、期限十一年二ヵ月、発行価格九十八円五十銭もの（事変公債）の二種類を併用したとあるように、国債発行についても国債価格の現状維持を図る観点から一定条件への固定化が行われ、事実上の規制金利が採用されたと言える。

特別五分利公債（1935 年償還）や満期償還日が迫っている五分利国庫債券の価格が 100 円を上回り（オーバーパー）、低利借換えによる損失リスクを懸念して、金融市場が償還額面価格 100 円を意識し始めた可能性がある。市中金利の大幅な低下により、趨勢的な金利低下が進んでも、国債時価が 100 円を超過してくると価格上昇が抑制されることで、高利率債の利回り低下進度が鈍り、相対的に低利率債の利回り低下幅が大きくなったと解せよう。

市中金利が大幅に低下した 1926 年後半から 28 年にかけての場合には、国債価格が 100 円を上回る水準まで上昇しなかった。そのため甲号五分利債と第一四分利債のイールドスプレッドが大幅に拡大することはなかったが、1932 年以降は、商業手形割引歩合も東京コールマネーも、さらに水準が低下したことで、五分利債価格が 100 円を上回る水準まで上昇したため（長期債利回りも短期金利に連動して低下したため）、低利借換え懸念から、さらなる利回り低下が抑制され、第一四分利債とのイールドスプレッドが拡大した可能性を指摘できよう。

2.2. 1936 年の低利借換え

2.2.1. 低利借換え懸念と二・二六事件

五分利債の利回り水準は、市場参加者の「高利率債選好」と「高利率債忌避」の間を揺れ動き、特に 1936 年の二・二六事件を境に、四分利債とのイールドスプレッドが広がった。五分利債と四分利債のイールドスプレッドが変動することや、発行残高の主軸が、低利率債に移行したことから¹⁶、五分利債を代表する甲号五分利公債は、国債市場の指標利回りとは言い難い状況に至った。

このイールドスプレッド拡大の経緯を確認すると、金融緩慢期であった 1935 年には、「低利物に對する人氣は、高率物に奪はれ、自然高率物としての五分利債、外債の相場が連續強調を呈してゐる¹⁷」とあり、低利借換え懸念はあるものの、利回りの高い五分利債に対する選好が強かったことが伺える。五分利債は、四分利債とのイールドスプレッドが縮小傾向で推移していたのである。一方、「二・二六事件後は一變し、高利率債は再び借換懸念に襲はれ、事件後蓋明けされた市場では五分利は一舉二圓方暴落し、これに對して四分利は低金利見越によって微騰さへ示した¹⁸」とあるように、低利借換え懸念が強まり五分利債は利回り上昇（価格は低下）するにもかかわらず、金融緩和が強化されることを市場が織り込み四分利債は利回り低下（価格は上昇）したのである。

1936 年は、「健全財政主義、國債漸減主義、低金利漸進主義は脆くも崩壊し、之にとつて代わつたものは財政膨張、國債増發の容認であり、茲に低金利は再び急激に推し進められるに至つたのである¹⁹」と表現されているように、国債市場にとって大きな転換期であった。また、1932 年 11 月から実施される日本銀行による国債引き受け実施前から、甲号五分利債と第一四分利債のイールドスプレッドは急拡大しており（32 年 8 月 0.10%から 33 年 8 月 0.83%まで上昇）、この転換期である 1936 年に至るまでの期間についても、第 1 節で記したように国債市場の価格形成

¹⁶ 時価総額ベースの五分利債の比率は、1936 年 3 月の段階で 50%を超えていたのに対して、1937 年 3 月に 25%を下回った。その後漸減し、1943 年 3 月には 5%未満まで低下している（額面・年末ベースでは表 1 参照）。

¹⁷ 全国經濟調査機關連合会編『日本經濟年誌』昭和 11 年版、証券市場、公社債市場、341 頁。

¹⁸ 同昭和 12 年版、証券市場、公社債市場、350 頁。

¹⁹ 同昭和 12 年版、証券市場、公社債市場、346 頁。

に変化が発生していたことが確認できる。その経緯の延長線上で、低利借換懸念に対する不安感を払拭する意義も込めて高橋蔵相は、「今日では未だ此五分利公債を低利に借換へと云ふ、さう云ふ時期は来て居らぬ²⁰」と発言した可能性がある。高橋蔵相は、高止まりするイールドスプレッドを前に、低利借換え否定発言を余儀なくされたと言えよう。その後、イールドスプレッドは若干縮小し、国債市場の懸念は一時的に落ち着きを取り戻したものの、その蔵相が暗殺されたため、低利借換え懸念が一気に噴き出し、国債管理政策の転換見通しが急速に高まったと解せよう。

2.2.2. 甲号五分利公債と第一四分利債の利回り逆行

図 3 を通して、1936 年の国債市場の推移を確認してみると、1936 年 3 月以降、低利借換え観測が強まったため、オーバーパー幅が 5.54 円になるまで上昇していた甲号五分利公債は、4 円超暴落している。わずか三か月の間に、利回り幅にして 0.30% の上昇である。対照的に第一四分利公債の時価は、アンダーパー（時価が償還価格である 100 円を下回っていること）から急上昇し、甲号五分利公債の時価を上回り逆転している。償還期限が異なるとはいえ、低利率債が高利率債の価格を上回るというのは尋常なことではない。これは、据置期間を過ぎている高利率債は、パー（100 円）で低利率債に借り換えられるリスクがあるため、低利率債よりも忌避される（低利率債が選好される）という市場参加者の国債保有動機の減退が働いているからであると推察される。

具体的にみると、甲号五分利公債を保有している市場参加者にしてみれば、国債市場を通して 105.54 円で売却できるときに、大蔵省の決定により 100.00 円で低利借換えされれば、機会損失が 5.54 円生じてしまう。その代わりに、手に入れることが可能なのは、より利回り水準の低い低利率債ということになれば、われ先にと高利率債を売却する動きが加速することになるだろう。そこで、低利借換えリスクの低い四分利債が選好され、真っ先に低利借換えのターゲットになる五分利債が忌避されたわけである。政府は、低利借換え対象の利率が高いほど、経済効果が高いため（利払費が圧縮できるため）、利率が高いほど低利借換えの可能性が高い。趨勢的に金利が低下している局面では、据置期間に該当しない高利率債は、このように低利借換えリスクを織り込み、市場参加者から忌避されることになるわけである。現代の日本国債市場で発行される国債の場合には、繰上償還条項（コール条項）がないため、このような現象が発生する可能性は低い²¹、当時の高利率債忌避行動は、定常的に甲号五分利公債の利回りにプレミアム（価格ディスカウント）を付与したと考えることが可能である。

1937 年 1 月 22 日に、馬場鑓一蔵相は、「昨年五月一日より九月十五日迄の間に於て、総額二十一億余万円に上る五分利国庫債券を、三分半利国庫債券に借換へたのでありますが、政府と致しましては国債に付ては尚ほ当分の中、現在の金利水準を維持せんとする方針でありまし

²⁰ 「公債問題に就いて 一森平兵衛の質問に対する答弁」 昭和 10 年 3 月 16 日 於第六七議会貴族院臨時利得法委員会、大蔵省（1954）、593 頁。しかし、将来については、以下のように言葉を濁している点は興味深い。同書 595 頁に、同議会（昭和 10 年 3 月 20 日）で、高橋蔵相は、「将来何処までも低金利の政策を維持しまして、五分利公債が機会ある毎に、償還期限の到来しないものでも、苟も据置年限の来たものに付ては低利に借換へるのだと云ふことを私今日言明することは避けたいと思ひます」とある。

²¹ 現在発行される日本国債は、平成 10 年 12 月（平成 11 年 1 月債）から繰上償還条項が撤廃されているが、繰上償還条項のある国債も相当期間にわたって残存している。現代の国債管理政策の推移は、「主要な公的債務の現状とその管理をめぐる課題について」、財務省『21 世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会』研究報告（平成 12 年 6 月 29 日）に詳しい。

て、残余の五分利付及四分半利付の公債二十九億余万円も、適当なる機会に於て是が低利借換えを実行致したいと考えて居る次第であります²²」と演説しており、1936 年に大量の低利借換えを実施し、さらに今後も五分利債および四分半利債の低利借換えに対する含みを残している。そのため、国債市場参加者は、さらなる低利借換えによる損失が生じる懸念を持ち、高利率債忌避姿勢を捨てることはなかったが、金融環境の変化により、高利率債選好姿勢との間を揺れ動くのであった。

さらに、高利率債の利回りにプレミアムを付与する事象として、1936 年 9 月に、税制改正案が発表された点が挙げられる。国債の利子が課税対象になる可能性を嫌気して、国債の利回りの上昇要因となったが、中でも利率が 4%を超える国債については、課税率が加算されたことで、四分半利債、五分利債の利回り上昇圧力は大きかったのである。このように低利借換えリスクに加え、高利率債の課税負担強化は、市場参加者の忌避姿勢を強化した可能性も指摘できよう。

2.2.3. 低利借換え前後の国債市場の状況

1936 年の低利借換えが、利率の相違により国債市場の価格決定過程に影響を及ぼしていた可能性を指摘したが、当時の国債市場の状況を、利率差に着目して整理してみたい。利率差という切り口で 1936 年の低利借換え前後の国債未償還残高、発行（起債）額、償還額、売買高などの指標を整理すると、この時期の国債管理政策と低利借換えが密接に関係していたことが明らかになってくる。

国債の発行面からみると、1926 年から 31 年にかけての起債はすべて五分利債であったが、高橋財政が始まる 32 年以降の低金利政策により、四分半利債及び四分利債の発行が急拡大する（表 1 参照）。34 年及び 35 年の発行はすべて 4 分利債になり、高橋財政期の新規政府調達コストの軸は、5%程度から 4%程度に 1%も低下したわけである。さらに二・二六事件後の 36 年 3 月以降に始まる馬場財政では、低利借換えが実施され、発行の軸足が三分半利債となり、37 年以降に起債される国債は、割引債と賜金国庫債券（利率 3.65%）を除くと、ほとんどが三分半利債となっている。これは、1936 年の低利借換えを分水嶺として、国債発行が三分半利債中心に移行したことを意味しており、発行面での国債発行方針と低利借換えが密接な関係を有していたことが確認できよう。

次に国債の償還面からみると、日本銀行国債引受が 1932 年 11 月から開始され、それが本格化する 33 年には償還額が激減しているのは、33 年に満期償還を迎える内国債が無かったことの影響が大きい（表 2 参照）。概ね 35 年までは、償還の太宗は満期償還と買入償還（期限前償還の一種だが、市場価格で政府が国債を購入して償還するため、低利借換えと経済効果・市場影響度は大きく異なる）であったが、20 億円を超える 36 年の低利借換えによる期限前償還が実施された後は、買入償還なども抑制される。これも、37 年以降に償還を迎える五分利国庫債券が前倒しされて 36 年に低利借換えされたため、37 年以降の償還額が激減したと考えられよう。つまり、償還面からも、低利借換えが大きな影響を及ぼしていたことが確認できるのである。尚、1927 年にかけての「その他利率債」の償還額は、臨時国庫証券の満期償還によるものである。

これらの発行・償還額の変化は、年末未償還残高、すなわち国内債残高に反映される。五分

²² 「昭和十二年度予算案説明中の公債政策に関する演説」（昭和 12 年 1 月 22 日 於第七〇議会衆議院本会議），大蔵省（1954），599 頁。

利債の残高は、36 年に大幅に減少し、その間隙について三分半利債のシェアが急拡大しているのである。35 年末までは、国債残高の半分以上のシェアを維持していた五分利債も 36 年末には 4 分の 1 に低下し 41 年末には 6%強まで急減しているが、三分半利債は、36 年末に約 30%まで占有するに至っているのである。41 年末には、三分半利債は 80%を超えるまでにシェアアップしており、国債残高面で見ても 36 年の低利借換えは一大転換期であったと言えよう。

ところで、国債の流通市場については、店頭市場のデータ制約があるため、東京株式取引所の債券実物取引の売買高を利率別に確認してみよう。同取引所では、長期清算取引市場で一部の主要銘柄を上場させているが、ここではより多くの銘柄が上場している実物市場（年によって異なるが 25 銘柄から 56 銘柄が対象、表 3 参照）を見ると、上場銘柄数は、1936 年までは圧倒的に五分利債が多かったが、37 年以降は三分半利債の銘柄数が増加する。売買高もこの銘柄数に応じ、35 年に五分利債の売買高はピークアウトし四分利債、三分半利債の売買高が増加する。見逃してはいけないのは、未償還残高が増加しているにもかかわらず、売買高合計は 1940 年に最高額を記録した後に、減少傾向で推移しているという点である。三分半利債を中心に銘柄数は多いものの、残高対比の売買高が低減し、戦時金融統制の影響で市場の流動性が低下していたことが推察されよう。また、1936 年にも一時的に売買高のピークを迎えていることから、低利借換え懸念が高まった 36 年と 40 年に売買高が増勢するものの、国債未償還残高対比の売買高は低下基調で推移し、市場による価格決定過程に影響していた可能性があると言えよう（店頭取引市場による債券売買については改めて第 7 章で確認する）。

以上のように、国債の発行・償還・流通面の各市場を確認していくと、利借換えと歩調を合わせるように、国債管理政策や市場環境が変化していたと言えそうである。

2.2.4. 低利借換えと市場の反応

低利借換えについて大蔵省理財局は、1926 年に『英国の国債に関する調査』を作成し、その「第一章 国債総説 第六節 国債の借換に就いて²³」において、英国の借換え（Conversion）事例を紹介している。同調査では、借換えについて、「本来の意味の借換公債は政府が一般所有者に對して或條件を提示して或る既發公債との交換を行ひ、若し之に應じないものは其對象となれる公債の償還期に現金を以て之を償還するものである」と定義している。強調されているのは、「一公債の償還期限が到来するも國庫に其全部又は一部を償還する餘裕の無い場合に別に起債に依て調達した資金を以て償還する所作は国債の置換（replacement）であるから之を Conversion とは謂はない」として、償還期限到来前の借り替えと峻別している点である。しかし、現在の日本国債制度にあって、借換債と言えば、既に発行した国債の償還財源を調達するために発行される国債のことであるため、本研究で取り上げている 1936 年の低利借換えは、18 世紀以降の英国国債史で注目されてきた借換と同様に、償還期限到来前の借換として峻別すべきである²⁴。

²³ 大蔵省理財局（1926），205 頁。

²⁴ 日本銀行百年史編纂委員会編（1984），『日本銀行百年史』第 2 巻では、「明治 40 年代の金融政策」の節において、「国債の低利借換えと本行」という項目を設けている。1910（明治 43）年 2 月および 4 月に発行された第一回四分利公債、第二回四分利公債が、大蔵省編纂（1936）第 11 巻 910～911 頁にあるように「五分利付國債證券に依る代用應募を許した」ことから、また大蔵省令第二十三號「償還期日ノ到来セサル國債ニ付テモ之ヲ為スコトヲ得此ノ場合ニ於テハ其ノ請求ノ時ヲ以テ償還期日ト看做ス」とあることから、「低利借換え」と表現されている。しかし、その本質は国債の置換（replacement）であるため、1936 年の低利借換えとは峻別する必要がある。また、甲号五分利公債の価格（利回り）は、1910 年にかけて上昇し 1910 年のみは

低利借換えに国債市場が影響を受けた英国の事例としては、18 世紀半ばの各種英国債の統合が、ヘンリー・ペラム（Henry Pelham）による低利借換えが成功する中で達成された事例や²⁵、1888 年の英国のジョージ・ゴッシェン（George Joachim Goschen）による低利借換えの際に、趨勢的に金利が低下する中で、利率 2.5%の年金公債が利率 3%のコンソリド債よりも選好され、利回りが大幅に低くなった事例などを挙げることができる。これは、当時の国債市場参加者が、オーバーパーの高利率債が低利借換えされる際の損失を回避する行動の結果と考えることができる²⁶。19 世紀の英国にあっても、金利の趨勢的低下期に、市場参加者の高利率忌避行動が確認されるが、この実態調査を大蔵省が 1926 年段階で実施しており、将来の選択肢の一つとしての検討材料を得ていた点は特筆すべきであろう。資金運用者にとっては、償還期限到来前のどの時点で借り換えが実施されるか不確定であることから、発行時と比較して利回り水準が低下していれば（価格が上昇しオーバーパーになっていれば）、債券発行者である政府の恣意性に委ねられた借換え懸念を常に抱かねばならないことになる。

この懸念は、前述したように同利回り水準であれば価格水準が高い高利率債ほど大きくなるのは当然である。高利率債に対する市場参加者の「低利借換え懸念」は、金利低下が進み四分利債の比率が高まり始めた 1934 年度以降、目立つようになっていく。1934 年度には、「（五分利借換え懸念について）当局の幾度かにわたる借換否定の声明があつたに不拘、相場は逐次下落し、更に特別利得税の問題で急落²⁷」、1935 年度には、「五分利債は、前年下期に借換懸念で百二圓五十銭まで下押して（中略）年末に於ける高値示現は、借換懸念の解消が一つの理由²⁸」と記されている。

1936 年の五分利債の価格下落（利回り上昇）は顕著であったが、表 4 および表 5 は、1936 年 5 月から 9 月にかけて、5 回にわたり五分利国庫債券が三分半利国庫債券に借り換えられた実態を、価格推移も含めて一覧表にしたものである。満期償還を迎えていなかった五分利国庫債券 35 銘柄が、三分半利国庫債券 5 銘柄に借り換えられる対応関係を示しているが、馬場蔵相の就任と共に、大幅に五分利国庫債券の価格が下落し、償還単価である 100 円に収束しているのが明らかである。日銀引受であった第一回借換えと第二回借換えを除くと、代用発行が認められた第三回以降の借換えでは、借換償還債券（五分利国庫債券）による代用で 0.50 円ほど現金発行よりも安価で購入できるという特典が付与されている。しかし、この間に四分利債の価格は上昇しているにもかかわらず、五分利国庫債券は、償還期間が長く価格が高かったもののほど大幅に価格が下落しており、この間の時価変動により国債保有者の投資収益率（リターン）は大幅に低下した。一方、このような借換えが実施された後には、残された五分利公債等について、当面、借換えが実施されないという見通しが国債市場で強まれば、三分半利債よりも利回り水準が高いことから、相対的に高い利回りに着目した市場参加者による購入意欲も高まった。

さらに、五分利国庫債券の三分半利国庫債券への借り換えが実施された後には、『日本経済

100.00 円を上回っていたものの（利回りは 5.00%を下回っていたものの）、その後はアンダーパーが常態化している。つまり、五分利債のオーバーパーが常態化している中で、全額が償還期限前の五分利債を三分半利債に借り換えられた 1936 年とは、市場参加者の反応や影響は異なるものであったと考えられる。

²⁵ 岡本（1981）は、リデュース債およびコンソリド債に各種国債が統合されていく過程を、低利借換えとの関連で明らかにしている。

²⁶ Homer（2005）, 210 頁。

²⁷ 全国経済調査機関連合会編『日本経済年誌』, 昭和 10 年版, 証券市場, 公社債市場, 310 頁。

²⁸ 同昭和 11 年版, 証券市場, 公社債市場, 345 頁。

年誌』には、次のような記述も見られる。「五分利は乗替應募の場合或程度の特典を與へられた為め微騰し、更に借替が期近物から漸次行はれることゝなつたので同じ五分利の中でも償還期限の遠いものは採算的に相當の回復を見るに至つた²⁹⁾」、1937 年度には、「い號四分半、五分利等の高率債は借換懸念全くの解消で、一時はむしろ強調を呈してゐた³⁰⁾」、そして 1938 年度には、「低金利の見越による高率債への買氣が旺盛となり、借換懸念の解消せる五分利債は品薄と相俟つて漸次高歩調を辿り³¹⁾」という具合に、低利借換えリスクではなく、より高い利回りを重視する投資姿勢が強まったのである。

その後は、このような低利借換え懸念が再燃する際には、1938 年度後半に「十一月に入つても大勢は依然保合裡に推移したが、唯五分利債は總動員法十一條發動機運による高率配當株暴落の餘波を避け得ず³²⁾」と記されているが、一転、1939 年度には、「借替懸念解消により高率債に對する買氣には侮り難きものがあつた³³⁾」と記される。そして、1940 年度には、「（新内閣成立による借換懸念から甲號五分利公債が激落する中）高率物の低落を阻止すべく、政府局は高率物借換を否定する聲明を發し、市場に於ても國債相場の大巾騰落を阻止する自肅申合せを行った³⁴⁾」という記載があるように、政府の見解表明などにより、短時日のうちに國債市場参加者が翻弄される様子が読み取れる。このように、低利借換懸念の消長は、低利率債に對して利回りプレミアムが付与されていた高利率債の人氣を左右すると共に、利率によるイールドスプレッドの存在と、その變動の要因となつたのである。

2.3. 低利借換え以降の國債市場

2.3.1. 同償還年債イールドスプレッドと高利率債忌避

売買額の多かつた甲號五分利公債（1962 年、63 年償還債）や第一四分利公債（1969 年償還債）のイールドスプレッドは、残存年数は近似しているものの、償還年限の違いによるイールドカーブ形状変化による影響を受けてしまう。異時点間での比較としては精緻さを欠くため、残存年数を揃えた同償還年債の組み合わせで、イールドスプレッドの推移を検証すべきであろう。この点に着目して、1930 年代以降で、同償還年で利率が異なる國債（四分利公債と五分利公債）が存在しているケースを抽出すると、1967 年、68 年、69 年、70 年償還債の 4 つの組み合わせのみが該当する。

表 6 は、この 4 つの組み合わせのスプレッドの推移を示したものであり、たとえば 1967 年償還債については、五分利公債む号と四分利公債ほ号のイールドスプレッドを 1934 年 3 月から 44 年 11 月までの期間で算出すると、最大が 1.068%、最小が 0.574%、平均 0.794%、標準偏差 0.135%であったことを示している。4 つの償還債の組み合わせの平均を求めると、おおむね 4 つの組み合わせのイールドスプレッドの最大、最小、平均、標準偏差は等水準であり、同残存年数の組み合わせで、どの組み合わせでも、ほぼ等しく利率間のイールドスプレッドが存在していたことが明らかになった。

²⁹⁾ 同昭和 12 年版、証券市場、公社債市場、350 頁。

³⁰⁾ 同昭和 13 年版、証券市場、公社債市場、344 頁。

³¹⁾ 同昭和 14 年版、証券市場、公社債市場、309 頁。

³²⁾ 同昭和 14 年版、証券市場、公社債市場、310 頁。

³³⁾ 同昭和 15 年版、証券市場、公社債市場、356 頁。

³⁴⁾ 同昭和 16 年版、証券市場、公社債市場、185 頁。

本来、より精緻に考えるならば、利率差によるキャッシュフローの影響を除去した上で、両者を比較する必要があるだろう。利率毎にゼロ・クーポン・イールド・カーブを推定することが可能であれば、スプレッドを伴った二つの異なるゼロ・クーポン・イールド・カーブが得られることを以て、高利率債忌避が常態化していたことを定量的に求められるはずである³⁵。しかし、1936年に五分利国庫債券が期限前償還されたため、残存年数10年未満の五分利債が存在しなくなったことや、四分利債にあっても同様に残存年数10年未満の債券が存在していないことから、データ制約上、ゼロ・クーポン・イールド・カーブを推定することが残念ながら難しいと言えよう。

ところで、これら1967年償還債等の4つのイールドスプレッドの時系列推移を確認すると、図4から明らかなように、1936年2月をボトムに3月から4月にかけての期間と、1940年6月をボトムに7月から8月にかけての期間で、イールドスプレッドが非連続的に急拡大している。前節で『日本経済年誌』を通して国債市場環境を確認したように、二・二六事件勃発後の低利借換懸念が台頭すると共にイールドスプレッドが急拡大し、実際に低利借換が実施された後は、時間経過とともにイールドスプレッドは縮小基調に転じていた。さらに、40年7月には第二次近衛内閣が組閣され、経済新体制下での低利借換えが実施されるのではないかと再懸念が台頭した時期に、イールドスプレッドが拡大している。

1936年の急上昇局面では2カ月間に0.49%、1940年に同0.11%上昇していることから、低利借換要因として四分利債対比で五分利債に付与されたイールドスプレッド拡大は無視できる水準ではない。ゼロ・クーポン・イールド・カーブを推定することで、低利借換えによる残存年数毎の利率別イールドスプレッドを算出することは難しいものの、時系列でのイールドスプレッドの推移から低利借換えが五分利債の利回り水準に影響していたと見なすことは可能であろう。

2.3.2. 三分半利債とイールドスプレッド

1936年5月からは、三分半利国庫債券が発行され、さらに38年から支那事变国庫債券、支那事变特別国庫債券、42年から大東亜戦争国庫債券、そして43年から大東亜戦争特別国庫債券という利率3.5%の三分半利債が、大量に発行されるようになった。三分半利債は、発行額が多く国債市場全体の動向を左右することからも、国債市場の主役は、これまで見てきた五分利債および四分利債から、三分半利債に切り替わったため、三分半利債と低利借換の関係についても整理しておくべきだろう。低利借換えにより、5月に発行された三分半利国庫債券い号（1948年6月償還債）の価格は、東京株式取引所・債券実物取引相場表によれば、5月から確認することが可能であるため、当銘柄の価格と甲号五分利債および第一四分利債の価格推移を比較してみたい。

36年3月から5月にかけて、甲号五分利債価格が暴落し、第一四分利公債価格は急騰するという大変動が発生した国債市場も、5月に懸念された低利借換えが実施されると落ち着きを取り戻し、価格変動幅が小幅になった。6月には甲号五分利公債価格は上昇し、第一四分利公債は下落するという小反動局面を経て7月には共に上昇した。8月以降36年末にかけては、甲号五分利債や第一四分利債も軟調に推移していることから、低利借換の衝撃が市場に織り込まれ、高利率債も低利率債も同方向に動く状態に戻ったと考えられる。一方の三分半利国庫債券い号価格は、5月上場から6月にかけてこそ、甲号五分利公債と同様に上昇したが、7月は一旦上昇

³⁵ ゼロ・クーポン・イールド・カーブ推定については、菊池・新谷（2012）に詳述されている。

した後、8 月以降は軟調に推移し、甲号五分利公債や第一四分利公債と同方向での価格推移になっているため、低利借換えにおける 1936 年の利率差による逆行現象は、年前半の現象であり、7 月以降の年後半期には混乱が収束されたと見なせよう。

次に三分半利債についても、同償還年で利率が異なる国債が存在しているケースを抽出すると、1970 年償還債の組み合わせ（五分利公債と三分半利公債、五分利公債と四分利公債）のみであり、そのイールドスプレッドを表 7 に示した。表 7 によれば、五分利公債と三分半利公債のイールドスプレッドは、五分利公債と四分利公債のイールドスプレッドよりも大きく、利回り水準は利率水準に対応して、五分利公債＞四分利公債＞三分半利公債という序列になっていた。

図 5 によりイールドスプレッドの時系列推移を確認すると、1940 年には、再び五分利公債と四分利公債とのイールドスプレッドだけでなく、五分利公債と三分半利公債のイールドスプレッドも拡大していることから、低利借換え懸念が台頭する時期には、五分利債の利回りが相対的に上昇していることが見出せる。低利借換え懸念によるイールドスプレッドの拡大は、同残存年数で比較しても、1936 年の五分利債と四分利債特有の現象ではなく、40 年に三分半利債も含めた現象であったわけである。

概ね低利借換え懸念が台頭する局面で五分利債は、四分利債や三分半利債よりも忌避され、市場が落ち着きを取り戻し安定化すると、利回り水準の高い五分利債が選好されるという振幅が繰り返されている。1932 年以降、積極的な低金利政策が推進される中で、低利借換え懸念が高まると、低利率債（三分半利債・四分利債）と高利率債（五分利債）のイールドスプレッドが拡大し、高利率債忌避局面を迎えるものの、低利借換え懸念が後退する平常時には、イールドスプレッドが縮小し、高利率債選好局面に至ったと言える。

2.3.3. 三分半利債の標準発行価格と強制割当

次に、金融統制期の三分半利債価格形成に影響したと考えられる標準発行価格水準と強制割当についても整理しておきたい。1936 年以降 44 年 11 月までの間に新規発行された三分半利債の標準発行価格は、発行額の少ない三分半利公債（10 銘柄の標準発行価格は 96.90 円もしくは 96.475 円）、大東亜戦争特別国庫債券（3 銘柄の標準発行価格は 100.00 円）を除くと、98.00 円もしくは 98.50 円であった³⁶。44 年 11 月までに発行された三分半利国庫債券 47 銘柄、支那事变国庫債券 27 銘柄、大東亜戦争国庫債券 13 銘柄の標準発行価格は、順に 98.00 円が 38 銘柄、23 銘柄、12 銘柄、同じく 98.50 円が 9 銘柄、4 銘柄、1 銘柄という構成である。つまり、三分半利債の大部分が、98.00 円もしくは 98.50 円を標準発行価格とした債券であり、発行と共に引き受けた場合、もしくは金融機関等が強制割当を受けても、「国債の価額計算に関する法律」により評価損を計上せずに済む水準が、98.00 円、98.50 円に集中していたことを意味している。

また、1937 年 7 月 15 日には国債担保貸出金利が、1 銭（3.65%）から商業手形割引歩合と同じ 9 厘（3.285%）まで引き下げられたことから、三分半利債の 98.00 円もしくは 98.50 円水準は、十分に利鞘を得つつ、しかも時価評価損が発生しない絶妙な水準として位置付けられた。実際に、各銘柄の標準発行価格からの乖離幅を種別に平均化すると、図 6 に示されるように

³⁶ 1936 年以降新規発行されたものの、発行額が少なかった支那事变特別国庫債券 4 銘柄の標準発行価格は 98.00 円であった。

40 年末以降は、ほぼ標準発行価格に釘づけられていたことが確認できる。つまり、引受や強制割当の対象となった三分半利債の時価は、標準発行価格をアンカーに価格決定されていたと推察される。

ところで、戦時期に至る期間において国債市場に大きな影響を与えた生命保険会社や銀行に対する国債強制割当と、利率選好の関係も簡単に整理しておきたい（五大銀行については改めて第 7 章で詳述する）。生命保険会社に対する国債の強制割当は、1937 年に始まり、銀行については 40 年 3 月から始まったが、強制割当の対象となる三分半利債時価は、図 6 に示したように、標準発行価格に収斂していく。三分半利債の利回りが標準発行価格を基準に 3.7%割れ水準に収束する過程で、四分利債とのイールドスプレッドは縮小し、四分利債利回りも 42 年には 3.7%をわずかに上回る水準にまで低下した。一方の五分利債は、四分利債や三分半利債とのイールドスプレッドは縮小したものの、43 年から 44 年にかけても、それぞれ 0.65%もしくは 0.77%のイールドスプレッドが残存していたのである。商業手形割引歩合（＝国債担保貸出金利）を基準として、三分半利債の標準発行価格に三分半利債利回り水準が収束し、さらにその水準に四分利債利回りが鞘寄せされるものの、オーバーパーが顕著で低利借換えリスクが最も高い五分利債のみ、43 年、44 年に至っても、明らかなイールドスプレッドが残存するという構図が続いたのである。確かに、44 年の五分利債の平均残存年数は 30 年を超過し、三分半利債や四分利債の平均残存年数は、その半分程度であったことから、平均的にはイールドカーブ要因も指摘されうるが、表 6 や図 5 では同残存年数の債券間での比較になっていることから、イールドカーブ変動要因を排除しても顕著なイールドスプレッドが残存していたことになる。

三分半利債と四分利債の利回り水準が収束したにもかかわらず、五分利債のイールドスプレッドは、31 年以前の水準に戻ることはなかった。つまり、強制割当の主たる対象となった三分半利債と、新規発行が僅少だった四分利債の利回りが収斂したにもかかわらず、五分利債のみ顕著なイールドスプレッドが残存したのであった。

2.4. 小括

第 2 章では、戦前の国債管理政策や国債市場を考える上で、1936 年が大きな節目になった可能性を、五分利債と四分利債の利回り変化の違いや、五分利債の三分半利債への低利借換え事例から指摘することを試みたものである。

戦前・戦時期に、政府による国債管理政策（低利借換え）が、市場参加者の利率選好に影響を与え³⁷、高利率債忌避現象が生じており、高利率債が低利率債の利回り水準を上回るイールドスプレッドが常態化したという点は戦時の国債市場や金融統制の理解にとって見逃すべきではない。1930 年代前半に、同一発行体（日本国政府）にもかかわらず、利率間のイールドスプレッドが生じ、かつその変動が続いていたということは、政府の国債管理政策（低利借換え）が国債市場参加者の大いなる懸念として織り込まれ、国債市場内での歪みが生じていたことを意味しよう。こ

³⁷ その他に、1936 年の税制改正案発表に引き続き低利率最優遇実施は、低利率債と高利率債のイールドスプレッドを拡大させた可能性もある。1937 年 4 月施行の臨時租税増徴法においては、公債投資を優遇するために国債利子に対する課税減免措置が講ぜられていたが、1938 年 4 月施行の支那事变特別税法では、利率が四分以下の国債に対する課税が免除され、「第二種甲および乙所得税につき、利率年四分以下のもの百分の二、四分以下のもの百分の二・五」とすることで、低利率債をより優遇した。さらに、1940 年 4 月施行の税制改正では、配当利子特別税が、利率四分以下で免除された。

れは、戦前国債市場の特殊性として再認識されるべき点である。戦前・戦時期にあって、国債管理政策が利率による市場参加者の選好を左右し、市場の価格決定過程に影響していた可能性があると言えよう。

この観点からは、大蔵省が発行した国債を日本銀行が引受ける一方で、金融機関への国債売りオペを実施するという官民の円滑な資金循環経路が構築された体制から、資金調達者である政府の統制が格段に強化される体制へと移行する象徴的な事件が、低利借換えであったと指摘できよう。つまり、1936 年の低利借換えは、政治的転換点としての二・二六事件に匹敵する「国債市場の転換点」であったと言えるかもしれない。1936 年の低利借換えをめぐる国債市場の変化（五分利債の価格下落と四分利債の価格上昇という逆行現象）は、金解禁を巡る金融市場混乱の沈静化に貢献した高橋財政が終焉を迎え、政府の国債管理政策が転換期に至ったことを、国債市場参加者に強く意識させたのである。つまり、低利借換えをはじめとする国債管理政策が市場参加者の売買・投資行動を左右し、国債市場の利率別イールドスプレッドに反映されていたことが明らかになったと言えよう。このことは、国債市場のパフォーマンスを測定する際に、利率別イールドスプレッドの影響を受ける個別銘柄のみを対象としたものでは不十分であることを意味する。戦前・戦時期の国債市場分析は、対象とする国債銘柄を絞ることなく、極力ユニバースを上げた指標を構築し、利率別イールドスプレッドの影響を回避すべきであると言えよう。

3. 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)

第2章では、従来から国債市場の指標として捉えられてきた甲号五分利公債や第一四分利公債の利回り・価格を分析しただけでは、利率によるイールドスプレッド（利回り格差）の影響から、戦前・戦時期の国債市場動向を示し得ない点を明らかにした。昭和恐慌、戦時統制期を含む戦前・戦時期の国債市場動向を把握するには、個々の銘柄の個別要因を極力排除して、全銘柄を対象にした指標を基に、市場動向を把握すべきであると言えよう。また、国債市場全体の動向を把握する観点からは、売買高の多寡に左右されるのではなく、戦時期にかけて三分半利債の残高が急増することから、残高に応じて投資成果が計測できるように、個別銘柄の時価残高比率に応じた時価総額加重型指数とすることが望ましい。

そこで第3章では、1924年6月から44年11月までの国債市場全体（残存年数1年超の全国債銘柄）を対象にしたプライスリターン、トータルリターンと、そのリスクを算出し、1932年の日銀の国債引受以降の金利低下、もしくは1942年以降の「国債規制金利化」が、市場参加者にとっての国債保有リターン及び国債保有リスクに与えた影響を定量的に検証する。具体的には、戦前・戦時期の国債投資成果や市場特性を明らかにするために、国債全銘柄を計測対象とした昭和初期国債パフォーマンスインデックス（Government Bond Performance Index；以下GBPIと記す）の算出を試みた。

その結果、国債市場は、1927年から32年にかけての期間には経済環境に応じて国債利回りが敏感に反応していたものの、32年以降は、政府が国債市場の安定化を目指した国債管理政策（国債消化策）を実施し、国債市場の変動率は低下傾向で推移したことが、GBPIの変動率（リスク）算出から明らかになった。また、戦時金融統制期に、国債利回りの変動率は極小化し、市場参加者にとっての国債保有リスクはほぼ消失したことが明らかになった。ただし戦時期にはインフレ率が10%を超えたため、長期金利が低位安定する中で大幅なマイナス実質金利が示現し、当時の経済状態が「金融抑圧」に陥っていたことも事実である。つまり名目上の国債市場のパフォーマンスは、価格統制により安定化したものの、規制金利化による弊害（実質パフォーマンスの低下）の可能性が潜在的に高まっていたことが示唆されるのである。

3.1. GBPIの算出手法³⁸

3.1.1. 戦前・戦時期の国債消化策と国債銘柄

戦前・戦時期の国債市場は、1930年1月の金解禁から31年12月の金輸出再禁止までの期間に大変動期を経験した後に、戦時期には国債利回りの低位安定期を迎える。国債残高は大量発行により累増したものの、政府の国債消化策強化や戦時金融統制により、低金利が定着する軌跡を辿ったのである。以下では、戦前・戦時期の国債利回りを経済政策（制度）および市場参加者行動に関連付けて整理した上で、種別および利率に着目した国債市場のマイクロストラクチャーについて明らかにし、GBPI算出対象期間の国債市場の特徴について確認したい。

日本銀行は、1919年11月以降、5年超にわたり商業手形割引歩合を日歩2銭2厘に維持してきたが、関東大震災後の日本経済が停滞から脱することができなかったため、25年4月以降、断続的に利下げを実施するようになった。27年3月に昭和金融恐慌が起ると、政府は積極

³⁸ 第3章は、平山（2018）を基に、加筆修正した。

的な資金供給による金融緩和政策を実施³⁹、国債利回りは28年7月にかけて急低下した。この間、市中大銀行が、資金集中が進む過程で、「巨額の遊資をいだいて、適当な投資口を見出すのに困り、競って安全確実な国債に投資の対象を求めた⁴⁰」こともその背景として指摘しうる⁴¹。

しかし、1928年8月以降、金解禁による金融逼迫懸念が台頭し国債利回りは上昇に転じた⁴²。この基調は金解禁実施後も続いたが、30年10月に商業手形割引歩合が1銭4厘に引き下げられると、一時的に国債利回りは低下するが、31年9月には満州事変が勃発するとともに英国が金本位制離脱を発表し、資本の海外流出が加速したため31年10月には利上げが実施され、コールレートおよび国債利回りは急上昇した。この国債価格の暴落により、金融機関は、昭和6年下期決算で巨額の有価証券評価損失が発生し、別途積立金の戻入を余儀なくされ、金解禁前に多額の国債を購入した金融機関等に大きな衝撃を与えたのである（詳しくは第7章）。

一方、1931年末から始まる高橋是清蔵相時代には、第2章で記したように、日本銀行による相次ぐ利下げ、国債の標準発行価格制度による金融機関等の評価損発生懸念払拭、国債担保貸出の高率適用緩和による国債保有動機引上げ、そして資本逃避防止法や外国為替管理法による対外資本流出抑制などの政策が相次ぎ発動され、金融機関等による国債保有を促す環境が整備された。1932年11月に日本銀行による国債引受（四分半利国庫債券）が始まり、翌12月からは、日本銀行所有国債が市中売却されたが、これらの国債消化策が奏功し、金融機関等による国債購入が円滑に進み、市中金融機関の金融資産に占める国債投資比率も12%弱（1931年）から19%（1936年）まで上昇した⁴³。1936年の二・二六事件以降は、高橋蔵相による公債漸減策が放棄され、1937年には臨時資金調整法施行、1940年には銀行による国債割当が実施されると共に、大量発行された三分半利債の取引所価格も標準発行価格に釘付けされた。この間、市中金融機関の資産額に占める国債投資比率は、1944年には44%弱まで急上昇している⁴⁴。

以上のように、1927年から32年にかけての国債市場は経済環境に応じて国債利回りが敏感に反応していたものの、それ以降は、政府が国債市場の安定化を図り、市場参加者も政策意図に対して協調的に行動したため、国債市場の変動率は低下傾向で推移した。この間の国債消化策とそれに対する市場参加者行動・反応を接合して検証するためには、国債市場の変動率（リスク）を尺度として定量的に確認することも求められよう。第3章では、このリスク水準の時系列推移を明らかにするためにもGBPI算出手法について検討する。

その検討の前に、第2章において検討した国債の発行・償還・流通市場の概観に加え、国債の

³⁹ 商業手形割引歩合は、1925年4月に日歩2銭、26年10月に日歩1銭8厘、27年3月に日歩1銭6厘、27年10月に日歩1銭5厘に引き下げられた。

⁴⁰ 大蔵省（1954）、68頁。

⁴¹ 営業報告書に記載される「諸公債証券（国債、地方債、外国証券）」の五大銀行（三菱、住友、三井、第一、安田銀行）合計額は、1926年末が385百万円であり、その後27年末に637百万円、28年末に779百万円まで増加しており、27年の増加率は65.4%、28年は22.3%であった。

⁴² 日本銀行百年史編纂委員会（1984）第5巻、371頁。

⁴³ 原データは、経済企画庁経済研究所（1963）。「金融資産負債残高」の市中金融（旧特別銀行及びその他の政府金融機関、市中銀行・地方銀行・信託銀行・銀行信託勘定、無尽・市街地信用組合、信用組合联合会・信用組合、生命保険・損害保険）の金融資産に占める国債の割合から算出。

⁴⁴ 原データは、経済企画庁経済研究所（1963）。国債発行残高に占める占有比率は日本銀行が4.9%まで低下しているものの、市中金融機関が56%を占めるまでになっていることから、民間金融機関をはじめとした投資家が安定的な国債消化に貢献した点は、第2章図1参照。

個別銘柄の観点から、GBPI を算出するための国債種別および利率について概括しておきたい。まず、1920 年代半ばの内国債（円建て日本国債）は、主として利率 5%の五分利債であったが、債券利回りが低下するとともに新規に発行される国債の利率も低下し、利率 4.5%の四分半利債、利率 4.0%の四分利債、そして利率 3.5%の三分半利債へと新発国債の利率が低下していったことが、表 8 から確認できる。五分利債の代表は、売買高が多く、東京株式取引所にも上場していた甲号五分利公債⁴⁵であり、その時価総額比率（対国債市場全体）は、1929 年までは 10%を超えていた。しかし、他の国債が新規発行されるにつれ、その比率は低下傾向で推移し、売買高は多かったものの、国債市場の中における指標性も低下していった。甲号五分利公債の時価総額比率は、44 年には 1%未満になっているため、戦前・戦時期を通して一貫した国債指標として甲号五分利公債を採用することは難しいことが再確認できる。

1932 年 11 月には、長期債利回りが趨勢的に低下してきたことから、32 年 8 月に発行が停止された五分利国庫債券に替わり、四分半利国庫債券が日銀引受で発行されるようになった（五分利公債の発行は、第二次世界大戦中まで継続されている）。さらに長期債利回りの低下ペースが早まったため、四分半利国庫債券は、33 年 3 月までの 3 銘柄の発行のみになるが、3 銘柄とはいえ、五分利国庫債券と比較すると一銘柄当たりの発行額が大きく（い号 2 億円、ろ号 2 億円、は号 3.15 億円）、この影響で 32 年度からの国債市場規模の増加率は、急上昇している。1933 年度から、四分利債が発行されたが、その中でも四分利公債の発行額は僅少であり、その太宗は四分利国庫債券であった。四分利国庫債券 13 銘柄は、「一號四分利」、「二號四分利」、「三號四分利」、および「四號四分利」と統合表記され、それぞれ「（い号、ろ号、は号、わ号）」、「（に号、ほ号、へ号）」、「（と号、ち号、を号）」、「（り号、ぬ号、る号）」が相当する。また、1910 年から 12 年にかけて発行された第一・第二四分利公債の流通市場での売買高は大きく、指標性が強かったものの、四分利国庫債券が大量に発行されたため、四分利債という括りの中では相対的に時価総額比率は低下している。

1936 年の二・二六事件以降、馬場錠一蔵相は、「政府は今後どんな条件の公債を出すか見当のつかぬ状態で四分利債の市場相場も一種の暗相場といえる様な有様だから、この際公債について一つの標準を与えて市場を安定させるといふ意味と同時に公債政策を通してこの低金利政策を行うといふ考え⁴⁶」を示し、三分半利債の発行に踏み切ったが、国債市場にとっては戦時体制に移行する大きな変化点であったと言える。1938 年度以降は、戦時体制を彷彿とさせる名称が国内債に付されると共に、新たな国債消化のための金融統制が強化されていくことになる。支那事変国庫債券（利払日が年 2 回）、支那事変特別国庫債券（利払日が年 1 回）、大東亜戦争国庫債券（利払日が年 2 回）、大東亜特別国庫債券（利払日が年 1 回）といった三分半利債が大量に発行されたのである。時価総額比率は、支那事変国庫債券が 42 年 3 月に、国内債全体の 44.0%を占め、その後 44 年 3 月には、大東亜戦争国庫債券が同じく 41.6%を占めることになる。これは 40 年代の発行額が極端に大きく、戦時に新規発行された国債残高が急増したことを物語っていると言える。

以上のように、戦前・戦時期の国債市場は、低金利政策が採用される中で、高利率債から低利率債へと新規発行の主軸が移行するとともに、国債残高も累増していくため、それぞれのパフォー

⁴⁵ 「公債」は期限前償還されない据置期間があるが、「国庫債券」はその据置期間が無いという相違点がある。

⁴⁶ 「五分利国庫債券の低利借替に関し蔵相談」、日本証券経済研究所（2011）、507 頁。

マンスの特徴を捉えるために、国債パフォーマンスインデックスを算出するにあたって、利率別の動向を把握する必要があると言えよう。

3.1.2. GBPI の算出手法

GBPI は、現代の債券インデックスの標準的な算出手法に則って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、概ね三ステップに区分できる。第一ステップでは、個別銘柄毎に当月（月次）投資収益率を算式「(当月経過利子込時価－前月経過利子込時価＋当月クーポン収入)／前月経過利子込時価」に基づき計算する。それを前月時価総額で加重平均して、市場全体（総合）もしくは利率別セクターを対象としたインデックスの月次投資収益率を求めるのが第二ステップである。そして、第三ステップでは、三分半利債がインデックスの算出対象になる 1937 年 3 月（基準日）を 100.00 として、投資収益率を累積・遡及して投資収益指数（パフォーマンスインデックス）を算出する。尚、市場特性を明らかにするために、複利回り、平均残存年数を算出し、さらに利率別のサブインデックスや、クーポン収入を反映せず価格変化のみを示す価格指数 PI（Price Index）も算出している⁴⁷。

償還日・利払日については、年月のみ特定されている銘柄の場合には、当該年月の 1 日に償還を迎えるものとして算出している。また、特別五分利公債を号・わ号（1935 年償還）、甲号五分利公債（1962 年・63 年償還）については、償還月日および利払日の指定がないため、償還月日を償還年の 1 月 1 日、利払日を利払月の初日である 1 日としてインデックスを計算した。時価総額比率は、前年度末の銘柄別国債額面に各月時価を乗じて求めたものである。銘柄毎に、年度末（3 月）の対象国債残高（額面）に、当該年度 1 年間の額面は不変とみなして（追加発行および一部償還による額面の変更をしない）、各月の時価を乗じて算出した。そのため、年度内に新規発行された銘柄は、年度末（3 月末）になって、インデックスの対象銘柄として組み入れられることになる。

算出期間は、関東大震災の翌年に東京株式取引所の短期清算取引が始まったことから、その開始年月である 1924 年 6 月に合わせて指数算出を開始し、日本証券取引所統計月報により時価が取得できる 44 年 11 月までの 20 年 5 か月間とした。算出対象は、大蔵省「国債統計年報」に記載される内国債（日本国が発行体となる外貨建ての外国債を除く）としたが、インデックス算出対象期間の内国債は、20 種別に区分でき、銘柄数の合計は 336 銘柄になる。具体的には、五分利公債 49 銘柄⁴⁸、特別五分利公債 2 銘柄、甲号五分利公債 2 銘柄、第一四分利公債 3 銘柄、第二四分利公債 1 銘柄、四分利公債 4 銘柄、三分半利公債 11 銘柄、五分利国庫債券 95 銘柄、鉄道債券 2 銘柄、臨時国庫証券⁴⁹13 銘柄（割引臨時国庫証券除く）、四分半利国庫債券 3 銘柄、四分利国庫債券 13 銘柄、三分半利国庫債券 49 銘柄、支那事变国庫債券 27 銘柄、支那事变特別国庫債券 5 銘柄、支那事变割引国庫債券 16

⁴⁷ 利率に応じて公社債利子税、第二種所得税、配当利子特別税等の税率差があったことから、税負担考慮前のグロスインデックスに加え、税負担考慮後のネットインデックスを算出することも考えられる。

⁴⁸ 大阪毎日新聞（1926 年）には、五分利公債の表記について、「明治年間発行のものを第一種五分利とし、大正年間発行のものを第二種五分利とし、更に大正年間発行のもので据置期間を経過せざるものを第三種五分利と分けて取引することに決定した」として、区分変更したことが記されている。

⁴⁹ 五分利債に分類される臨時国庫証券は、国債統計年報で大正 13 年度までは内国債として計上されずに「外二」として外書きされたが、大正 14 年度から「内国債計」に計上されるようになった。GBPI では、臨時国庫証券が、債券と同等の特性を有し残高比率も高いことから、算出当初から対象とした。

銘柄、大東亜戦争国庫債券 14 銘柄、大東亜戦争特別国庫債券 4 銘柄、大東亜戦争割引国庫債券 20 銘柄、賜金国庫債券 3 銘柄である。

その上で、現代の一般的な債券インデックス算出基準が、割引債を除いていることから、支那事変割引国庫債券 16 銘柄、および大東亜戦争割引国庫債券 20 銘柄の計 36 銘柄はインデックス対象外とした。同様に、残存年限 1 年未満となった銘柄は短期金融商品であるとみなし、1 年未満となった月から対象外とした。そのため、国債統計年報に記載されている銘柄でも、インデックス計算期間内に残存年限 1 年以上となる期間がなかった三分半利公債 2 銘柄、五分利国庫債券 13 銘柄、臨時国庫証券 7 銘柄、三分半利国庫債券 3 銘柄、大東亜戦争国庫債券 3 銘柄、大東亜戦争特別国庫債券 2 銘柄、賜金国庫債券 2 銘柄の計 32 銘柄は対象外とした。その結果、GBPI の対象銘柄数は、268 銘柄となった。

GBPI およびその利率別サブインデックスは、三分半利債サブインデックス算出開始月である 1937 年 3 月を 100.00 として⁵⁰算出した。1924 年 3 月から 42 年 3 月までの年度末額面残高データは、明治期から 1941 年度（円単位）までは大蔵省「国債統計年報」から取得したが、42 年度から 47 年度の年報が発行されていないため、48 年度発行の同年報（千円単位）から各年度の残高を推計している（43 年 3 月および 44 年 3 月データは、42 年 3 月残高に発行と償還を銘柄毎に加減）。また、価格データは、1924 年 6 月以降 42 年 3 月までは、大蔵省理財局「国債統計年報（各年度）」に記載されている「東京市場・月中平均価格」、42 年 4 月以降 44 年 11 月までは、東京株式取引所・日本証券取引所の「統計月報」に記載されている「実物取引・月中平均価格」を採用した（表 9 参照）。

尚、銘柄によっては、価格の記載が無い期間等があったが、直接記載がないデータについては、個別銘柄毎に時価を推計した。直接記載のない時価データの具体的な推計方法については、表 10 の「GBPI の採用債券時価算出方法について一時価未記載期間の時価推計方法」を参照されたい。五分利国庫債券については、満期償還日以前（1936 年 5 月から同年 9 月）に、低利借換えを目的として期限前償還された。そのため、順次、時価データが途絶えた段階で、残高がゼロになったとみなして、時価総額から控除した。また、臨時国庫証券（利付）の時価は、国債統計年報に記載されている同償還年月の「五分利国」表記の時価（五分利国庫債券時価）を採用した。

3.1.3. 戦前・戦時期の国債市場の超過リターン

GBPI によれば、戦前・戦時期の国債市場のリターンは、5.71%（年率換算）であり、インカムゲインを対象としていない藤野・秋山（1977）の国債価格指数の年間変化率を大きく上回った⁵¹。また、GBPI による国債市場のリスク（年率換算）は、2.04%であった。

時系列で国債市場のリターン推移を確認すると、1931 年に悪化するものの、高橋財政期の 32 年・33 年のリターンは大幅に上昇した。そして 36 年には、二・二六事件後の低利借換え実施により、高利率債である五分利債インデックスのリターンが大幅に悪化している。その反対に、低利借換

⁵⁰ 三分半利債は 1936 年 5 月から発行され、GBPI には 37 年 3 月から組み入れが開始されるため、37 年 3 月を 100.00 として、GBPI（総合）及び GBPI 利率別サブインデックスを算出している。

⁵¹ 比較可能な期間（1924 年 6 月から 40 年 12 月まで）における藤野・秋山（1977）の国債価格指数・年率換算収益率は、パーシェ・ラスパイレス・フィッシャー式共に 1.31%であるのに対して、GBPI の PI は 1.22%とほぼ同水準だが、インカムゲインを反映した TRI は 6.15%であった。

えリスクが低い四分利債インデックスのリターンは好転しており、利率の違いでリターンが逆行しており、第 2 章で分析した利率別の利回り逆行を反映したリターン水準になっている。

この期間の国債投資により得られたリターンは、短期金融市場（東京コール市場）対比で 2.07%超過しており、国債の超過収益率が概ね 2%であったことが確認できる。本来であれば信用リスクのある銀行間の金利であるコールレートを用いるのではなく、無リスク金利である短期国債を用いるべきであるが、概ね当時の国債市場の超過収益率を把握する観点からコールレートを採用した場合、2%程度であったという算出結果となった。

時系列で国債市場のリターン水準の変化を確認する際には、GBPI 利率別サブインデックスによる比較により国債市場の特性変化を明らかにすることができる。利率別サブインデックスは、五分利債インデックス（五分利公債や甲号五分利公債の時価加重平均指数）、四分半利債インデックス（四分半利国庫債券の時価加重平均指数）、四分利債インデックス（四分利公債、第一四分利公債、第二四分利公債、四分利国庫債券の時価加重平均指数）、そして三分半利債インデックス（三分半利公債、三分半利国庫債券、支那事变国庫債券、支那事变特別国庫債券、大東亜戦争国庫債券、大東亜戦争特別国庫債券の時価加重平均指数）の四種である。GBPI では、このような利率別のインデックスを算出することで、より詳細な国債市場の分析を可能にすることを意図した。

3.2. GBPI から確認できる価格統制

3.2.1. 国債市場リスク消失

GBPI 算出を通して明らかになった戦前・戦時期の国債市場のリスク（年率換算）は、2.04%であり、興味深いことに 2000 年代以降（2000 年 1 月から 16 年 8 月まで）、現代を代表する債券インデックスである NOMURA-BPI（国債）のリスク 2.04%と、ほぼ同水準である。また、リスク調整後リターン⁵²は、1.01 であった。2000 年代以降（同）のリターン水準は 2.20%であり（無担保コールのリターン 0.11%）、リスク調整後リターンは 1.01 であったことから、当時の国債は、マイナス金利政策が採用されるまでに至った 21 世紀の国債市場と遜色のない水準であったと言える。

リスクが低いということは、国債市場が、経済環境の変化を反映しづらくなり硬直化したと言い換えることもできる。国債を保有する金融機関等にしてみれば、国債価格の変動による評価損益を気にする必要がなくなるため、国債を保有し続ける動機が高まる。この背景には、資本逃避防止法や外国為替管理法が強化され、自由な資本取引が抑制されたために、国内資金の投資選択肢が限られ、国内還流せざるを得なかったという前提があったことにも注意すべきであろう。

次に、時系列で GBPI の推移を確認してみると、国債市場のリスク水準は、1931 年には満州事变・円暴落で 5.28%まで急上昇した後に、低下基調に転じていることが明らかになった。1932 年以降、日銀引受の開始、さらには日銀国債担保貸高率適用の除外などにより、国債市場の安定化が図られたことが、その背景として考えられるが、特に国債の標準発行価格制導入を見逃すべきではない点は、第 2 章で指摘した通りである。

⁵² ある資産への投資で得られる投資効率を、負担するリスク対比で、どの程度のリターンが得られるか（リターン÷リスク）という視点からリスク調整後リターンと呼ぶ。一般的には、資本資産評価モデル(CAPM)の創始者であるウィリアム・シャープ（William Sharp）が考案した資産運用効率の尺度として、シャープレシオが活用される。シャープレシオは、「(平均リターン－安全資産利子率)÷標準偏差」という計算式で算出される。

この制度により、他の有価証券とは異なり国債評価価格は、大幅に下落する可能性が低減し、大蔵省理財局「国債統計年報」東京市場・月中平均価格や東京株式取引所および日本証券取引所の「統計月報」実物取引・月中平均価格に記される国債価格の変動率も徐々に低下していくことになる。1937 年には、臨時資金調整法によるマクロ資金配分統制が強化され、政府による資産配分操作が直接的に実施されるようになった。これと歩調を合わせるように、国債市場の安定化が図られ、38 年以降には、国債市場リスクは 0.5%以下に低下したのである。38 年以降の三分半利債の実物取引では、「政府の国債価格支持政策により、市場価格は釘付けにされていた。償還期限の長い三分半利債では、最高、最低価格ともに発行価格（したがって財産目録に記載しうる標準発行価格）に等しい九十八・〇〇円というものも多かった⁵³」とあるように、規制価格（金利）状態になった。国債市場全体に対する占有率が高い三分半利債の価格変動が消失していくことは、国債投資リターンの安定化（低リスク化）に大きく寄与したのである⁵⁴。

さらに 42 年以降に国債リスクは、0.1%を下回ること、東京コール市場のリスク水準に近似することになる。三分半利債の価格は、第 2 章の図 6 で示したように、40 年 11 月以降に標準発行価額に収束したため価格変動が消失し、その他の利率債価格も 42 年以降、一定幅に固定化された影響が大きいと考えられる。金融統制の強化は、国債市場では主として価格変動が抑制され、国債リスクの低下を促したため（国債投資による損失発生確率の低下）、金融機関等にとっては国債保有動機を高めたと言えよう。「政策的なる金利の上下に依て資金の需給を調整せんとする金融統制方式は否定せられて、金利の調整は国家経済の総合的要請を基準として国家が是を決定し、而て資金需給の調節作用は金利の騰落に依らずして、資金の需給を直接的に統制するに至った⁵⁵」と記されているように、政府による金利水準の決定（価格統制）が、国債市場のリスク消失からも確認できる。国債市場と短期金融市場のリスクが同水準化し、リスクに関しては「国債の短期金融市場化」が進んだと見なせ、価格統制の一つである金利規制と資金統制としての資産配分規制は、金融統制の両輪だったのである。

3.2.2. 1936 年・40 年のリスク上昇

ところで、1932 年以降では低下基調にあった国債市場のリスクも、1936 年と 40 年には上昇する局面があった。36 年の二・二六事件後には、公債漸減主義の放棄による市場の混乱や、低利借換えの実施による五分利債市場の波乱が影響し、また 40 年には、第二次近衛内閣発足を契機に、再び低利借換え懸念が台頭し、国債市場のリスクは一時的に上昇している。政府による政策変化が、市場参加者の懸念や期待に影響を与え、一時的なリスク上昇を伴う紆余曲折の道を国債市場に辿らせたのである。つまり、政策や政治的事件の影響を受けて、政府による国債価格のコントロールが働きにくくなる時期が存在していたと言えよう。政府による公益優先の政策が、民間の市場加者によって常に受け入れられていたわけではなかったのである。

いわば公益を優先させる政府の姿勢が、時として合理的に利益を追求する金融市場参加者の

⁵³ 志村（1980）, 117 頁。

⁵⁴ 高利回り時代に発行された高利率債は、時価が標準発行価格を大幅に時価が上回っていたため、この国債標準価格制の影響は大きくなかったものの、三分半利債の場合には、時価と標準発行価格が近接していたため、時価のフロアとして価格変動抑制効果が大きかったと言えよう。

⁵⁵ 日本銀行調査局（1943）, 「戦時金融統制の展開」昭和 18 年 4 月 1 日, 『日本金融史資料』昭和編, 第 27 巻, 429 頁。

姿勢と対立しつつ、綱引きを演じながらも、徐々に政府による規制強化が図られてきたのが、戦前・戦時期の国債市場の特徴と言えよう。営利性を排除するという統制化の動きは、歴史の其処彼処に顔を出すものの、その動きは一本道を進む如く平坦な道のりではなかったと言えよう。伊藤（1983, 1995）は、当時の金融統制化の時代にも、金融機関経営者の発言に着目し、バランスシートの財務リスク耐性⁵⁶を維持するという利益追求姿勢を金融機関が表明していたことを明らかにしている。この金融機関の利益追求姿勢の残存は、戦時金融統制が公益優先の道を金融機関の反発を伴うことなく、円滑に歩めたわけではなかったのである。

3.2.3. 平均残存年限と利率間利回り格差

次に、リスクだけではなく、その他の特性から戦前戦時期の国債市場の構造を確認しておきたい。第一に、国債市場の平均残存年数は、1924 年から 36 年に至るまでの間に、17.5 年から 28.5 年へと長期化している。1936 年以降は、残存年数 20 年未満の三分半利国庫債券や支那事变国庫債券等が大量発行されたことから、36 年をピークに平均残存年数は短期化に転じている。国債市場の平均残存年数は、1944 年には、14.7 年にまで低下したため、利回り変化に対する価格変化率が抑制された（修正デュレーションが低下した）のである。この短期化も、国債市場のリスク低下の背景になったと言えよう。この側面からみるならば、1936 年は、政府による国債調達期間が短縮化される一大転換期であったのである。それでも、2016 年 8 月現在の国債市場の平均残存年限約 9 年と比較するならば、戦前期の国債市場は、価格変動率（修正デュレーション）の高い超長期債の比率が高かった。修正デュレーションが小さいにもかかわらず、現在の債券インデックス（国債）のリスク水準は戦時中よりも高いことから分かるように、戦時中のリスクが極端に抑制されていたことが理解できるだろう。

第二に、GBPI の利回りは、1932 年以降、緩やかに低下していることが確認できる。特に、主たる銘柄であった甲号五分利公債や第一四分利債といった個別銘柄（および利率別インデックス）の利回りが、主に 36 年前後に低利借換えの影響から利回り推移に歪みが生じるのに対して、GBPI は、個別銘柄の変動が緩和され、国債市場全体の利回りの緩やかな変化を表現するものとなっている。また、GBPI によれば特に利回り水準が 4 パーセントを下回った 1938 年 3 月以降は、利回りが安定的に推移していたことが確認できよう。

国債の価格統制により国債利回りは、「満州事変以後より展開せられ、基準金利たる国債利率を中心として略々全面的に低金利の滲透を見たる⁵⁷」とあるように、三分半利債国債利回り 3.67%が固定化され、それを基準として課税後の預貯金金利、株式配当・社債利回りが決定されていった。一方、この三分半利債を中心とした低利率債（四分利・四分半利債含む）と、高利率債（五分利債）の利回り格差は、利率別インデックスで比較すると 1942 年以降でも高位で維持されている。税制優遇措置が、4%利率以下と 4%超過を基準に低利率優遇が実施されていたため、四分利債と四分半利債との利回り格差が生じるのであれば、税制優遇の影響と見なすことも可能だが、格差は、五分利債と四分半利債との間に約 0.89%生じていた（1942 年 1 月

⁵⁶ 「経済環境等の変化による財務状態悪化に耐えうる程度」を意味する用語として、本研究では「財務リスク耐性」を用いることにする。五大銀行の営業報告書を確認すると、昭和 6（1931）年の国債暴落による企業業績の悪化後から各行が「堅実性」という文言を多用しているが、企業業績の急激な悪化を再発させないように堅実性を高めた運営を行うことを、財務リスク耐性を強化した運営と称することにする。

⁵⁷ 日本銀行調査局（1943）, 同 433 頁。

から44年11月までの月次平均)。そのため、五分利債とその他利率債との利回り格差は、税制の影響とは言えず、むしろ低利借換え懸念に基づく借換えリスクプレミアムであると解釈することが可能であろう。

以上のように、戦前・戦時期国債市場のリターン、リスク、複利利回り、平均残存年数等の指数化は、従来の主要個別銘柄による分析では見逃していた事実を可視化することに少なからず貢献していると言えよう。たとえば1936年の利回り逆行現象、趨勢的リスク低下期における一時的リスク上昇時期の特定、三分半利債の時価総額比率上昇による複利利回り水準抑制の影響度合い、平均残存年数と国債リスク低下の関係といったファクトファインディングの有効なツールとなり得るからである(図7参照)。

さらに戦前と現在の国債市場を厳密に比較・検証することは、市場の構造や制度、もしくは市場参加者構成等が異なるため容易ではないが、統一化された手法で算出した国債インデックスの特性を一つの尺度として、異時点間の国債市場比較を行えば、そのインデックスの変化や特性変化から、市場構造の変化の端緒を確認するツールになるだろう。異なる金融環境であっても、同じ手法で算出された国債インデックスおよびその特性の変化を介して、その背景に潜む構造転換や制度変化の可能性をも検討する契機になるのである。

3.3. 規制金利化と実質リターン

3.3.1. 1942年以降の国債リスク消失と戦後の規制金利

寺西(1993)は、戦前は自由金利である一方、敗戦のショック(財閥解体・戦時補償の打ち切り等)がきっかけで規制金利化が強まったとしている。GBPIのデータを基に推察するならば、この兆候は戦時期から始まったと言えよう。1938年以降、ほとんどの国債のリターンは平準化され、40年代前半には国債の利回りは三分半利債を基準に利率別イールドスプレッドが固定化された。また1942年には、国債価格の時系列変化が乏しくなり、リターンの変動率であるリスク水準も短期金融市場並みになった。戦後の金融システムを先取りする形で、国債リスクが消失したのである。そのため、規制金利化の流れは、戦後になって始まったのではなく、すでに戦前に始まっていた可能性がある。戦前の国債利回り水準は、1936年の低利借換え時の利率別利回りの逆行現象に代表されるように、市場の自由な動きに任されていたものの、30年代末から規制金利化の動きは国債市場に関する限り始まっていたのである。その上で、敗戦時の経済的ショックが加わり1942年以降に始まっていた国債リスク消失などの規制化の動きが加速したと解釈できよう。

ところで、前章で記したように国債市場の複利利回り水準をGBPIにより確認すると、42年以降、四分半利債および四分利債は三分半利債の利回りである3.7%程度に収束しているのに対して、五分利債の利回り水準のみ4.5%水準にとどまっている。低利借換え懸念や税率等の影響から高利率債忌避姿勢が利回りに反映されたものと推察されるが、同じ国債ではあるものの明らかなイールドスプレッド(約0.8%)が存在していた。五分利債の平均残存年数が33.6年(44年11月現在)であるのに対して、四分半利債1.2年(同)、四分利債16.3年(同)、三分半利債14.0年(同)であることから、タームスプレッド(残存年数による利回り格差)も含まれる可能性も指摘できよう。しかしながら第2章の図4、表6、表7で確認したように、同残存年数で五分利債と四分利債・三分半利債を比較しても無視できない水準のイールドスプレッドが存在していたことが確認でき、必ずしも国債利回りが統一的に規制されたわけではなかったことが明らかになる。

寺西（1993）は、戦時末期は別にして、1941 年段階での利子率のバラツキの大きさを強調し、金融機関が利子率を自由に決定できたことを指摘しているが、国債市場においても五分利債とその他の利率債の利回りが乖離し続けていたことが確認できる。またリターン水準についても 1940 年代の五分利債とその他の利率債に対して相対的に高かったことから、リターン格差が常態化していたことになる。利子率だけでなく、国債市場においても、利回りやリターンにバラツキが存在していたことが確認され、戦時期の国債市場では、三分半利債を中心に規制強化および統一化が進んだものの、その流れとは異なる多様性もあったと言えよう。

3.3.2. 実質リターンの検証

1940 年代以降に、わが国のインフレ率が顕著に上昇したことから、名目値による GBPI（名目 GBPI）だけではなく、インフレ率を勘案した実質値（実質 GBPI）についても確認しておきたい。価格統制の影響で国債リスクが消失したため、リスク調整後リターンが上昇した国債ではあったが（名目上の国債保有動機の上昇）、インフレ動向も考慮した場合には、結果的に実質価値は低下していた。30 年代後半以降にインフレ率が上昇したことから、国債投資の実質的な成果は、名目値と異なり大幅に減価したのである。30 年代から 40 年にかけても、名目 GBPI は、緩やかに上昇基調を続けていたが、インフレ率（東京小売物価指数上昇率）で調整した実質 GBPI は、1935 年 6 月をピークに低下基調に転じていた。

1935 年 6 月から 1944 年 11 月までの名目リターンが、年率換算 4.11 パーセントであるのに対して、その間のインフレ率が 9.47 パーセントであったため、実質リターンは、マイナス 4.90 パーセントにまで低下している。国債は、リスクが抑制され、名目上のリターンの変動率が低かったものの、実質リターンは大きくマイナスに転じてしまっていたのである（図 8 参照）。30 年代前半に関しては、20 年代後半から、わが国のデフレ環境を反映して、実質インデックスが名目インデックスを大幅に上回っていただけに、統制経済化への歩みは、国債市場の名目リターンと実質リターンの関係を逆転させる歩みでもあったと言えよう。30 年代後半以降、GBPI のリスクは急低下するものの、その見返りに実質リターンも坂を転げ落ちるように下落基調に転じ、実質的には国債保有者の懐を痛めたことになる⁵⁸。30 年代後半以降、インフレ調整後の国債の実質リターンはマイナス化したため、実質的には、国債を保有していた資金運用者から国債を介して資金調達していた政府に利益が移転されていたと見なすことが可能である。

ところで、リターンから利回りに視点を変えてみると、30 年代末には、GBPI の名目利回りは 3.7 パーセント程度で安定したものの、インフレ率が上昇したため、実質利回り⁵⁹は大幅に低下しマイナス化していた。インフレ率が上昇しても、政府による価格統制が国債利回り水準を抑圧したため、国債の実質リターンや実質利回りはマイナス化せざるを得なかったのである。実質利回りは、一時的にマイナス 17 パーセントまで低下しており（1940 年 7 月）、インフレ率の変動率が大きかった影響で、実質利回りの変動率も高かった。資金調達者である政府や企業にとっては、実質マイナス金利

⁵⁸ 戦後、戦前期の国内債がデフォルトせずに償還されたものの、その名目額が償還されているだけであって、戦後には物価が急騰していたことから、実質価値は大幅に毀損して償還されたと言える。

⁵⁹ 本研究では、名目利回りから、その時点での過去 1 年間のインフレ率を控除することで実質利回りを求めている。正確には、その時点以降、償還までの残存期間に対応した期待インフレ率を名目利回りから控除することにより算出すべきだが、期待インフレ率の正確な計測が困難なことから、適合的に期待値が決定されるとみなし、過去 1 年間のインフレ率を採用している。

で資金調達できるため、戦時期の生産拡充のための需要増加に対応して積極的に設備投資等へ資金を投入した。この動きは、実物需要を喚起し、さらに物価上昇圧力として働くため、自己実現的な物価上昇が加速したと言えよう。需要増加を伴いインフレ率が上昇するときに、国債市場の柔軟性が維持されていれば、国債利回りが上昇するはずである。しかし、政府による金融統制により、国債利回りの低位安定が促されたために、市場本来の価格決定機能が消失していたため、顕著な国債利回りの上昇が発生することは無かった。40 年代前半の金融統制では、名目金利の変動が抑制されることで事実上の「規制金利」の道を進み、結果的に、景気刺激的なマイナス実質金利が実現していたと見なすことが可能であろう。

3.4. 小括

第 3 章では、戦前・戦時期の国債パフォーマンスインデックス算出を通して、金融統制期に国債市場リスクが消失し規制金利化が進んだこと、そして、その歩みは必ずしも一本調子ではなく時として国債リスクが上昇する局面があったことを明らかにした。1936 年及び 40 年にはリスク水準が一時的に上昇したが、1942 年には、短期金利 < 国債利回りという金利の階層が固定化し、国債残高に占める三分半利債の比率が 8 割を超えることで、国債市場の価格統制が一層強化されたことが確認できた。つまり、金融統制は、金融機関等の資産配分を直接的に規制する資金統制だけではなく、国債市場のリスク低下を通して金融機関の国債保有モチベーションを高める価格統制の側面も強かったのである。

本来、政府の資金統制による金融機関等への強制力が強力であれば、敢えて国債投資を優遇する国債消化策に注力する必要がなかったはずである。それにもかかわらず、政府は、1932 年以降から市場に優しい国債管理政策を実施して、円滑な国債消化を促した。これは 1931 年の国債市場の大混乱や、それによる金融機関の財務リスク耐性の低下を回避すべきとの高橋財政の姿勢から始まったものであったと言えよう。市場参加者の資産配分を強制的に左右するだけでなく、市場参加者に自発的に国債保有を促す国債管理政策（国債消化策）が採用されたわけである。政府の国債管理政策からは、複利利回り固定化・リスク消失という国債市場の投資成果（パフォーマンス）の安定化により、市場参加者の行動を国債保有に促す国債消化体制（構造）を窺い知ることができる。

尚、1940 年をピークに、東京株式取引所及び日本証券取引所の債券売買高（実物）は減少してきている点には注意が必要であろう⁶⁰。大手証券四社による店頭流通市場における債券売買取扱高は、1940 年 41.95 億円に対して 1945 年 107.21 億円となり、2.3 倍に拡大しており、債券売買の主軸が取引所取引から店頭取引に移行しているからである⁶¹。取引所価格が、金融統制による規制価格取引となったことで、流動性が低下したと考えることができよう。そもそも、永廣（2011）が指摘するように、国債流通市場における取引所取引と店頭取引の盛衰は、政策動向および制度設計の変化に応じて歴史的に変遷してきており、インデックスを算出する際にも取引所取引だけではなく、流通市場全体を視野に入れる必要があろう（第 7 章で再度詳しく検討する）。志村（1980）によれば、この店頭流通市場における価格については不明とのことだが、取

⁶⁰ 東京証券取引所（1970）によれば、1940 年から 1943 年にかけて、内国債の長期清算取引売買高は 10.3 億円から 1.1 億円まで減少し、国債の実物取引売買高は、7.5 億円から 3.7 億円に減少している。

⁶¹ 大和証券株式会社（1963）, 199 頁。

引所価格と店頭流通価格の乖離については、中外商業新報等の新聞記載データから検証するなど、今後の研究課題としたい。

また、国債だけではなく、昭和初期株式パフォーマンスインデックスを算出することで、株主によるガバナンスの後退・配当制限等が株式市場のリスク及びリターンに与えた影響の検証をすることも、金融市場における構造・市場参加者の行動を分析する上で重要な側面であると考ええる。この点については第4章及び第5章で触れることにする。金融統制が株式のリスクおよび超過リターンに与えた影響や、本研究で算出した GBPI と株式の関係変化などを明らかにすることは、国債リスクが政策的に抑え込まれた局面での株式市場への影響を推計する材料になると考えるからである。金融統制期という非常に複雑な時代を、限られた指標のみで分析することには限界があることから、短期金融市場、国債市場に株式市場を加え、三市場の指標化を通して、その特性・動向と、各経済主体の行動様式とを合わせ考えたい。

4. 戦前・戦時期の株式市場の再検討⁶²

ファイナンス研究における戦前・戦時期の市場分析は、国債だけでなく株式においても、市場データの不整備という制約から十分な分析が行われてこなかった。また、仮に市場データの収集が蓄積したとしても、戦時期特有の制度や市場政策に適した修正が伴わなければ、研究対象データとはなり得ないだろう。これは、戦前・戦時期の株式市場では、分割払込制度や有償による新株権利落といった特有の制度が存在していたため、複雑なデータ修正を余儀なくされるからである。

第4章では、現代と異なる戦前・戦時期の株式市場の制度的相違点を確認しつつ、市場データの有効な修正手法を検討する。わが国戦前期特有の株式市場制度等を反映した投資収益率（リターン）算出手法を提示し、1878年9月から1943年4月までの64年超の期間を対象に、東京株式取引所株（東株および新東株⁶³）の投資収益率（月次リターン）とその標準偏差（月次リスク）を具体的事例として検証したい。64年超を経た東株の株価は、1878年の上場時株価を下回っていることから、戦前を代表する東株の投資成果は低く、戦後の株価上昇とは対照的であると認識されがちである。しかし、同期間の投資成果を再評価するならば、権利落修正を施せば年率6.90%（ダウ式）、配当再投資効果を勘案すると年率14.22%（同）という高い収益率であったことが明らかになった。

これは株価等の原データのみで株式市場を評価した場合と、適切な修正を施した場合の実態とが著しく乖離していることを意味している。株式投資の成果は、株価の変動に基づくキャピタルゲインだけではなく、既存株主への新株割当に基づく権利の再評価、そして保有期間に得られる配当（インカムゲイン）も含めなければならないが、この修正の有無により、株式投資の成果が著しく異なるわけである。戦前・戦時期の市場参加者は、東京株式取引所の売買が、清算取引等の現物受け渡しを伴うケースが少ない取引が主流であったことから、株式保有を前提としない投機家中心であったと認識されがちであることも、配当による投資成果を勘案しない背景になっていると考えられる。しかし、資金循環表や資産負債残高から得られる経済主体の株式保有は、投機による短期売買ではなく、国債や株式を保有して配当を得た投資成果を前提にしているため、キャピタルゲインのみを研究の基礎データとすべきではなく、インカムゲイン等を反映する必要があると言えよう。

第4章では、明治期以降の株式市場において、指標として取り上げられてきた株価指数について整理した上で、株式市場の原データにどのような修正を加えれば正確な投資成果を求めることができるのかについて検討し、1878年から1943年までの東京株式取引所株の投資成果を算出する。戦前・戦時期の市場構造や市場参加者の行動は現代とは異なるものの、60年超にわたるパフォーマンスを算出することで、制度の違いを修正した上での株式市場の再評価を行いたい。

4.1. 明治・大正・昭和期の株価指数

4.1.1. 戦前・戦時期の株式市場の概観

戦前・戦時期における株式市場のパフォーマンスを分析する前に、株式の部門別保有状況の変化を中心に、株式市場の動向を概括しておきたい（図9参照）。株式保有状況は、国債と同様に経済企画庁経済研究所（1963）により概括するが、国債の保有状況と比較すると、保有比率の変化が小さい点を特徴として挙げることができる。

⁶² 第4章は、平山（2017a）を基に、加筆修正した。

⁶³ 本研究では、東京株式取引所株につき、旧株を東株、新株を新東株と呼称する。

第一次世界大戦以降の 20 年代における株式所有状況は、志村（1969）が示すように、個人投資家が圧倒的な比重を占めたこと、法人株主の比重が相対的に低かったこと、金融機関とりわけ銀行の比重が無視できる程度まで小さかったことなどが特徴として挙げられる。経済企画庁経済研究所（1963）のデータからは、市中金融機関全体の推移しか確認できないため、大蔵省（1978）を用いて補足すると、生命保険会社の株式保有比率は、1920 年代前半に株式全体の 2%未満であったものの、34 年には都市銀行と地方銀行の合計保有比率を上回り、41 年にはその合計額の 2 倍を上回るまでに拡大している。国債とは異なり、株式市場での位置づけは、普通銀行よりも生命保険会社が大きかったことが確認できよう（各金融機関における株式に対する資産配分比率も、圧倒的に銀行よりも生命保険および損害保険が高かった）。また、市中金融機関の比率は、興銀等の株式引き受け、戦時金融金庫による市中流通株の下落防止対策とした買い支えにより⁶⁴、1943 年以降上昇している。国債と異なり株式市場では、戦時期においても普通銀行による所有は、相対的に拡大することは無かったのである。

一方、政府による株式保有は、戦時期に拡大していることが確認できる。大蔵省（1962）に記載されている政府出資法人は、明治期から南満洲鐵道株式会社を中心に北海道拓殖銀行や台湾銀行へ出資されており、1934 年に設立された日本製鉄株式会社への出資が拡大している。戦時期にかけては、各種企業への出資や戦時金融金庫、各種営団への出資により、大幅に政府保有株式が増加していることから、1942 年には政府の所有比率が 5%を上回ってきている。しかし、戦時金融金庫や各種営団は、南満洲鐵道などの上場企業とは異なり、株式市場に上場していなかったことから、政府による株式保有は、非上場株式も含んでいる点で注意が必要であろう。

一般に戦前・戦時期の株式は、個人や法人による直接保有が中心であり、保有比率が低かった民間金融機関の中でも株式保有に積極的だった主体は保険会社であったこと、そして政府による保有株式が戦時期に増大したことが特徴として挙げることができる。

4.1.2. 株価指数の意義

われわれは、株式市場全体の趨勢を表現するものとして、東証株価指数、日経平均など一般に受け入れられた指数を当然のようにして活用している。だが、これらの株価指数が、一般に受け入れられるようになったのは、戦後以降のことであり、様々な紆余曲折を経てのことであった。現在も、指数の算出をめぐる試行錯誤は続いており、株価指数算出の決定版と呼ぶべきものは定まっていないのが現状である。たとえば、日経平均については、2000 年に発生した銘柄入れ替えの問題、東証株価指数にあっても親子上場や浮動株調整の問題が指摘されてきている。

また、株価指数に対する社会的ニーズが、経済状態を判断するための景気指標という役割から、投資の成果を測定する尺度という役割に変化してきているため、株価指数の算出方法もその変化に応じて変化してきている。経済指標としての側面を重視する立場からは、株価の変化を景気測定のシグナルとしてきたため、毎期の企業により支払われる配当を株価指数の算出に加えてこなかったが、投資成果の尺度としての株価指数の役割が高まってきたため、実際の株式投資の成果として配当効果を含む株価指数が注目されるようになってきているのである。たとえば、この配当の成果を反映しない株価指数を基準にして、機関投資家の運用する株式ファンドのパフォーマンスを測定するならば、配当分だけ常にファンドのパフォーマンスが上回ることになり、投資の基準としては機能して

⁶⁴ 柴田（2011）, 56 頁.

いないことになる。そのため、近年では、わが国の株価指数算出機関が、株価の変化を示すだけの株価指数に加え、配当込み株価指数を相次いで発表するようになっている。特に、年金運用をはじめとした機関投資家などが、長期的な投資成果を重視する運用スタイルに軸足を移行してきていることから、投資成果測定の正確性が求められてきているのが現状である。だが、投機性が高かったと言われる戦前の株式市場では、長期的な投資の成果を測定することよりも、株式市場全体の過熱度を測定することや、景気変動を判断するための指標としての機能が重視されてきたと言える。そのため、敢えて手間のかかる株価指数を構築するよりも、「東京株式取引所（東株）」という個別企業の株価推移を見ることで十分であったとされている。

ところで、大正期から戦前・戦時期に至ると、国際的要請も受け株価指数の算定が活発化する。特に多くの労力をかけて、東京株式取引所は、「大指数」、「花形株価指数」を算定し、東洋経済新報社や日本銀行なども独自の指数を算定している。これらの指数については、改めて経済政策・分析の視点だけでなく、投資成果の測定と言う視点からも、比較考量される意義は大きいだろう。そこで、戦後以降の株価指数については、日経平均銘柄入れ替え問題が発生した 2000 年を中心に議論が集中したものの、戦前の株価指数について体系的に検討されていないことから、戦前の株価指数について、投資成果の測定という側面から整理してみたい。当然ながら、データの不整備などから、現在の株価指数とリンクすることは困難であろう。しかし、戦後期間に限定されているわが国の株式投資の超過リターン算出期間を、戦前まで拡張し通算することで、現在のファイナンス理論研究の長期資産配分決定の前提となる株式リスクプレミアム試算の前提となる基礎データを提供する意義は大きいはずである。

これまでも意欲的な試みとして、Dimson et al. (2000) などによる世界 16 か国の 101 年間にわたる株式投資リターン算出は試みられてきたものの、残念ながら、わが国部分の算出方法は、得られるデータを取捨選択して、十分に検討されたものとは言い難いと考えている。つまり Dimson et al. (2000) は、制度・構造変化などを織り込んだ上で、わが国資産配分比率の算定基礎データを提供していないとの批判を免れないであろう。各種の戦前株価指数や東京株式取引所株価の十分な検証並びに、当時の資金循環や金融行動との整合性を図ることで、採用するデータの妥当性の検証を行う必要があるわけである。金融データの選択は、その背景となる金融情勢や歴史的経緯の把握なくしてなし得ないからである。

4.1.3. 戦前・戦時期の株価指数

明治末期以降、各種機関により各種基準で株価指数が算出され、公表されてきた。以下では、この明治末期以降に発表された「戦前の株価指数」について整理してみたい。その中でも、代表的な戦前の株価指数もしくは平均株価として、以下の 4 つを挙げることができる⁶⁵。

- A. 東京株式月末現物気配相場指数（東洋経済新報社）
- B. 主要有価証券価格指数（日本銀行）
- C. 株価大指数および花形株価指数（東京株式取引所）
- D. 勧銀調べ平均相場（日本勧業銀行）

⁶⁵ 株価指数の算出手法の区分や体系については、広田（1992）参照。

戦前の株価指数は、公表主体により算出手法が多様である。株価指数を算出する主たる目的が、景気変動を把握するための経済分析手段であり、投資の成果を測定するニーズが希薄であったと考えられる。また、東京株式取引所によるC.株価大指数および花形株価指数や、戦後に試みられた藤野・秋山（1977）による株価指数も、経済指標を算出する手法として確立されていたフィッシャー算式により算出されたものを含み、「フィッシャー算式による株価指数は株価自体の（特に個々の）騰落を示すことを目的としていない⁶⁶」のが現状である。経済政策・分析の視点が強く、経済分析ツールとしての役割を果たしているものの、投資の成果である投資収益率を表したものではない。つまり、増減資および権利落ちも勘案していないことから、無リスク資産のリターンに対する超過リターンの算定が難しい点など、市場参加者の点からは使い勝手が良いとは必ずしも言えないのである。

また、再現性と言う観点からも、指数に連動する運用（パッシブ運用）を再現することが困難である点も、投資の実務性に乏しいものと言わざるを得ない。さらに、藤野・秋山（1977）が年次ベースである点⁶⁷は、債券などの他のアセットクラスとの相関を算出することを困難にしており、月次での指数算出が求められよう。

4.1.4. 株価指数算出の試み

投資収益率を再評価するためには、株価データだけではなく、戦前特有の旧株の権利落ちや新株の分割払込制度を反映した上で、配当再投資効果を反映した戦前株式市場データ系列を再構築しなければならない。戦前の株式市場の仕組みは現代とは異なるため、戦後と同一基準で比較可能な修正が必要となるわけである。戦後であれば、代表的な株価指数である東証株価指数および日経平均株価の配当込指数、もしくは日本証券経済研究所による東京証券取引所の株式投資収益率⁶⁸（東証一部・東証二部）があるものの、戦前のわが国株式市場データとしては、米国のCRSP（Center for Research in Security Prices）、Bernstein（1997）、Siegel（2002）に相当する配当込株価指数⁶⁹が無いのが現状である。海外の研究としては、Jorion and Goetzmann（1999）は、各国の株式リスクプレミアムのサバイバル・バイアスを長期データから検証するために主要国の株式データを分析しているが、日本株式については、1921年1月から44年5月までの幾何平均投資収益率1.23%、算術平均2.72%、その間のリスク17.51%であると算出している。この研究のデータソースは、1929年まではICES（1934）⁷⁰を参照し、そ

⁶⁶ 野村證券（1953）。

⁶⁷ 藤野・秋山（1977）、第1巻15頁には、「戦前においては、株式につき月別指数を作成することは、極めて労力を要する作業となるので、われわれは年別指数の作成に作業を限定した」と記されている。尚、同指数のうち、債券指数については、月次で算出されている。

⁶⁸ 東証一部は1952年1月から2012年12月まで、東証二部は1974年10月から2012年12月までの期間にわたり算出されてきたが、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、データの整合性維持が困難になり算出・公表が休止されている。

⁶⁹ 配当込株価指数は、トータルリターンインデックス（Total Return Index）、パフォーマンスインデックス（Performance Index）と表記される。

⁷⁰ International Conference of Economic Services（1934）では、1919年から1930年までの年次データ（Average Price of 50 Industrial Shares）が記載されており、データソースは三菱経済研究所（Mitsubishi Economic Research Bureau）による「50社工業株価平均」と推定される。1919年124.10が1930年39.05へと3分の1以下になっていることから、配当の再投資効果を反映していないことが

れ以降は Statistical Yearbooks of the League of Nations⁷¹としているが、いずれも配当を勘案せず、投資収益率水準は低く算出されていることから、戦前期の日本株式市場の投資収益率としては不十分と言える。

配当を考慮したものとしては、Dimson et al. (2002) があるが、1900 年から 13 年までは東京株式取引所のラスパイレス指数、1914 年から 32 年までは日本銀行の株価指数、1933 年から 46 年 9 月までは東洋経済新報の株価指数を採用しており、日本銀行の株価指数については支払配当を補完して使用している。ただし戦前の株価指数や平均株価は、有償増資による権利落などの修正が施されていないため不十分であると言える。「株価指数の作成に当たっては当然権利落、新株落相場の修正をしなければならない。ただ適当な修正方法が見当たらなかったため、各株価指数設計者は非常な苦心をしたのであるが、昨年ダウ・ジョーンズ社の修正方法が輸入されるに及んで殆んど全部これに倣うに至った⁷²」とあるように、正確な投資収益率を算出するためには配当込株価指数を算出するだけでなく、戦前期の株式制度を勘案した諸修正を施す必要がある。

つまり、戦前の株式投資収益率を算出するためには、有償増資による権利落や分割払込制度による追加払込修正、そして旧株と新株の区分といった戦前特有の市場実態を踏まえた上で、配当込投資収益率を算出しなければならないのである。わが国の戦前金融データの検証は、ファイナンス研究からのアプローチのみならず、むしろこのような制度的独自性を考慮した金融史アプローチを必要とするため、米国と比較すれば、戦前の金融データの蓄積と検証が進んでいないのが現状である。一方で、金融史研究では、金融機関等のポートフォリオに占める株式や国債等の配分比率推移といった量的側面からのアプローチは進んでいるが、金融市場の特性については、価格推移や利回り推移といった経済指標の分析にとどまっており、リターン・リスク等の金融データ算出は十分でなかったと言える。

そこで、以下では、戦前のわが国株式市場の制度的特性を確認した上で、横山（1954）、大阪証券取引所（1955）の算出手法に基づき、戦前期特有の株式市場の仕組みを反映した投資収益率の算出手法を検討し、東京株式取引所株（東株・新東株）の配当込修正株価指数を算出したい。この作業を通して、戦前と現代の株式市場との比較を可能にするためのリターンとリスク算出手法の一つを提案することになると考えている。もちろん、売買高が多く流動性が高かった東株・新東株ではあるが、株式市場全体を代表するものではないことから、対象銘柄を拡張しての算出が試みられるべきことは言うまでもない。第 5 章で対象銘柄を拡張して戦前株式市場全体の動向を明らかにするために、第 4 章では、東京株式取引所株を対象としたパフォーマンス修正手法を検討したい。

4.2. 戦前期株式市場の投資収益率

4.2.1. 戦前期の株価推移と権利落修正・配当修正

確認できる。

⁷¹ 東京株式取引所は、「我政府ヲ通ジ在瑞西、国際連盟本部ヨリ本所ニ対シ、本邦産業統計ノートシテ株価指数ノ送付ヲ要請」したことから、創立 50 周年記念として株価指数を作成している。そのため、国際連盟の Statistical Yearbooks には、東京株式取引所算出の株価大指数（旧指数）および株価指数（新指数）が記載されていることが想定される。

⁷² 東洋経済新報（1951）、3 頁。

東京株式取引所開所以来、半世紀以上の歳月を経ても、日本経済の成長は目覚ましかったものの、多くの企業の株価は右肩上がりになるわけではなかった。たとえば、廣瀬（1921）によると1878年9月の上場時の東京株式取引所株（東株）は136.00円であったが⁷³、1896年4月に648.50円まで上昇したものの、東京株式取引所統計月報による実物取引の月中平均値で確認すると1943年4月に同株価は89.36円になっており、64年超の期間を経ても株価は上昇するどころか下落している。価格変動の大きい（リスクの高い）株式投資に関わらず、預貯金による運用成果と比較して投資収益率が優れないならば、市場としての価値が無いに等しいことになる。それに関わらず、市場が存続したのには株価の推移だけでは語れない理由があるはずである。

その理由の一つとして、増資権利落が株価を下方に水準訂正していることが挙げられる。興味深いことに、多くの銘柄の株価推移を追っていくと、非連続的に急落している局面があることに気がつく。これは、増資権利落による株価水準の下方屈折であり、必ずしも株価が大暴落を演じたために発生しているわけではない。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してしまうものの、この効果を修正すると、東株をはじめとした株式の投資成果は著しく改善する。戦前期の増資は、株主割当増資が中心であり、既存株主にとっては、増資による権利落の影響を受けることになる。米国の場合には無償増資が多く、わが国の場合には有償増資が多かったことから、権利落の際には、有償増資による修正が必要になってくる⁷⁴。基本的に未払込資本金が存在している限り、株主に対して株主割当増資は実施されないが⁷⁵、未払込分が全て払い込まれた満額払込段階では、株主割当増資が可能になる点を認識しておくべきである。

さらに、長期にわたり株式を保有している株主にとっては、株式投資成果は、株価の変化によるキャピタルゲインだけでなく、債券投資の際に重視される利子収入に相当する株式配当収入もインカムゲインとして追加する必要があるのは言うまでもない。だが、単なる株価の推移を追っていたのでは、この配当の効果分を考慮していないため、見かけ上の成果は低く見えてしまう。この効果を修正すると、長期にわたる投資での累積効果（複利効果）も手伝って、大幅に収益率は改善することになるのである。このように単なる株価データから求めた価格差に、「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、旧株の投資収益率を算出したことにはならないのである。

4.2.2. 戦前株式市場の特徴としての株式分割払込制度

次に戦前の株式市場では、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が存在していた点に着目すべきである。市場参加者は、企業の徴収決定に応じて未払込資本金（株式）を追加払込みしなければならなかったため、自らのキャッシュフローが左右された。同制度は、「戦時期に特徴的な資本金制度として戦前期の金融システムにおいて重要な役割⁷⁶」を果たしたと同時に、株式投資の成果にも影響した。増資に伴う既存株主資本金の増加について、齊藤（2006）は、払込資本金の増加を株式の新規発行によるものと、未払込資本金の追加払込によるものとに区分する必要性を強調しているが、前者は旧株を保有する株主への影響、後者は新株（子株）を保有する株主への影響と整

⁷³ 小林（1995），203頁。では、定期取引初値は1878年9月20日の134.53円と推測。

⁷⁴ 今西（1957），172頁。

⁷⁵ 例外的に、第二新株、第三新株などが同時に存在するケースもある。

⁷⁶ 南條・粕谷（2009），48頁。

理し直すことが可能である。

企業が増資をする際には、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）から認められたため、一部の未払込資本金（株式）が存在する新株として発行された。志村（1969）は、1930 年代前半の東京株式取引所長期取引上場会社公称資本金の約 25%前後は未払込みであったとしていることから⁷⁷、満額払込済の旧株だけでなく、新株が無視できない規模であったと言える。

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。新株の場合には、払込比率が 4 分の 1 であれば、1 株当たりの配当も旧株の 4 分の 1 となるが、追加払込により払込比率が 2 分の 1 になれば、配当も 2 分の 1 になり、配当権利落の際に生じる一株当たり配当金も影響を受けるからである。つまり新株保有による投資収益率を算出する際には、払込比率に応じた「配当修正」を行う必要があるわけである。

また、追加払込の際には、議決権が増加するわけではないが、追加払込を負担する見返りとして、配当利回り（一株当たり配当金／株価）が上昇するため、株式市場での新株の評価は上昇する。一方、株主にとっては追加支払が生じる。当時の企業の営業報告書に記載される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プラス要因だが、市場参加者にとっては追加分を現金徴収されるマイナス要因として、投資収益率を「追加払込修正」しなければならない。

このように戦前の株式市場は、株式分割払込制度の存在により、旧株と新株が区別され、投資収益率の算出も、新旧に応じて修正を行う必要があったのである。つまり、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」を行うことで、投資収益率の修正を図らなければならないのである。

4.2.3. 旧株の増資権利落修正と新株の追加払込修正

旧株の「増資権利落修正」では、個々の銘柄の増資権利落効果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。前者は、権利落前の株価を基準として、権利落後の株価を想定し、それによって修正株価を求める方法であるのに対して、後者は、権利落後の株価を基準として、それを権利落前の株価に還元して修正株価を求める方法である。具体的には、新株払込金というキャッシュフローが生じる際に、権利落前を基準にしたダウ式の場合には、新株払込金は権利落前株価で払い込まれたものと仮定するため、権利落前から権利落後までの時価変動の影響を受けるものの、権利落後を基準とした還元式の場合には、権利落後株価で払い込まれたと仮定するため、その時価変動の影響を受けない算出手法である⁷⁸。第 4 章では、横山（1957）の整理に基づき、株価指数算出手法として一般化しているダウ式を主軸としつつ、還元式も補足して確認しておきたい。

第一に、増資が無償増資（1 株につき R 株の割当て）の場合には、権利落前株価 X_0 円、権利落後株価 X_1 円とすれば、「 $X_1 = X_0 / (1 + R)$ 」もしくは、「 $X_0 = (1 + R) X_1$ 」という関係が成立し、

⁷⁷ 志村（1969），270 頁。

⁷⁸ 本来であれば日次データを基にして権利落修正を行うべきであるが、データ制約があるため、本研究では月次データで代替している。日次化は今後の課題である。

キャッシュフローの変化が無い場合、有償増資のようにダウ式と還元式という区分も必要ない。この場合の $1+R$ を除数もしくは倍率と呼ぶ（以下では用語の混乱を避けるため除数で統一する）。権利落前株価を基準に、権利落後修正株価を求めるならば、除数の影響で市場価格水準が低下しているため、 $1+R$ 倍することで修正する必要がある。

第二に、 $1:R$ の有償増資（1株当たり払込金額 A 円）の場合には、払込金額を権利落前基準で払い込まれたものと想定するダウ式と、権利落後に払い込まれたものと想定する還元式に区分して算出すると、除数が異なってくる。ダウ式の場合は、除数が $(1+R)X_0/(X_0+RA)$ となるため、権利落前株価を基準に、権利落後修正株価を求めるならば、 $(1+R)X_0/(X_0+RA)$ 倍することで修正する必要がある。還元式の場合は、除数が $(X_1+R(X_1-A))/X_1$ となるため、権利落後株価を基準に、権利落前修正株価を求めるならば、 $(X_1+R(X_1-A))/X_1$ で除して修正する必要がある⁷⁹。尚、権利落前株価を基準に還元式で権利落後修正株価を求めるならば、 $(X_1+R(X_1-A))/X_1$ 倍することになる。

次に新株の追加払込修正方法であるが、戦後の横山（1954）や大阪証券取引所（1955）の研究では、分割払込制度が消滅していたこともあり記述されていない。そのため、同様のアプローチで除数を求めるならば次のようになると考えられる⁸⁰。

追加払込の場合には、増資権利落修正の算式において、株数が変化しないケースと捉えることが可能である（1株につき0株の割り当て）。割当が無いものの、1株当たりの追加払込金 A が必要になってくるため、ダウ式の場合には、除数を $X_0/(X_0+A)$ に調整することで対応可能である。追加払込前株価を基準に、追加払込後修正株価を求めるならば、 $X_0/(X_0+A)$ 倍する必要がある。一方、還元式の場合には、除数を $(X_1-A)/X_1$ に調整できるため、追加払込後株価を基準に、追加払込前株価を求めるならば、 $(X_1-A)/X_1$ で除することで対応する。尚、追加払込前株価を基準に、追加払込後修正株価を求めるならば、 $(X_1-A)/X_1$ 倍することになる。つまり、新株の追加払込や、会社設立時の分割払込により、資本金は段階的に充当されることになるが⁸¹、投資家の投資収益率をその都度、キャッシュフローの変動に応じて修正するわけである。尚、通常の合併の場合には、合併に伴い総発行株数は変化するものの（資本金増加）、旧株及び新株の株主に新株割当や払込徴収といった直接的影響が無ければ、除数による修正は行わない⁸²。

4.2.4. 旧株・新株に適用される配当修正

「配当修正」の場合には、旧株、新株（払込割合に応じた配当率）ともに修正を行わなければならないが、株主が資金を払い込む権利落および追加払込による修正と異なり、配当金を受け取るため、キャッシュフローがプラスになる。そのため除数の計算においては、前二者と異なり、符合を変え

⁷⁹ 除数算出過程は、横山（1957）を参照。戦前期権利落除数算出の払込価格は、将来にわたる分割払込金額合計が額面金額となるため、分割払込額でなく額面とした。尚、新株を払込割合に応じた部分株、払込価格を分割払込額とする場合には、除数は低く算出される。

⁸⁰ 片岡・丸・寺西（2004）（下）, 77頁では、明治期の分割払込を「株価を払込金に比例させて修正し、期初の払込金に合わせた。たとえば、当初払込金 25 円が期中に 50 円に変更されたとしよう。払込金変更後の株価は $25/50$ の比率で修正される。変更後に 60 円とつけた株価は $60 \times 25/50 = 30$ （円）となる」とし、払込比率に応じた変更後の株価修正を行い投資収益率の算出を試みている。しかし投資家のキャッシュフローが変化するため、増資権利落修正と同じ手法で除数を求める過程を踏むべきであろう。

⁸¹ 新株だけでなく設立時の旧株も同様に修正する必要がある点は、注意が必要。

⁸² 合併に伴い新会社株式が交付される場合には、比率に応じた除数を算出すべき。

て以下のように調整する必要がある。

1 株当たりの配当金を D 円とすると、ダウ式の場合は、除数が $X_0/(X_0-D)$ となるため、配当落前株価を基準に、配当落後修正株価を求めるならば、 $X_0/(X_0-D)$ 倍することで修正する必要がある。還元式の場合は、除数が $(X_1+D)/X_1$ となるため、配当落後株価を基準に、配当落前修正株価を求めるならば、 $(X_1+D)/X_1$ で除して修正する必要がある。尚、配当落前株価を基準に還元式で配当落後修正株価を求めるならば、 $(X_1+D)/X_1$ 倍することになる。以上のように、配当修正では、追加払込修正の A を D に入れ替え、その前の符号をプラス・マイナス逆にしたものとして除数を算出する。

以上のように、戦前期の株式投資成果を明らかにするためには、旧株と新株の区分や、分割払込制度を反映させた上で、本節で解説した三つの修正を行う必要がある。

4.3. 東京株式取引所株による投資収益率の検証

戦前期の市場構造・仕組みが反映された投資収益率を算出した場合に、どのような結果が得られるのかを、戦前の代表銘柄の一つである東京株式取引所株（旧株および新株）について、ダウ式を中心に具体事例として算出してみたい。以下では、算出開始時点の株価を基準（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）を算出した上で、それに「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）を算出する。

4.3.1. 戦前株式市場の代表としての東株

明治期の株式市場の動静は、「明治年間には市場全体を、あるいは重要な構成部分を、一つの指数にまとめ上げて判断の材料にする株価指数又はこれに類似のものはまったく存在しなかった⁸³」ため、圧倒的に売買高が多かった東京株式取引所株の動きをもって判断、評価されてきた。その後の大正期以降も含め、「株式流通市場が狭隘で、過度に投機的であり、財閥系優良株式が上場されていなかったという特殊な事情の下ではあるが、『東株』取引量は長期清算取引の一割前後、より投機的な短期清算取引では過半を占めたのである⁸⁴」ということからも、東株・新東株は市場指標としての独自の地位を保ってきたと言える。

本研究では、長期にわたり株価推移が記録されている史料として、ブルース条例問題以前の1878年9月から1891年4月までの期間については、廣瀬（1921）による定期取引データを採用することにする。東株は、1878年7月15日に上場されたが、定期取引で売買が成立した「初手合」は9月16日であったとされている。しばしば売買が成立しなかった「売買取引出来不申」月や「出来値一回限り」月があると共に、史料によって数値の誤差が散見されるなどの問題がある点を考慮しておく必要がある。また、ブルース条例問題以降の1893年1月から1930年8月までの期間については大蔵省の「金融事項参考書」を、その後1930年9月から1943年4月までは、東京株式取引所が発行していた「統計月報」による株価データ（実物取引の月中平均）を採用した。

⁸³ 小林（2010b），14頁。

⁸⁴ 小林（2000），41頁。

新東株については、実物取引での不出来月が多いため、東京株式取引所において短期清算取引が始まった1924年6月以降の期間を対象として、短期清算取引市場での株価に基づく投資成果を算出することにした。1924年6月から1930年8月までの期間については、東京株式取引所史第三巻記載のデータを採用し、30年9月から43年4月までについては、東京株式取引所「統計月報」記載のデータを採用している。

4.3.2. 東京株式取引所の増資と新東株

東京株式取引所は、1878年の創業以来、表11にあるように9回にわたって増資を行っている。全期間を通して東株（旧株）は存在しているが、新東株（新株）は、増資が実施されて分割払込が満了するまでの5期間に限り存在している。第1回増資、第2回増資の際には、未払込済株式すなわち新株は生じなかったことから、東京株式取引所株で新株が誕生したのは、1897年（明治30年）の第3回増資のときからである。この新株は、額面50円に対する新株払込額は25円であったが（同年9月30日払込）、4カ月弱で追加徴収25円が実施され（1898年1月11日払込）、旧株に統合されたため短命の新株であった。

その後、増資により新株が誕生するまでに8年強の歳月を要し、第4回増資の際に、新株払込額25円の新株が生まれた（1906年7月31日払込）。その後は、新株が額面全額徴収されて旧株に統合されると、間をおかずに新たに増資が実施されて新株が再生されたため、第5回増資、第6回増資、第7回増資の際の新株不存在期間は短期間であり、実質的な新東株の存在期間は、1906年7月の第4回増資以降、1943年4月の上場廃止までの37年間弱ということになる。尚、第8回増資、第9回増資は合併に基づく増資であり、第7回増資の際の新株が、未払込済株式として継続している。

4.3.3. 東株の価格指数・修正株価指数・配当込修正株価指数

東株の株価は、全期間を通した一貫通貫のデータを得ることは難しい。戦前期の株価データが、取引種類（実物取引・清算取引など⁸⁵）、取引形態（取引所取引・取引所外取引など）に応じて複数存在するため取捨選択を余儀なくされるだけでなく、流動性の低下や外生的要因（制度変更・震災等）により、出来値が存在しないケースがあるためである。

東株の価格指数（PI）の算出では、「出来不申」の月および1923年9月（関東大震災）に関しては、その前後の株価から変化率補完し、ブルス条例による不出来期間については、その前後の株価から変化率補完している。また、1894年9月、1896年1月の実物取引価格は、大蔵省の「金融事項参考書」では記載されていないため、同資料の定期取引（当限）の月中平均価格変化率から推計した。尚、東京株式取引所の統計月報では、1942年9月の東株・実物取引の表記が存在していないため、長期清算取引での先限価格から推計している⁸⁶。東株の修正

⁸⁵ 戦前の東京株式取引所の実物取引については、現場取引（1878年6月から1893年8月まで）、直取引（1893年9月から1918年8月まで）、現場取引（1918年9月から1922年8月まで）、実物取引（1922年9月以降）と呼称が変化した。清算取引（先物取引に相当）は、1878年6月から1922年5月までは定期取引と呼ばれていた。

⁸⁶ 1942年8月の月中平均価格136.25円（統計月報第144号・長期清算取引先限価格）、同年9月の132.94円（同145号・長期清算取引先限価格）から、月次変化率-2.43%を求め、同年8月133.82円（実物）を基準に9月130.57円とした。

株価指数（API）の算出については、増資による割り当てや株数の推移を、既存株主への割当株数、取引員や役員功労者などの第三者への株数、公募に回された株数に区分して、表 12 に記載している。また、表 13 では、ダウ式と還元式による除数、累積除数、権利落後修正株価、該当月の月次収益率を算出し、API を算出した。

PI の各年 12 月値は表 14 に記載したが他の月も含めると、PI は 1878 年 9 月を 100.00 とし、日清戦争終了後の 1896 年 6 月に 602.68 の最高値を記録し、その後は、日露戦争終了後の 1907 年 1 月に 448.71、第一次世界大戦終結後の 1920 年 1 月に 351.43 というピークを付けているが、それ以降、低下し金融統制期に至っている。API は各月に対応する PI に累積除数を乗じることで求めることができ、表 14 には 1878 年 9 月を 100.00 とし、ダウ式、還元式（参考）による API を年次で記載している。1943 年 4 月の PI が 65.79 であるのに対して、API は 7,417.34（ダウ式）、8,921.62（還元式）であることから、格段の相違があり、価格の推移だけからは魅力が薄かった東株も、権利落修正をすれば 64 年超で 70 倍を遙かに超える水準まで価値が上昇していたことが確認できる（図 10）。年率換算の幾何平均収益率（複利）は、6.90%（ダウ式）、7.20%（還元式）であり、これは同期間の平均的な短期金利を上回り、ハイリスクに見合うハイリターンを得ていたことを意味する。尚、ダウ式よりも還元式の振れ幅が大きくなることも、横山（1957）が指摘している通りである⁸⁷。

次に、1943 年 4 月の TRI は、535,692.11（ダウ式）、516,393.46（還元式）であり、年率換算の幾何平均収益率（複利）は、14.22%（ダウ式）、14.15%（還元式）となっている（図 11）。TRI は、API に配当（累積）除数を乗じて算出されるが、権利落とは異なり配当の場合には、還元式よりもダウ式の振れ幅が大きくなることから、配当（累積）除数はダウ式（72.22）の方が還元式（57.88）より大きい点も、横山（1957）での指摘通りとなっている。

東京株式取引所の決算月は、設立当初 1878（明治 11）年が 12 月、その後、1904（明治 37）年上期までが 6 月・12 月決算であったが、同年下期以降は 5 月・11 月決算に変更されており、配当権利落月も、それに応じて設定する必要がある。開所以来の配当回数 130 回の配当率平均は、21.0%と高率であり、最高は第 2 回増資の直前の 100%・一株当たり配当金 50 円（1896 年 6 月）、最低は、配当規制が強化された金融統制期の 5.2%・同 2.60 円（1939 年 5 月）であった。当然ながら配当率は、額面 50 円に対するものであることから、額面を上回り推移していた東株の配当利回りは、ブルース条例による不出来期間を除くと 6.3%強であり、これが複利効果を伴い TRI と ARI の格差の源泉となっている。

リスク水準は、PI 36.55%、API（ダウ式）34.27%、API（還元式）34.65%、TRI（ダウ式）34.88%、TRI（還元式）35.09%であり、35%を挟んだ水準と捉えてよいだろう。投資収益率が 14%とすると、リスク水準の約 4 割という関係になる。年間リスクについては、上場初期を除くと、1906 年、1907 年、1920 年の水準が高くなっており、株価が急上昇して急落に転じる時期にリスクが上昇しているが、バブル及びそのバーストと変動率の上昇がリンクしていることから首肯できる推移となっている。

4.3.4. 新東株の価格指数・修正株価指数・配当込修正株価指数

次に新東株の価格指数（PI）算出では、1943 年 4 月には短期清算取引の出合いが無いこ

⁸⁷ 横山（1957）, 両方式の権利落修正の大小関係は 182 頁、配当落修正は 192 頁を参照。

とから、実物取引価格から推計している⁸⁸。期間は前記したように短期清算取引が始まった 1924 年 6 月を 100.00 として、1943 年 4 月 (94.47) までを対象にしたが、この間の推移は表 15 に記載しており、全期間の収益率は -0.30% (年率換算) という結果に終わっている。表 15 記載以外の他の月も含めると 1933 年 6 月の 231.29 が最高値を記録しているが、その後、戦時体制に突入していく中で、新東株の株価水準は東株同様に停滞することになる。

次に、API は、新株であるため権利落修正ではなく追加払込修正を施す必要がある。対象期間中では 1926 年 4 月と 1932 年 3 月に修正することになるが、払込 (累積) 除数が 1.000 以下となるため、PI に除数を乗じた API (ダウ式) は 1943 年 4 月に 81.10 となり、PI よりも低下し、全期間の収益率は -1.11% になっている。TRI (ダウ式) については、114.59 まで上昇し、収益率は +0.73% となるが、API と TRI の格差が非常に小さくなっている。1939 年 4 月施行の「会社利益配当及資金融通令」により配当が抑制されただけでなく、新株は払込比率に応じて配当も按分されるため、同期間の新東株の配当利回り (1.9% 弱) が東株 (3.0% 強) よりも低かったことが要因と考えられる。

新東株の指数を作成した 1924 年 6 月から 1943 年 4 月までの期間で、旧株である東株の PI は -0.95%、API は -0.95% (除数変化なし)、TRI は +2.10% であるため、株価そのものの水準は新東株が優れるが、API および TRI では東株に軍配が上がる。同じ企業の株式であっても旧株と新株の投資成果に相違が生じていたことや、東京株式取引所株は、明治および大正時代に比べると、昭和期の投資収益率は劣後したことが改めて再認識されよう。

4.4. 小括

第 4 章では、戦前期株式市場の特殊性を反映した上での投資収益率算出手法を検討し、旧株については「権利落修正」・「配当修正」を、新株については「追加払込修正」・「配当修正」をすることで、投資収益率を求める手法を明らかにした。その上で、戦前の株式市場を代表する銘柄であった東京株式取引所株 (東株・新東株) について、1878 年から 1943 年に至るまでの投資収益率 (API、TRI) を算出すると、価格指数の年率換算変化率 (PI) よりも高く、リスク相応の高い投資成果であったと再評価できることが確認された。

1920 年 9 月の新株権利落を伴う第 7 回の増資以降は、権利落修正がなかったことも手伝い、API が PI に対して上方修正されずに、東株のリターンは悪化していく。さらに、戦時期の東株や新東株の投資収益率は、日本証券取引所に改組することで東京株式取引所の株式上場が廃止されるという要因もあり、さらに悪化したものの、軍需・生産拡充産業などの株式においては、金融統制期にあっても企業業績が伸長し、良好なパフォーマンスになった可能性があると言えよう。特に戦時期にかけて、取引所売買高の活況度合いに応じて業績が左右される東株や新東株のみを基準に戦前の株式市場を認識するのではなく、幅広く多くの企業のパフォーマンスを確認する必要があるのは言うまでもない。

そこで、第 4 章で示したアプローチをより多数の銘柄で採用し、旧株と新株の峻別、権利落修正、追加払込修正といった戦前期の株式制度の特性を勘案した上で、配当修正することで株式保有

⁸⁸ 1943 年 3 月の月中平均価格 79.37 円 (統計月報第 151 号・実物取引価格)、同年 4 月の 77.57 円 (同 152 号・同価格) から、月次変化率 -2.27% を求め、同年 3 月 85.03 円 (短期取引価格) を基準に 4 月 83.10 円とした。

のパフォーマンスを算出し、より広範な株式市場の分析を行っていくべきであろう。特に、関東大震災から昭和金融恐慌を経て、戦時金融統制期に至るまでの期間についての株式市場の分析をする際には、構造不況産業化する取引所株（個別銘柄）を指標とするのではなく、より産業構造の変化を反映する時価総額加重平均型の株価指数を構築する必要があるわけである。経済構造の転換に応じて、株式市場をめぐる規制や政策の方向性も転じたことや、市場参加者の行動も影響を受けたことから、投資成果を示す株式のパフォーマンス計測も工夫が必要になってくる。

第 5 章では、より広範な銘柄を投資対象とする株価指数を構築する第一歩として、東京株式取引所の短期清算取引市場の上場銘柄を対象を絞った株価指数の算出を試みることにする。もちろん、株価指数については、短期清算取引市場に加え、長期清算取引市場を対象とした指数、そして全銘柄を対象にした実物取引市場についての株価指数構築へと発展的にユニバースを広げていくことが望ましいのは言うまでもない。また、取引所価格のみに絞るのではなく店頭取引価格を視野に入れ、さらに月次ではなく日次での指数構築など研究の沃野はひろがっている点は付記しておきたい。

5. 昭和初期株式パフォーマンスインデックス(EQPI)⁸⁹

第4章で確認したように、戦前・戦時期の株価は、株式分割払込制度、有償増資による既存株主の権利落、旧株と新株の併存など、現代とは異なる市場構造や仕組みを前提として決定されたものであった。そのため、現代の株式市場で計測されるパフォーマンスとは、単純に比較することは難しいと言えよう。旧株と新株のパフォーマンスを時系列で比較する際に、単純に比較することができない点や、有償増資の際の権利落修正を反映しなければ正確なパフォーマンスが計測されない点などを、その理由として挙げることができる。

第4章では、売買高が圧倒的に多かったため、明治期から戦前・戦時期にかけての株式市場の代表銘柄として扱われてきた東京株式取引所株（東株・新東株）のパフォーマンスについて、権利落修正、追加払込修正、配当権利落修正を行い、現代株式市場との比較可能性を高める分析を試みたのである。しかし、東株や新東株は、株式市場の活況度合いを示す指標とはなり得ても、戦時期にかけて急拡大した重化学工業の業績などを反映することは難しく、わが国の主要企業の株価を示すものとして適していると言い難い。東株や新東株の株価は、一般産業に属する企業の株価とは異なる動きを示していたため、株式を保有する市場参加者の投資成果を示す指標として適切とは言えなかったのである。

第5章では、この問題を克服するために1924年6月以降44年11月までの短期清算取引市場の上場銘柄を対象とした時価総額加重平均型の市場インデックスを算出し、重工業化が進む戦時期にも、重化学工業に類する企業の株式パフォーマンスを反映できる指標算出を試みた。これは、戦前・戦時期を通しての株式パフォーマンスとして適応可能な指標を算出することで、当時の株式市場のリターン及びリスクの検証をより正確にできることを意図したものである。

その結果、戦時期の株式市場では、キャピタルリターン（株価変化に基づく収益率）は堅調に推移したとは言えないが配当込み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になった。これは、一般的に戦時期の株式市場は停滞していたと受け止められているが、必ずしもパフォーマンスという側面からは当てはまるものではなく、戦時期においてもファイナンス理論におけるハイリスク・ハイリターンの関係が成立していたことを裏付けるものである。また、株式市場のリスク水準を算出すると、リスク水準がほぼゼロに近接した国債とは異なり、低位とはいえある程度の水準を維持していたことも明らかになった。株式市場においては価格統制の影響から株価変動は抑制されたものの、ある程度の株価変動が維持されていたのである。このことから、金融統制における価格統制は、株式市場よりも、国債市場において、より強化されたと言えそうだ。

国債及び株式を保有する市場参加者構成からも、統制強化を推進する際に、国債市場に主軸が置かれた点は首肯できよう。国債市場は、政府や市中金融機関がその大部分を保有していたのに対して、株式市場は個人や法人企業による保有が多く、金融統制を進める上でのハンドリングが国債市場において効果的に発揮された可能性がある。この両市場に対する金融統制の対照性を明らかにするためにも、第5章では、戦時期の株式市場の投資成果を反映する株式パフォーマンスインデックスの算出を試みることにする。

5.1. 短期清算取引市場上場銘柄の投資成果算出について

東京株式取引所の短期清算取引は、1943年6月に東京株式取引所が日本証券取引所に

⁸⁹ 第5章は、平山（2017b）を基に、加筆修正した。

改組後しばらくの期間は継続されていたが、同年 8 月に短期清算取引が終了し、実物取引に一本化された。第 5 章では、43 年 8 月現在の同市場上場銘柄の株価を、実物取引株価で代替して、統計月報で確認することが可能な 44 年 11 月までの収益率を算出している。

投資成果（収益率）の算出にあたっては、第 4 章でも指摘したように、戦前期の増資が有償による株主割当増資中心であり、既存株主にとっては、増資による権利落が収益率を左右したことに注意しなければならない。投資成果を正確に算出する過程では、権利落修正をする必要があるからである。また、戦前期の増資は、株主が額面満額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分割払込制度が採用されていたため、未払込済株式の株主は、企業の徴収決定に応じた追加払込負担が発生していた。未払込済株式の株主にとっては、追加払込が収益率を左右するため、収益率算出では追加払込修正をする必要がある。さらに、株式を中長期的に保有する株主にとって、株式投資成果は、株価の変化によるキャピタルゲインだけでなく、配当収入もインカムゲインとして追加する修正、即ち「配当修正」をする必要がある。つまり戦前期の株式投資成果を算出するためには、単なる株価データから求めた価格差に、「権利落修正」、「追加払込修正」、そして「配当修正」という三つの修正を加えなければならないのである。

具体的な「権利落修正」および「配当修正」の算出方法は、横山（1957）に詳しいが、「追加払込修正」も含めた算出手法は、第 4 章で検討した手法に則っている。収益率の算出手法を整理した上で、1878 年から 1943 年に至る東京株式取引所株（東株および新東株）を事例対象として、投資成果を算出したが、第 5 章では、表 16 に示したように対象範囲を拡張し、短期清算取引市場に上場された総計 38 銘柄を対象に、1924 年 6 月から 44 年 11 月までの 20 年超の期間にわたる投資成果を算出した。

尚、以下では、企業名の後に「株」と表記されている銘柄は、一部を除くと額面満額払込済である旧株（親株）、「新株」・「第二新株」と表記されている銘柄は、未払込済である新株（子株）を示すことにする。

5.1.1.1. 増資権利落修正—新株落と権利落

東株・新東株だけでなく、他の銘柄にパフォーマンス算出の対象を広げる際に、その前提として確認しなければいけない点がある。まずは、EQPI 算出の前提を確認しておきたい。

戦前期の増資権利落は、既存株主に対して自社の新株を割当てる増資と、保有している他社株を割当てる増資の二種類があった。東京株式取引所及び日本証券取引所の統計月報では、前者を「新株落」、後者を「権利落」と称して区分して表記しているが、収益率算出手法が異なることから注意が必要である。前者は有償増資に伴う収益率調整を行うことで対応可能だが、後者は他社株の割り当てであることから、個別対応が必要になってくるためである。この点に関する先行研究はほとんど存在しないが、戦前期の株価指数算出では、戦後のように全体修正方式ではなく、個別銘柄修正方式を取らざるを得ない主たる理由の一つでもある⁹⁰。

まず新株権利落（新株落）については、1924 年 6 月から 44 年 11 月までの期間で、17 銘

⁹⁰ 広田（1992）によれば、個別銘柄修正方式は、権利落修正等を銘柄毎に投資収益率を算出して加重平均し、時系列上に累積する方式であり、全体修正方式は個別銘柄の権利落修正を指数構成全銘柄で吸収する方式である。前者は修正メカニズムが分かりやすいものの、操作性に優れないため現代の株価指数では後者が採用されている。しかし、戦前期の増資権利落は、他社株割当増資といった特殊な調整が必要となるため、前者を採用している。

柄が増資権利落修正対象となるが、旧株のうち大連株式商品取引所株⁹¹、東京電燈株⁹²、日魯漁業株⁹³、明治製糖株、王子製紙株⁹⁴、日清紡績株、三菱鑛業株、日本郵船株、小倉製鋼株⁹⁵の9銘柄は、増資権利落が無かったため、増資権利落修正対象とはならない。

新株権利落修正を要したのは表17に記載したように、満洲重工業開発株2回、日本石油株⁹⁶1回、鹽水港精糖株⁹⁷1回、額面満額払込済後の大日本製糖新株1回、額面満額払込済後の南満洲鐵道新株1回、鐘淵紡績株1回、日本鋼管株⁹⁸1回、日本電力株⁹⁹2回、北海道炭礦汽船株¹⁰⁰1回、大日本人造肥料株¹⁰¹1回、三菱重工業株¹⁰²3回、昭和肥料株¹⁰³1回、日本鑛業株¹⁰⁴2回、日立製作所株¹⁰⁵4回、日本電気工業株¹⁰⁶1回、日本曹達株¹⁰⁷2回、ラサ工業株¹⁰⁸1回の17銘柄計26回である。

⁹¹ 分割払込制度に則った設立時株式であるため、50円満額払込済株ではないが旧株に相当。12.50円払込済株200,000株のままで推移し、業績悪化につき1930年に減資。

⁹² 1928年4月1日に東京電力を合併（50円払込済株1,228,500株を交付）、1931年4月1日に東京發電を合併（50円払込済株448,260株を交付）。

⁹³ 1932年9月19日に北洋合同漁業を合併（50円払込済株96,000株、50円払込済優先株180,000株を交付）。

⁹⁴ 1933年5月31日に富士製紙、樺太工業を合併（50円払込済株847,999株、27.50円払込済株297,000株、25円払込済株536,428株を交付）。

⁹⁵ 1944年2月11日に浅野重工業と合併し、浅野重工業に改称（50円払込済株76,000株発行）。

⁹⁶ 1941年6月1日に小倉石油を合併（50円払込済株式400,000株、12.50円払込済株150,000株及び現金を交付）、1942年6月1日に愛國石油を合併（50円払込済株式80,000株、12.50円払込済株80,000株及び現金を交付）。

⁹⁷ 1927年2月に林本源製糖を買収、同年6月に恒春製糖買収、同年6月に25日に東京精糖合併（50円払込済株20,000株を交付）。1927年の追加払込で満額払込済株式になり、新株でありながら1927年5月15日現在の株主に対し1:1の割当比率にて増資、同年4月1日12.50円徴収。その他に50円払込済株として、東京精糖合併に際し交付した20,000株、およびその他引受株として20,000株が発行される（50円払込済株の合計540,000株）。

⁹⁸ 1935年8月1日に昭和鋼管、川崎コークスを合併（12.50円払込済株530,000株、50円払込済株106,000株を交付）。1937年12月1日に第三鋼管を合併（12.50円払込済株894,000株を交付）。1940年9月12日に鶴見製鐵造船を合併（37.50円払込済株442,000株、50円払込済株425,000株を交付）。1944年3月31日に川崎窯業を合併（50円払込済株140,000株を交付）。

⁹⁹ 1938年4月1日に山陽水力電気、因幡水力電気を合併（50円払込済株136,000株、37.50円払込済株計48,000株、25円払込済株計40,000株を交付）。

¹⁰⁰ 1941年12月1日に昭和鑛業を合併（50円払込済株105,000株を交付）。1941年12月27日に資本金250,000円を減資（50円払込済株5,000株）。

¹⁰¹ 1937年4月、日本化学工業に合併。

¹⁰² 1944年12月20日に日立造船彦島造船所を統合（50円払込済株50,000株を交付）。

¹⁰³ 1939年6月1日に昭和肥料と合併し昭和電工に改称。

¹⁰⁴ 1937年11月1日に臺灣鑛業を合併（50円払込済株2,000株を交付）。1943年3月1日に日産化学工業を合併（50円払込済株2,232,000株を交付）。

¹⁰⁵ 1937年5月1日に國産工業を合併（12.50円払込済株279,000株、50円払込済株279,000株及び現金を交付）。1939年5月30日に東京瓦斯電気工業を合併（25円払込済株71,190株、50円払込済株18,810株及び現金を交付）。1943年9月1日に理研真空工業を合併（50円払込済株14,000株及び現金を交付）。1944年12月20日に日立造船彦島造船所を統合（50円払込済株50,000株を交付）。1944年4月10日に日昭電線伸鋼、戸畑鑄物を合併（合併に伴い日立製作所資本金を350,000,000円に減少、50円払込済株7,000,000株）。

¹⁰⁶ 1939年6月1日に昭和肥料と合併し昭和電工に改称。

¹⁰⁷ 1937年5月7日に日本人絹紡を合併（12.50円払込済株76,800株及び現金を交付）、38年12月31日に日曹製鋼を合併（25円払込済株290,000株、50円払込済株190,000株を交付）。

¹⁰⁸ 1941年9月1日に鯛生産業に合併される（ラサ工業の株主に、鯛生産業の50円払込済株700,000

次に他社株の割当権利落修正（権利落）は、表 18 に記したように、満洲重工業開発株¹⁰⁹3 回、大日本製糖新株 1 回、帝國人造絹絲新株 1 回、日本鋼管株 2 回の 4 銘柄で 7 回発生している。現在の株式市場とは異なり、他社株の有償割当増資を既存株主に実施していたため、戦前期の株式投資成果を算出する際には、個別企業の資本移動を精査することが不可欠である。この 7 回にわたる権利落修正は、詳細な検証が必要であることから、以下では詳しく記しておきたい。

第一に、満洲重工業開発株は、一回目の他社株式割当として、1936 年 11 月 30 日現在の旧株株主に対し 10 : 4 の割当比率（新株株主に対し 10 : 1 の割当比率）にて、日本水産新株（12.50 円払込済株）を一株につき 12.50 円払込にて割り当てた（37 年 1 月 30 日払込）。統計月報で確認すると、日本水産新株は、37 年 5 月に東京株式取引所に建株（上場）されている。時間差はあるが、その株価（実物取引・月中平均）40.93 円にて、日本水産新株を 12 月段階で売却できたとみなして、その売買損益（払込単価と時価の差）を権利落修正分として算出した。同年 11 月の日本産業（満洲重工業開発への名称変更前）の株価が 83.97 円であることから、修正分は、 $(40.93-12.50) \times 0.40 / 83.97 \div 13.54\%$ となる。二回目の他社株式割当は、1938 年 4 月 1 日現在の乙種株主（一般株主）に対し 100 : 30 の割当比率にて、日産化学工業新株（12.50 円払込済株）を一株につき 16 円払込にて実施された。割当を受けた乙種株主は、同年 4 月の株価（実物取引・月中平均）24.29 円にて、速やかに日産化学工業新株を売却したとすれば、同年 3 月の乙種株価が 87.58 円であることから、 $(24.29-16) \times 0.3 / 87.58 \div 2.84\%$ が修正分として算出される。そして三回目の他社株式割当は、1938 年 11 月 25 日現在の乙種株主に対し 10 : 2.3 の割当比率にて、日本鑛業新株（12.50 円払込済株）を一株につき 25 円払込にて実施された。割当を受けた乙種株主は、日本鑛業新株が翌年 1939 年 2 月に東京株式取引所に建株（上場）されていることから、その株価（実物取引・月中平均）31.02 円にて 11 月に売却したとみなし、売買差損益を権利落修正分として算出した。同年 11 月の乙種株価が 71.27 円であることから、 $(31.02-25) \times 0.23 / 71.27 \div 1.94\%$ が修正分として算出している。

第二に、大日本製糖新株は、「東京株式取引所史第三巻」には、1937 年 6 月 30 日後場以降権利落の記載があるが、株式会社年鑑等で資本移動を確認することはできない。しかし、1937 年 6 月 19 日に開催された定時株主総会の席上で、同年 8 月に創立された日東化学工業について、「藤山社長ノ演説（第八十三回定時株主總會席上）」として、「大日本製糖會社トシテハ四拾萬株ノ内參分ノ壹拾參萬株ヲ引受ケマシテ、此仕事ニ對スル責任ヲ明ニシテ參リタイト考ヘテ居リマス、日糖ノ株主ノ方々ニハ、優先的に僅デハアリマスガ割當ヲシテ行キタイト斯ウ云フ風ニ思ツテ居リマス（第八十三回報告書）」と表明していることから、事実確認することが可能である。営業報告書から得られる株式権利落に関連する記載は、この他には見出し得ないが、中外商業新報（1937 年 7 月 12 日号・神戸大学経済経営研究所新聞記事文庫）では「日東化学

株、25 円払込済株 350,000 株が交付される）。

¹⁰⁹ 1928 年 12 月 29 日に、久原鑛業から日本産業に社名変更、1937 年 12 月 27 日に満洲重工業開發に商号を改める。1934 年 7 月 1 日に大阪鐵工所、共同漁業、東洋捕鯨、大日本製氷を合併（50 円払込済株 488,300 株を交付）。1937 年 5 月 1 日に大日本人造肥料を合併（50 円払込済株式 529,250 株、12.50 円払込済株 204,400 株及び現金を交付）後、大日本人造肥料が保有する日本産業株 147,550 株、同新株 86,100 株を消却。

の第一回払込は四分の一で株主割当は大日本製糖三分の一大日本製糖株主中の希望者三分の一（新旧十株に付一株）公募四万株、大日本製糖関係者及発起人に残余全部となっている（月曜特輯会社批判）と記述されていることから、10：1の割当比率で12.50円払込にて日東化学工業株が割り当てられたことが確認できる。権利落前価格（6月30日前場までの月中高値97.00円、月中安値93.00円、月中平均94.78円）と権利落後価格（6月30日後場の高値96.20円、月中安値95.60円、月中平均95.75円）の格差は僅少だが、10：1の割当比率にて、日東化学工業株（12.50円払込済株）を一株につき12.50円にて割り当てたと見なせるわけである。割当を受けた株主は、期間は若干ずれ込むが、日東化学工業株が同年1937年10月に東京株式取引所に建株（上場）されていることから、その段階での株価（実物取引・月中平均）13.59円にて、日東化学工業株を割当直後の7月段階で売却できたとみなして、権利落修正分を算出した。同年6月の株価が94.78円であることから、 $(13.59-12.50) \times 0.1 / 94.78 \div 0.12\%$ が修正分として算出される。

第三に、帝國人造絹絲新株は、1935年3月1日現在の旧株株主（新株株主）に対し5：1（10：1）の割当比率で、第二帝國人絹新株（12.50円払込済株）を一株につき12.50円払込にて割当てている。同年4月に上場された実物取引で第二帝國人絹株の月中平均価格28.38円（東京株式取引所統計月報第56巻）で売却した場合の損益を勘案して権利落修正している。同年3月の株価が81.60円であることから、 $(28.38-12.50) \times 0.1 / 81.60 \div 1.95\%$ が修正分となる。

第四に、日本鋼管株は、1935年2月1日現在の株主に対し1：1の割当比率にて、川崎コークス製造株式会社株式を、その創立にあたり一回目の他社株割当として実施されている¹¹⁰（12.50円払込済株）。8月1日には川崎コークス製造を日本鋼管が合併したため（日本鋼管12.50円払込済株を1：1で交付）、実質的には増資に伴う権利落ちに相当していると考えた。二回目の他社株式割当は、1937年5月31日現在の株主に対し1：1の割当比率にて、第三鋼管株式会社株式を、その創立にあたり割当実施された（12.50円払込済株）。12月1日には第三鋼管を日本鋼管が合併したため（日本鋼管12.50円払込済株を1：1で交付）、実質的には増資に伴う権利落と見なせる。日本鋼管の事例は、子会社株式を既存株主に割り当てた上で、その子会社を親会社によって合併させるという複雑な資本取引を2度にわたり実施するものであり、実質的には自社株の割り当てである新株権利落修正と同様の処理を行うことで対応が可能である。

以上のように、他社株割当に伴う収益率の算出は、他社株の価値評価に依存しているため、新株権利落修正と比較すれば、権利落修正の正確性が劣後すると言えよう。本来は、権利落時点での他社株価情報を入手することが望ましいが、日本鋼管を除く上記の事例では、時間的ラグを伴って他社株が上場されており、かつその株価をもって評価していることから、権利落から上場までの評価値変化を織り込めていないという短所がある点は注意が必要である。

5.1.2. 追加払込修正および配当（権利落）修正

¹¹⁰ 「當會社ハ昭和九年十一月十二日附ヲ以テ川崎コークス製造株式會社創立ニ關シ當會社ノ昭和十年二月一日現在株主ニ對シ株式ニ區別ナク其持株壹株ニ付新會社株式壹株ヲ割當ツル旨ノ通知ヲ發セリ」（日本鋼管、第四拾五期報告書）

1924年6月から44年11月までの期間で、新株の追加払込が実施された10銘柄は追加払込修正対象であるが、新株のうち富士製紙新株¹¹¹、大日本麥酒新株¹¹²、大阪証券取引所新株、日本水産新株¹¹³の4銘柄は追加払込が無かったため修正の必要はなかった。追加払込修正を要したのは、表19に記載したように、東京株式取引所新株¹¹⁴2回、鐘淵紡績新株¹¹⁵4回、浅野セメント新株¹¹⁶2回、大日本製糖新株¹¹⁷3回、日本郵船新株¹¹⁸2回、南満洲鐵道新株¹¹⁹2回、帝國人造絹絲新株¹²⁰2回、南満洲鐵道第二新株¹²¹4回、東洋レーヨン新株¹²²2回、日本鑛業新株¹²³2回の10銘柄計25回である。払込日は、証券引受会社協会編「株式会社年鑑（昭和16年～19年版）」における「資本移動」に記載される払込徴収日としたが、東洋レーヨンについては、同資料に資本移動が記載されていないことから、「営業報告書」に記載される徴収日を採用した。

次に配当（権利落）修正は、表16に記したように、戦前期の短期清算取引上場銘柄の決算月は様でなく、かつ改訂されることから、銘柄毎に配当修正する該当月を対応させる必要がある。また、満額払込済株の配当金は、額面に配当比率を乗じて算出するが、未払込済株の場合には、払込比率に応じて配当金を按分計算して求めなければならない点は、第4章で確認した通りである。そのため、追加払込などにより払込比率が変化するのに応じて、新株を中心に一株当たり配当金を変更した上で、配当修正を行う処理を施さなければならない。

¹¹¹ 1933年5月20日に王子製紙と合併。

¹¹² 1933年11月17日に日本麥酒鑛泉を合併（50円払込済株140,000株、20円払込済株140,000株を交付）、1943年11月1日に櫻麥酒を合併（50円払込済株75,000株を交付）。

¹¹³ 1938年8月1日に新興水産を合併（25円払込済株30,000株を交付）。

¹¹⁴ 1934年3月1日に東株證券金融株式会社を合併（37.50円払込済株6,000,000株を発行交付）。

¹¹⁵ 1943年の合併に先立ち、1941年には5社の合併を実施している。7月15日には東洋紡織工業（50円払込済株114,152株を交付）、9月1日には毛織工業（50円払込済株85,848株を交付）、10月1日には日本人造羊毛（50円払込済株44,000株を交付）、12月1日には高槻絹絲（資本金変化なし）、12月15日には壽纖維工業（50円払込済株80,000株、交付金63,000円を交付）。

¹¹⁶ 1927年2月5日に超高級セメントを合併（12.50円払込済株1,000,000株を交付）。

¹¹⁷ 1935年4月25日に新高製糖を合併（50円払込済株211,068株を交付）、1939年12月5日に昭和製糖を合併（50円払込済株166,000株、25円払込済株83,000株を交付）、1941年2月10日に帝國製糖（50円払込済株166,000株、25円払込済株83,000株を交付）、1942年12月11日に中央製糖を合併（50円払込済株8,800株を交付）。

¹¹⁸ 1939年8月16日に近海郵船を合併（日本郵船による既保有分199,000株については株式を割り当てず、さらに近海郵船重役保有の残余1,000株については権利放棄）するも、資本金の変動はなし。

¹¹⁹ 1929年6月18日後場以降売買中止、券面分割により払込金額25円となり同年9月16日以降売買再開。旧株1株（100円払込済株、800,000株）は旧株2株（50円払込済株、1,600,000株）に、新株（75円払込済株、800,000株）は旧株1株（50円払込済株、800,000株）と新株（25円払込済株、800,000株）に、新株（50円払込済株、600,000株）は新株（25円払込済株、1,200,000株）に分割。尚、1933年5月1日に追加払込12.50円が徴収され（50円全額払込済）、34年5月31日前場までは50円額面満額払込済株として上場され、後場以降旧株に合併。したがって、1933年10月2日に10円徴収されて発行された第二新株の権利落修正の対象とはならない。

¹²⁰ 1941年4月16日に大日本紡績、南大垣工場の現物出資に対して50円払込済株50,000株を交付。1942年3月1日に第二帝國人絹を合併（37.5円払込済株108,000株を交付）。

¹²¹ 1937年10月1日に追加払込10円が徴収され50円全額払込済となったが、38年5月までは50円額面満額払込済株として上場された。

¹²² 1941年7月1日に東洋絹織、庄内川レーヨン、庄内川染工所を合併（37.50円払込済株計107,500株を交付）。

¹²³ 1937年11月1日に臺灣鑛業を合併（50円払込済株2,000株を交付）。

5.1.3. 合併に伴い修正を要するケース

当該期間では、合併により対象銘柄が新会社の株式を交付される場合(鐘淵紡績新株・鐘淵紡績株および大日本製糖新株)のみ、継続処理を実施した。通常の合併の場合には、合併に伴い総発行株数は変化するものの(資本金増加)、合併による経済効果は株価に反映され、かつ旧株及び新株の株主に新株割当や払込徴収といった直接的影響がある場合を除いては、修正は行わなかったわけである。鐘淵紡績新株・鐘淵紡績株および大日本製糖新株については、EQPI算出の際に、以下のような処理を実施している。

第一に、鐘淵紡績新株は、1937年9月1日に追加払込12.50円が徴収され50円全額払込済となり、同年12月をもって上場が廃止された。その後、再び増資され、新株(50円額面12.50円払込済株)が1939年1月から再上場されたが、1943年1月25日には、関連会社である鐘淵実業との合併に際し(新会社は鐘淵工業)、株式割当・引受が実施された。そのため、株式の実物取引が停止されたことで43年12月から44年6月までの株価データは記載されていないものの、株主の収益率は継続して計測した。鄭(1997)によれば、鐘淵紡績新株(50円額面12.50円払込済株)の株主は、一株当たり、鐘淵工業株(50円額面全額払込済株)0.32株及び、鐘淵工業新株(50円額面25円払込済株)1株が割り当てられたとされている。この割当比率を採用するならば、43年11月に鐘淵紡績新株1株を保有していた株主(62.45円の株価)は、44年7月に鐘淵工業株0.32株(62.72円)と鐘淵工業新株1株(35.19円)の株主となる。合併後に鐘淵工業株を売却して同新株を購入したとすれば、新株を約1.5703株保有していたと見なせる。鐘淵紡績新株の収益率計算については、43年12月から44年6月までは株価変動を勘案することができないため配当(インカムゲイン)のみを収益率の源泉とし、44年7月から11月までについては、株価データを接続し収益率を算出した。

また、旧株である鐘淵紡績株も、1943年1月25日の関連会社である鐘淵実業との合併に際し(新会社は鐘淵工業)、株式割当・引受が実施された。そのため、株式の実物取引が停止されたことで43年12月から44年6月までの株価データは記載されていないものの、新株と同様に旧株についても、株主の収益率は継続して計測している。同じく鄭(1997)によれば、鐘淵紡績株(50円額面50円払込済株)の株主は、一株当たり、鐘淵工業株(50円額面全額払込済株)1.7株が割り当てられた。この割当比率を採用するならば、43年11月に鐘淵紡績株1株を保有していた株主(122.04円の株価)は、44年7月に鐘淵工業株1.7株(62.72円)の株主となったことになる。鐘淵紡績株の収益率計算については、新株と同様に、43年12月から44年6月までは株価変動を勘案することができないため配当(インカムゲイン)のみを収益率の源泉とし、44年7月から11月までについては、株価データを接続し収益率を算出した。

第二に、大日本製糖新株は、1943年11月26日に、会社名称を「日糖興業」に改称し(日本証券取引所での商号変更は1944年2月1日から)、1943年12月10日に、37.50円払込済株は12.50円が徴収され、帝國製糖合併時に割り当てた25円払込済株については25円が徴収されることで全株式が額面満額払込済株となった。東京株式取引所を継承した日本証券取引所の実物取引を対象に、1943年12月以降は、日糖興業・50円額面満額払込済株を保有した場合の収益率を算出している。1944年2月1日現在株主(日糖興業株)に対して、1:0.5で新株が割り当てられたため(残余は縁故者割当、同3月25日に12.50円徴収)、44年2月に権利落修正した。

以上のように個別銘柄の資本移動については、個別対応で収益率算出を行ったうえで、短期清算取引市場上場の総計 38 銘柄について、権利落修正、追加払込修正、配当修正を施し、各銘柄の月次収益率を算出した。表 20 は、各銘柄の月次収益率を年率化し、年間順位付けて記載したものである。また毎年の平均収益率を、単純平均と時価総額加重平均により求めている。

5.2. EQPI の算出による投資成果

5.2.1. EQPI の時価総額比率推移

短期清算取引市場に上場されていた銘柄の推移および時価総額比率は、表 21 に記した。20 年代後半は、短期清算取引の上場銘柄数そのものが少なく、東京電燈株だけで時価総額比率 50%を上回ることもあったが 30 年代に入ると南満洲鐵道新株も加わり、1930 年代半ば以降は、重化学工業に類する企業も上場されるようになった。この段階に至ると、株式収益率は、重化学工業の株式が相対的に優位に立つケースが多い。中村（1993）は、「1930 年代なかばは、不況下の脱出が進むとともに、急速に重化学工業が進展した時代であった」としているが、1936 年以降に短期清算取引市場に建株（上場）された銘柄は、重化学工業に類している銘柄が多く、相対的に収益率も優れていることが確認できる。具体的には、30 年代後半以降の主要銘柄は、三菱重工業、日立製作所を中心に、合併して昭和電工になる日本電気工業および昭和肥料や、日本曹達、小倉製鋼、ラサ工業などを挙げることができる。

5.2.2. EQPI によるリターン水準の変化

各銘柄の価格変化率を時価総額加重平均して求めた価格指数 PI、PI に権利落修正や追加払込修正を反映した API、それに配当修正を加味した TRI（各年 12 月値）を図 12 に記載した。他の月も含めると、PI および API は 1924 年 6 月を 100.00 として、1926 年 2 月に最高値を記録し、1930 年 10 月に最安値を経て、徐々に水準を切り上げることになるが、44 年 11 月迄の期間で、1926 年の最高値を上回ることにはなかった。指数最終月の 1944 年 11 月には 110.134、127.227 であり年率換算リターン（幾何平均）は通期で 0.47%、1.19%であった（表 22 参照）。

一方、TRI は、1926 年 2 月に高値を記録し、1930 年 10 月に最安値を経て、35 年 11 月には 26 年 2 月の水準を上回ることになる。指数最終月の 1944 年 11 月には 392.034 になり、通期のリターン（同）は 6.92%となった。配当再投資の効果が発揮され、TRI は PI や API とは大きく差をつけて上昇していることが確認できる。戦前・戦時期の株式のリターンは、株価水準が大幅に上昇しなかったことから、僅かなプラス・リターンでしかなかったものの、配当効果を勘案すれば 7%近いリターンであったわけである。これは、PI もしくは API が、1921 年 1 月から 44 年 5 月までを対象とした Jorion and Goetzmann（1999）の幾何平均投資収益率 1.23%とほぼ同水準であることから整合的であると共に、TRI を算出することの意義を再確認させる数値であると言える。また、インカムゲインを対象としていない藤野・秋山（1977）の年間変化率を大きく上回った¹²⁴。つまり、海外の先行研究のひとつである Jorion and Goetzmann（1999）は、配当効果

¹²⁴ 比較可能な期間（1924 年 12 月から 40 年 12 月まで）における藤野・秋山（1977）の全産業新旧総合指数（1934～36 年基準・P1 基準）は、パーシェ・ラスパイレス・フィッシャー式が順に -1.11%、-0.73%、-0.92%、直取引 - 実物取引算術平均株価指数が -0.17%であるのに対して、EQPI の PI は -1.06%、API は -0.94%とほぼ同水準だが、インカムゲインを反映した TRI は 4.70%であった。

を勘案していないため、株式投資成果を示す指標としては十分なものでは無かったと言えよう¹²⁵。

ところで、1924 年 6 月から東京株式取引所が改組されるまでの期間（1943 年 4 月）で、新東株のリターン水準は、0.73%と非常に低かったことを第 4 章で示した。このデータだけから、特に昭和初期（戦時まで）の株式投資成果の低さを認識すべきではないことが、第 5 章の EQPI の年率換算リターン 6.92%から明らかになる。当該期間における東京株式取引所の業績は、1920 年前後までと比較して著しく低下しており、他の業種と比較しても劣後したことが想定され、パフォーマンスも相対的に低位になっているものと推察される。つまり、戦時期の株式パフォーマンスを、東株および新東株を基に評価すべきではないということである。

また、5 年毎に区切ったリターンの推移でみると、1920 年代後半（1927 年 7 月以降）が 4.86%、30 年代前半が 5.12%、40 年代前半（1944 年 11 月まで）が 5.21%となり、興味深いことにほぼ同水準であった。一方、30 年代後半が 12.89%と高く、38 年を除くと各年プラスのリターンになっている。つまり、二・二六事件から第二次世界大戦に突入するまでの期間は、わが国の株式市場のパフォーマンスが、非常に高かったことが明らかになった。

5.2.3. EQPI のリスク水準変化

次に TRI の年間リスク（月次標準偏差）の推移を確認すると、1927 年の昭和金融恐慌時のリスク水準よりも、金解禁が実施されると共に世界的な大恐慌の影響を 1 年間通して受けた 1930 年のリスク水準が高いことが確認できる。特に 1930 年の年間リターンは PI ベースでは -35.56%、TRI ベースでも -31.11%であったことから、株式市場は混乱を極めていたことが推測される。興味深いことに、昭和初期国債パフォーマンス・インデックス（GBPI）の年間リスクでは、1931 年が最高値を記録している一方、株式市場のリスクは、1932 年に 1930 年の水準を上回り最高値更新（33.45%）を果たすという時間差が生じている点である。これは、第一に、井上財政による 1931 年の金融引き締めが国債市場に大きな衝撃を与えたものの、1932 年には、金輸出再禁止と国債引受開始による長期債利回りが急低下する過程で落ち着きを取り戻していったこと。第二に、金輸出再禁止が株式市場のリターンを極大化させる（年率 56.76%）と共に、それまでにない激震をもたらしたことなどが推測される¹²⁶。

また、1930 年代末以降、戦時金融金庫や日本証券取引所による株価統制が強まったことも影響して、株式市場のリスク水準 12%程度に低下することが確認された。1943 年には極端にリスク水準は低下（5.18%）したが、41 年の株式価格統制令による株価維持オペレーション、42 年の会社所有株式評価臨時措置令¹²⁷の影響が推察される。しかし、このリスク水準を国債や短

¹²⁵ Dimson et al. (2002) に記されているデータは 10 年間毎のリターンデータが公開されているが、日本金融学会 2017 年春季大会（於早稲田大学）で発表者として EQPI を発表した際に、討論者である山口勝業氏（イボットソン・アソシエイツ・ジャパン）が Dimson et al. (2002) の年次データも含めた比較検証を行っている。山口氏は、「Dimson et al. (DMS) のデータとほぼ整合的（一部の年で乖離しているが）」と総括しているが、一部の年は 1932 年であり、EQPI (TRI) における単純平均リターンを算出すると 94.4%となり、DMS と整合的なレベルになることが確認された（表 20 および第 4 章参照）。EQPI は時価総額加重平均（1932 年は 56.8%）であるが、DMS が単純平均であれば、時価総額比率の高い企業の収益率が低かったことから、EQPI のリターン水準が低かったということになる。

¹²⁶ 二・二六事件のあった 1936 年は高橋財政の終焉を意味しており、国債市場のリスクは一時的に高まったものの、株式市場のリスクは低位で推移した。これは、1932 年の高橋財政が始まる際に株式市場のリスク水準が高騰したのとは対照的な現象であったと言える。

¹²⁷ 柴田（2011）, 232 頁. には、会社所有株式評価臨時措置令について、「法人所有株式の評価損を、1 年

期金融市場と比較するならば、国債市場が短期金融市場と同水準まで低下しリスク消失状態に至ったのに対して、株式市場の価格変動がある程度維持されていたと解することも可能であろう。つまり、金融統制期の価格統制の主軸は、国債や短期金融市場であり、株式市場の価格統制は副次的なもの、もしくは国債市場ほど効果が発揮されなかったと言えそうだ。

ところで、EQPI 算出期間 20 年超を通して見たときのリスク水準は、16.39%となっている。ほぼ同期間（1924 年 6 月から 43 年 4 月）の新東株のリスク水準が 22.78%であったことから比較すれば（表 15 参照）、約 7 割の水準ということになる。新東株が個別銘柄であり、EQPI が複数の個別銘柄を時価総額加重平均した指数であることから、株式投資成果の変化率は後者の方が平準化されることから首肯できよう。

5.3. 戦前・戦時期の株式市場のファクトファインディング

5.3.1. EQPI のシャープレシオ検証

戦前・戦時期の株式市場のリターンおよびリスクを確認したが、この二つのパフォーマンス指標から言える投資効率について考えてみたい。図 13 は、EQPI と GBPI の年間リターンと年次リスク（月次変動率 12 カ月分の標準偏差）を時系列で表記したものである。国債のリターンは、1931 年に悪化するものの 32 年に 16.75%でピークを迎え、その後は安定的に推移している一方、株式のリターンは 1932 年と 39 年に大暴騰する一方で、1927 年、29 年、30 年、38 年、40 年にはマイナスリターンを経験するという具合に、大きく変動しているのが確認できる。

リスク水準は、株式市場が総じて高く、戦時期には国債のリスクは消失したに等しいまでに極小化しているというのは第 4 章までに確認した通りである。国債市場リスク水準が極端に低かったことから、リスク調整後のリターンという尺度からは、圧倒的に国債の優位性が確認される。このリスク調整後のリターンは、ある資産への投資で得られる投資効率を、負担するリスク対比で、どの程度のリターンが得られるか（リターン÷リスク）という視点から計測する指標である。一般的には、第 3 章でも確認したように、資本資産評価モデル(CAPM)の創始者であるウィリアム・シャープ（William Sharp）が考案した資産運用効率の尺度として、シャープレシオが活用され、具体的には「(平均リターン－安全資産利子率)÷標準偏差」で計算される尺度である。銀行間信用リスクが伴うものの、コール市場のリターンをもって安全資産利子率とすれば、1924 年 7 月から 44 年 11 月までの期間では株式のシャープレシオが $(6.92 - 3.64) / 16.39 = 0.20$ であるのに対して、国債が $(5.71 - 3.64) / 2.04 = 1.01$ であり、分母のリスク水準の低さから、圧倒的に国債投資の効率性が高かった（表 22 参照）。同じリスクを取るならば、株式よりも国債に投資した方が、効率的にリターンを獲得できたことを意味している。特に、40 年 1 月から 44 年 11 月までの期間では株式のシャープレシオが $(5.21 - 3.07) / 11.78 = 0.18$ であるのに対して、国債が $(3.81 - 3.07) / 0.21 = 3.52$ であり、株式のシャープレシオ水準は、通期と 40 年代が同水準であったにもかかわらず、国債のリスク水準が極端に低下したため、格段に国債投資のリスク調整後リターンが高まったわけである。

5.3.2. EQPI による実質リターン

間の時限措置として、商法の規定の例外規定として、時価を超えて直前事業年度末の価格で評価できることとした」と記されている。

次に、東京小売物価指数を基準に毎月の株式のリターンからインフレ率を控除することで算出されるインフレ調整後のリターン（実質リターン）を観測してみたい。株式の実質リターンは国債の実質リターンを上回るが、注目すべきは株式のリスク水準が低下するのに対して、国債のリスク水準が上昇している点である。1924 年 7 月以降 44 年 11 月までの株式の名目リターンのリスクが 16.39%であったのに対して実質リターンのリスクは 15.70%に低下している一方、国債の場合には、名目リターンのリスクが 2.04%であるのに対して、実質リターンのリスクが 5.07%になっているのである（表 23 参照）。名目上の国債価格は安定していたため、かえってインフレ率の変動が反映されやすくなり、実質的な国債価格の変動率は、高まったものと考えられる。ある程度の変動率が維持されていた株式の場合には、物価変動率が株式名目リターンと打ち消し合って吸収することで、名目上のリスクよりも、実質的なリスク水準が低下したと考えられる。統制による名目上の価格変動の抑え込みは、インフレ率の上昇という代償を払うことで、実質的な価値の毀損リスクを高めていたというのが、国債市場の本質であると言えそうだ。

一方、実質リターンベースでのシャープレシオは、1924 年 7 月から 44 年 11 月までの期間では株式が $(4.44 - 1.24) / 15.70 = 0.20$ であるのに対して、国債が $(3.26 - 1.24) / 5.07 = 0.40$ であり、国債投資の効率性が高かったものの、名目リターンのシャープレシオほどの大きな格差ではなくなっている。インフレ調整を施すと、株式のシャープレシオは同水準を保つものの、名目上の国債リスク低減効果が後退するため、国債のシャープレシオは大幅に悪化したことが確認できよう。

5.3.3. 算出結果と銘柄間収益率格差

また、図 14 に示したように、各年の主要銘柄収益率のバラツキ（標準偏差）からは、準戦時期以降の株式市場の二つの特性が確認できる。第一に、各年の主要銘柄収益率の標準偏差は、1932 年が 75.9%と異常に高く、銘柄間で収益率格差が極端に大きかった。金輸出再禁止、商業手形割引歩合引き下げが実施され、大幅な円安が進行する中で、特に時価総額が小さい日本製糖新株、満洲重工業開発株、浅野セメント新株の年間収益率が 200%を超える一方、時価総額が大きかった東京株式取引所新株、東京電燈株、南満洲鐵道新株が 40%未満の収益率となっている。1932 年を対象にした 14 銘柄の単純平均収益率が 94.4%であるのに対して、時価総額加重平均は 56.8%であり、相対的に時価総額が小さかった銘柄に、株式市場の期待感がより強く反映され、金融環境の大きな転機が収益率に反映された年であったことが推察される。

30 年代末以降は、価格統制強化に歩調を合わせるように銘柄間収益率の格差が縮小している。概ね各年の主要銘柄収益率の標準偏差が 20.7%であるのに対して、41 年、43 年は 10%を下回っていることから、戦中期の株式市場が変化していたことが伺われる。1941 年 8 月 30 日には株式価格統制令が実施され、会社所有株式評価臨時措置令が 1942 年 8 月以降も適用期限が延長され、三菱鑛業、北海道炭礦汽船、日本鋼管、日本曹達などが採用していたことなどから¹²⁸、価格統制が銘柄間収益率の格差を縮小した可能性があると言えよう。これは、銘柄選択効果の低減により、金融機関をはじめとする市場参加者毎の株式投資成果差が縮小したことを意味するであろう。

銘柄選択による投資成果の差異が縮小し、選択効果が希薄化するのであれば、市場参加者に

¹²⁸ 柴田（2011）, 232～235 頁.を参照。

としては、投資先となる企業選択を行う必要性も減退したのではないかという仮説が浮かび上がってくる。この仮説が正しいとすれば、株主による企業への関与や圧力は有効に機能する状況に無かったということになるが、この点について、多角的にさらなる検証が求められるであろう。

5.4. 小括

第5章では、戦前期株式市場の特殊性を反映した上での投資収益率算出手法を検討し、旧株については「権利落修正」・「配当修正」を、新株については「追加払込修正」・「配当修正」をすることで、投資収益率を求める手法を明らかにした。その上で、戦前・戦時期の株式市場を代表する短期清算取引市場について1924年6月から1944年11月に至るまでの投資収益率（API、TRI）を算出すると、価格指数の年率換算変化率（PI）よりも高く、さらに、短期金融市場や国債市場の投資成果を上回ることが明らかになった。各種の修正を施さない段階では、国債などの低リスク資産よりも株式のリターンが低かったとみなされやすいが、市場構造の相違による修正を通して再評価すべきであると言える。

戦前・戦時期の東株や新東株の投資収益率は、日本証券取引所に改組することで東京株式取引所の株式上場が廃止されるという要因も手伝い悪化したものの、製造業を代表する三菱重工業や日立製作所などの株式は、金融統制期にあっても良好な投資成果を得ていた。EQPIは、取引所株だけではなく、多様な産業の投資成果を反映させることで、個別の銘柄だけからはうかがい知ることのできない株式市場の動向を把握可能な指標として算出したわけである。

金融統制による価格統制が強化されるに従い、経済環境の激変にもかかわらず、株式市場のリスク水準は低下基調で推移すると共に、市場参加者もキャピタルゲインによる利潤追求が期待しづらい状況に至る。株式によるリターンは、国債リターンを上回ったものの、国債のリスクが消失したためファイナンス理論の投資効率尺度であるシャープレシオで見ると、株式投資よりも国債投資の効率性が高まった。合理的判断をする市場参加者が存在していれば、株式投資は、ハイリスクではあったが、リスクの割にはリターンが高くない資産として認識されていたことだろう。しかし、1940年代にはインフレ率が上昇することから、国債の実質リターンはマイナス化したため、相対的に実質価値を毀損させないためには、結果としては株式投資をしていた方が国債よりも優位であった。

激変する外部環境に対して、民間金融機関等の投資家が、政府の資金統制に従い国債投資の配分を高めていた場合には、名目上のリターンは安定的に獲得することが可能であったものの、インフレ率の上昇により、実質的な利益は、株式投資していたよりも、劣位に立たされたわけである。株式市場がリスクの割にリターンが低かったという点は、さらなる吟味が必要だが、第6章では国債対比の株式のリターンについてだけでなく、日米間の内外比較をすることで、戦前・戦時期のわが国の株式市場について分析してみることにする。

6. 金融統制下の株式市場の再評価

第 5 章までは、戦前・戦時期の国債および株式市場のパフォーマンスを検証し、金融史研究ならびにファイナンス理論研究のための基礎データを整備すると共に、当時の金融市場における独自の仕組みや構造なども明らかにしてきた。たとえば、国債市場では、利率別イールドスプレッドが存在し、市場参加者は高利率債忌避行動と高利率債選好行動の間を揺れ動いてきたことや、株式市場では、分割払込制度による株主割当有償増資や追加払込が、市場参加者（同じ企業でも新株と旧株では区別して評価する同一企業・複数評価市場）の行動を左右してきたことなどである。このようなユニークな市場特性を反映した GBPI や EQPI は、市場の構造や市場参加者の行動を分析する際に、活用することが可能である。

第 6 章では、第 5 章までの GBPI や EQPI などのデータを基に、市場間の関係についてのファクトファインディングを、国内市場間、日米株式市場間で行いたい。言うまでもなく変化しゆく政治経済環境に応じて、価格が決定される金融市場は一つに限られるものではなく、国債や株式、国内や海外という具合に、同時に複数存在している。これら並立している市場におけるそれぞれの関係を分析することは、複眼的な視点から金融市場の実態に迫ることが可能になり、データの制約もあることから単視眼的になりがちな分析の奥行きを深めることに貢献するだろう。さらに、このような市場（資産）間の関係を分析した上で、現代ポートフォリオ理論に基づき戦前・戦時期の国債・株式市場を分析し、リスク調整後リターンが最大化される株式比率や分散効果といった各資産間の定量的関係も検証することにする。

当然ながら、市場構造、市場参加者の意思決定過程は現代とは異なるために、現代ポートフォリオ理論からの検証結果と現実の投資行動との乖離が想定されよう。しかし、この乖離の存在こそが、現代と戦前・戦時期の相違点を鮮明にするはずである。つまり現代と比較可能なパフォーマンスという共通尺度で戦前・戦時期の市場間の関係を考量することを通して、構造と行動の相違点もしくは共通点が明らかになるのである。

ところで、戦前・戦時期については、金融市場のデータ制約があり、市場間の関係についてのファクトファインディングを行っている先行研究は、第 1 章で確認した海外研究者によるリスクプレミアム等の研究を除いて、ほとんど存在していない。また、その研究の代表事例である Dimson et al. (2002) も、国債については個別銘柄リターンの推計であり、戦前・戦時期特有の利率別イールドスプレッドの存在から国債市場全体の動きを表現したものとはなり得ないという批判を免れず、また株式については各種指数を接号したデータであり、算出過程の不統一性という難点があるため、地道な個別銘柄リターンの積み上げによる時価総額加重型指数である GBPI と EQPI による市場間比較に優位性がある。第 6 章では、戦前・戦時期の国債・株式市場の関係について、先行研究が検証の基礎データとしたパフォーマンスデータの不十分性を是正し、再検討したい。つまりパフォーマンスデータとして、統一的な算出手法による時価総額加重平均型指数をベースにして、市場間比較を行い、先行研究の不十分性を補完することを試みているのである。

また、この指数が月次で算出されていることから、同じく米国で月次で算出されている R. Shiller (2015) による米国国債・株式データと比較することが可能になった。米国の国債データは、リターンデータではなく利回りデータであるという制約はあるものの、戦前・戦時期の株式市場の日米比較を試みた研究はほとんどないことから、金融市場の歴史認識にとって新たなファクトファインディングの材料を提供することになるだろう。

6.1. リスク水準・超過リターンによる株式再評価

6.1.1. リスクプレミアム推定のための基礎データ

現代ファイナンス理論では、投資前のリスク資産と安全資産利子率（無リスク資産の予想収益率）の差をリスクプレミアムと呼び、このリスクプレミアムを投資の意思決定をする際の期待リターン推定に活用している。リスクプレミアム推定の際には、過去のリスク資産と無リスク資産の収益率の格差即ち超過収益率（リターン）を基礎データとして活用することが多い。経済環境の変化があっても、過去の平均値がアンカーとしての役割を果たすわけである。この過去の超過リターンの対象とする期間は、経済変化の影響を極力捨象するために、より長期にすることが推奨されることが多い。たとえば、米国の年金基金では、株式のリスクプレミアムを推定する際に、1870 年以降の米国株式の超過リターンを参照にしているケースなどがあり、過去における超過リターンの期間が 1 世紀を超える期間に拡張されていることで、市場の循環的変化の影響を排除する工夫がなされているわけである。同様に、わが国にあっても、長期にわたる株式の超過リターンの数値を推定する試みがあってよいはずだが、前記したように第二次世界大戦による経済データの断層や金融市場の構造変化が非連続的であったことから、研究の対象となることは無かった。

そのため、今後は、この期間を延長して戦前期のデータも包含する長期にわたる超過リターンの算出が求められるだろう。特に、戦時期にかけて統制が強くなった時期だけではなく、明治期から大正期にかけてのデータ整備も待たれるところである。当研究では、その中でも戦前・戦時期（おもに昭和初期）における国債と株式市場の基礎データを整備することを対象としているが、超過リターンは次のように整理できるだろう。

1924 年 7 月から 44 年 11 月までの株式の超過リターンは、3.28%（ $= 6.92\% - 3.64\%$ ）となるが（表 22 参照）、概ね 5 年毎に期間を区切り、株式だけではなく国債との関係を明らかにするならば、図 15 のようになる。20 年代後半（24 年 7 月以降）の株式リターンは、国債のリターンよりも低く、さらにコール市場（短期金融市場）によるリターンよりも低かったが、30 年代後半はコールレートが低下したため、株式のリターンは短期金融市場のリターンを上回るようになった。わが国の株価は、1920 年前後にピークアウトし、さらに 30 年代前半は米国株式市場の大暴落と経済危機の影響を受け、30 年代前半までの投資成果の絶対水準は、国債 > 株式という関係になったのである。一方、30 年代後半以降は、株式 > 国債 > 短金融資産という関係になる。特に 30 年代後半の株式リターンが高かったのは第 5 章で記した通りである。

興味深い点は、金融統制が強化されていく過程で、リターンの絶対水準は株式市場が国債を上回っていたという点であり、国債利回りの絶対水準が低下したことも手伝い、市場参加者が得た投資成果は、戦時期の方が優れていたのである。政府による金融統制が強化されたのであるから、株式市場のパフォーマンスが悪化したと考えがちであるが、配当も含む株式の投資成果は、同様にクーポン収入を含む国債の投資成果よりも高かったという点は、重要である。一般的には、東株や新東株の株価水準が低下したことや、その他の株価指数も優れなかったことから、パフォーマンス面からも株式市場に対する評価は低かったからである。30 年代前半までの株式は、国債よりも劣位になり、30 年代後半以降は逆転して株式が優位に立つことで、ハイリスクではあるがハイリターンという関係に変化したのである。つまり、株式の投資成果（パフォーマンス）という点からみる限り、戦時期の株式市場は悪化したと断ずることは難しいと言えよう。

6.1.2. 戦時金融統制強化と株式再評価

第 5 章でも触れた実質リターンについて、5 年毎の時系列変化も含めて再度検討してみたい。東京小売物価指数を基準に毎月の株式や国債のリターンからインフレ率を控除することで算出されるインフレ調整後のリターン（実質リターン）を観測すると、国債のシャープレシオの優位性が後退する（表 23）。国債市場にあつては、30 年代後半以降の物価上昇率の急上昇が影響し、月次の実質リターンの変動率が、名目リターンのそれを大きく上回るようになったのである。名目上の国債価格は安定していたものの、物価変動が影響することで実質的な国債価格の変動率が高まったものと考えられる。ある程度の変動率が維持されていた株式の場合には、物価変動を吸収して打ち消し合い、名目上のリスクと実質的なリスク水準は大きく変化しなかったのである。価格統制による名目上の価格変動の抑え込みは、インフレ率の上昇という代償を払うことで、実質的な価値の毀損リスクを高めていたというのが、国債市場の本質であると言えそう。一方、戦時期にインフレ調整を施すと、名目上の国債リスク消失効果が後退するため、株式市場の国債対比の魅力度は、ある程度挽回することになる。

ところで実質超過リターンについて、時期を 5 年毎に区切って検証すると、国債の実質リターンは第 3 章で検討したように 1935 年 6 月をピークにして悪化し始め、30 年代後半および 40 年代前半の実質リターン（年率換算）はそれぞれ -4.77% 、 -3.67% となっている。同期間の株式の実質リターン（同）がそれぞれ 2.73% 、 -2.36% であったため、当然ながらこの水準も国債の水準を上回っている。一方リスクについては、40 年代の株式のリスクは名目 $>$ 実質となっているものの、国債は名目 $<$ 実質になっており、特に国債市場では、名目リスク 0.21% に対して実質リスクが 3.21% になっている。これは短期金利（東京コール）についても同様のことが言え、40 年代の名目リスクが 0.06% であるのに対して実質リスクは 3.24% となっている。金利水準が固定化されたことで、経済環境の変化に対する名目リターンの感応度が消失し、インフレ率の変動に連動して実質リターンの変動率が左右された結果であると解することができよう。

名目上の国債価格は安定していたものの、物価変動の影響で実質リスクは上昇する一方、株式の名目リターンの変動率はある程度の水準を保っていたが、物価水準の影響を吸収し、名目リスク $>$ 実質リスクとなった。これは、極端な国債価格変動抑え込み（価格統制）は、インフレ上昇という代償により、国債の実質的な価値毀損リスクを高めたものの、株式の場合には相対的に物価変動耐用力が高かったと言えそう。戦時期に至る過程で、市場参加者にとってみれば、インフレ率が上昇する中で、ポートフォリオの実質的な価値を保全しようとするれば、実質的なシャープレシオの観点から、リスクが上昇した国債への投資動機は後退したはずである。しかしながら、図 1 で確認したように、市中金融機関の資産配分では、かえって国債の保有比率は上昇していった。つまり、当時の市中金融機関は、インフレ率の上昇を前提にした実質価値の温存を意図した資産配分をしていなかったということになるだろう。

6.1.3. わが国株式市場パフォーマンスの変化

次に株式市場のリターンやリスク等のパフォーマンス指標だけでなく、他の市場特性指標を用いた分析をしたい。以下では、EQPI の配当利回りおよび株式益回り（株価収益率）を推計する手法について検討する。推計手法は、主に以下の 3 つのステップを踏んで行うことが可能であろう。

第一に、指数対象銘柄の一株当たり利益（EPS; Earnings Per Share）は、営業報告書から得られる当期純利益の年換算額（年 2 回決算であれば 2 倍）を株式数（額面換算）で

除すことで求めることができる。額面換算後の株式数は、未払込済株式の株式数として、払込比率（払込済額／額面）を乗じた換算株式数を求め、それに満額払込済株式数を加えて算出している。また、一株当たり配当金（DPS; Dividends Per Share）は、営業報告書から得られる配当率に額面を乗じて求めることができる。尚、EPS および DPS の数値は、決算期末毎（6 カ月毎が多い）に得られるが、期末以外の月次数値は線形補完して算出した¹²⁹。新株の場合には、追加払込により払込比率が上昇する月に、株式益回りや配当利回りに非連続的な上昇圧力がはたらくが¹³⁰、同時に新株の株価も上昇することから、上昇圧力が一部緩和される点には注意が必要である。

第二に、株式益回り（EPS／株価）および配当利回り（DPS／株価）は、旧株の場合には、EPS と DPS を旧株の株価で単に除して算出した。しかし、新株の場合には、払込比率を乗じた EPS および DPS を新株の株価で除することで、旧株と新株の算出方法を区分して処理した。これは、旧株と新株の払込資本比率に応じて、企業業績や配当を按分しなければ、異なる株価形成に対応することができないためである。

第三に、指数対象銘柄毎の株式益回り、配当利回りを、EQPI の時価総額比率（当月比率基準）に応じて加重平均することで、指数としての各指標を求めた。また、算出した EQPI の株式益回りの逆数（1/益回り）から、株価収益率（PER; Price Earnings Ratio）を算出すると、株価形成の過熱感を示す指標として用いることができる。PER については、指数対象銘柄毎の PER を時価総額加重平均して求めなかった。これは、個別企業の赤字決算により EPS がマイナスの場合には、株式益回りもマイナスになり株価収益率することができないため、指数化後の株式益回りから算出すべきと考えたからである。

図 16 は、わが国の配当利回り、株式益回り、長期債利回りの推移であるが、第一に、1927 年の昭和金融恐慌時に、それまで国債利回りよりも低かった配当利回りと株式益回りが上昇し、国債利回りよりも高くなっていることが分かる。利回りベースで見たときに、リスクが高いにもかかわらず株式の利回りが国債よりも低いという関係が修正されたわけである。1932 年および 33 年には金輸出再禁止の影響を受け株式市場が大幅に上昇したため、33 年には一時的に配当利回りが低下し、国債利回りを下回っているものの、金融統制が強化される 30 年代後半以降は、一貫して長期債利回りを上回って推移している。第二に、この 30 年代後半から終戦にかけての 10 年間で

¹²⁹ 大日本製糖新株（日糖興業新株）の 44 年 10 月、11 月の EPS および DPS は、45 年 3 月決算数値（第 99 期）が入手できないため 44 年 9 月（第 98 期）の数値で代替している。富士製紙新株の 32 年 12 月から 33 年 3 月までの EPS および DPS は、33 年 5 月決算数値（第 88 期）が入手できないため 32 年 11 月（第 87 期）の数値で代替している。南満洲鉄道新株の 44 年 4 月から 44 年 11 月までの EPS および DPS は、45 年 3 月決算数値（第 44 期）が入手できないため 44 年 3 月（第 43 期）の数値で代替している。東京電燈株の 41 年 12 月から 42 年 1 月までの EPS および DPS は、42 年 5 月決算数値（第 112 期）が入手できないため 41 年 11 月（第 111 期）の数値で代替している。大日本人造肥料株の 37 年 1 月から 3 月までの EPS および DPS は、日本化学工業に譲渡されたため 36 年 12 月（第 97 期）の数値で代替している。昭和肥料株の 39 年 4 月の EPS および DPS は、日本電気工業と合併されたため 39 年 3 月（第 21 期）の数値で代替している。日本電気工業株の 39 年 4 月の EPS および DPS は、昭和肥料と合併されたため 39 年 3 月（第 25 期）の数値で代替している。ラサ工業株の 41 年 4 月から 8 月までの EPS および DPS は、41 年 9 月決算数値（第 57 期）が入手できないため 41 年 3 月（第 56 期）の数値で代替している。

¹³⁰ たとえば、50 円額面株式において、追加払込により 12.50 円払込済から 25.00 円払込済に変化する際に、新株の払込比率は 25%から 50%に変化するために、新株に割り当てられる EPS や DPS も非連続的に倍増するため、株式益回りや配当利回りにも上昇圧力がはたらくことになる。

は、配当利回りが安定推移するものの、株式益回りが上昇し、両者のイールドスプレッドが拡張基調で推移していることが確認できる。図 16 の形状からは、鰐口のように時系列で両者の格差が拡大している。これは、会社利益配当及資金融通令などにより、政策的に配当が抑制される一方で、相対的に企業業績が拡大し一株当たり利益が上昇したために生じたものと考えられる。配当利回りは、国債利回り対比でのスプレッドが維持されたものの、益回りは上昇したということは、企業業績（一株当たり利益）は上昇したものの、それに応じて株価が上昇しなかったことを意味するだろう。仮に企業業績の成長に応じて株価が上昇していれば、第 5 章で算出した EQPI の 40 年代のリターンは、さらに上昇していただろう。この観点からは、戦時期の市場参加者は、益回りよりも配当利回りを重視した株価評価をしていた可能性が指摘できよう。

6.2. 日米比較を通した株式市場再評価

本節では、前節で検討した算出手法に則り、EQPI の配当利回り、株式益回り、株価収益率を求め、1924 年 6 月から 44 年 11 月までの日米の株式市場の比較を行うことで、日本の株式市場の内外比較を行いたい。米国のデータは、取得が容易な R. Shiller (2015) のデータを採用し、EQPI と比較した。特に、30 年代後半以降に金融統制が強化されたわが国の金融市場は、株式のパフォーマンスが米国対比で圧倒的に劣るものではなく、株価収益率の水準も大幅な格差が存在していたわけではないことが明らかになった。確かに、会社利益配当及資金融通令などによる配当抑制が配当利回りを低下させ、6 パーセント程度の低水準に配当利回りが収束したものの、株式益回りは緩やかに上昇することで、現代の市場参加者からみれば株式の魅力度が上昇していたと見なせよう。以下では、国債利回り水準の違いも反映させたイールド・スプレッド（株式益回り－国債利回り）も視野に入れ、戦前・戦時期の株式市場の日米比較を行っている（表 24 参照）。しかし、EQPI の対象銘柄が短期取引市場に限られており、R. Shiller (2015) の対象銘柄数と比較すると圧倒的に少ない点には注意が必要である。EQPI が、必ずしもわが国の株式市場全体の動きを代表しているものではないことから、指数の対象となるユニバースの拡大は今後の課題であると言えよう。

6.2.1. 戦前・戦時期の日米株式リターン・リスク比較

20 年超にわたる当該期間の EQPI の指数及び収益率は、1924 年 6 月を 100 とした場合に、1944 年 11 月の PI で 110.134、TRI で 392.034 となり、幾何平均での年換算収益率は、それぞれ 0.47%、6.92%であった。米国の場合には、1944 年 11 月に PI148.55、TRI454.64 となることから、同収益率は、それぞれ 1.96%、7.70%である。確かに収益率の水準は、PI、TRI とともに米国の方が日本を上回ることになるが、大差がついているものではなく、ことさら日本の株式市場が相対劣位であったとみなせる水準ではないと言えよう。興味深い点は、戦勝国の米国でさえ 1929 年の米株式暴落から始まる大恐慌の影響が大きく、価格指数の上昇率は年率 2%程度にとどまっている点である（図 17 参照）。米株価指数（PI）は、32 年 6 月をボトムに回復に転じ、37 年 2 月まで上昇基調で推移したものの、42 年 4 月までは再び下落に転じている。株価の底入れが確認されたのは 6 月のミッドウェー海戦での米国勝利後であるが、37 年 2 月の水準を回復できたのは終戦後であった。

日本の場合には、株式価格統制令に基づく日本証券取引所や戦時金融金庫による株価維持オペレーションが実施され、会社所有株式評価臨時措置令などの発動も影響し、株価が軟調に推

移することが抑止されたため、42 年 1 月から 44 年 6 月にかけて、変動率が低く、緩やかな下落にとどまっている。まさに官製相場の特徴が強く反映されていたと言ってよいだろう（図 12 参照）。同期間の PI 下落率は、年率換算 -6.14%であり、敗戦を織り込む下落率としては、緩慢すぎるレベルと言えよう。また、配当も勘案した TRI は+2.88%であり、東京コールの金利水準をわずかに下回る水準まで底上げされるため、市場参加者の株式投資成果の実態は、短期金融市場並みまで改善されていた。株式保有によるリターンは、資金調達コスト並を維持できていたため、ポートフォリオに対する悪影響は絶妙な水準で回避されていたわけである。

一方リスク水準については、EQPI 算出対象期間である 24 年 6 月から 44 年 11 月までの期間に関しては、日本株式 16.39%、米国株式 23.95%であり、米国のリスク水準が高い。特に 30 年代前半の 5 年間の米国株価指数リスクが 37.96%と高かった影響が大きいものと考えられる（同期間の EQPI のリスクは 24.91%）。40 年代前半（44 年 11 月まで）のリスク水準は、日米共に時系列で比較すると、株式市場のリスクが低下している。地政学リスクが高まっていた割には、日米ともに長期金利抑制政策（国債価格維持政策）による市場介入が実施されたことから、金融市場が落ち着き安定したと推察される。同期間のリスク水準は、日本が 11.78%、米国が 13.49%であることから、日本の場合には株価維持オペレーションが入った割には、米国と日本の水準が近似しており、米国を大きく下回る水準ではなかった。

つまり、株価水準そのものを日米で比較するならば、1929 年の株価大暴落の影響や、敗戦色が濃厚になった際の日本株価維持オペレーションの影響もあり、EQPI 算出期間に関しては、顕著な格差ではなく、戦時期に突入した 40 年代前半の株式保有のリスクについても、日米間で大きな格差が認められなかったと言えよう。

6.2.2. わが国配当規制の影響

会社利益配当及資金融通令（配当規制）などの金融統制が強化されたため、わが国の配当利回りは、1930 年代末から緩やかに低下している。世界恐慌後に低下した配当利回りも、1933 年の 3%台を底に上昇に転じ、38 年には 7%程度まで上昇していたが、統制の強化により 5%程度まで抑え込まれたのである。株主還元を抑制する統制が強化されたことが配当利回りの推移からも確認できると言えよう。

しかしながら、戦時体制下で企業の留保利益が増殖し、さらに株式益回りが趨勢的に上昇していったことを見逃すべきではない。33 年にかけて、配当利回りと同じように低下した株式益回りは、9%台まで上昇基調で推移し、配当利回りとの格差も 44 年 11 月には 5%近くまで拡大している。これは、一株当たり利益の成長により、企業業績が好調だったことを裏付けるものである。

日米比較の観点からは、米国の配当利回りが数年ごとのサイクルを描き上下しながら上昇基調で推移するのに対して、日本の配当利回りの変動率は低く、緩やかに低下していることが確認できる。株式市場のダイナミズムという点からは、わが国 40 年代の配当利回りの安定推移は、米国との対比からも統制の強化の影響があった可能性がある。また、米国の株式益回りについては、趨勢的に上昇しているものの、1943 年以降に株価水準が大幅に上昇した影響で、低下基調に転じている点は特徴として挙げられよう。日米の株式リターンの時系列推移は、総じて日本が安定的推移であるのに対して、米国の株式市場の変動は相対的には大きく、政治経済環境に対して弾力的に反応していた可能性がある（図 16 および図 18）。

6.2.3. 日本株式の株価収益率等の変動率低下

日米の株価収益率を比較すると、1920年代末に米国が日本を上回り、概ね米国市場が過熱していたことを裏付けるものである。米国株式市場の一株当たり利益は、1929年をピークに大幅に低下したものの、株価収益率は1933年に25倍を上回る水準まで上昇している。これは、株価に先行してEPSが低下したことを示していると言えよう。30年代以降の米国の株価収益率の振れ幅は、10倍から25倍までと大きくなっているのに対して、日本の株価収益率は、1934年以降10から15倍のレンジに収束し安定的に推移している。このことから、わが国の株式市場の期待感の揺らぎが小さく、米国対比では落ち着いた相場展開になっていたことが確認できよう（図19）。

ところで、この株価収益率の逆数である株式益回りの絶対水準を単純に日米比較しても、両国の国債利回り水準が異なるため、自国内における株式と国債の相対的魅力度を日米比較する際に適しているとは言えない。そこで、自国国債対比での株式の魅力度を表す尺度として、株式益回りに国債利回りを差し引いたイールドスプレッドを用いて日米の株式市場を比較してみたい。概ね1930年代後半以降では、米国の長期財務省証券利回りは、わが国のGBPIの複利利回りを1.5%程度下回っているものの、両国のイールドスプレッドは、大幅に乖離することなく推移したという点は非常に興味深い。同歩調で両者が徐々に上昇していることが、図19により確認できるのである。この点からは、戦時金融統制が、わが国の株式市場のイールドスプレッドに独自に影響し、特殊な株式市場を形成したと即断することには、無理があると言えるのではないかと。つまり、日米間の株式市場のイールドスプレッド（自国国債利回りに対比の株式の魅力度）の観点からは、日本株式市場の特殊性を強調するほどに格差が存在しているものではなく、むしろ水準としての近似性を示唆するものであると言えよう。一方で、配当利回り、株式益回り、株価収益率、イールドスプレッドの変動率は、米国対比でわが国の方が低く、金融統制の影響からか安定性が維持されていたと言えそう。

株式発行市場での資金調達の減退を理由として、戦時期の株式市場は低迷したと単純に結論付けるのではなく、株価収益率やイールドスプレッドの観点から顕著な格差が認められなかったことは、パフォーマンスによる日米比較も含めた多角的な視点からの再評価が求められることを意味する。日本国債利回り水準は、米国財務省証券利回りよりも高いものの、株式益回りやイールドスプレッドの日米格差は顕著ではない点にも着目するならば、株式市場に対する市場参加者の評価に格段の差が生じないように政策対応されていたことになるだろう。

つまり、世界の株式市場を代表するほどに時価総額が大きかった米国株式と比較すると、金融統制期のわが国の株式市場のイールドスプレッドが米国対比で著しく劣るものではなく、日本株式市場が特殊な市場であったとは必ずしも言えない可能性がある。一方で、わが国株式市場の各種市場特性指標は、米国対比で変動が小さく安定していたことから、戦時期の激しい経済政治環境に対する感応度が抑制されていた可能性がある点は注意が必要であろう。

6.3. 市場パフォーマンスと資産配分

6.3.1. リスク調整後リターンが最大化される株式比率

次に、日本国債（GBPI）と日本株式（EQPI）を対象にした2資産ポートフォリオを構築した

ときに、最も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¹³¹。一般的に複数の資産クラスを組み合わせることにより、分散効果が発揮され、リスク調整後のリターンは上昇することになるが、戦前・戦時期についても GBPI と EQPI のパフォーマンスデータを基に、効率的資産配分比率を求めたわけである。戦前・戦時期の市場参加者の絶対危険回避速度もしくは絶対危険許容度¹³²を特定することが難しいため、本研究では最適資産配分比率ではなく 2 資産の組み合わせによるリスク調整後リターンを求めた。リスク調整後リターンは、過去超過リターン／リスクを基準に計測し、過去データの期間は、全期間および過去 24 か月・60 か月のケースで算出した。現代の市場参加者が資産配分比率を決定する際には、将来の期待リターンを予測し、過去のリスク水準実績と比較しながら最適資産配分比率を決定するが、ここでは、仮に、戦前・戦時期の特定期間で、同様の資産配分決定プロセスを踏んでいた場合に、最も超過過去リターン／リスクの高かった株式投資比率を算出している。つまり、市場参加者の意思決定は、一般的に過去データの影響は受けつつも将来の期待値に基づく意思決定であるものの、この試算では、仮に過去の特定期間に投資していた場合の株式比率のうち、最も過去超過リターン／リスクが高いケースを求めている。当然ながら、市場参加者の意思決定は過去のデータサンプルに基づき実施されるものではないが（アウトオブサンプル）、過去のデータ系列は将来予測する際のアンカーとなって影響する可能性がある。

このリスク調整後リターンが最大化される株式比率を月次で求めることを通して、2 資産ポートフォリオのパフォーマンス状況を把握し、第 7 章で検討する市場参加者行動との関係性を分析するための基礎データとしたい。実際には、戦前・戦時期の市場参加者の投資対象は、融資と現金・預け金を除けば、国債・地方債・事業債（金融機関の発行する債券含む）・外国証券・株式になるが、地方債・事業債・外国証券のパフォーマンスデータが現段階では得られていないことから、主要投資対象として国債と株式に絞った 2 資産ポートフォリオについて試算している¹³³。その結果、1924 年 6 月以降 1944 年 11 月までの全期間を対象にした長期間にわたる 2 資産ポートフォリオにおけるリスク調整後リターンが最大化される株式投資比率は、0%になり、長期間にわたり最も効率的にリスクを負担し、リターンを得ることができた資産配分は、敢えて株式に投資すること無く国債 100%に投資するポートフォリオであった。

この対象期間を過去 24 か月、過去 60 か月に短縮して求めると、ほとんどの時点で株式比率 0%・国債比率 100%のケースでリスク調整後のリターンが高く、2 資産への分散投資の効果を活かした資産配分が機能していたとは言い難い結果になった。図 21 はリスク調整後リターンが最大化される株式比率の時系列推移を表したものであるが、過去 60 か月の場合には 36 年 9 月の時点から過去 5 年の期間では、株式に 8%程度資産配分して、国債に 92%投資した場合が最も過去超過リターン／リスクが高くなった。つまり、31 年 9 月以降の 5 年間について言えば、僅かながらも株式投資する意義が認められたわけである。時期としては、金輸出再禁止実施が視野に入り、株式のリターンも上昇する期間であるが、株式投資の高いリスクを負担しても見合うだけのリターンが

¹³¹ この場合のリターンは、東京コールのリターンに対する超過リターンを用いている。東京コールは必ずしもリスクフリーレートとは言えないが代替して用いた。

¹³² 榊原・青山・浅野（1998）、473 頁、参照。

¹³³ 先行研究の南條・粕谷（2006）では、国債、地方債、社債、貸出の 4 資産を対象に取り上げているが、債券のリターンを利回り代替しているという難点がある。また、同研究では、株式についてはインカムゲインが戦前の株価指数に勘案されていないことから資産クラスに加えていないが、金融機関の中でも、保険会社にまで研究対象を拡げる際には、保険会社の株式保有比率が高いことから必要不可欠になってくるだろう。

得られた期間が限られていたことを意味している。期間を短縮して過去 24 か月で試算した場合には、32 年 3 月、33 年 6 月、37 年 7 月には、それぞれリスク調整後リターンが最大化される株式比率が 50%、20%、100%まで上昇しており、その時点までの 2 年間のデータからは、60 か月と比較して高率の株式比率が優れていた。32 年 3 月までの 2 年間は、31 年の国債大暴落の影響から国債のリスクが高い割にリターンが優れなかったため、株式のリスク調整後リターンが最大化される比率が高まったと考えられる。33 年 6 月の場合には、32 年の株式リターンが著しく高かった影響が考えられ、そして 37 年 7 月の場合には株式のリスクが著しく低下した影響が反映されて株式のリスク調整後リターンが最大化される株式比率が高まったと推察される。

つまり、戦前・戦時期については、長期的に株式をポートフォリオに組み入れる効果は認められないものの、金輸出再禁止や二・二六事件後の低金利政策実施など金融市場の構造が政策により大きく転換する際には、株式比率を高めることでポートフォリオのリスク調整後のリターンを高めることができたわけである。

6.3.2. 資産分散効果縮小

日本国債と日本株式の 2 資産ポートフォリオにおいて、株式を組み入れることでリスク調整後リターンが最大化されるケースは総じて少ないことが確認できたが、両資産の分散投資による効果、即ち分散効果の推移も確認しておきたい。特に金融統制が強化され国債利回りの変動が抑制された時期に、分散効果がどのように変化したのかという問題意識は、当時の市場参加者の投資行動を考える上でも意義があるだろう。

ここでは、日本国債と日本株式の等比率ポートフォリオについての検証を試みることにするが、分散効果が反映された等比率ポートフォリオのリスクと、両資産のリスクを単純に平均化した単純平均リスクの差を求め、分散効果を推計するという手法を採用した。図 22 では、過去 24 か月と過去 60 か月の期間を対象として、時系列での分散効果の推移を記している。

過去 24 か月の期間では、33 年 10 月に分散効果 1.46%がピークとなりその後は急速に分散効果が低下している。34 年にかけての急落局面と 37 年以降の低下を経て、44 年 11 月には 0.01%まで縮小し、ほぼ分散効果が消失したのである。また、過去 60 か月の期間では、32 年 7 月の分散効果 1.00%がピークとなりその後は同水準を維持したものの、過去 24 か月間の分散効果と同様に 37 年以降急速に低下しており、急速に分散効果が低下している。44 年 11 月の分散効果は 0.08%にまで極小化し、過去 24 か月の分散効果よりは大きいものの、ほぼ分散効果が消失したと言ってもよい水準まで縮小している。

以上のデータからは、単純な時系列推移を確認すると、金融統制が強化されるにしたがって、分散効果が圧縮していくことが確認できた。現代ポートフォリオ理論では、異なる資産への分散投資により、分散効果が発揮されリスクは抑制されると説くが、戦時期の価格統制が強化された段階では、現代ファイナンス理論が指摘する分散効果が低減していたわけである。戦前・戦時期では、国債利回りの変動が抑制されたため、リターンが平準化されリスクは抑制されていたため、経済環境の変化に応じた利回り変動が期待できず、株式との分散効果も低下したと推察される。

市場参加者にとっては、金融統制強化により国債そのもののリスクが消失したため、株式との分散投資により分散効果を得ることが難しくなったことを意味する。つまり、金融統制期の市場参加者にとっては、国債だけではなく株式へも投資することで分散効果を獲得する意欲が生まれない環境にあった可能性がある。それと同時に、仮に最も効率的な資産配分についての判断ができた市場参

加者が戦時時期に存在していたとすれば、データから得られる事実により、株式も含めた分散ポートフォリオを構築する必要はなく、国債のみによるポートフォリオで十分であったと言えよう。金融市場のパフォーマンスから得られるデータからは、金融統制が強化されていく資産配分で、国債リスクの消失を享受することが、通期では的を射た判断であったことが確認できた。

6.4. 小括

第2章・第3章で国債投資のパフォーマンスを、第4章・第5章で株式投資のパフォーマンスを算出したが、第6章ではそれらを基に戦前・戦時時期の金融市場のマイクロストラクチャーを改めて確認した。日本株式が米国株式対比で著しく劣位にあったわけではないものの、現代ポートフォリオ理論に基づくリスク調整後リターンが最大化される株式比率は低位であることが示唆され、特に金融統制期には国債と株式の分散投資による効果が消失していたことを確認した。

価格統制が強化され、国債リスクが抑制される中で、市場参加者による国債保有比率を引き上げた投資行動は、市場における投資成果と整合的であり、国債消化策・市場参加者の投資行動・パフォーマンスが三位一体となった金融市場が形成されていたと言えよう。つまり、金融市場に対する価格統制と、金融機関等に対する資金統制とが整合的に実施されていた可能性が高い。

ところで、特に1940年代にはインフレ率が上昇し、実質的な国債リターンはマイナス化していたため、国債を保有する個人投資家等は、実質的な資産価値が毀損したものの、政府は、国債利回りを規制することで、低コストで資金調達できていたことになる。一方、金融機関は、国債リターンよりも低い金利水準で資金調達し、順鞘運用をしていたことから、実質的価値の毀損に対する懸念よりも、順鞘が政策的に維持されることを前提に規模拡大の誘因がはたらいたことが推察される。つまり、金融統制期における政府の円滑なる資金調達による戦争遂行という公益追求と、金融機関の私益追求も整合的に満たされていた可能性があると言えよう。

第7章では、この40年代の金融統制期に焦点をあて、経済主体の中でも金融機関の投資行動・資産配分が、各種政策と整合性をもって、国債市場に集中していった過程を精査することで、金融市場における政策と市場参加者の行動、およびパフォーマンスの関係を明らかにしたい。

7. 五大銀行の有価証券投資と金融統制

第6章までは、金融市場に関する政策や市場構造と、市場パフォーマンスの関係について検討した。第7章は、特に国債への投資で重要な役割を果たした五大銀行を取り上げることで、市場参加者の行動と、市場パフォーマンスを関連付けながら、戦時期に至る市場構造について検討してみたい。産業組織論の枠組から言えば、金融市場に関する、「ストラクチャー」と「パフォーマンス」の関係に加え、「コンダクト」について取り上げることで、第6章までの分析を拡張するわけである。市場参加者の行動については、各章で国債・株式の保有比率など資金循環の面からマクロ的に概括してきたが、第7章では、五大銀行の有価証券投資に着目して、財務諸表の時系列変化と市場パフォーマンスの関係をミクロ的に分析したい。

この分析からは、戦時期の五大銀行がバランスシート拡大という資金統制を受けつつも、自行の財務リスク耐性（経済環境等の変化による財務状態悪化に耐えうる程度）を強化したこと、そして厳しい制約条件下でも適応行動を取っていたことが明らかになるだろう。具体的には、1940年代に有価証券価額償却等の諸償却¹³⁴を急拡大させたことに注目し、個別行の財務リスク耐性を悪化させないための会計処理に工夫を凝らしたこと、国債投資や貸付金拡大を通して円滑な戦時資金供給に協力していったことを、金融市場の変化と結びつけて明らかにする。

ところで、戦時金融統制は、前記したように主に二つの統制経路を通して戦時期の有価証券投資に影響を及ぼしたと考えられる。二つの統制経路とは、市場変動抑制による価格統制と、資金循環に直接影響を与えた資金統制（国債割当・融資拡大等による民間金融機関のバランスシート拡大）である。戦前・戦時期における民間金融機関の資産配分は、資金統制の影響を強く受け、有価証券投資と融資が急拡大したため、金融市場の変動が大きくなれば、期間損益の不確実性を高めてしまう。そこで政府は、価格統制により金融市場の変動を抑制し、民間金融機関が市場変動を気に止めるまでもなく、資金統制によるバランスシート拡大を受け入れることを促したと考えられる。

1930年代末以降に三分半利債の時価変動が固定化され、急増する保有国債の価格変動リスクは低下したとは言え、保有する国債残高が急増してきた五大銀行は、意図せざる金利上昇による巨額の評価損発生リスクを抱えていたことは否定できないだろう。急増する資産に応じて資本金が増加しなかったため、レバレッジが拡大し金利上昇リスクに対する耐性は低下していたからである。そのため金融機関は、リスク管理の必要性が従来以上に高まり、政治経済環境の不透明感から意図せざる市場変動に対するリスクバッファー（緩衝材）を求めたのではないか。この「政府のバランスシート拡大方針に単に従うだけでなく、金融機関が財務リスク耐性を維持する方策を模索したのではないか」という問題意識は、有価証券価額償却等の会計手法について検討する背景の一つである。

かつて五大銀行には、1931年の国債暴落の際に、有価証券評価損が累増したため多額の有価証券価額償却を実施し、別途積立金の取り崩しを余儀なくされた経験がある。この有価証券価額償却は、30年代前半には有価証券評価損を解消するために活用されていたが、価格統制が強化されて評価損計上の必要性が消失した戦時にもかかわらず、なぜか急拡大することになる。こ

¹³⁴有価証券価額償却は、各種の償却（以下、諸償却と称する）の一つであり、資産評価額を引き下げるための勘定科目である。諸償却の主たるものは、有価証券評価額を対象とした有価証券価額償却であり、その他に貸付債権を対象とした滞貸償却、さらに不動産価額償却、動産価額償却などがあった。

の不自然さは、金融機関において何らかの意図が存在していたのではないかという類推を生じさせよう。そこで、以下では、戦時期に積み上がる有価証券価額償却に着目して、市場参加者の行動を、金融統制と市場パフォーマンスと結びつけて検討することにする。

7.1. 戦前・戦時期における国債市場と五大銀行有価証券価額償却

7.1.1. 戦前・戦時期の金融機関史研究

従来の諸研究では、五大銀行は、戦時期の政府による強制的な資金統制の結果として、国債投資・貸付金拡大を受け入れたことが論じられているが、戦時期の個別財務データを確認していくと、五大銀行は積極的かつ柔軟に自行の財務リスク耐性を確保しつつ、環境変化に適応していた可能性が浮かび上がってくる。資金循環統計や金融機関の貸借対照表からは、政策を一元的に受け入れた金融機関像とその資産配分の結果である資産構成比率しか見えてこないが、金融市場の変動や金融機関の損益計算書を精査していくと、制約下でも環境の変化に適応しつつ、自行の財務リスク耐性を高めていたことは否定できないからである。

このマクロ的な資金循環に着目した代表的な研究としては、1871 年から 1940 年までの期間についての藤野・寺西（2000）や、1941 年から 52 年までの期間についての宇都宮（2011,2013）による研究を挙げることができる。民間金融機関の国債投資比率（対金融資産対比）や貸付金比率（同）の上昇が 1941 年以降に顕著になり、国債投資比率は 44 年にピークアウトするものの、貸付金比率は増加し続けて戦後の貸付優位の金融システムの淵源になったことが明らかにされている。また、柴田（2011）は、満州事変以降の金融資産負債表を整理・分析し、民間部門の金融資産が増大し、金融機関を通して政府と企業部門で運用された貯蓄動員について整理している。これら研究の位置づけは、金融システムの構造を経済主体毎の資金動態の側面から把握するマクロアプローチと言えよう。

これに対して、個別金融機関の財務データの時系列変化を分析するミクロアプローチは、マクロアプローチを補完し、より一層金融システムの解明に貢献すると考えられる。たとえば、加藤（1965）は、営業報告書や社史から得られる財務データを基に、戦時経済下の六大銀行についての預金・貸付・有価証券動向に関するミクロアプローチを展開しているが、国債消化の促進と軍需・生産拡充資金の供給（貸付金）増大によるバランスシートの拡大を示しつつ、主として後者を日本興業銀行や六大銀行が担い、前者はその他の地方銀行等が主軸となったことを示している。その上で、戦後の大銀行によるオーバーローンの萌芽として戦時金融統制を位置付け、歴史的経緯と結びつけて各行の財務データの特性を分析している。しかし、主たる分析が、貸借対照表の残高データ中心によるものであり、損益計算書の損益データとの関連が曖昧である点を指摘できよう。また、後藤（1970）も詳細な各銀行のバランスシートに係る統計を整理しているが、五大銀行による軍需・生産拡充産業への貸付は、資金統制の結果であって、五大銀行の損益にとってどのような影響を与えたのかを、貸付金利鞘や有価証券投資利鞘などの観点から精査する必要はあろう。

一方、粕谷（2006）は、1923 年から 36 年までの期間を対象に、営業報告書に記載されている有価証券明細表を史料として、地方銀行の有価証券保有動機を分析している。戦時金融統制が強化されるまでの戦間期においては、資金需要停滞による遊資消化という動機に基づき有価証券投資が積極的に行われ、1931 年の有価証券評価損を除くと、有価証券投資は安定的な利益計上に貢献していたことを示している。戦前期の金融システムを明らかにする上では、個別金融機関の営業報告書に記載される損益データを含む財務データを基に、有価証券保有動機を探

り、資金循環のミクロアプローチを進めることから得られる含意は大きいと言えよう。

さらに、戦時期の普通銀行の収益事情について、貸付金・有価証券・預金といった貸借対照表勘定項目だけでなく、預金コストや証券・貸付収益などの損益計算書勘定項目に着目して分析しているものとして、日本銀行調査局特別調査室編（1948）がある。戦時期の普通銀行経常利益が大幅な増加率を記録したにもかかわらず、純益金の増加率が小幅にとどまったことに着目し、有価証券価額償却等により多額の含み益¹³⁵が銀行内部に留保され、財務基盤が強化されたと指摘している。また、五大銀行を含む普通銀行統制会会員銀行とその他の地方銀行を区分した上で、軍事融資が拡大した前者の経常利益率が高かったことも明らかにしている。このように有価証券価額償却等の臨時損失について言及された研究は少なく、貴重な分析になっていると言えよう¹³⁶。

尚、金融機関の証券投資の拡大と証券流通市場についての先行研究としては、志村（1980）があるが、昭和 18 年末から 19 年初に起債市場が回復するにつれて、店頭流通市場売買も活発化したことを示している。金融機関の債券ポートフォリオが硬直化することで、購入一辺倒に陥ったわけではなく、柔軟な資金配分調整が行われていたことの証左とも言えるが、この当時の資金循環の仲介役として、五大銀行が活発に債券売買した動機や売買動向は明らかにされていない。そのため、五大銀行が、有価証券売買を積極化していたミクロデータによる確認や、その損益影響度などについても明らかにすべきであろう。

以上のように、先行研究では、戦時統制期の金融機関行動を、マクロアプローチおよびミクロアプローチ共に主として貸借対照表の残高データを基に分析しているが、第 7 章では有価証券価額償却などの損益計算書の損益データを基に分析したい。これは、金融市場のパフォーマンス変化と市場参加者（金融機関）の行動を明らかにするためには、残高だけではなく損益の視点からも分析することで多層的な分析が可能になると考えたからである。このようなアプローチは、前記したように粕谷（2006）や日本銀行調査局特別調査室編（1948）にもみられるが、当研究では、国債及び株式のパフォーマンスを明らかにした上で、損益データとの接合を図りつつ、戦時期の制度・市場パフォーマンス・市場参加者の行動の関係を明らかにすることを試みている。

以下では、粕谷（2006）による戦間期の地方金融機関の有価証券投資の損益分析を拡張し、先行研究で検討されることが少なかった「有価証券価額償却」と有価証券評価損益の関係について検討するという分析手法を採用する。戦時期までの五大銀行の有価証券価額償却という損益勘定科目に着目したミクロアプローチから、金融機関の資産配分の動機・行動について検討するわけである。具体的には、営業報告書の損益データ(昭和 3 年上期から昭和 18 年 9 月期まで)、各行の社史における損益データ(昭和 18 年下期及び昭和 19 年上期・下期)、昭和初期国債・

¹³⁵ 本研究では、バランスシートの資産勘定項目の一つである「有価証券」帳簿価格を時価よりも引き下げることで温存される利益を「含み益」と称することにする。これは、社史等には、「留保利益」もしくは「秘密積立金」という表記も見られるため、資本勘定の社内留保や積立金と明確に区別することを意図している。

¹³⁶ 同研究は、融資先も結果的には生産設備が破壊されたことから、融資先企業の価値は毀損しており、諸償却を通じた含み益による銀行財務は実質的には強化できていなかったと結論している。「普通銀行は多額の内部留保を行い、いよいよその基盤を強化したかの観がある。しかし事實は然くいゝ得まい。何となれば軍需融資を多額に出したのに相手の會社は空爆によつて破壊され生産は停滞した。單に数字だけで表された普通銀行の基礎の強化はまったく政府の信用という一片の紙切で支えられたに過ぎないからである。これが終戦前のわが金融界の計理の姿であり、この一片の紙切れが戦後反古として屑籠の中に投げ入れられ、ば當然猛烈な金融恐慌を生ずべき筋合いにあった」と、日本銀行調査局特別調査室編（1948）、611 頁に記されている。

株式パフォーマンスインデックス(GBPI・EQPI)の市場リターンデータ、日本銀行調査局特別調査室編「満州事変以後の財政金融史」による各種損益データを活用して、五大銀行の評価損益・有価証券増減額・諸償却額・貸付金利鞘・有価証券利鞘の推移を、五大銀行除普通銀行と比較しつつ確認するものである¹³⁷。

7.1.2. GBPI・EQPI を用いた五大銀行の評価損益推移

戦前・戦時期の五大銀行が投資した有価証券は、主として国債等の国内債券であり、価格変動リスクの高い株式への投資は 10%を上回ることにはなかった。そのため、期中評価損益変化額も安定して推移していたと捉えられがちだが、国債の平均残存年限は第 3 章で確認したように超長期であり、金利変動に対する価格変化率(デュレーション)は想定以上に高かった(金利変動に対する損益感応度が高かった)。評価損が大幅に膨らむ場合には、自己資本(株主勘定から未払込資本金を控除した額)の 10%超に相当する損失が発生するケースもあったのである。

以下では、決算期に対応した国債市場の想定時価変化率(残存年数 1 年以上の現存する国債銘柄の時価総額比率と等しい割合で投資した場合の価格変化率)と株式市場の想定時価変化率を、昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)の価格指数(PI)¹³⁸及び昭和初期株式パフォーマンスインデックス(EQPI)の修正価格指数(API)から求め、有価証券残高(前期末・当期末残高の平均残高)に乗じて期中評価損益想定額の変化額を試算する。地方債や社債は国債よりも平均残存年数が短いことが想定されるが、国債と同じ想定時価変化率であることみなして計算し、外国証券は、投資比率が僅少であることから試算対象外とした(表 25 参照)。

半期(昭和 18 年の 9 月は四半期)毎の国債の想定時価変化率は、株式と比較すると狭いレンジでの推移となっているものの、金解禁が終了する昭和 6 年下期には -7.81%と大幅な下落を経験した。金輸出再禁止後は、高橋是清蔵相が日本銀行の国債引受に向けて国債消化策を積極化する中で長期金利が大幅に低下し、昭和 7 年下期には国債価格変化率は +7.90%まで大幅に改善するに至った。昭和 6 年から 7 年にかけてのわが国は、通貨制度の大転換期を経験し、長期金利も大幅に変動し、その結果として国債の想定時価変化率も大きかったわけである。その後は昭和 9 年下期、11 年下期、15 年下期に悪化するものの、変化率は概ね落ち着きを取り戻し、安定的なインカム(利息収入)を得る投資対象としての地位を固めた。株式価格変化率は、昭和 4 年下期、5 年上期は、米国株式市場の大暴落の影響を受け、-18.99%、-30.17%を記録したが、日本銀行による国債引受が開始された昭和 7 年下期には、長期金利が大幅に低下する中で株価上昇期待が盛り上がり+43.25%となった。昭和 10 年以降は、国債の想定時価変化率は極小化するものの、株式の想定時価変化率は振幅が続いたため、相対的に有価証券評価損益に対する株式の影響度は大きくなったと考えられる。

7.1.3. 1931 年の長期金利上昇が五大銀行決算に与えた影響

五大銀行の期中評価損益想定額の変化を試算するならば、昭和 3 年下期から 5 年上期にか

¹³⁷ 五大銀行の決算月は、昭和十八年下期以降、6 月・12 月決算から 3 月 9 月決算に変更になっている。

¹³⁸ 残存年数 1 年超の国債全銘柄に投資した収益率を示す昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)では、インカム収入を勘案しない債券価格指数(Price Index)も算出している。

けては株式の想定時価変化率が悪化したため、毎期 20 百万円前後の評価損となっている。その後、国債の想定時価変化率が劣位になった期の評価損益は悪化した、特に五大銀行の有価証券投資は、1931（昭和 6）年から 32（昭和 7）年にかけての悪化が目立つことになる。

1931 年の国債価格下落により、五大銀行である三菱、住友、三井、第一、安田銀行は、別途積立金戻入れによる有価証券価額償却を余儀なくされた。三菱銀行史には、「六年下期には金輸出禁止を見越した正貨の著しい流出と、日本銀行の相次ぐ利上げによって金利昂騰し、公債価格が劇落した為、当行は千万円に上る有価証券価額銷却を行わざるを得ず、そのため未曾有の損失を招き別途積立金を千万円繰戻して、配当も年八分に減ずるの已むなきに至った。而してかゝる事情は三井、住友両行に於いてもほぼ同様で、有価証券価額銷却の増加により利益の停滞を免れなかった¹³⁹」とあるが、金融機関にとっては財務リスク耐性を揺るがす一大事であった点が記されている。

有価証券価額償却が社会に広く報道されたのは、長期金利上昇により保有有価証券の評価損が急増した昭和 6 年下期決算を伝えた 1932 年初頭であった。「主要銀行が有価証券の値下り損に対し巨額の償却をなすため積立金の戻入れをなした」（大阪朝日新聞 昭和 7 年 2 月 23 日）が、「資産評価を厳査し思い切って償却を行わんとすることは殆んど従来にその例を見ざる所であつてそこに如何に各銀行当事者が財界時局に適処し銀行の内容堅実を期せんとするかの努力と誠意が看取され時節柄最も機宜を得た策として財界各方面から歓迎されている」（大阪時事新報 昭和 7 年 1 月 14 日）との報道を確認することができる。つまり、1931 年の長期金利急上昇は、それまでマイナーであった有価証券価額償却が、積立金を取り崩すことにより本格的に活用される端緒になったわけである。

昭和 6 年下期の期初・期末の債券平均残高（国債・地方債・社債残高合計）に、同期間（31 年 7 月から 12 月まで）の国債の想定時価変化率－7.81%を乗じて算出した期中評価損益想定額に、同じく株式残高に同株式想定時価変化率－5.04%を乗じて算出した期中評価損想定額を加えた保有有価証券期中評価損想定額は、五大銀行合計で約 95 百万円にものぼり、期末の未払込資本金控除後の株主勘定（自己資本）合計 586 百万円の約 16%に相当している。地方債や社債も国債と同様の時価変化率と見なしていることや、外国債券については想定額にカウントしていないものの、銀行経営にとっては、半期だけで保有有価証券の評価損失が自己資本の 6 分の 1 にまで及んだ衝撃は大きかったはずである。大正末期以降、銀行半期決算で国債の投資収益率¹⁴⁰がマイナスになるのは、後にも先にも昭和 6 年下期（1931 年 7 月～12 月）だけであり、五大銀行合計で、別途積立金を 35.5 百万円戻入れ、ほぼ同額の有価証券価額償却が計上された（表 26 参照）。

尚、相対的に、預証率の低い三井銀行および安田銀行の期中評価損益想定額が對自己資本比率で比較して少なく、評価損額も約 15 百万円と同水準であるが、有価証券価額償却は三井銀行 11 百万円強に対して安田銀行 4 百万円と大差になっている。また、巨額水準の有価証券価額償却を計上したため、三井銀行の当期純益金は 12 百万円の赤字に陥り、五大銀行の中で突出して損失を計上しているが、他行は債券および株式の期中評価損益想定額よりも明らかに

¹³⁹ 三菱銀行史編纂委員会（1954）, 219 頁。

¹⁴⁰ この投資収益率は、価格変化だけでなく債券利息収入も含めたトータルリターンであり、GBPI の TRI により算出したもの。尚、価格指数である PI については、マイナスに陥る半期もあったが、昭和 6 年下期水準まで落ち込むことは無かった。

少ない水準でしか有価証券価額償却を計上していない。三井銀行は、評価損益想定額の対象外とした外国証券比率が一段と高いため、昭和6年下期には、外国為替売買益から外国為替売買損を差し引いた損益が2百万円弱の赤字を計上している影響もあり、一段と保守的な決算にした可能性もある。また、昭和7年には金輸出再禁止による円安で大幅な外国為替売買益11百万円強を計上していることから、外国証券の評価損益も含めた想定額算定も行うことで、財務リスク耐性について検証することは今後の課題であろう。

結局、昭和6年下期決算は、有価証券価額償却を増加させ、別途積立金を戻し入れなければならなかった点で、各行に等しく衝撃を与えたものの、その損失に対する処理方法は各行で差が生じていたのである。

7.1.4. 五大銀行の有価証券評価損益と有価証券価額償却

1931年に大幅な評価損が生じた五大銀行は、有価証券価額償却という会計手法を用いて、有価証券の帳簿価格切り下げを実施した。この有価証券価額償却とは、時価が原価（簿価）より低い時は時価にて評価し、原価との差額を償却することであり、保守的会計を尊ぶ銀行の有価証券の評価方法に伴う勘定項目の一つである¹⁴¹。価額償却は、有価証券等の帳簿価格を意図的に時価よりも切り下げ、利益をバランスシートの資産部分に含み益としてプールする効果があり、財務リスク耐性を高めるために、会計処理として積極的に活用されるようになったことが、後述する各種史料から確認される。一般産業企業と比べて、銀行業の場合には融資や投資活動により利鞘を獲得していくビジネスモデルであるため、その対象となる金融資産特有の償却勘定として、投資活動のための対象として有価証券に係る価額償却が存在していたと捉えることも可能だろう。

興味深いことに、1932年以降も、強力な低金利政策が維持されることで評価益が生じているにもかかわらず、五大銀行が有価証券価額償却を維持・拡大させている。表27は、五大銀行の各行有価証券価額償却合計額と、同じく諸償却額、当期純益金、自己資本とを昭和3年上期から昭和19年下期までの期間で比較したものである。評価損が拡大した昭和6年下期に、有価証券価額償却が急増し、諸償却の9割弱を占めることで、評価損を補填するように帳簿価額の切り下げが実施されたのが窺われる。五大銀行の当期純益金合算額は、18百万円弱の赤字に陥ったことから、その衝撃の大きさが確認されよう。その後有価証券価額償却は、大幅な期間評価損益の悪化がなかったことから安定的に諸償却に占める割合が50%を下回っていたものの、1936年以降、拡大基調に転じる。36年は、国債の低利借換えが実施され、大量発行の端緒となる国債市場の分岐点となった年であるが、37年以降は日華事変の戦費調達による国債の大量発行から、銀行による国債投資も活発化した時期と重なる。この間、長期債利回りは低下基調で推移したため、有価証券の累積評価益はむしろ順調に積み上がっており、本来であれば有価証券価額償却による帳簿価格の切り下げを実施する必要はなかったはずである。

しかし累積評価益が積み上がっていくにもかかわらず、国債増発と国債投資額増に歩調を合わせるように有価証券価額償却は増加し、昭和15年上期には当期純益金を上回り、諸償却に占める割合も90%を上回った。昭和18年9月期には、有価証券価額償却は当期純益金の2.4倍の規模にまで膨らんだのである。起点の設定により累積額の水準は左右されるものの、昭和3年上期から19年下期までの有価証券価額償却の累積額は900百万円を上回り、前項で確認し

¹⁴¹ 長谷川（1928），104頁。

た時価変動による評価益 200 百万円と合算すると、ほぼ自己資本に相当する額が積み上がったことになる。つまり、有価証券価額償却は、多額の評価損失が発生した時点で計上される勘定科目であったものの、評価損失が生じない段階でも計上しつつ累積する（有価証券の帳簿価格を切り下げていく）勘定項目として利用されるようになったのである。この金融機関決算で計上される有価証券価額償却の特性が変化していった経過については、1932 年以降の五大銀行の自己資本比率と結びつけて次節で検討してみたい。

7.2. 有価証券価額償却の役割変化

7.2.1. 1932 年以降の国債管理政策と有価証券価額償却

1931 年 12 月には金輸出再禁止が実施され、その後、高橋是清蔵相による低金利政策が始まることになるが、国債市場は、1936 年の低利借換えと 1940 年の金融機関の国債割当という国債管理政策上の大きな転換点を迎えるため、それを節目として三期に分けて、有価証券価額償却との関係を確認してみよう（表 28 参照）。

第一期は、1932 年から 36 年の二・二六事件勃発前までの期間であり、1932 年 11 月には、日本銀行による国債引受が始まり、12 月には市中銀行に国債の売りオペが実施されるようになった。いったん日本銀行に引き受けられた国債が、金融機関に転売されるマーケット・オペレーションが実施されるにつれ、五大銀行の国債保有額も拡大していった。1934 年 4 月には、土方日本銀行総裁は、「（金利低下により値上がりした所有有価証券について）手持ち有価証券の売却買替又は償還等によって生じましたような場合には、これを内部に留保しこれをもって新規投資証券の価額償却に充つる位の用意が是非あってほしいと存じます」（大阪時事新報 昭和 9 年 4 月 15 日）として、売買益等の含み益化の重要性について全国貯蓄銀行大会にて講演している。銀行の所有する公社債の帳簿価格を、一定限度の枠をはめつつも時価以下に切り下げることは、銀行の証券保有額が増大していることや、銀行経営・監督上から財務リスク耐性を高めるために推奨すべきものであるとの立場を日本銀行は表明したわけである。

尚、日本銀行が有価証券価額償却を推奨しても、税務当局が同償却の損金算入を認めるからこそ、積立金としてではなく償却を行う意義があることは言うまでもない。この段階では「税務当局の保有所得税賦課方針は地方により大目に見るものもあるが極めて無理解なる態度を取っているものも少なくない（中略）切下が市価に比し一定限度を超えないものである限り収税上の緩和的態度を全国的に統一するように適当な方策を講ぜられたし」（大阪朝日新聞 昭和 9 年 4 月 20 日）」とあるように、税務当局については、全国統一見解が存在しているというよりも、地域ごとの税務当局による裁量が認められていたと推察される。

第二期は、1936 年の二・二六事件以降から 30 年代末までであり、馬場蔵相による低利借り換えが実施されるとともに、支那事変国庫債券に代表される三分半利債の大量発行につながり、銀行をはじめとする金融機関も、大量の国債を購入せざるを得なくなった時期である¹⁴²。そこで、金融機関は、国債残高拡大による財務リスク耐性を強化するように努めたのである。第一銀行史下巻には、「（昭和十一年下期は売却前利益が増加したが）増加利益を有価証券の価額償却等に充当して資産内容の充実を図った¹⁴³」とあり、さらに三菱銀行史には、「（昭和十二年以降）

¹⁴² 平山（2017c）参照。

¹⁴³ 第一銀行八十年史編纂室（1958），248 頁。

配当率は当局の方針に則って年八分に据置いた為、每期多額の銷却等を行って内部留保に努め、純益金は五百万円台を計上するに止まった¹⁴⁴」ことから、外部流出を抑制し有価証券価額償却等を活用することで、含み益積み増しに努めたことが伺われる。

そして第三期は 40 年代前半であり、深見（2013）によれば、1940 年 3 月には日本銀行が引受シ団銀行に対して、預金総額の 25%とする国債消化基準を要請した¹⁴⁵ことが明らかにされているが、金融機関の国債保有残高は、特に 40 年代に増勢を強めるようになった。各行によりばらつきはあるが、41 年 12 月の五大銀行の国債残高は、概ね預金総額の 4 分の 1 を上回っており、一部の銀行では 32%まで残高を高めている。住友銀行の十亀常務は、1942 年 11 月の主管者会議で「金融統制会が出来て第一に国債消化の問題を採り上げ、その消化率を預金増加の六十%とした¹⁴⁶」と発言しているが、国債保有の目標設定は個別対応であり、ある程度の幅があったものの、巨額の国債投資が行われていたことが窺われる。この間、国債保有残高拡大と歩調を合すように五大銀行の諸償却は、昭和 14 年度末 30 百万円から昭和 19 年度末 132 百万円へと急速に拡大したのである。

7.2.2. 変質した有価証券価額償却の役割

1932 年以降は、政府の低金利政策や、国債評価における標準発行価格制の採用により、1931 年のように有価証券評価額が急減する可能性は著しく低下した。それだけに、従来の会計手法としての価額償却の役割は使命を終えてもよかったはずである。価額償却は、国債等の評価損を解消し、財務リスク耐性を維持するための手法であったからである。しかし、五大銀行にあって、有価証券価額償却額は、有価証券評価損が生じない時期にも、上積みされるようになったのである。

有価証券価額償却は、間接的に引当金勘定を設けるのではなく、直接的に資産評価額を減じる会計処理と言ってもよいが、現代の企業会計原則とは異なることから、当時の償却の位置づけを社史等から再確認してみたい。第一銀行史下巻には、「銷却は每期行われ、特に有価証券については、当初は評価に少なからぬ余裕があったため一方に評価益を出して他方で同額の銷却をしてきたが（五年下期及び六年上期においても考課状面に出さずにこれを行っている）、六年下期国債市価の暴落により五百五十万円という銷却額を考課状面に計上することとなった¹⁴⁷」と記載されている。当時の有価証券価額償却が、毎期の時価変動による有価証券評価額を修正する銀行の会計処理として扱われていたことが確認できよう。しかし、時代を経るにつれ証券価格変動との関連性が希薄化していくことになる。三菱銀行史には、「（昭和七年上期以降の営業方針として）有価証券売買益及び償還益の多くを有価証券の価額銷却に振向けることとした為、同銷却は証券価格の騰貴にも拘らず比較的多額に上り、その結果資産内容は著しく充実したものとなるに至った¹⁴⁸」と記されている。さらに有価証券価額償却による帳簿価額の引き下げは、資産内容の堅実化を目的とする会計処理として活用されるようになったのは、三和銀行の社史などからも確認することができる。

¹⁴⁴ 三菱銀行史編纂委員会（1954），283 頁。

¹⁴⁵ 深見（2013），64 頁。

¹⁴⁶ 住友銀行史編纂委員会（1979），331 頁。

¹⁴⁷ 第一銀行八十年史編纂室（1958），159 頁。

¹⁴⁸ 三菱銀行史編纂委員会（1954），235～236 頁。

第一に、三和銀行史には「九年上期に多額の諸償却金の計上を見たのは、同期の有価証券償還益を挙げて有価証券価額の償却に充当し、資産内容の堅実化をはかることとしたためである¹⁴⁹⁾」と記されていることから、単年度の臨時損益（有価証券償還益）に連動した行動であることが確認できる。それに対して、37年から41年にかけてについて、「（十二年下期から十六年下期にかけて、証券平均利回りの低下傾向にもかかわらず証券収入増加率が有価証券増加率を上回った理由は）大巾な証券価額償却を行い、実際価額と簿価に大きな開きを生ずるに至ったことを見るがすことができない¹⁵⁰⁾」とあることから、価額償却を加速し証券ポートフォリオの効率化を図る姿勢が強調されている。

第二に、「経常支出以外の支出額のうちで注目すべきは諸償却で、十三年下期から極めて大幅に増加している。これは（中略）経常収支のいちじるしい好転に際して、有価証券の価額償却を尽くしたためであって、これにより当行の資産内容はさらに一段と堅実化することとなった¹⁵¹⁾」としており、経常収支の状況を示した経常利益金の増加率と比較して、臨時収支尻ならびに諸償却を加減した当期純益金の増加率は圧倒的に低かったことを示唆している。「諸償却を厚くして資産内容を堅実化し、表面利益の計上を抑えたためであった¹⁵²⁾」とも記されていることから、意図的に当期純益金を抑制していたと見なせよう。有価証券の簿価引き下げにより含み益を温存し、財務リスク耐性強化が図られ、経常利益が増大するにもかかわらず純益金を圧縮したために、税金等の社外流出を抑制したと考えられる。

第三に、戦時金融統制の影響で株主への配当を通した社外流出が抑制された点を「配当率を一分引上げて年八分とし、株主に対していささか酬いるところがあった¹⁵³⁾」と表現し、「経常利益の累積増加にともない、有価証券その他の償却を厚くして、資産内容の堅実化に一層の注意を払った。もっとも二十年上期は終戦前後の特殊事情があり、経常利益がいちじるしく縮小したので、諸償却に相当の手心を加えざるを得なかった¹⁵⁴⁾」とあり、拡大したバランスシートによる利益は、株主勘定ではなく、有価証券等の帳簿価格切り下げにより含み益化することが第一義とされたことが伺われる。

また、三和銀行に限らず、第一銀行の昭和15年下期第一銀行営業報告書（第89期）では、「必要ナ価額銷却ヲ十分ニ行フコトヲ得マシタノデ、益々當行ノ基礎ヲ堅實ニシ、何時如何ナル變化ガ經濟界ニ起ラウトモ之ニ耐ヘ得ル底力ヲ備ヘタルコトデアリ」として、将来の経済変動に対する財務リスク耐性を高めていることを明らかにしている。つまり、有価証券の帳簿価格を引き下げたのは、累増するバランスシートのリスク耐性を強化するためであったことは否定することはできず、有価証券価額償却の位置づけは、会計上の時価変動に応じた評価減手段から、財務リスク耐性を確保するための含み益温存手段へと変化したと言える。

7.2.3. 有価証券価額償却と自己資本比率低下

次に、戦時期の報道を確認していくと、銀行の国債保有増大と、それに伴う有価証券価額償却

¹⁴⁹⁾ 三和銀行史刊行委員会（1954），80～81頁。

¹⁵⁰⁾ 三和銀行史刊行委員会（1954），115頁。

¹⁵¹⁾ 三和銀行史刊行委員会（1954），116頁。

¹⁵²⁾ 三和銀行史刊行委員会（1954），117頁。

¹⁵³⁾ 三和銀行史刊行委員会（1954），117頁。

¹⁵⁴⁾ 三和銀行史刊行委員会（1954），155～156頁。

の拡大については、おおむね好意的に伝えられており、社会的にも受け入れられる素地があった点は興味深い。昭和 15 年上期には、「有価証券価額償却は五大銀行総計で三千五百万円の巨額を示した、一部は有価証券保有増に当然伴うが、収益増による経営堅実方針を示している」（中外商業新報 昭和 15 年 9 月 7 日）、昭和 15 年下期は、「有価証券償却もまた証券保有高の増加に伴い各行殆ど軒並みの増勢を示し」（大阪朝日新聞 昭和 16 年 3 月 6 日）、昭和 16 年上期には「（第百銀行も加えた七大銀行の純益金増勢が鈍化傾向を辿った理由の一つとして）戦時経済の変動期に対処し償却を厚くした」（大阪毎日新聞 昭和 16 年 9 月 6 日）ことを挙げている。また、昭和 16 年下期決算については、「有価証券投資が比較的消極的であったにもかかわらず有価証券償却を相当程度に計上しつつある点が注目される」（大阪毎日新聞 昭和 17 年 3 月 6 日）と記されているのである。

ところで、国債保有額が増大した戦時期の五大銀行のバランスシートを確認すると、大きな特徴が浮かび上がってくる。昭和 15 年以降は、預金増加が国債投資や貸付金拡大に振向けられ、銀行のバランスシートは急拡大していく一方で、株主勘定は緩やかな増加にとどまり、負債（預金）が拡大する中で自己資本比率は、極端に低下したのである。表 28¹⁵⁵（右列下段の昭和 15 年以降の変化倍率）には、1939 年 12 月値を 1.00 とした時の 1945 年 3 月値の倍率を示しているが、資金調達サイドの預金は 4.01 倍、資金運用サイドの貸付金は 6.51 倍、有価証券は 3.90 倍まで拡大している。総資産から未払込資本金を控除したバランスシート規模も 4.55 倍になっているものの、株主勘定から未払込資本金を控除した自己資本は 1.41 倍、当期純益金は 2.07 倍でしかない。本来であれば、資産の膨張に伴い利息収入等も増加するため、当期純益金が拡大し、未払込資本金控除後株主勘定（自己資本）も一定程度積立金が増加するだろうから増加基調で推移するはずである。しかし、当期純益金の増加率は、総資産の増加率と比較すれば、緩慢なペースに留まり、自己資本も相対的には拡大したとは言い難かった。

それに加え業況の拡大と共に、増資をして資本を拡大するべきところであるが、戦時金融統制により積極的な増資が可能な状況ではなかった。そのため、仮に 1931 年に発生した国債価格の暴落や、信用危機による貸倒れと同程度の危機が発生すれば、自己資本比率が低いため、自己資本が短期間で毀損する可能性が高まっていたと言えよう。図 23 によれば、昭和 3 年上期（1928 年 6 月末）の自己資本比率¹⁵⁶は 14.8%であったものの、昭和 11 年上期（1936 年 6 月末）に 11.8%となり、昭和 14 年下期（1939 年 12 月末）に 7.3%となり、そして昭和 19 年下期（1945 年 3 月末）には 2.4%まで低下している。40 年代に五大銀行の自己資本比率は急低下し、先の見通せない戦時体制下で金融機関は、レバレッジの高い財務的脆弱性を克服することが求められていたのである。特に昭和 15 年以降は、有価証券価額償却などの諸償却を拡大させることで資本勘定の拡充が進まず、自己資本比率が低下した。社外に流出しない社内留保は、「当期純益金＋諸償却」から「税金＋配当金＋役員賞与」を控除して求めることができる。この留保利益は、株主勘定に留保される諸積立金としてか、有価証券勘定の評価価額を引き下げて含み益として留保されることになるが、後者が圧倒的に多く活用されたのである。有価証券価額償却

¹⁵⁵ 14 年下期（1939 年 12 月値）の変化倍率（右列中段）は、11 年上期（1936 年 6 月値）対比の倍率。19 年下期（1945 年 3 月値）の変化倍率（右列下段）は、14 年下期（1939 年 12 月値）対比の倍率。

¹⁵⁶ 自己資本比率は、未払込資本金控除後株主勘定（五大銀行合計額）を未払込資本金控除後総資産（同）で除して算出した。

の活用は、損金算入可能である点で諸積立金による手法よりも多用され、有価証券価額等の諸償却が拡大する一方、株主勘定には抑制圧力がはたらいていたと考えることが可能であろう。つまり、名目上の自己資本比率の低下は、極端な財務リスク耐性の悪化を示すものではなく、有価証券価額償却の活用により、実質的な含み益をプールすることが意図されていたと考えることができるのである。

7.2.4. 店頭流通取引の拡大と五大銀行の積極的な売買記録

戦時期の五大銀行のもう一つの側面である、国債転売機能について検討しておこう。大量に発行された三分半利債の取引所価格と各銘柄の標準発行価格からの乖離幅を検証すると、1940年代以降は、取引所価格は標準発行価格に収束し、釘付けられることで変動率が極小化していたことが確認できる¹⁵⁷。引受・強制割当の主たる対象となった三分半利債の取引所価格が固定化される中で、第3章で指摘したように、主たる債券流通市場は店頭市場に移行していた。五大銀行は、日本銀行から購入する国債額が増加するにつれて、国債売買額も増勢傾向で推移したことから、小口（小額）による取引所取引よりも相対による店頭取引の方が円滑な大口（多額）売買執行が可能であったと推察される。

表29は、営業報告書に記載されている有価証券増加額及び減少額を五大銀行各行合算し、その推移を示したものである。昭和6年下期以降、証券種別で区分されて営業報告書に記載される当期増加額及び当期減少額を確認すると、昭和13年上期から国債の当期増加額が拡大している。日本銀行によるマーケット・オペレーション（日銀引受国債の売却）による五大銀行の国債購入・国債割当の影響から五大銀行の国債増加額が増勢基調で推移したと考えられよう。尚、1940年から1945年にかけての普通銀行（普通銀行統制会々員銀行）が日本銀行から購入した利付国債（額面）は7.2億円から37.1億円に急増しているものの、日本銀行利付国債純売却額に占めるシェアは低下している（21.2%⇒15.0%）。この間に地方銀行は2.8億円から86.5億円まで拡大しているため（同シェアは8.2%⇒35.1%）、金融機関におけるマーケット・オペレーション主要相手先は、普通銀行統制会々員銀行から地方銀行に転換していたことが確認できる¹⁵⁸。そのため、国債に対する投資姿勢は、5大銀行を含む普通銀行統制会々員銀行よりも地方銀行等が積極的であったと考えられる。戦時期のマーケット・オペレーション相手先の変化を見ると、日本銀行と地方銀行の関係が、密接かつ直接的なものへと変化が生じた可能性があると言えよう。特にマーケット・オペレーションのシェアは1942年から43年にかけて著しく変化しているが、これはGBPIの国債リスク消失化と軌を一にしている。

一方、興味深いことに、戦時期にかけて五大銀行の国債減少額は、増勢傾向で推移しており、積極的に国債の売却を実施していたことが裏付けられる。1936年の低利借換えにより、1940年代に満期償還を迎える五分利国庫債券は期限前償還されていたことから、償還による当期減少額の占有率は低下していたと考えられるため、当期減少額の大部分は、ほぼ売却額と見なせるから

¹⁵⁷ 第2章、および、平山（2017c），19～20頁。

¹⁵⁸ 日本銀行統計局（1947b），68頁。この間に貯蓄銀行のシェアは17.3%から1.4%まで低下しており、金融機関統合の影響があったことも推察されるが、地方銀行と貯蓄銀行を合計したシェアは、25.5%から36.5%まで増加していることから、日銀引受国債の売却先としての普通銀行統制会々員銀行以外の位置づけが高まったことを裏付けるだろう。また、この間に特殊銀行も4.5%から16.0%までシェアを拡大させている。

である¹⁵⁹。国債の当期減少額を当期増加額で除した比率を確認するならば、国債評価損が拡大した昭和 6 年下期は 180%を超え、低利借換えの影響で期限前償還が増加した昭和 11 年下期の 118%などが目立つものの、日銀からの購入が拡大した昭和 13 年以降でも、50～93%の比率を維持している。そのため五大銀行は取引所取引が停滞する中でも、日本銀行から国債を購入し続けるだけでなく、店頭流通市場を活用して国債を大量に売買していたと推察される。1940 年の当期減少額が約 10.0 億円であることから同年の店頭流通市場取扱高の 23.8%程度の規模を占めていたことも確認できる。五大銀行が、積極的に国債消化に協力しつつ、購入だけでなく売却も積極的に行うことで、店頭流通市場の流動性を支えていたと考えてよいだろう¹⁶⁰。志村（1980）が指摘する大銀行による債券売却は、営業報告書に記載されるデータからも確認することができ、五大銀行が国債の売買を積極化させていた可能性が高いと言える。

7.3. 有価証券価額償却拡大の背景

五大銀行による積極的な国債投資比率圧縮・貸付金利率引き上げは、意図していたかは明らかではないが、五大銀行の業績拡大に貢献したであろう。相対的に国債投資利鞘よりも貸付利鞘の方が高かったからである。五大銀行にとっては、資産配分を国債から貸付金へと促す動機は十分にあったと推察される。この点につき以下では、五大銀行の有価証券価額償却と資本利益率、そして税制の関係について検討してみたい。

7.3.1. 1940 年代の有価証券価額償却急増と資本利益率

特に 1940 年代に入ると、五大銀行は、バランスシート拡大により膨らんだ利益の社外流出を抑制し、有価証券価額償却の上積みすることを加速化させ、銀行内部に含み益を確保するようになる。たとえば、五大銀行の有価証券価額償却率（対未払込資本金控除後株主勘定）は、1936 年 6 月に 0.7%であったものの、1939 年 12 月には 2.9%、そして 1945 年 3 月には 10.3%までに大幅に上昇している（表 27 参照）。これは、営業報告書に記載する有価証券帳簿価額を減価させて含み益を温存し、将来の危機に対応できるように「簿価換え」を積極化していたことを意味する。

国債を大量に保有する金融機関にとっては、将来、大幅な時価変動が発生し、特に長期金利が上昇しても損失を計上せずに済む水準にまで、財務リスク耐性を強化することが意図されたと言える。また、戦時における経済環境の変動リスクや貸付金の回収リスクの高さを想定して、保守的な財務状態を維持すべきとの誘因が働いたとも言える。つまり、自己資本比率が低下する中で、含み益を証券勘定内に温存するという手法がとられたわけである。これは、政府による国債割当という制約下でも財務リスク耐性を強化することが模索され、一種の便法として有価証券価額償却が採用されたと言える。国債投資の量的拡大リスクを緩和するためにも、政府側からの標準発行

¹⁵⁹ 日本銀行統計局（1947b）, 66 頁。内国債の償還高は、1936 年に 22.3 億円するが、その後減少し 1937 年から 1943 年までの合計償還額は 0.2 百万円に過ぎなかった。尚、1944 年には 9.5 億円、1945 年には 2.0 億円になっている。

¹⁶⁰ 営業報告書から得られる五大銀行の国債減少額は、昭和 18 年上期までであるため、日本銀行調査局特別調査室編（1948）の普通銀行統制会々員銀行の数値で確認すると、1942 年末から 45 年 9 月までの期間に、利付国債は 91.7 億円増加しているものの、同期間に日本銀行のマーケット・オペレーションにより購入した利付国債は 89.9 億円であり、ほぼ同額になっている。

価格制度適用といった政策的配慮に加え、金融機関側も財務リスク耐性強化を図ることで、日本経済の喫緊の課題であった大量の国債消化に官民双方で適応したわけである。

つまり金融機関等にとってみると、低い自己資本比率でレバレッジを拡大した運営が余儀なくされたため、増加する資産評価額の変動リスク等を抑制する必要から、簿価換えによる有価証券ポートフォリオの財務リスク耐性を強化するという行動が進められたと言える。これは、金融機関等が、政府の進めた戦時資金計画達成を推進するとともに、自社の財務リスク耐性も維持するという一石二鳥の方策でもあったのである。株主にしてみれば、当期純益金が抑制されることになり、配当の増加も期待薄であり、かつ表面上の業績も決して高成長を誇るものでなかったが、諸償却も含めれば五大銀行の収益性は著しく改善した点は評価しうるだろう。五大銀行「当期純益金＋税金」平均額は、昭和14年度（上期・下期合計）14.5百万円から、昭和19年度（同）31.9百万円に増加し、年率換算17.0%の増益率であった。一方、同「当期純益金＋税金＋諸償却」は同期間で22.9百万円強から86.4百万円へ4倍弱になり、年率換算30.4%の増益となっている。このことから、レバレッジを拡大させた五大銀行の40年代の業績は、表面上は低水準にコントロールされていたものの、その実態は高水準の増益を記録していたのであった（表30参照）。

また、預金の増大に加え日銀からの借入もあり資金調達が進んだ五大銀行ではあったが、低金利の影響などで1943年には総資産利益率（ROA）は1%を割り込むまでに資産効率は悪化した。一方、毎期の利益は、会社利益配当及資金融通令により配当が抑制されたことから、外部への流出は限られた。これらの留保金は、積立金等として株主勘定に積み立てられるのではなく、諸償却拡大により企業内にプールされ、当期純益金として計上されなかったのである。そのため、株主勘定（未払込資本金除く）は好業績にもかかわらず抑制され、昭和19年下期（1945年3月末）には資本利益率（ROE）は11.6%（半期5.8%の年率換算値）まで上昇している¹⁶¹（図24）。一方、ROE算出に当たっての利益を、当期純益金だけでなく、実質上の企業業績を示す「当期純益金＋税金＋諸償却」にすると、ROEは大幅に上昇していたことが確認できる。特に、昭和15年上期以降は、有価証券価額償却が急増したため、当期純益金のみで算出したROEとの乖離が大きくなっている。実質的な企業業績をベースとしたROEが急拡大し、昭和19年下期には36%（年率換算値）を上回り、投下資本対比では、銀行株式への投資は非常に利益創出力の高い投資対象になっていたわけである¹⁶²。

7.3.2. 五大銀行と地方銀行の比較

次に、戦時の資金統制を分析するにあたって、貸付金拡大の主役の一つに据えられていた五大銀行を含む普通銀行統制会々員銀行と、預証率が高まったその他普通銀行（主に地方銀行）を区別して、有価証券価額償却等の相違点などを確認してみたい。地方銀行等は急激な銀行合同の対象となったため、個別行データの積み上げが煩雑になることに加え、普通銀行全体の損益計算書に関する時系列データ取得は難しい。そこで、全国普通銀行のデータは、昭和14年上期から16年下期までの期間を東京銀行協会集会所調査課編「本邦銀行財務分析」、昭和16年下期から18年上期までの期間を金融統制会調査部「金融機関業態調」を基に整理する。さらに

¹⁶¹ 昭和18年9月期に資本利益率が低下しているのは、決算月変更に伴い3か月間のみの当期純益金を基準に算出しているためである。

¹⁶² 経常利益では、19年下期が14.6%であることから年率換算では29%を上回った。

日本銀行取引先普通銀行の有価証券価額償却データ等は、昭和 17 年下期から昭和 19 年下期までの期間については日本銀行調査局特別調査室編（1948）を活用して（五大銀行を除く普通銀行のデータは、全国普通銀行や日本銀行取引先普通銀行全体のデータから五大銀行のデータを控除して）趨勢を把握することにする。

昭和 14 年上期から 18 年上期までに、五大銀行の有価証券価額償却の合計額は、14 百万円から 55 百万円まで 3.9 倍になっている一方、五大銀行を除く普通銀行は 11 百万円強から 26 百万円強まで 2.3 倍にとどまっていることから、有価証券価額償却額の絶対額の増加は、五大銀行において顕著であったと言える。また、昭和 18 年上期から 19 年下期までに、五大銀行の有価証券価額償却は、55 百万円から 123 百万円まで 2.2 倍になっている一方、五大銀行を除く日銀取引先普通銀行は 25 百万円強から 49 百万円強まで 1.9 倍と変化率はほぼ等しかったものの、五大銀行の有価証券価額償却規模は絶対水準として大幅に拡大している。この間に五大銀行が他の普通銀行を吸収・合併した拡大効果があるとはいえ、五大銀行の払込資本金に対する有価証券価額償却の比率も昭和 14 年上期 3.6%から 19 年下期 26.8%まで大幅に上昇している。これは、概ね五大銀行を除く普通銀行の二倍の比率であることから、五大銀行の有価証券価額償却が、その他の普通銀行よりも積極的であったことが伺われる（図 25）。

五大銀行は、相対的に利鞘が高い貸付が拡大し、経常利益率が高かったために有価証券価額償却を積極的に実施できたという事情もあるだろう。五大銀行は、貸付金利鞘¹⁶³（貸付平均利率－預金コスト）上昇の恩恵を受け、より多くの有価証券価額償却を拡大することで含み益を温存することが可能となったのである。地方銀行をはじめとするその他の普通銀行は、広く預金を収集する機能を果たしたものの、相対的に利鞘が低かった証券投資が拡大したため¹⁶⁴（預証率が上昇）、有価証券価額償却を五大銀行ほどには拡大させ得なかった。表 31 で整理して記している通り、日本銀行調査局特別調査室（1948）では、五大銀行を中心とする普通銀行統制会々員銀行と地方銀行の預金コスト、有価証券利鞘、貸付利鞘を比較している。総じて証券利鞘よりも貸付利鞘が高いこと、証券貸付金合計の利鞘が地方銀行よりも普通銀行統制会々員銀行の方が高いことが確認されよう。この利鞘の格差は、利益率の格差となって五大銀行の顕著な業績拡大をもたらした。表 32 では、払込資本金に対する純益率及び経常利益率の推移を、五大銀行を中心とする普通銀行統制会々員銀行とその他銀行で比較したものである。純益率と経常利益率共に、前者が圧倒的に高く、昭和 18 年下期以降の経常利益率は 50%を上回っていることから、普通銀行統制会々員銀行の利益拡大が加速したことが確認できる。

ところで、経常損益は、経常収入¹⁶⁵（貸付金利息・有価証券利息・受入雑利息・割引料・株式配当金・受入手数料・外国為替売買益・有価証券貸付料・土地建物賃貸料）から経常支出（預金利息・借入金利息・支払雑利息・支払手数料・外国為替売買損・有価証券借入料・土地建物賃借料・一般経費・税金）を控除したものであるが、さらに有価証券価額償却などの諸

¹⁶³ 貸付平均利率から預金コスト（預金平均利率に一般経費と税金を加算）を控除した利益率。

¹⁶⁴ 日本銀行調査局特別調査室編（1948）、三ノ第十六表・三の第十七表によれば、普通銀行統制会々員銀行（三菱、住友、十五銀行を含む帝國、日本昼夜・昭和銀行を含む安田、三和、野村、東海、神戸、埼玉銀行）の預証率が 55.6%（昭和 16 年上期）から 84.5%（昭和 19 年下期）にかけて上昇しているのに対して、地方銀行は、40.6%から 28.3%まで低下している。また預証率は、前者が 36.2%から 38.4%に微増したのに対して、後者は 57.6%から 68.0%まで上昇している。

¹⁶⁵ 未経過割引料其他は、貸付金利息・割引料等の貸付金収入から控除、未払利息其他は、預金利息から控除。

償却を反映した臨時損益¹⁶⁶を合算して純益金を算出する。興味深い点は、19 年下期までの期間で、普通銀行統制会々員銀行とその他の銀行の純益率の差は 5.34～8.56%であるのに対して、経常利益率は 21.24～35.47%と大幅に異なる点である。最終的な決算数値である純益率の両者の格差は僅かであったものの、臨時的な損益を除いた経常利益率は大幅な格差があったことを示している。逆を言えば、普通銀行統制会々員銀行は、大幅な経常利益を有価証券価額償却拡大によって、純益金格差を圧縮したと言える。

確かに戦時期の資金統制の中核となった五大銀行が、政府と歩調を合わせつつ利鞘の高い貸付金を上積みし、さらに獲得した利益を有価証券価額償却などにより含み益としてプールしたのは、バランスシート急拡大下の財務リスク耐性強化を意図していたかもしれない。しかし、それに加えて、経常利益率の高かった五大銀行等が、意図的に純益率を地方銀行等の水準に近似化させたのには、何らかの要因がはたらいていたのではないか。戦時期に預貸率が拡大した五大銀行等と地方銀行等の普通銀行を区分した上で、貸付金利鞘と有価証券投資利鞘といったミクロの損益データ比較をするならば、経常利益率の高かった前者が、意図的に純益率を抑制したのには、何らかの誘因がはたらいていたことが推察される。この点を考える上で重要なポイントとして、有価証券価額償却の税制面での効果を指摘することができよう。

7.3.3. 有価証券価額償却と損金算入

商法第 285 条は、「財産目録ニ記載スル営業用ノ固定財産ニ付テハ其ノ取得価額又ハ製作価額ヲ超ル価額、取引所ノ相場アル有価証券ニ付テハ其ノ決算期前一月ノ平均価格ヲ超ル価額ヲ附スルコトヲ得ズ」と改正され¹⁶⁷、取引所の相場により時価を把握できる有価証券については、決算期 1 カ月の平均価格により財産評価する基準が追加された。この商法規定や税法を実際の税務調査に適用して徴税していたかは、税務当局の判断に委ねられることになるが、粕谷（2006）は、有価証券を時価以下で評価し、評価損（価額償却）を計上することが税務当局によって認められていたのかは、不明であるとしている。当局者の裁量性が高い領域であり、いくつかの史料から推察するほかないが、以下の二点によれば、概ね 10%程度の時価からの乖離（帳簿価格引き下げ）については、損金算入（無税償却）が認められていたと考え得る。

第一に、大蔵省松隈秀雄主税局長参加の下、昭和 16 年 5 月 13 日に東京商科大学一ツ橋講堂で実施された税務懇話会では、この判断についての質疑応答が行われており、有価証券評価減と損金計算についての方針は従来から変化しないことが確認できる内容になっている。即ち「商法第二百八十五條の評価規定に基き取引所の相場により適正なる評価減をなし損失に計上したり。該金額は税法上損失と認められるや」という質問に対し、大蔵省の深澤家治国税課長は、「商法の規定通りの評価を致し、その結果評価額の減少を來したといふことでありますれば、これは税法上損失として認められることと考へます」と答えていることから、有価証券評価損もしくは有価証券価額償却が損金処理可能であったとみなせる¹⁶⁸。第二に、「従来税法上の取扱に於て、有価証券の評価は決算時の時価の九〇%まで認められ居る由なるも、商法第二百八十五條（評価規定）の平均価格に付ても従前通り適用せらるや」との質問に対して、同じく深澤課長が「やはり

¹⁶⁶ 臨時収入は、諸評価益・有価証券売買益・有価証券償還益・動産不動産売買益・償却債権取立益・雑益、臨時支出は、動産不動産売買損・有価証券売買損・雑損。

¹⁶⁷ 昭和 13 年法律第 73 号は、昭和 13 年 4 月 5 日公布、昭和 15 年 1 月 1 日施行。

¹⁶⁸ 税務懇話会（1941）, 88～89 頁。

同じやうな方針で認められることになると思ひます」と答えていることから¹⁶⁹、従来から時価等の10%までは帳簿価格を税負担無しに引き下げることが可能であったということが確認できよう。

以上のように、有価証券価額償却が損金算入可能という特性が確認できるならば、高い経常利益率を記録する五大銀行は、できるだけ償却を積み増すことで純益金を減額し、税金としての外部流出を抑制する誘因がはたらくはずである。翻って五大銀行の社史や営業報告書を確認すると、有価証券価額償却の増加により帳簿価格を引き下げるとの目的について、財務堅実性（財務リスク耐性）を強化するためであると記しているケースが殆どである。但し、それに加えて、有価証券価額償却が急増した昭和14年下期以降は、臨時利得税の税率が急上昇している時期と符合していることから、節税効果を冷静に期待していた可能性を考慮するする必要もあると言えよう¹⁷⁰。

7.3.4. 有価証券価額償却と臨時利得税

そこで、図26に記した法人に対する臨時利得税の算出方法を確認しておきたい¹⁷¹。昭和14年度までは、総益金から総損金を控除して税金を戻し入れた額 x が、資本金に過去の平均利益率を乗じて算出した平均的な利益額 b を上回る分 $x-b$ を利得金額として算出し（図26の上段）、その利得金額の10%から20%が臨時利得税として課せられた。昭和15年度以降は、総益金から総損金を控除して税金を戻し入れた額 x が、資本金額¹⁷²の10%である a を上回る分 $x-a$ を利得金額として算出し（図26の下段）、その利得金額25%から80%が臨時利得税として課せられるようになったのである。昭和14年度までと比較すると税率が格段に上昇していることが確認できよう。たとえば昭和15年度は、資本金に過去の平均利益率を乗じた部分 $b-a$ は、25%、それを上回る資本金の30%水準 $d-b$ までは45%、資本金の30%を上回る利得金額 $x-d$ には65%の税率で算出された税金の合計が臨時利得税として課されたのである。

臨時利得税は、昭和10年度から課されることになったが、特に昭和15年度から利得税算定手法が変更され、年々税率が引き上げられていく。昭和10年度には国税総額における臨時利得税の比率は2.9%に過ぎなかったが、昭和15年度には20%を超える水準にまで上昇し、国税における脇役から主役的地位に格上げされている。昭和19年度の臨時利得税額は、昭和10年度の100倍の規模にまで拡大しているだけに、戦時体制を推進するための重要な歳入源になっていくのであった（表33参照）。一方、政府は、国債購入や融資拡大による資金供給を通して戦時体制を支えていた金融機関に対しては、課税強化ではなく、国債購入や融資拡大の円滑化に注力し、「含み益」を温存する有価証券価額償却を含む諸償却を許容していた。

つまり、五大銀行は、預金増加や日銀借入により資金調達額が累増する中で、その資金が国

¹⁶⁹ 税務懇話会（1941）、93～94頁。同様の記述は、黒川（1941）でも確認でき、有価証券等の流動資産については、当時の税務調査の是認限度を「一割までの低減歩合を超えない限度（32頁）」として損金算入されていたことが記されている。

¹⁷⁰ 西沢（1940）、126頁。には、「税法上認容さるゝ最大限度迄銷却することにより、利益の増加は相當喰い止め得らるゝであらう。斯くすることにより充實したる財産を保持し得、評價切下げに基く秘密積立金の増加が期待される」と記されており、資本勘定ではなく、資産勘定に含み資産としての秘密積立金を保有する効果が明示されている点は興味深い。

¹⁷¹ 臨時利得税には、法人を対象としたものと個人を対象としたものがあつた。また、昭和14年度までは、平均利益率が算出できない場合も含め、平均利益率の下限は7%に設定された。

¹⁷² 臨時利得税の資本金額は、「各月末ニ於ケル払込株式金額、出資金額、基金又ハ剰金及積立金額ノ月割平均ヲ以テ之ヲ計算ス（臨時利得税法第六條）」とあるため、払込済株式だけではなく積立金等を含んでいる。

債投資や融資に回されたにもかかわらず、資本増強が図られずにバランスシートのレバレッジが拡大したことを、単に放置していたわけではないということである。臨時利得税などの増税の影響で、増加する利益を自然体で「当期純益金」として計上するのではなく、当期純益金計上を抑制しようとしたことが考えられる。また、戦時金融統制期には、当期純益金が増加してしまうと、臨時利得税により社外流出が拡大する事情も手伝い、有価証券の帳簿価格引き下げ、即ち簿価下げを通じた含み益による温存が、節税の観点からも合理的なソリューションであると判断した可能性があると言えよう。

表 30 上段右 A は、五大銀行の臨時利得税算出にあたってベースとなる資本金¹⁷³に対する税金控除前の当期純益金¹⁷⁴の比率¹⁷⁵推移を示している。興味深いことに、この比率が 10%強程度に抑え込まれており、特に昭和 15 年度以降の臨時利得税の利得金額下限である資本金の 10%に近接している。つまり、臨時利得税の税負担を高めない水準に調整していた可能性がある。逆に、臨時利得税支払いを極小化する「総益金－総損金＋税金」水準から逆算して諸償却額を決定していたと考えれば、五大銀行に限らず普通銀行の純益率が近似していたことも合点がいく。仮に諸償却を実施していなければ、表 30 中段右 B のように 20%を優に上回り、昭和 19 年度の三和銀行のケースでは資本金の 56.2%まで上昇し、多額な臨時利得税を支払う可能性があった。表 30 下段右 C は、諸償却により、当期純益金として計上する分を将来に繰り延べた差を計算した数値であり、前節の経常利益率が高かったことが示す通り、相当に高い水準であったことが確認できよう。つまり経常利益率の高かった五大銀行が、有価証券価額償却を増加させることで、他の普通銀行と同水準までに純益率を切り下げたのは、税制の影響も意図した可能性があるかもしれないため、他の要素も含めた今後の検証が期待されよう。

7.4. 小括

第 7 章は、低金利・資金統制・税制改正という政府による厳しい制約下で、国債割当や軍需産業への融資拡大でポートフォリオ拡大を余儀なくされた五大銀行が、単に統制に従うだけでなく、増大するバランスシート拡大に対応して利益を温存することで、財務リスク耐性の維持・強化を図っていたことを明らかにしたものである。五大銀行は、高まるレバレッジ（低下する自己資本比率）と高い貸付利鞘により拡大した経常利益を、有価証券価額償却拡大により含み益として温存し、意図していたかは不明であるが、純益金を抑制することで臨時利得税の負担を軽減していた（税制変更による利益の外部流出を回避していた）のである。つまり、戦時金融統制期にあって五大銀行の純利益率は安定していたとされているが、損金算入が認められた有価証券価額償却等の諸償却も勘案した経常利益率は、1940 年代に大きく上昇しているため、実質的には高 ROE 企業という特性を有していたのである。

1940 年度の臨時利得税についての法改正（昭和 15 年 3 月 29 日、法律第 32 号）では、資本金の 10%を超える利益が利得金額と定められ、高率の臨時利得税が課せられる大增税が施行されたが、これと歩調を合わせるように金融機関は有価証券価額償却を拡大させている。民間金融機関にしてみれば、当期純益金を計上するよりも、有価証券価額償却を増額して含み益化することで、実体としては税負担軽減による利益の外部流出を阻止したわけである。これは製造

¹⁷³ 「株主勘定－未払込資本金」のこと。

¹⁷⁴ 総益金から総損金を控除して税金を戻し入れた額×の概算値のこと。

¹⁷⁵ 前節で検討した対払込資本金経常利益率から、税法上の課税算出式に沿うように調整した比率。

業とは異なり、金融機関の有価証券保有額は多かったため、有価証券に関する価額償却の損金算入が認められたことで可能になったものである。金融機関にとっては、財務上の特典として活用しない手は無かったと言えよう。税金として外部に流出する利益を、バランスシートの資産部分に温存することは、急拡大する資産の財務リスク耐性を保つ観点からも重視すべきとの判断があったことが社史等からも確認できるが、このような「含み益」経営を実施する中で、戦時期の五大銀行は、戦時金融統制期に次のような役割を担ってきたとすることができよう。

第一に、五大銀行は戦時資金統制の下、融資を通じた資金供給拡大の役割を果たした。貸付金利鞘が有価証券投資利鞘よりも高く、貸付増加動機が高かったため、特殊銀行だけでなく、大都市を拠点とした五大銀行は、リスクは高いものの軍需産業や生産拡大産業への貸付金を拡大する誘因がはたらいたからである。預金コストや証券利鞘が平準化する中で、魅力的な貸付金利鞘が維持されていることは、日銀借入を受けつつ、企業等への貸付を積極化させる条件の一つであったと言えよう。利鞘の高い貸付金拡大による利益拡大は、有価証券価額償却を介した含み益増大をもたらし、財務リスク耐性強化に貢献するものでもあった。当然ながら、不確実性の高い戦時期であるからこそ、貸付金の担保となる融資先の実物資産毀損リスクも高かったため、諸償却を通じた「含み益」の温存は重要な要素にもなったのである。つまり、戦時金融統制が強化される時期にあっても、五大銀行は、一方的に政府の意向を汲み取るだけでなく、堅実な財務状態を維持・拡大するための行動も取っていたのである。

ところで、この過程で、日銀による引受国債の市中売却先は、五大銀行を含む普通銀行統制会々員銀行から地方銀行へと主役が転じていく。さらに、五大銀行等は、日銀借入や預金増だけではなく、日銀や市場から購入した国債を売却することで国債投資比率を調整し、貸付金比率を相対的に高めていったのである。そのため、第二に、五大銀行は価格統制の影響で売買高が減退する可能性もあった債券市場へ、多額の債券売買を通して流動性を供給する役割を少なからず担うことになった。1931年に発生した国債価格暴落以降、政府が、金利低下を促す国債管理政策を先導したため、金融機関は、国債保有に伴う評価益が生じ、売買するにあたっては売買益を計上することが可能になったが、五大銀行は、購入した国債の売買損を気にせず売却することが可能であった。軍需企業や生産拡充産業への貸出の比率を高める際に、意図せざる価格下落による売買損の発生を回避しつつ、国債売買を通して投資比率を調整したのである。つまり、五大銀行は、債券を売買することを通して市場に流動性を提供し、減退しがちな債券市場の円滑化の一翼を担うことになったのである。

そして、第三に、金融部門のバランスシート拡大を政府と協調して担っていた。有価証券価額償却等による財務リスク耐性強化の過程で獲得した利益を外部流出させることなく含み益として温存し、拡大するバランスシートのリスクバッファーを確保することで、バランスシート拡大の持続可能性を高めたのである。五大銀行は、総資産が増加したにもかかわらず株主勘定は緩やかな増加にとどまったため、自己資本比率が極小化し、バランスシートのレバレッジは拡大し、財務リスク耐性の強化が課題になった。しかし有価証券価額償却は、損金算入可能であったため、利益の外部流出を回避しつつ、社会的批判を受けずに有価証券の簿価下げにより含み益を温存する手法として活用可能であったのである。また、諸償却による純益金の抑制は、税率が年々引き上げられる臨時利得税の節税効果もあったと推察される。戦時資金調達に奔走する政府が、結果的に金融機関の節税を許容していたことから、戦時金融統制を進める両輪として、政府と五大銀行は歩み寄りながらの共同歩調をとったと考える材料の一つになるだろう。

これは、山崎（1991）が論ずる「戦時期の制約条件下にあって、単純な政府統制対民間（市場）という構図のみで捉えるのではなく、各主体による協調体制とも呼べる動き」があったことを裏付けるものであろう。戦時期の有価証券価額償却急増は、普通銀行が政府の国債消化策によるバランスシート拡大と自行の財務リスク耐性強化を両立させる協働的姿勢を取っていたことを示唆するからである。五大銀行は、政府の資金統制による国債投資拡大方針に従うだけでなく、主体的に増大する国債保有リスクの抑制を図り、バランスシート拡大に協力したのである。これは、銀行法が改正された後の昭和三年上期以降の五大銀行の営業報告書および社史に記載される財務データと、各社の有価証券評価損益推計から明らかになる事実の一つでもある。資金統制は、政府による一方的なコントロール下で進行したのではなく、五大銀行をはじめとする民間金融機関が主体的に協調して推進されたものであり、官民相互に金融システムを形成していったという経済主体間の構図の一端を明らかにするものと思料する。

尚、有価証券価額償却で簿価下げすることで行われた「含み益経営」は、「現金預け金」勘定が増大していった点からも裏付けられるだろう。有価証券価額償却を積み上げていくことは、製造業における減価償却に近いキャッシュフロー創出をもたらす効果があり、現金預け金拡大に部分的に貢献したものと考えられる。興味深いことに、五大銀行の総資産に対する現金預け金比率は、表 34 に示す通りに、総資産が大幅に拡大していく過程でも、現金預け金比率が 6～8%水準を維持していた。つまり、自己資本比率は低下するものの、20 年代後半から 40 年代前半にかけて、一定水準の手元流動性を確保することで、財務リスク耐性を維持し続けていたのである。

ところで、このような機能を五大銀行が果たす過程で、1940 年代の日本は、金融抑圧¹⁷⁶（Financial repression）の様相を呈していたと見なすことが可能である。低金利政策により高インフレが発生し、実質マイナス預金金利が示現したからである。実質マイナス金利下での政府による軍部及び生産拡充事業偏重の資金配分は、民間部門から政府に富が移転したものと考えられるが、政府と一体となった金融機関にあって、諸償却を活用することで含み益を積み上げていたことから、必ずしも富が政府だけに完全に吸収されたとは言えないだろう。つまり、金融機関も金融抑圧の利益の一端を享受していた可能性を指摘することが可能なのである。確かに 40 年代の銀行決算から確認される当期純益金は抑圧されていたものの、それは諸償却を通して資産評価額を圧縮し、含み益を温存した結果であり、国債残高増加や融資増加に対する財務リスク耐性を保つための方便であったのである。つまり、第 3 章で強調したマイナス実質金利による金融抑圧は、単なる政府による民間益の搾取というよりも、「マイナス実質金利による恩恵を分け合う官民複合体（政府と民間金融機関）」という構図であったと言えるかもしれない。

また、自己資本比率に関する先行研究としては、配当統制などによる戦時金融統制が、株式市場の停滞というマクロ現象をもたらし、それを直接的な要因とする増資の停滞から自己資本比率が低下したとする見解として岡崎・奥野（1993）が有力である。だが、第 7 章での検討の結果からは、当時の金融機関が、拡大するバランスシートの財務リスク耐性を保つために、臨時利得税負担軽減というミクロ要因も手伝い、利益計上を回避することを通して、自己資本の一部である準備金等の積み上げを抑制したことも、大きな要因の一つであったと言えるのではないか。つまり、株式市場での増資が困難になり、自己資本比率が低下したというよりも、金融機関は、自発的に含み益の温存と税効果を享受するために資本勘定を抑制し、自己資本比率が低下したという一面がある

¹⁷⁶ 青木・奥野（1996）、238 頁。

ことも考慮すべきだろう。

戦時の金融統制により形成された金融構造の中で、国債市場のリスクが消失し、さらに五大銀行にあっては国債投資・融資が拡大されるという市場参加者の行動を促した。この金融機関等の行動を促した誘因には、税効果を活かすことや、財務リスク耐性の悪化を回避するといった私益追求の側面があり、必ずしも民間金融機関が政府の公益追求に追随するだけの姿勢を取っていたわけではなかったと言えよう。つまり岡崎（1991）が指摘する戦時期の「企業目的から利潤を排除することにつながらなかった¹⁷⁷」側面は、軍需会社を中心とした企業のみならず、五大銀行等の金融機関にも存在していたと言えるのではないか。

以上のように、五大銀行という事例研究からも、国債・株式市場のパフォーマンスを明らかにすることを通して、戦前・戦時期に特有な金融構造下において、意思決定を余儀なくされた市場参加者の行動の一端を垣間見ることができるのである。

8. 結論

本研究は、これまで検証されることのなかった、戦前・戦時期の国債・株式市場のパフォーマンスインデックス算出を通して、現代とは異なる制度の下に成立していた金融市場の構造と市場参加者の行動の関係についての探求を試みたものである。特に強調されるべき本研究の課題は、政府による金融統制が強化されていく満州事変以降、価格統制や資金統制といった政策・制度が反映された金融構造が、金融市場のリスク低下や市場参加者の行動に与えた影響を、従来の研究で深耕されてこなかった国債及び株式のパフォーマンスインデックス算出という手法を用いて再評価することである。従来の金融史研究では、資金循環および資産・負債残高の変化などを基に市場参加者の行動を検証することを通して、金融統制期に至る金融構造の変化を明らかにするアプローチが主流であった。しかし本研究では、現代ファイナンス理論の知見も加え、市場パフォーマンス（リターン・リスク等）を検証することで、戦前・戦時期の金融市場のファクトファインディングを試みたわけである。この試みにより得られた結論は、以下のように要約することができるだろう。

まず、戦前・戦時期特有の制度や市場の仕組みを反映するために算出した GBPI・EQPI によると、戦時期の投資成果（トータルリターンおよび短期金融資産対比の超過収益率）は、株式よりも国債が優れているという見解は成立せず、特に 1930 年代後半は、株式が国債を上回ることが確認された。これは、従来ハイリスク・ハイリターン、ローリスクローリターンという合理的な関係が成立しなかったとされる戦時期においても、ハイリスク・ハイリターンという関係が成立していたことを裏付けるものである。とは言うものの、国債・株式の 2 資産ポートフォリオを前提にすると、金融統制の柱の一つである価格統制が国債市場のリスク消失をもたらしたことから、分散効果が著しく低下し、株式保有の効果が減退したことも明らかになった。戦前・戦時期を振り返ると、株式と国債との分散投資の効果が認められる時期は一部の期間に特定され、長期的には（20 年超のインデックス算出期間では）国債 100%が最もリスク調整後リターンが高い資産配分であったことが明らかになったのである。

そのため、第 7 章で検討した五大銀行の証券ポートフォリオが、国債を中心とした債券投資で太宗が占められており、株式比率が低位で推移していたという事実は、事後的に合理的な意思決定

¹⁷⁷ 岡崎（1991）, 397 頁。では、1941 年以降、「所有と経営の分離」など改革が進展したものの、政府の意図に反して企業目的から利潤を排除し得なかったとしている。

が行われていたと言える。ただし、五大銀行を一つに括るのではなく、個別行で見たときには、第 6 章で検討したリスク調整後リターンが最大化される株式比率の推移について、柔軟に適応していた銀行もあった点は興味深い事実である。長期的には株式比率を高める必要はないものの、戦術的に株式比率を高める投資行動を実施していた銀行が確認されるという事実は特記すべきものであろう。図 27 では、五大銀行の株式比率（対有価証券残高）を時系列で示しているが、安田銀行は、図 21 に記載した過去 24 か月データによるリスク調整後リターンが最大化される株式比率が上昇している 1932 年から 33 年にかけての時期と、36 年から 37 年にかけての時期に、他の五大銀行対比で大幅に株式比率を高めているのが確認できる。また 36 年から 37 年にかけては、三菱銀行および住友銀行も株式比率を高めている一方で、三和銀行および三井銀行では株式比率上昇が確認されない。有価証券投資に対する投資行動は、時系列変化の各時点においては、各行で独自性が発揮されていたと考えることも可能であるが、戦前・戦時時期という長期間を通してみれば、押し並べて国債中心の合理的な資産選択が実施されていたポートフォリオになっていたと言える。

次に、本研究では、GBPI・EQPI を算出することを通して、金融統制期の株式市場や企業の資金調達に関する従来の見解に新たな材料を提供できたと考えている。具体的には、岡崎・奥野（1993）による「日中戦争開始以来の株主の権利を制限する政策と低物価政策による利益率低下のため、1940 年以降、株式市場は低迷状態となった」とする「金融統制による株式市場抑圧」の再定義を定量的に試みているからである。そもそも「低迷」という言葉は曖昧であり、収益率（トータルリターン）や変動率が低下したのか、株式売買高が減少したのか、それとも企業の株式による資金調達が減少したのかを明らかにして議論すべきであろう。

確かに日米比較の観点からは、1940 年代にわが国の株式市場のボラティリティは低下し、株価収益率（PER）も横ばい状態至ったことから、外部環境の変化に応じて株式市場の期待感が変化したとは言い難く、変動率の観点からは低迷状態に陥った可能性が高い。しかし、株式のトータルリターンは、一株当たり利益（EPS）に応じて変動していたことや、同時代の米国株式市場と比較したときに、日米比較によるイールドスプレッド水準が極端に異なっていたわけではないことから、市場性や収益率の観点からは低迷したとは言えない。ところが、敗色が強まる中で、戦時金融在庫や日本証券取引所による株式価格維持政策が実施された 1943 年には、株式市場のボラティリティは極端に低下し、クロスセクションで見た銘柄間のリターン格差も縮小したことから、市場性は著しく後退したものと推察される。つまり、40 年代初頭の株式市場は、ある程度の変動率（リスク）を保っていたものの、1943 年には株式市場のすべての観点から考えても低迷が本格化したと考えることができよう。

一方、日本国債市場は、利率に応じて異なる利回り水準が維持される現象（利率別イールドスプレッドの常態化）が確認されたが、1942 年以降、規制金利化が進み、リスク消失による情報機能不全に陥り、日本経済は、インフレ率水準が上昇することで金融抑圧（Financial Repression）状態に陥った。この国債市場に対する統制強化に比べて、株式市場に対する価格統制は、緩やかな規制であり、国債市場ほどには徹底されなかったことも事実である。国債市場がリスク消失に追い込まれたのに対して、株式市場のリスク水準は低下したとはいえ残余していたからである。つまり小林（2015）の「（統制下で）確定利付債券の発行が完全に統制され（起債の計画化）その流通が強く抑制された後に、自由市場性が残ったのは株式市場のみとなった」という見解を裏付けるように、わが国の株式市場は、米国ほど外部政治経済環境に対する感応度は高く

無かったものの、国債市場よりは市場機能を残余させることができたのである。

以上のように、統制強化という金融構造の変化は、国債市場や株式市場のパフォーマンス変化により裏付けられるが、本研究では、戦前・戦時期の市場参加者行動との関係についても、五大銀行の有価証券ポートフォリオに絞って検討を加えた。従来の研究では、戦時金融統制期の民間金融機関は、価格統制により金融市場が機能不全に陥る中で、政府の資金統制に追随することに注力したと考えられてきた。しかし、営業報告書などの史料分析や、損益データを中心とする財務データと金融市場データを接合した分析を試みると、五大銀行が金融市場のパフォーマンス変化を活用していた側面があったことも明らかになった。戦時期に統制を強化する政府と民間金融機関の関係は、単なる従属関係というよりも、両者の利害が複雑に絡み合いながら変化していく相互依存関係の側面もあったと考えられる。

ところで、戦前・戦時期にあって、五大銀行の方針に大きな影響を与えたのは、1927年の銀行法改正以降に銀行合同が進み、国債投資を増加させた段階で発生した1931年の国債暴落であった。有価証券の評価損失が生じ、簿価下げによる有価証券価額償却を余儀なくされた五大銀行は、国債利回りの上昇が再び生じても揺るがぬ経営基盤を確立するために、財務リスク耐性を強化したのである。政府は、このニーズを満たすために価格統制（国債評価の標準発行価格制度・低金利政策・日銀国債担保貸高率適用除外、株式については株式価格統制令・会社所有株式評価臨時措置令など）を実施した。国債消化の主軸たる五大銀行等の民間金融機関に対して、国債割当・戦時融資拡大という資金統制を推進するためには、財務リスク耐性維持をサポートする施策が必要であったからである。この政府の政策に応じるように民間金融機関は、価格統制により有価証券評価損リスクが低下しただけではなく、さらに、有価証券価額償却等を急拡大させることで、より財務リスク耐性を強化しつつ、政府の資金統制に協力してバランスシートを拡大させたのである。政府の資金統制は、民間金融機関の利害や動機に配慮し、価格統制や損金算入可能な有価証券価額償却による「含み益」温存を認めつつ、相互依存的に進められたと考えられる。つまり、戦時金融統制とは言っても、政府による統制に対して民間金融機関が従属し、金融市場も停滞したのではなく、むしろ政府と民間の複雑な利害調整の結果として、制度・市場参加者の行動・市場パフォーマンスの関係が形成されていったのである。

尚、本研究では、戦前・戦時期を対象に、国債・株式市場のパフォーマンスに焦点を絞りつつ、五大銀行の有価証券投資について検討していることから、次のような点が今後の課題として考えられる。市場インデックスの対象範囲や期間が限られていることから、それらを拡張することで、より多角的な分析が可能になり、わが国が近代化する過程での金融市場のファクトファインディングに貢献する点である。具体的には、資産クラスの拡張（国債・株式だけでなく、外貨建て日本国債・地方債・社債等）、対象期間の明治・大正期への拡張と、終戦時と終戦後との接合が考えられる。また、株式インデックスについては、短期清算取引から長期清算取引、実物取引にまでその対象銘柄を拡張することで、より株式市場全体の動向をカバーできるようにすることや、取引所取引だけでなく、取引所外（店頭）取引も対象とした分析、市場インデックスの月次データを日次データまで詳細化することも今後の課題であろう。さらに、市場パフォーマンスの変化が戦前・戦時期の民間金融機関の資産配分に影響を与えていたか否かを、より広範囲にわたり検討するために、五大銀行だけでなく、その他の銀行や、保険会社などのバランスシートおよび損益データと照合してみることが、民間金融機関の投資行動を有機的に分析することが可能になるはずである。

最後に、本研究を通して、わが国の金融史研究とファイナンス理論研究の間には断層が存在し、

この断層の橋渡しをしていく必要がある点を強調しておきたい。このブリッジ領域に、「戦前日本の金融市場マイクロストラクチャー研究」とでも呼ぶべき新しい研究の沃野が開かれているのではないか。戦前金融市場についての事実確認作業の目的は、経済理論の仮説検定というよりも、新たな理論的関心を生み出すことにある¹⁷⁸。そのためには、予断を排し虚心坦懐にデータに向き合う必要があるだろう。このような姿勢から、本研究では、GBPI、EQPIを算出するだけでなく、戦前・戦時期の五大銀行の有価証券価額償却にも視野を広げて検証作業を行った。金融市場のマイクロストラクチャーは、金融構造の影響を受けつつ、金融機関をはじめとする市場参加者のインセンティブと密接不可分であり、このファクトファインディングが新たな経済学的枠組みの構築の切掛けになるかもしれないからである。

そこで、今後の研究領域は、個別事象に絞るのではなく、関連する領域に視野が広がっていくことが想定される。その領域を大括りで区分するならば、現在の金融市場に接続可能な金融市場データを構築するデータベース化分野、内外比較や現代との比較も含めた金融市場間関係分析分野、バランスシートに限らない損益変化も含めた市場参加者行動分析分野（金融機関だけではなく個人や法人も含む）などが考えられよう。このような分野を眺望しつつ、本研究の今後の課題は、「戦前日本の金融市場マイクロストラクチャー研究」の拡張・深耕にあると考えている次第である。

¹⁷⁸ 伊藤（2007）, 185 頁.

参考文献一覧

- 青木昌彦・奥野正寛（1996），『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- 青地正史（2003），「戦前日本企業と『未払込株金』」，『富大経済論集』第 51 巻第 2 号，173～206 頁。
- 池田勇人（1942），『改正税法の解説（法人関係）』生産拡充研究会。
- 石井寛治（1999），『近代日本金融史序説』東京大学出版会。
- 井手英策（2001），「新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想--管理通貨制度への移行期における新たな政策体系」，『金融研究』20(3)，171～212 頁。
- 伊藤修（1983），「戦時金融再編成（上）」，『金融経済』第 203 号，51～86 頁。
- 伊藤修（1984），「戦時金融再編成（下）」，『金融経済』第 204 号，57～71 頁。
- 伊藤修（1995），『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会。
- 伊藤修（2007），「戦時戦後の財政と金融」，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。
- 伊藤隆（2015），『大政翼賛会への道 近衛新体制』講談社。
- 今西庄次郎（1957），「ダウ式修正株価平均の正体」，『経済論叢』第 80 巻第 4 号，156～173 頁。
- 岩垂至（1935），『銀行会計』銀行実務講座第 5 巻，非凡閣。
- 岩田規久男編（2004），『昭和恐慌の研究』，東洋経済新報社。
- 宇都宮浄人（2011），「戦後復興期の金融仲介構造に関する一考察--1949～52 年度末の資金循環統計の推計」，『金融研究』30(1)，253～305 頁。
- 宇都宮浄人（2013），「1940 年代の金融仲介構造：1941～48 年度末の資金循環統計の推計」，『金融経済研究』第 35 号，52～73 頁。
- 永楽堂蔵版（1931），『自明治廿七年至昭和二年 東株新舊日々高低精覧』第四版。
- 永廣顕（1995），「統制的国債管理政策の展開過程 ―日中戦争期の国債官営政策―」，『甲南経済学論集』第 36 巻第 2 号，25～56 頁。
- 永廣顕（2011），「第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革」，『金融研究』30(2)，1～27 頁。
- 全国経済調査機関連合会編，『日本経済年誌』，昭和 5 年版～昭和 18 年版。
- 大阪証券取引所（1955），「長期投資家はどの程度の収益をあげているか」『インヴェストメント』第 8 巻第 8 号，21～73 頁。
- 大阪証券取引所（1957），「修正株価平均の算出方法」『インヴェストメント』第 10 巻第 1 号，78～102 頁。
- 大阪朝日新聞（1932），「評価損補填に気前のよい諸銀行」，1932 年 2 月 23 日。神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 銀行（25-015）。
- 大阪朝日新聞（1934），「証券償却の課税に手心を頼む 金融界の要望昂まる」，1934 年 4 月 20 日。神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 有価証券（7-092）。
- 大阪朝日新聞（1941），「七大銀行の業績顕著な上昇歩調 信用膨張の進行示現」，1941 年 3 月 6 日。神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 銀行（30-094）。
- 大阪毎日新聞（1926），「五分利公債取引の銘柄種別を改正：発行年代により三種に区分」1926 年 7 月 28 日（神戸大学附属図書館・デジタルアーカイブ）。

大阪毎日新聞（1936）,「国債実物名称統一」1936年8月4日（神戸大学附属図書館・デジタルアーカイブ）.

大阪毎日新聞（1941）,「七大銀行業績上伸 純益四千万円を突破」,1941年9月6日. 神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 公債（21-157）.

大阪毎日新聞（1942）,「国債投資増加 上期七大銀行の業績」,1942年3月6日. 神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 貨幣及兌換銀行券（18-097）.

大阪時事新報（1932）,「手持証券の評価を断然切り下げ巨額の償却を行う 五大銀行が時局に順応」,1932年1月14日. 神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 銀行（25-003）.

大阪時事新報（1934）,「全国貯蓄銀行大会 各貯蓄銀行は緊密に協調しよく実情の変化に備えよ!!」,1934年4月15日. 神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 貯蓄銀行（2-021）.

大蔵省編纂（1936）,『明治大正財政史 第11巻・第12巻 国債(上)・(下)』,財政経済学会.

大蔵省（1954）,『昭和財政史 第6巻 国債』東洋経済新報社.

大蔵省（1962）,『昭和財政史 第12巻 大蔵省資金部 政府出資』東洋経済新報社.

大蔵省（1978）,『昭和財政史 —終戦から講和まで—第19巻（統計）』東洋経済新報社.

大蔵省理財局,『金融事項参考書』（大正13年調～昭和17年調）.

大蔵省理財局,『国債統計年報』（大正13年度～昭和16年度、23年度）.

大蔵省理財局（1926）,『英国の国債に関する調査』,大正十五年一月調.

岡崎哲二（1991）,「戦時計画経済と企業」,東京大学社会科学研究所（編）『現代日本社会 4 歴史的前提』,東京大学出版会.

岡崎哲二（1993）,「企業システム」,岡崎哲二・奥野正寛（編）『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社.

岡崎哲二・奥野正寛（1993）,『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社.

岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄（2005）,「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1号,岩波書店.

岡本英男（1981）,「ペラムの低利借換とコンソル国債の成立」,研究年報『経済学』43(2),205～227頁.

小沢福三郎（1933）,『株界五十年史』春陽堂版.『日本証券史資料』戦前編第7巻,日本証券経済研究所,2010年,837～838頁.

粕谷誠（2006）,「戦間期における地方銀行の有価証券投資」,『金融研究』25(1),59～104頁.

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.

片野一郎（1977）,『日本・銀行会計制度史（増補版）』同文館.

加藤俊彦（1957）,『本邦銀行史論』,東京大学出版会.

加藤俊彦（1965）,「戦時経済下の銀行資本（一）六大銀行を中心として」,『社会科学研究』17(1),1～42頁.

加藤俊彦（1965）,「戦時経済下の銀行資本（二）六大銀行を中心として」,『社会科学研究』17(2),94～119頁.

釜江廣志（2012）,『日本の債券市場の史的分析』同文館出版.

菊池健太郎・新谷幸平（2012）,「本邦国債価格データを用いたゼロ・クーポン・イールド・カーブ推定手法の比較分析」,『金融研究』31(3),35～85頁.

金融統制会調査部,『金融機関業態調』,昭和17年上・下期・昭和18年上期.

黒川薫(1941),『会社税法読本』富士書房.

経済企画庁経済研究所(1963),『金融資産負債残高表(1930-45年)』.

後藤新一(1968),『本邦銀行合同史』,東洋経済新報社.

後藤新一(1970),『日本の金融統計』,金融財政事情研究会.

後藤新一(1977),『普通銀行の理念と現実』,東洋経済新報社.

小林和子(1995),『株式会社の世紀—証券市場の120年—』日本経済評論社.

小林和子(2000),「株価指数と株式市場」,『証券レビュー』第40巻第10号 日本証券経済研究所.

小林和子(2010a),「上場会社(二)・株式市場の歴史 解題」,『日本証券史資料』戦前編第7巻, 日本証券経済研究所.

小林和子(2010b),「増資方式の歴史」,『証券レビュー』第50巻第6号 日本証券経済研究所.

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.

小林和子(2015),「日本の戦後インフレーションと証券市場」,『証券経済研究』第89号, 1~20頁.

小峰みどり(1985),「債券価格の決定と直利指向」,『ファイナンス研究』No.4, 29~41頁.

齊藤直(2006),「株式分割払込制度を背景とした過剰投資:戦間期を対象とした集計データによる検討と樺太工業のケース」,『企業と法創造』第3巻第2号, 153~174頁.

榊原茂樹・青山護・浅野幸弘(1998),『証券投資論』(第3版), 日本経済新聞社.

佐藤政則・永廣顕(2013),『1932年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか—大蔵省・日本銀行・シンジケート銀行からの考察—』麗澤大学経済社会総合研究センターワーキングレポート No.55号.

佐藤政則(2015),「高橋財政期の国債消化力とは何だったのか:日銀売りオペとシンジケート銀行」,『経済志林』82巻第4号, 191~204頁.

佐藤政則(2016),『日本銀行と高橋是清 金融財政ガバナンス研究序説』麗澤大学出版会.

三和銀行史刊行委員会(1954),『三和銀行史』.

鎮目雅人(2008),「両大戦間期日本の長期金利指標:東京株式取引所の上場国債の価格データを用いた分析」,『RIEB ディスカッション・ペーパー』J98 神戸大学経済経営研究所.

鎮目雅人(2009),『世界恐慌と経済政策』日本経済新聞出版社.

柴田善雅(2011),『戦時日本の金融統制』日本経済評論社.

島田徳(1928),『公社債投資の智識』啓明社.

志村嘉一(1969),『日本資本市場分析』東京大学出版会.

志村嘉一(1980),『日本公社債市場史』東京大学出版会.

新保博彦(2004),「戦間期日本の主要企業と企業間関係」,『大阪産業大学経済論集』5(2), 1~28頁.

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.

住友銀行(1955),『住友銀行史』.

住友銀行行史編纂委員会(1979),『住友銀行八十年史』.

角野政雄(1937),『銀行事務・会計』,同文館.

税務懇話会(1941),『改正商法と税法関係講演と問答録』昭和16年度版, 税制懇話会.

第一銀行八十年史編纂室(1958),『第一銀行史下巻』.

大和証券株式会社(1963),『大和証券60年史』.

中外商業新報,「五大銀行業績好調 上半期中 生拡融資は依然膨張 国債買入も積極化す」, 1940 年 9 月 7 日. 神戸大学経済経営研究所 新聞記事文庫 銀行 (30-038)
 鄭 安基 (1997),「戦時期「鐘紡グループ」と鐘淵実業の設立」,『経済論叢』159(1・2), 107～133 頁.
 土屋喬雄監修 (1961),『地方銀行小史』, 全国地方銀行協会.
 寺西重郎 (1993),「戦後直後における金融制度改革」, 香西泰・寺西重郎 (編),『戦後日本の経済改革——市場と政府』東京大学出版会.
 寺西重郎 (2006),「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」,『金融研究』25(1), 13～40 頁.
 寺西重郎 (2011),『戦前日本の金融システム』岩波書店.
 東京株式取引所,『東京株式取引所五十年史、東京株式取引所史第二・三巻』.
 東京株式取引所・日本証券取引所,『統計月報』.
 東京証券取引所[1970],『東京証券取引所 20 年史 (規則・統計編)』
 東京銀行協会集会所調査課編,『本邦銀行財務分析』, 昭和 14 年上期～昭和 16 年下期, 東京銀行集会所.
 東洋経済新報社 (1931),『日本の景気変動 上巻・下巻』.
 東洋経済新報社 (1951),「株価指数統計の常識的説明」,『東洋経済統計月報』昭和 26 年 1 月号.
 富田俊基 (2005),「NAVIGATION & SOLUTION 1930 年代における国債の日本銀行引き受け」,『知的資産創造』13(7), 4～33 頁.
 富田俊基 (2006),『国債の歴史』, 東洋経済新報社.
 中村隆英 (1993),『昭和史 I 1926-45』東洋経済新報社.
 南條隆・粕谷誠 (2006),「銀行のポートフォリオ選択の効率性に関する一考察—戦前期日本における普通銀行の資産運用を事例として—」,『金融研究』25 (1), 105～144 頁.
 南條隆・粕谷誠 (2009),「株式分割払込制度と企業金融、設備投資の関係について: 1930 年代初において株式追加払込が果たした役割を中心に」,『金融研究』28(1), 47～71 頁.
 日本銀行統計局 (1947a),『戦時中金融統計要覧』(昭和 22 年 10 月).
 日本銀行統計局 (1947b),『本邦経済統計』(昭和 21 年 12 月).
 日本銀行調査局特別調査室編 (1948),『満州事変以後の財政金融史』.
 日本銀行百年史編纂委員会編 (1984),『日本銀行百年史』第 2 巻、第 4 巻.
 日本証券経済研究所 (2011),『日本証券史資料』戦前編第八巻, 公社債・投資信託・税制.
 西沢勘次郎 (1940),『銀行の企業的会計』, 文雅堂.
 野口悠紀雄 (1995),『1940 年体制—さらば戦時経済』東洋経済新報社.
 野下保利 (2016),「証券市場、投資家行動、そして効用価値論 —ジェヴォンズ自由資本概念の含意—」,『証券経済研究』第 94 号, 47～64 頁.
 野村證券 (1953),「東証株価指数—伝統と論理的正確」,『財界観測』7(6), 68 頁.
 長谷川安兵衛 (1928),『銀行会計学』, 泰文社.
 平山賢一 (2017a),「戦前期における株式投資成果の再評価—1878 年から 1943 年に至る東京株式取引所株の投資収益率について—」,『経済科学論究』第 14 号, 41～53 頁.
 平山賢一 (2017b),「昭和初期主要株式銘柄の投資成果 —短期清算取引市場上場銘柄のトータルリターン推移—」,『証券経済学会年報』第 51 号別冊 (部会報告), 3-4-1～12 頁.
 平山賢一 (2017c),「1936 年の低利借換えと国債市場」,『証券経済学会年報』第 52 号, 3～23 頁.
 平山賢一 (2018),「昭和初期国債市場のパフォーマンスインデックス算出による検証」(ショートペーパー),

- 『金融経済研究』第40号.
- 広田真一（1992）,「Price Index と Performance Index の関係について--Liquidity への配慮と Income Gain の取扱いを中心にして」,『経済学研究』41(4), 435～44 頁.
- 廣瀬隆基（1921）,『東株高低早わかり』信義堂蔵版.
- 深見泰孝（2013）,「戦時経済下における生保会社の公債投資と国債消化政策」,『証券経済研究』第81号, 49～68 頁.
- 富士銀行七十周年記念事業委員会「1952」,『富士銀行七十年誌』.
- 藤野正三郎・寺西重郎（2000）,『日本金融の数量分析』東洋経済新報社.
- 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.
- 星岳雄, アニル・カシャップ（2006）,『日本金融システム進化論』, 日本経済新聞社.
- 三井銀行八十年史編纂委員会（1958）,『三井銀行八十年史』.
- 三菱銀行史編纂委員会（1954）,『三菱銀行史』.
- 三菱総合研究所,『本邦事業成績分析』, 昭和7年上期～18年上期.
- 安田銀行六十周年記念事業委員会（1940）,『安田銀行六十年誌』.
- 山口勝業（2007）,『日本経済のリスクプレミアム』東洋経済新報社.
- 山崎志郎（1991）,「協調金融体制の展開」, 伊牟田敏充編（1991）,『戦時体制下の金融構造』日本評論社, 449～476 頁.
- 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.
- 横山保（1954）,「修正株価の理論的分析」,『インヴェストメント』第7巻第8号 大阪証券取引所 1954.08, 1～16 頁.
- 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 大阪大学大学院経済学研究科, 177～193 頁.
- Bain Joe S. （1968）, Industrial Organization, John Wiley & Sons, Inc., New York. 宮澤健一監訳（1970）,『産業組織論（上）（下）』丸善株式会社.
- Bassino J. & Lagoarde-Segot T. （2012）, “Informational dynamics and cross-market linkages in Tokyo Stock Exchange, 1931-1940.”, Economic History Society Conference 2012.
- Bernstein, Peter L. （1997）, “What Rate of Return Can You Reasonably Expect...or What Can the Long Run Tell Us about the Short Run?”, Financial Analysis Journal, vol.53, no.2 (March/April 1997): 20-28.
- Dimson, Elroy, Marsh, Paul & Staunton, Mike （2002）, Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Homer, Sidney and Richard Sylla （2005）, A History of Interest Rates, John Wiley & Sons, Inc. NJ: Rutgers University, Fourth Edition.
- International Conference of Economic Services （1934）, “International Abstract of Economic Statistics”, ICES, London, United Kingdom.
- Jorion, Philippe, William N. Goetzmann （1999）, “Global Stock Markets in the Twentieth Century”, Journal of Finance, vol.54, no.3 (June 1999): 953-980.
- Robert J. Shiller （2015）, Stock Market Data used in "Irrational Exuberance" Princeton

University Press, 2000, 2005, 2015, updated.
(<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>, visited at 20170507)
Siegel, Jeremy. J., & Coxe, D.G. (2002) , Stocks for the long run (Vol.3). New York:
McGraw-Hill.

図表（営業報告書等に関するものは昭和表記とした）

図 1 部門別国債保有比率推移（1930～45 年）

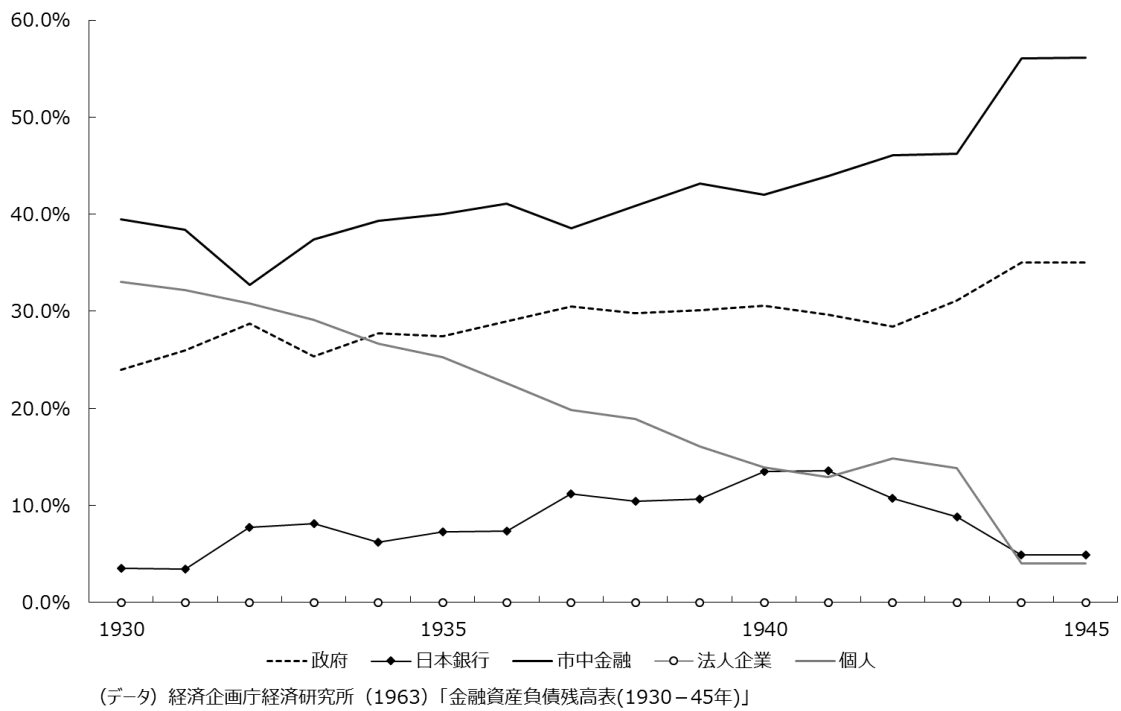


図 2 主要国債利回りと利回り格差（イールドスプレッド）

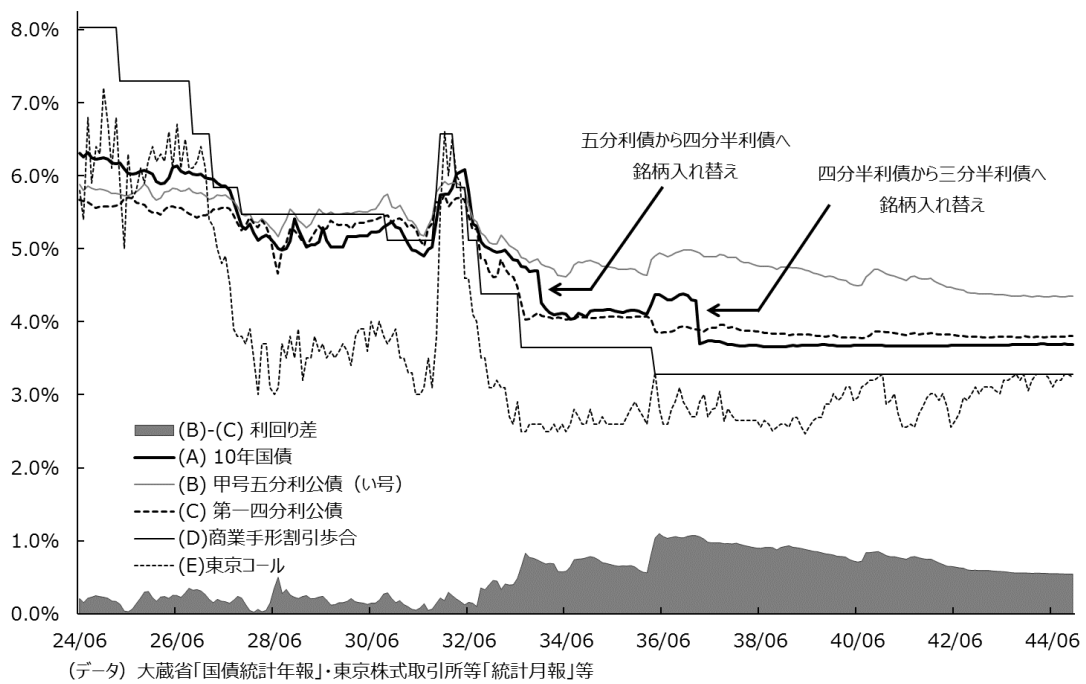


図3 利率の違いによる価格・利回り（1935～36年）

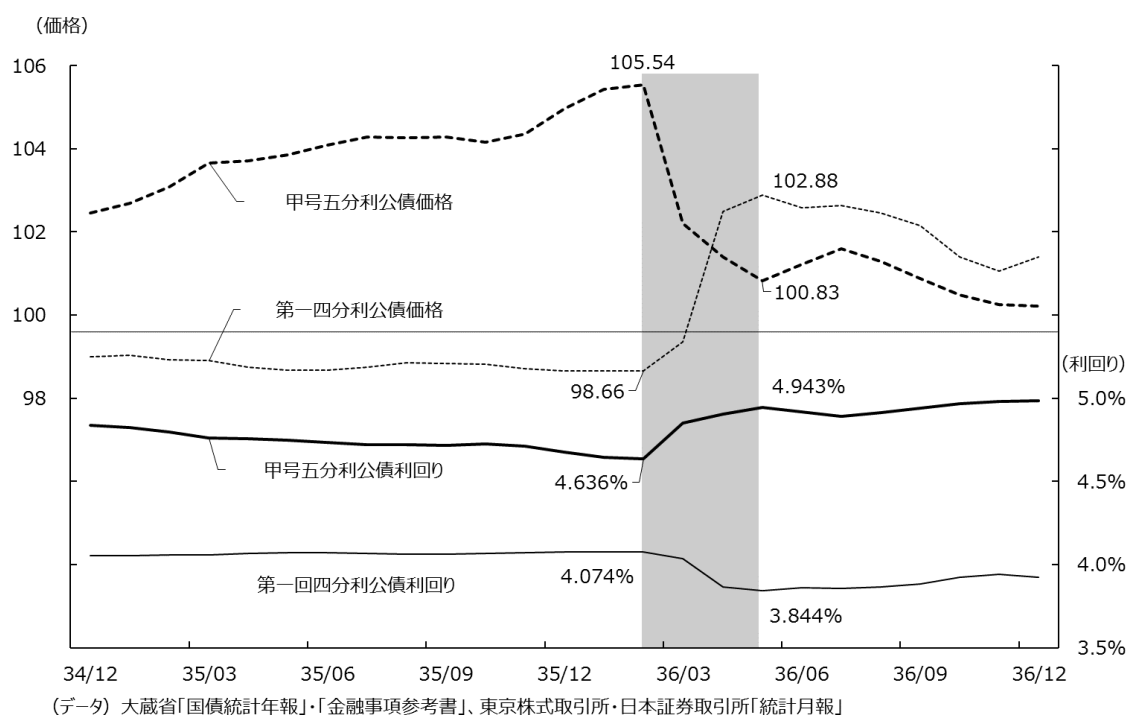


図4 同償還年債イールドスプレッド；五分利公債利回り－四分利公債利回り

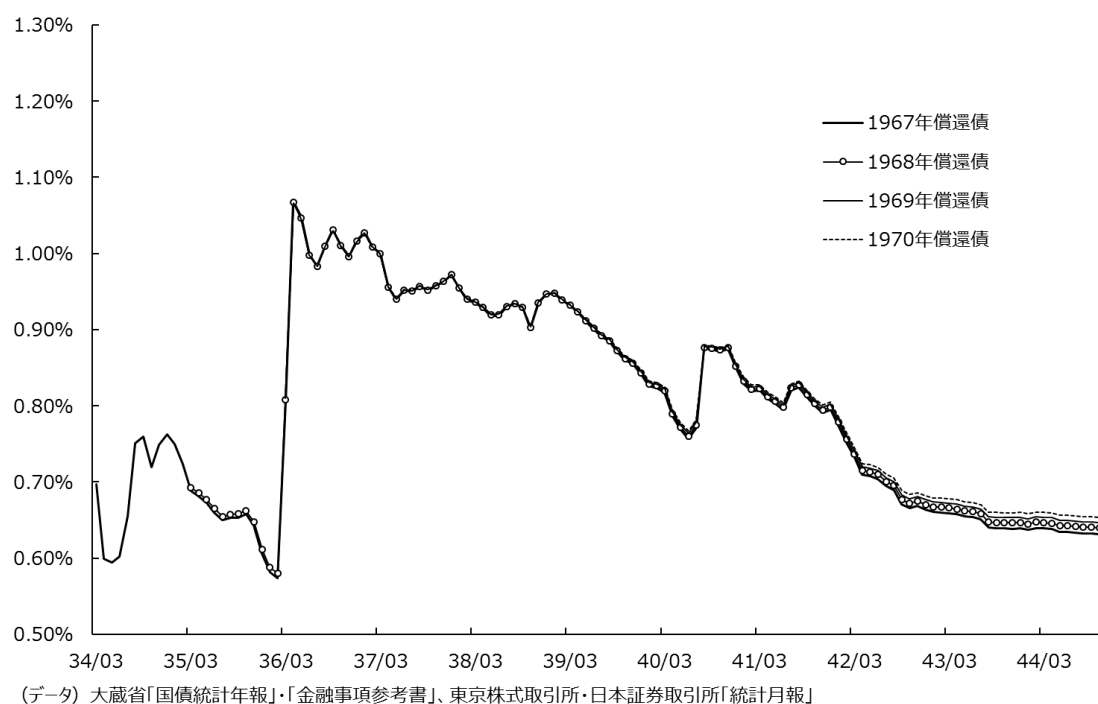
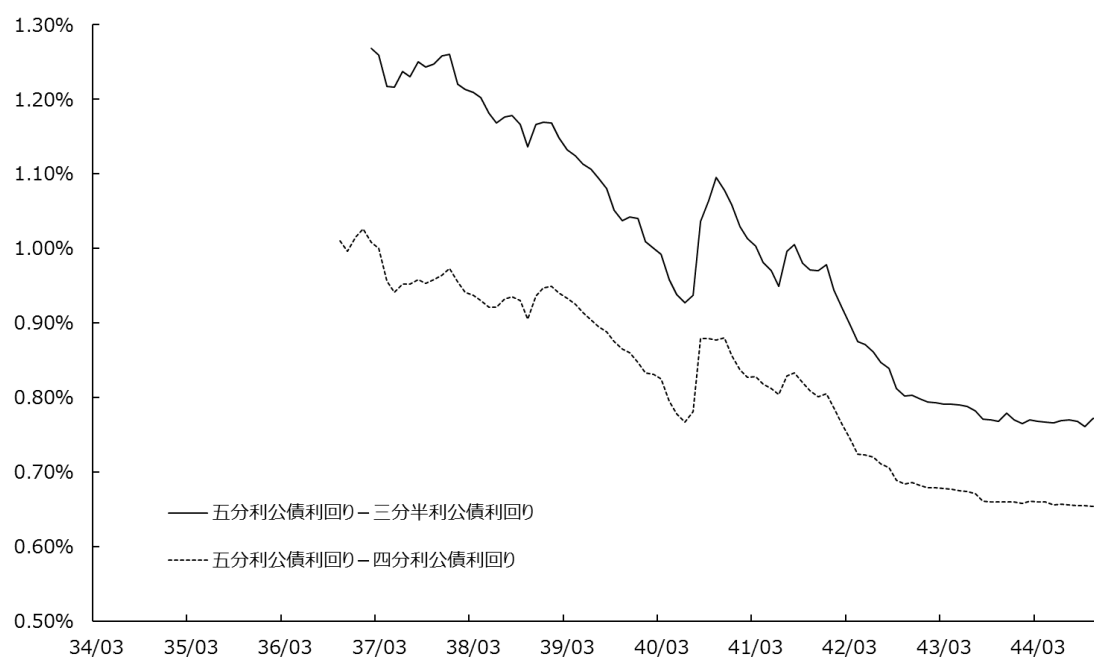
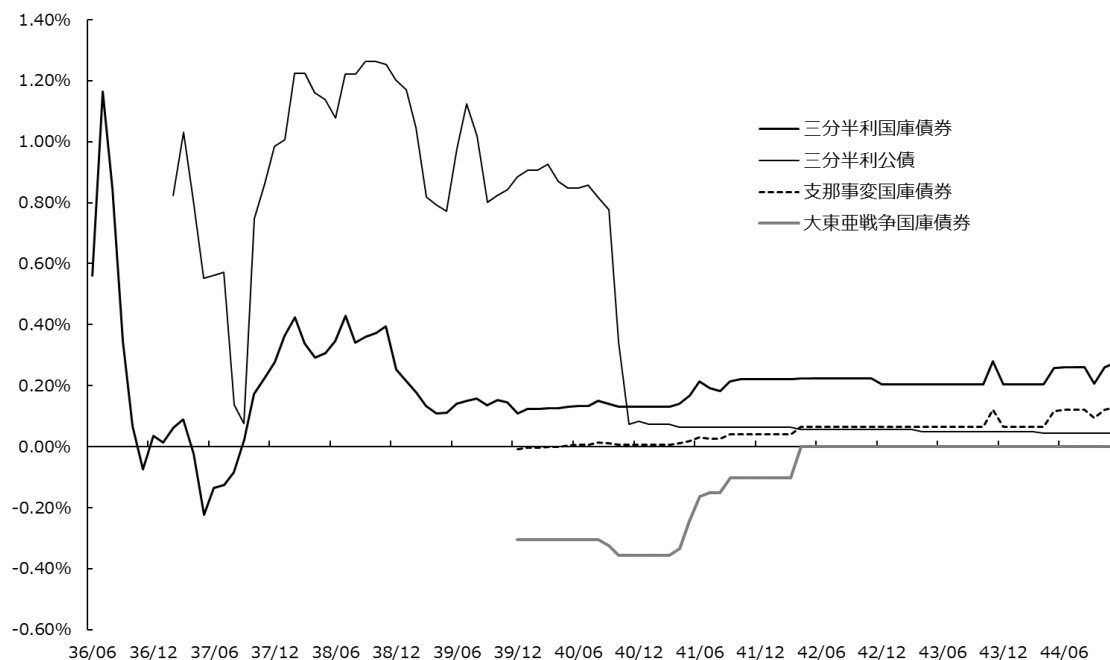


図5 イールドスプレッド（1970年償還債）



（データ）大蔵省「国債統計年報」・「金融事項参考書」、東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」

図6 各種三分半利債の標準発行価格乖離率



（データ）大蔵省「国債統計年報」・「金融事項参考書」、東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」

図 7 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)の指標推移

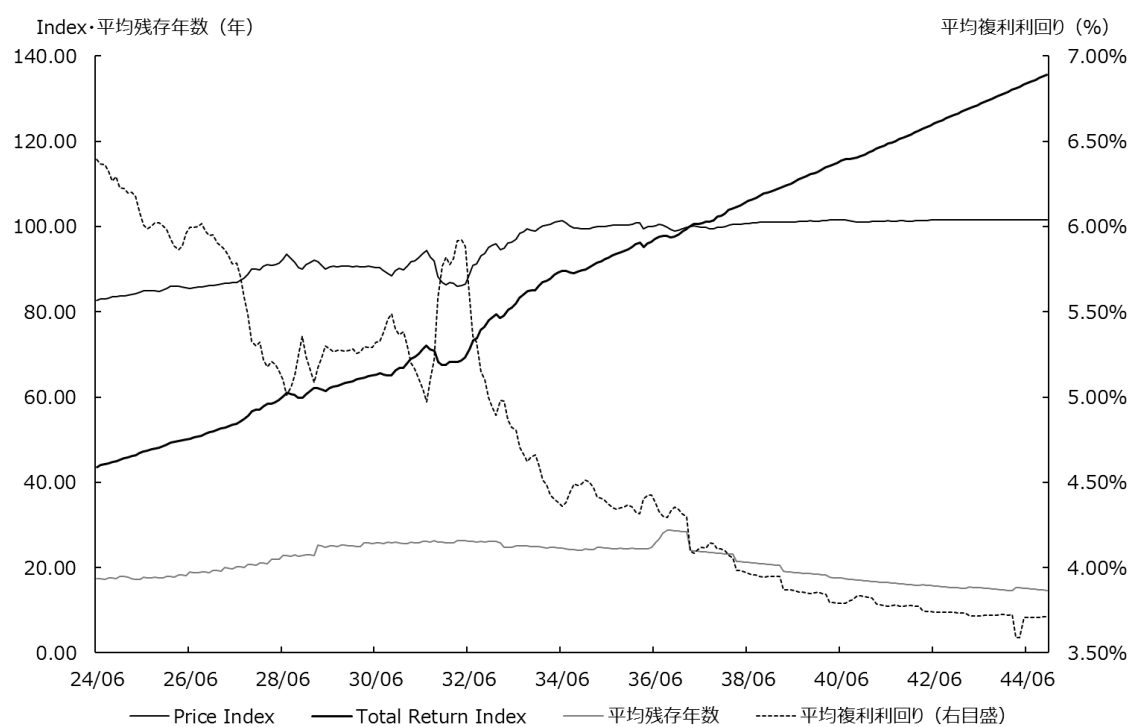


図 8 名目および実質 Total Return Index

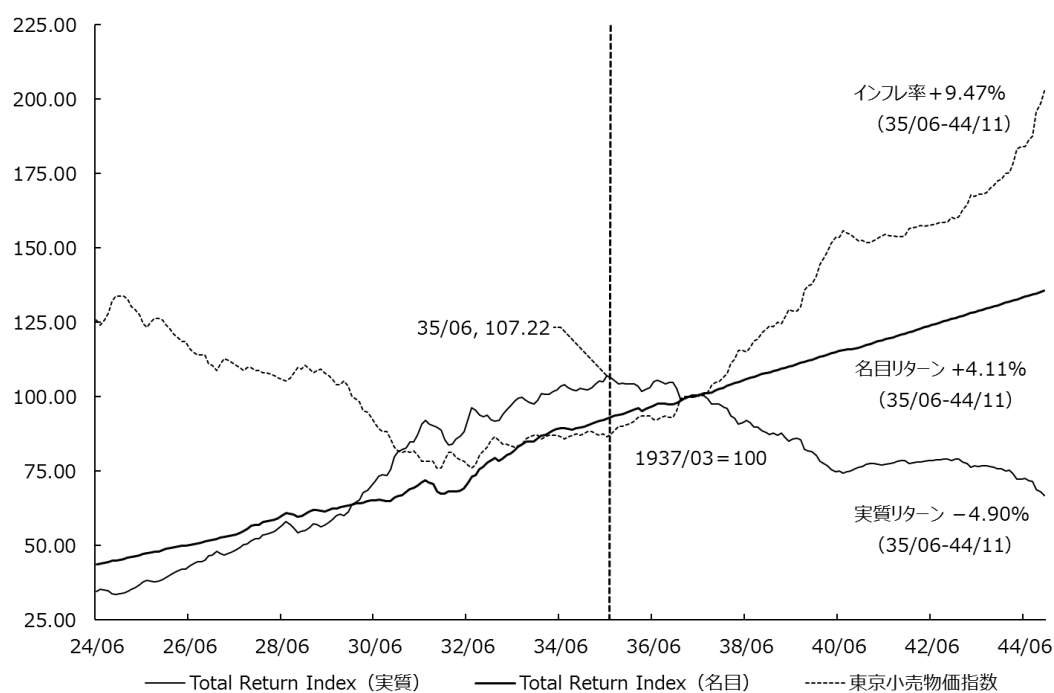


図 9 部門別株式保有比率（1930－45 年）

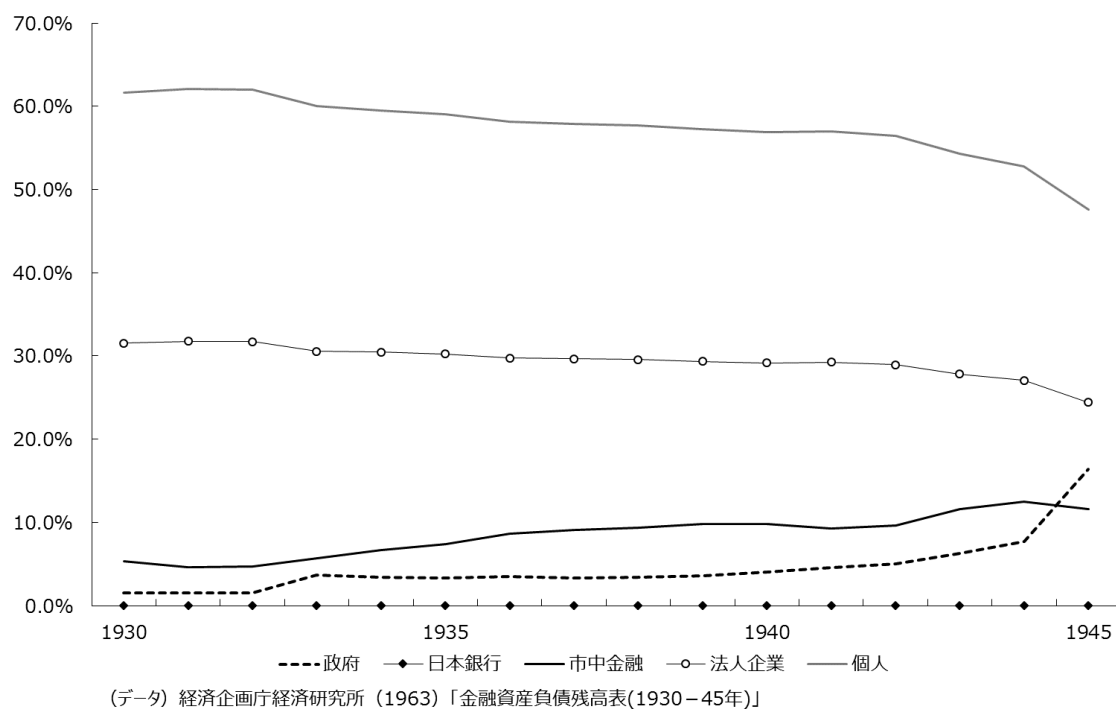


図 10 東京株式取引所株の株価推移（東株・月中平均）と増資権利落

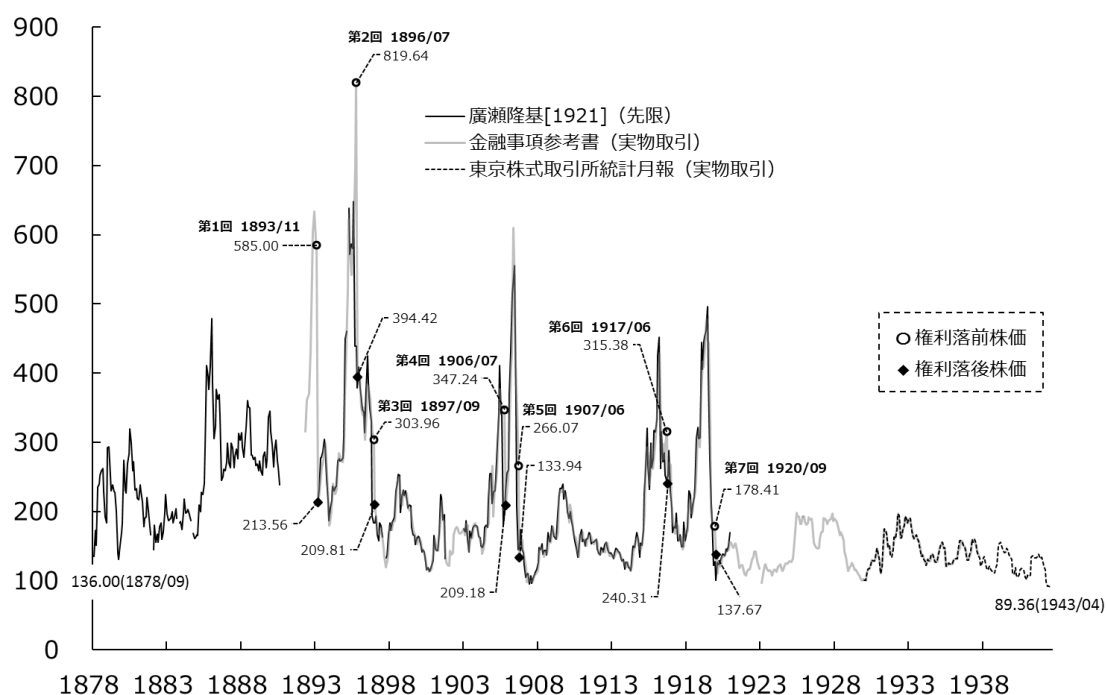


図 11 東株の価格指数・修正株価指数・配当込修正株価指数

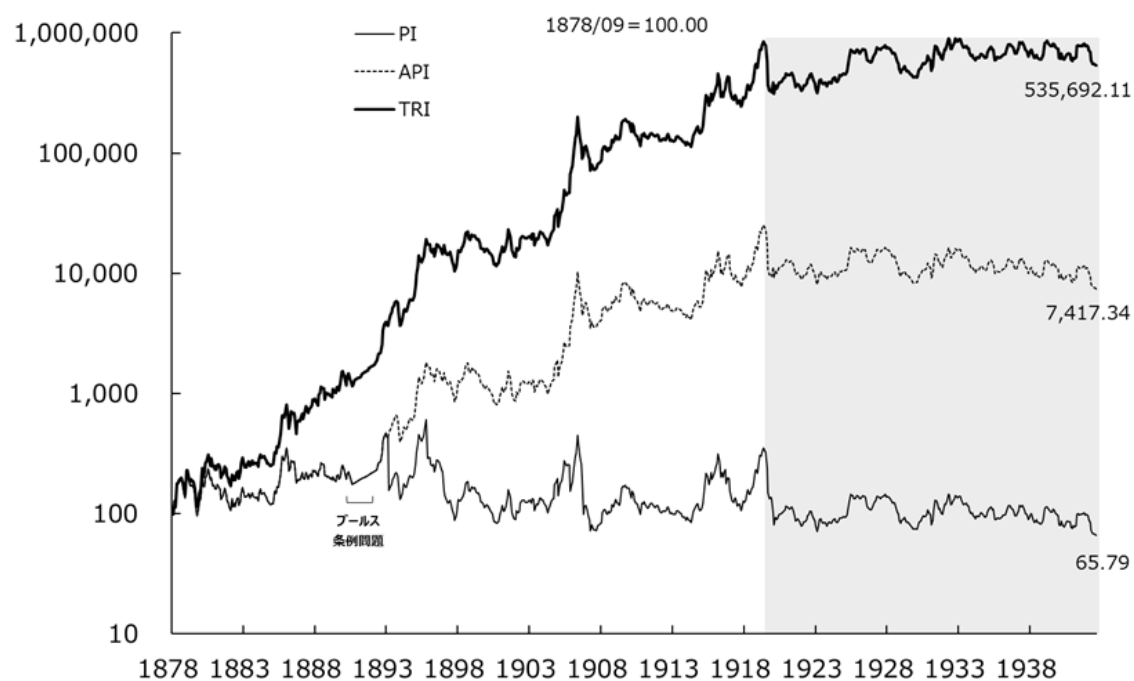


図 12 昭和初期株式パフォーマンスインデックス（東京株式取引所・短期取引市場）

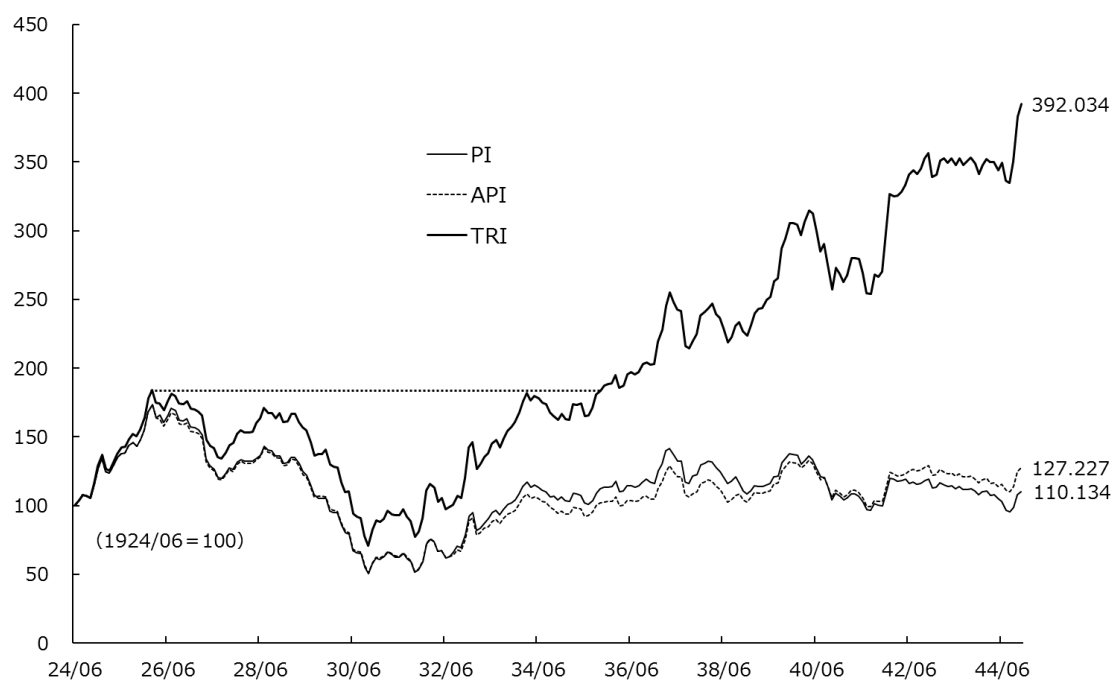


図 13 昭和初期株式(EQPI)・国債(GBPI)市場の年次リターンとリスク推移

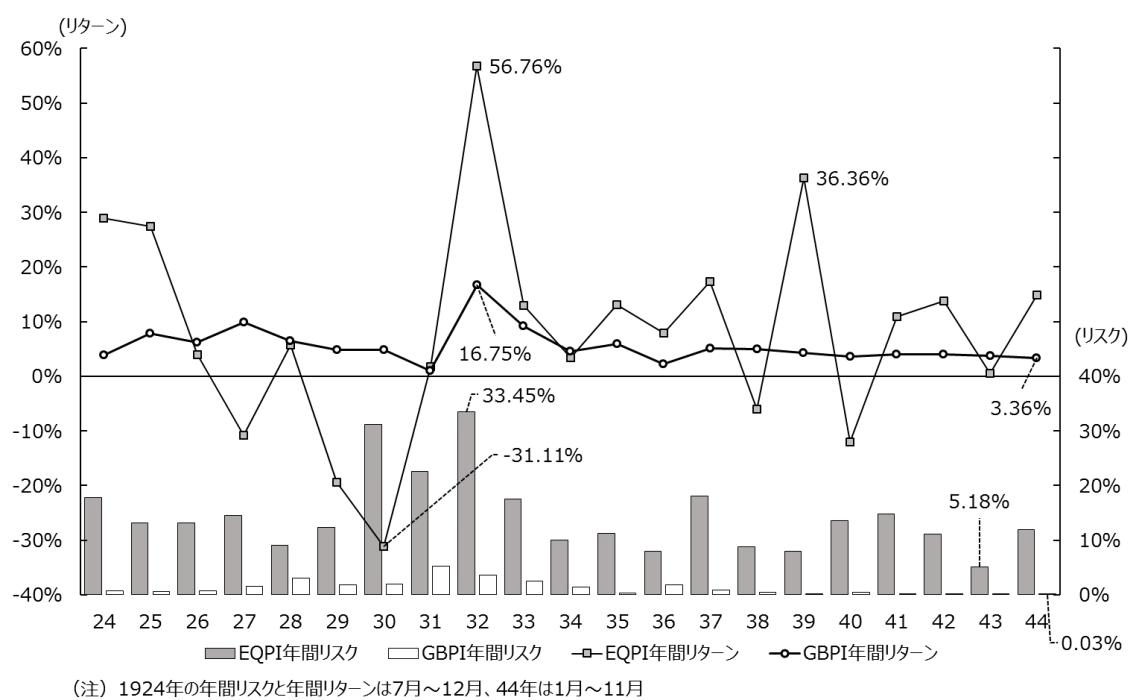


図 14 各年主要銘柄収益率の標準偏差 ; 24 年は 6 月以降・44 年は 11 月迄

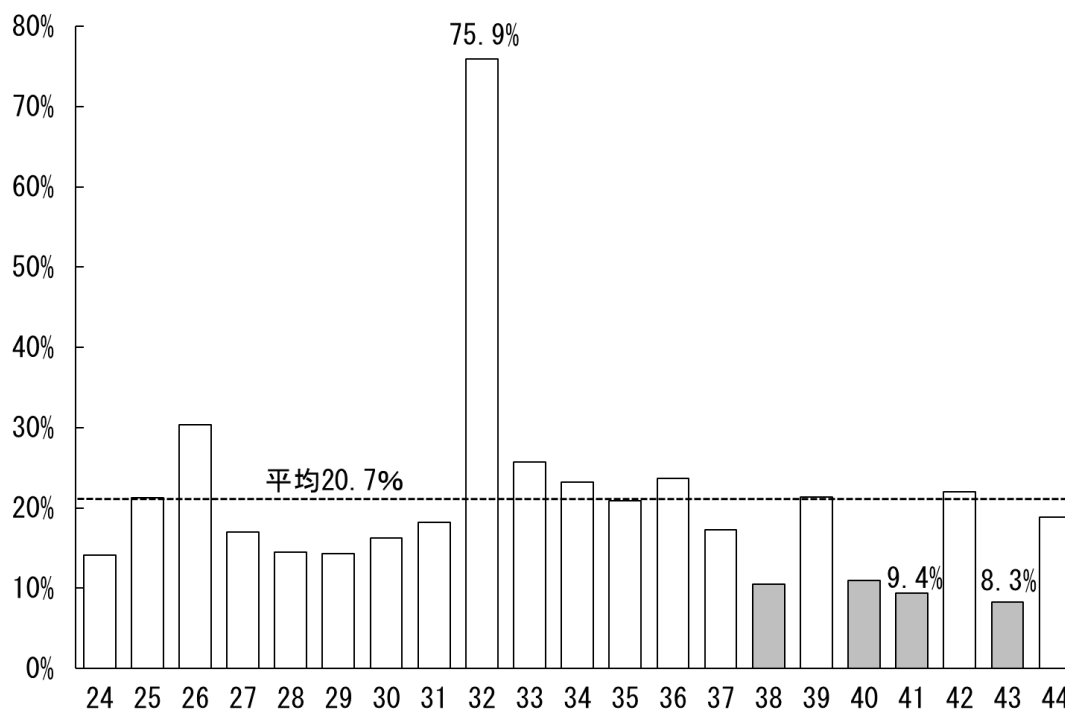


図 15 昭和初期・金融市場リターン（年率）

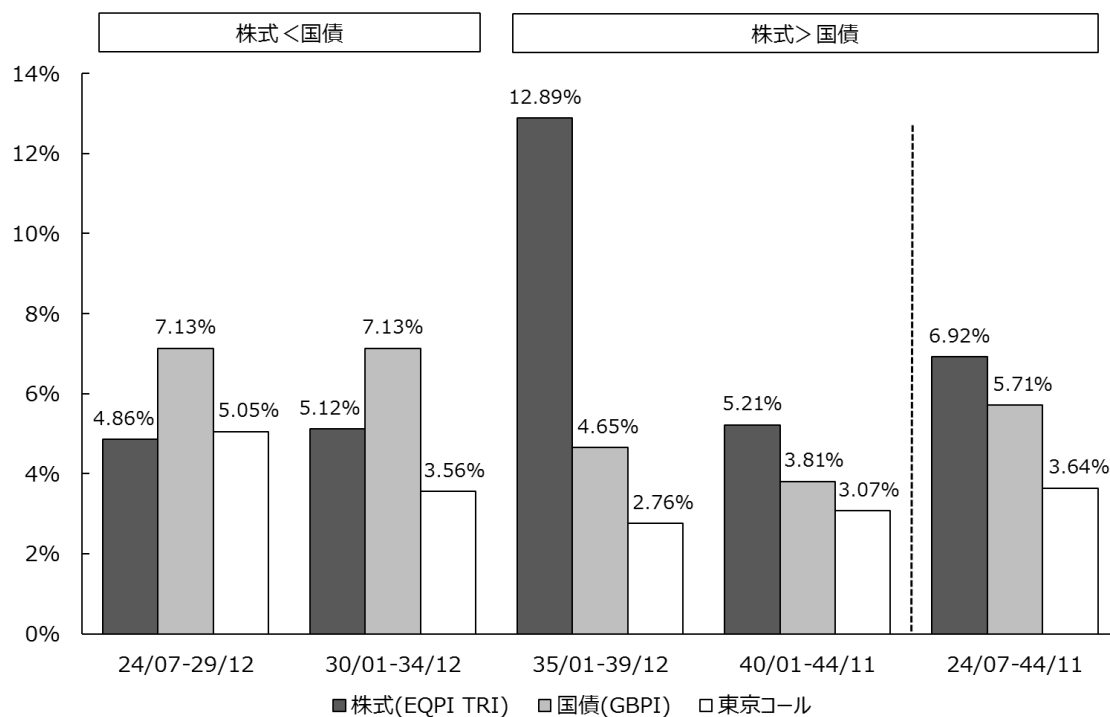


図 16 日本利回り推移（1924/06-44/11）

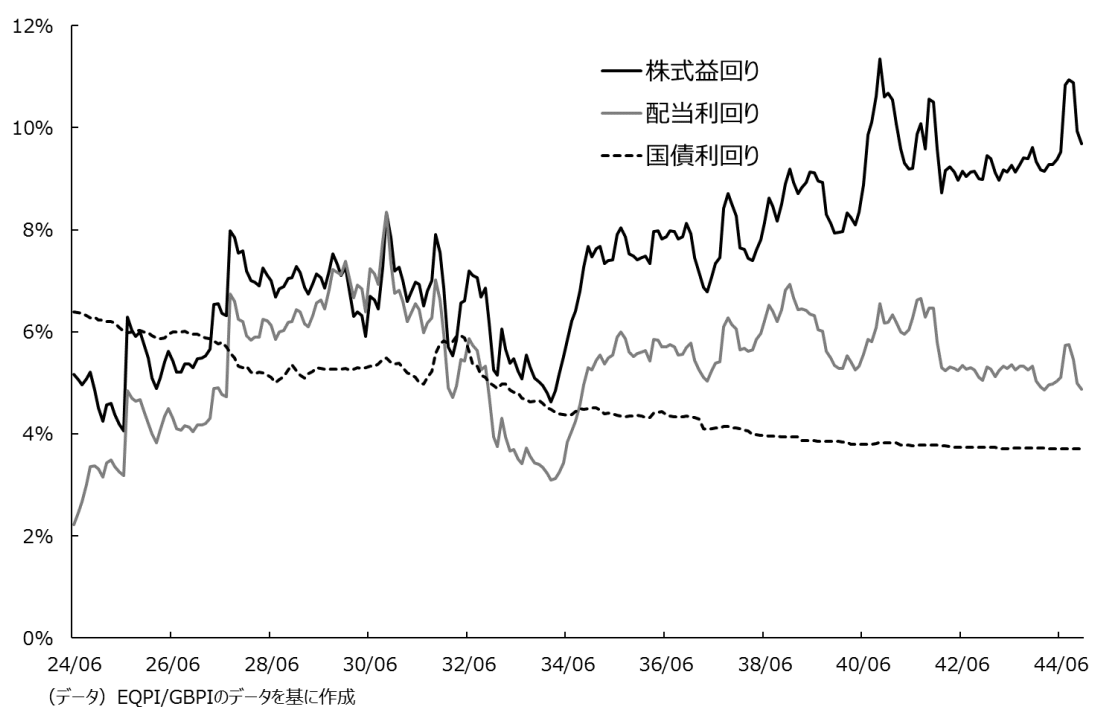


図 17 米国株式パフォーマンス

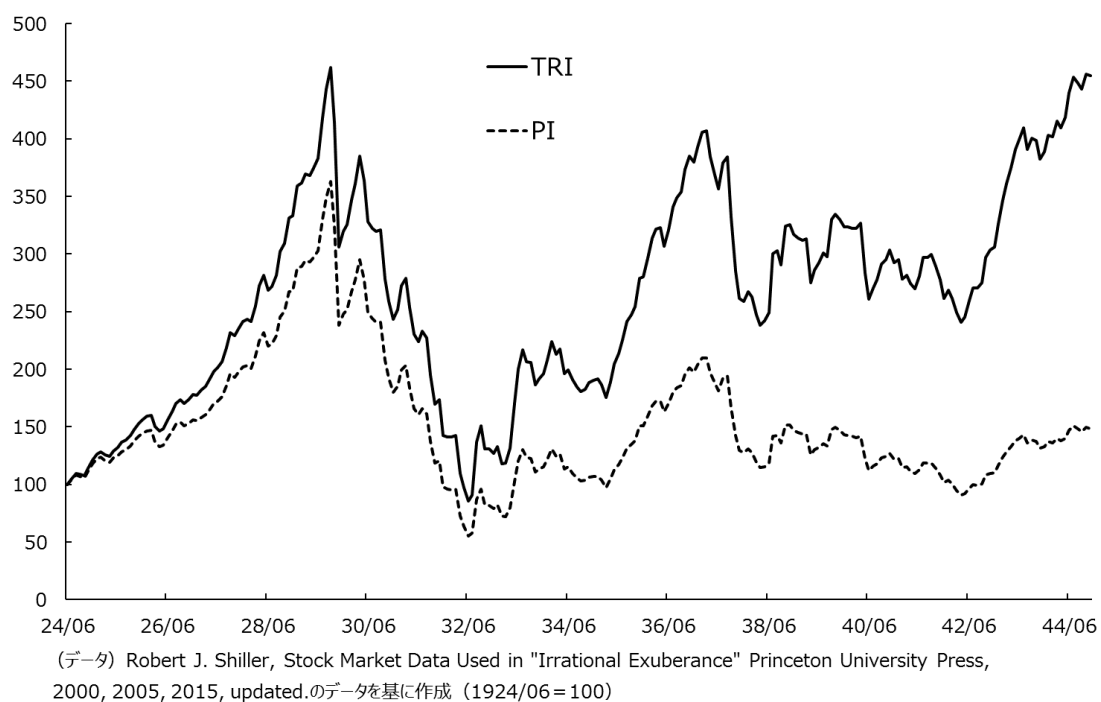


図 18 米国利回り推移 (1924/06-44/11)

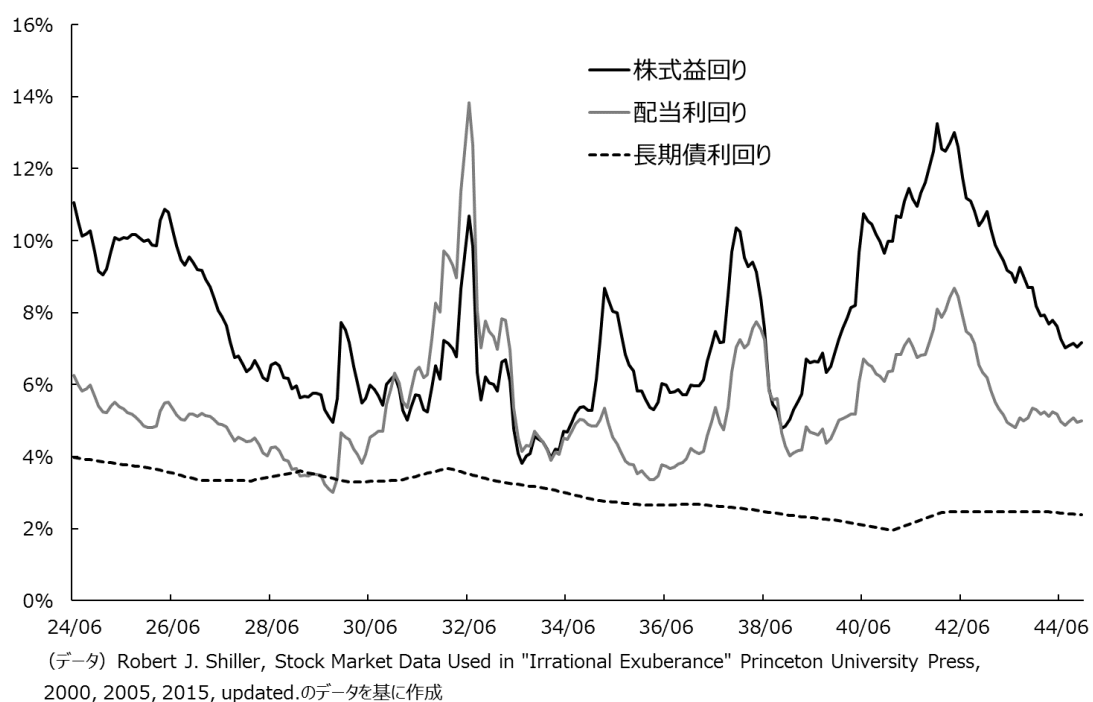


図 19 日米株価収益率 (1924/06-44/11)

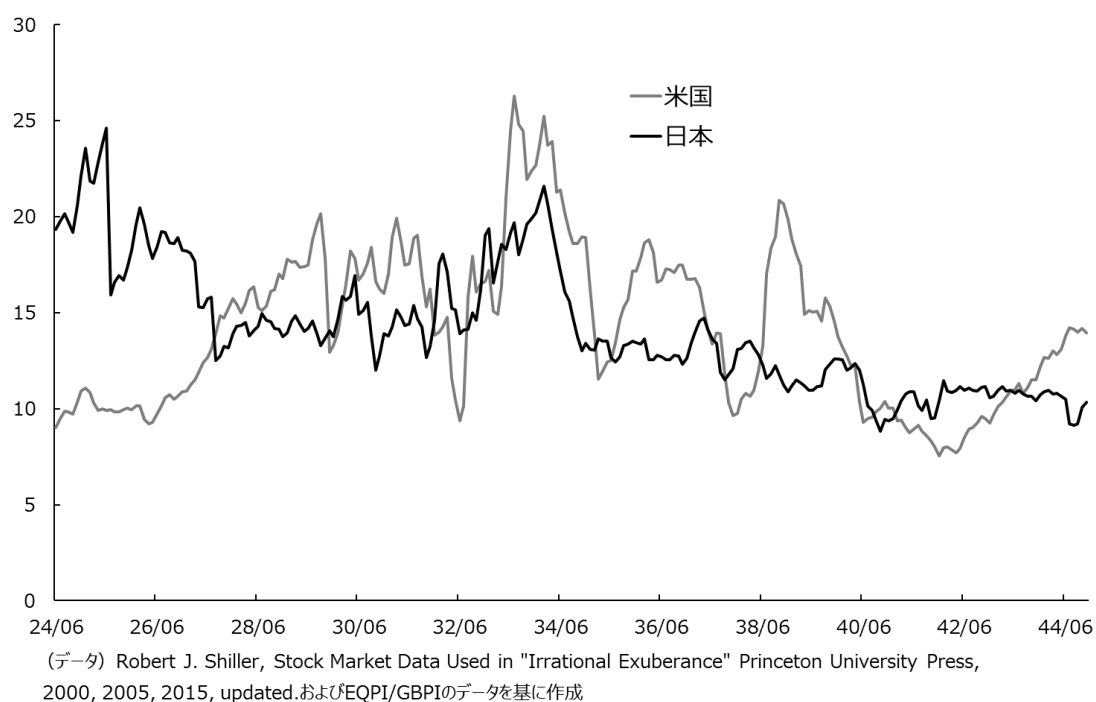


図 20 日米イールドスプレッド (1924/06-44/11)

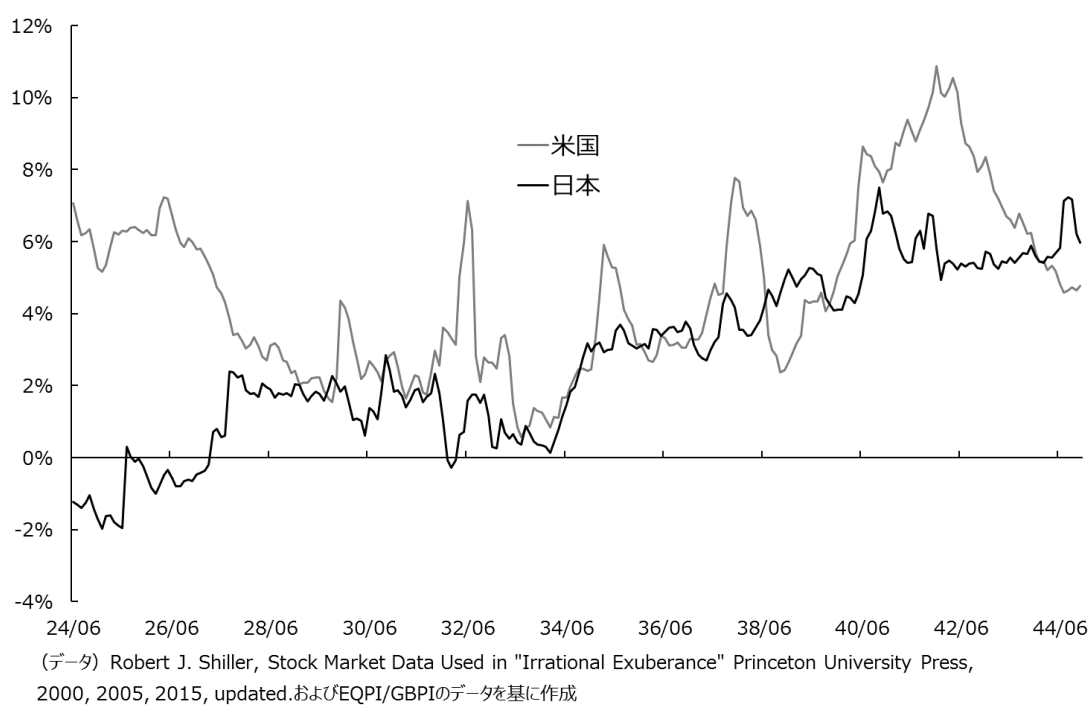


図 21 2 資産ポートフォリオのリスク調整後リターンが最大化される株式比率（24 か月・60 か月）

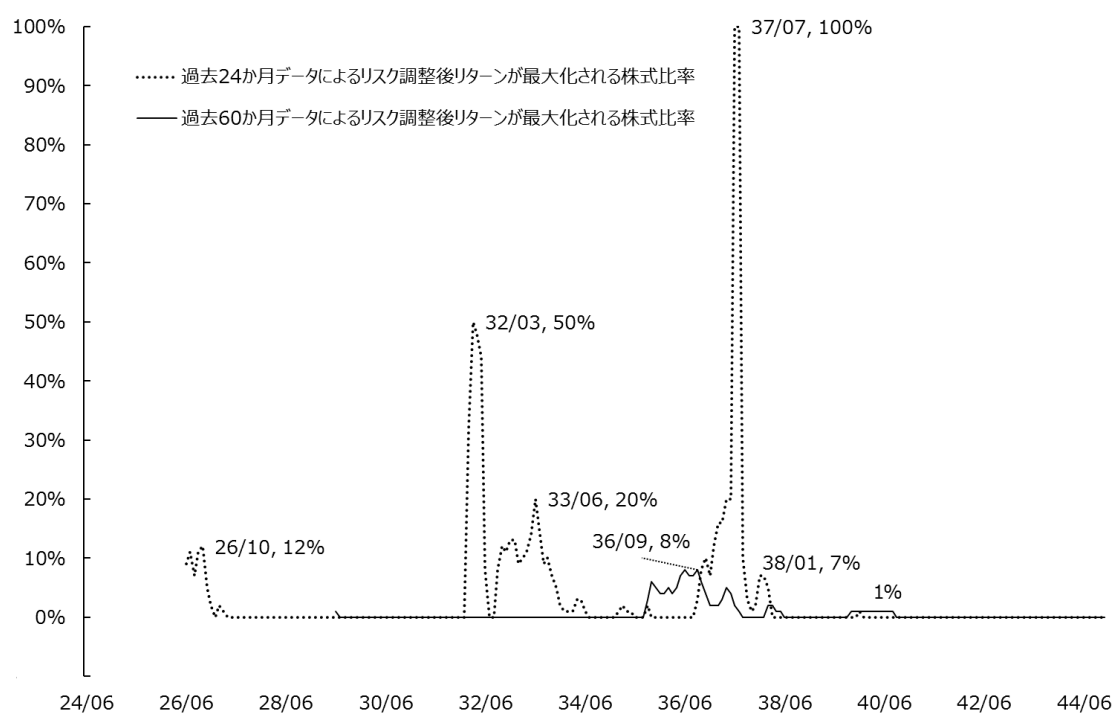


図 22 日本国債・株式 2 資産ポートフォリオの分散効果（24 か月・60 か月）

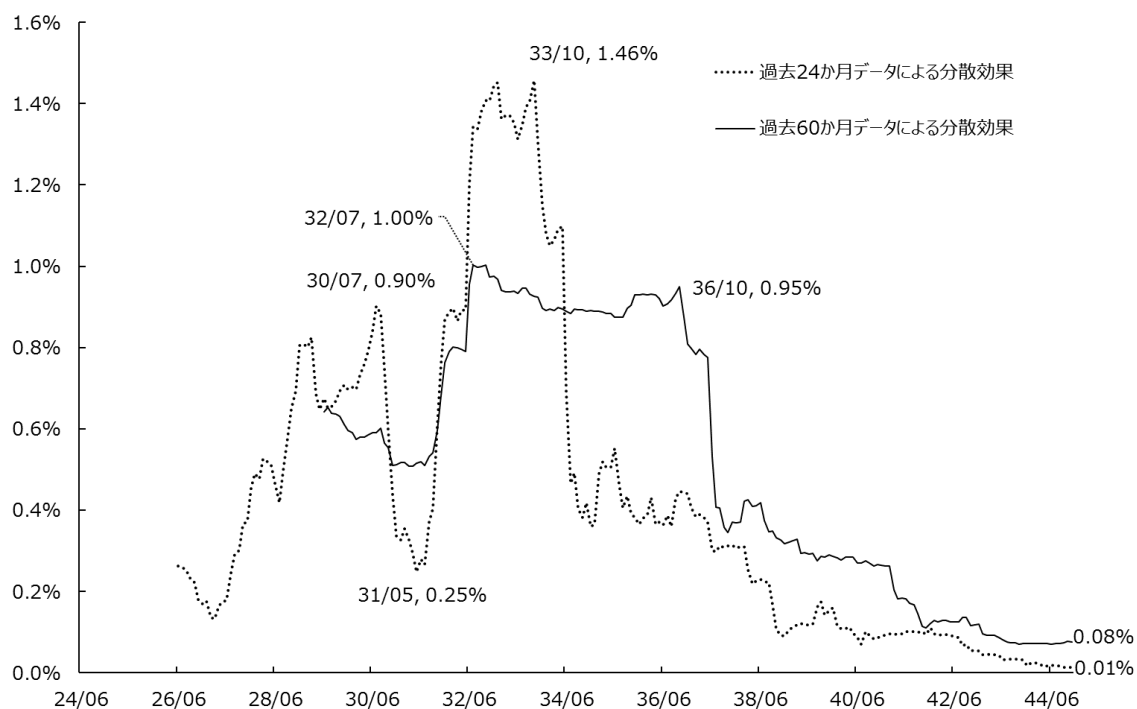


図 23 五大銀行の資本利益率と有価証券価額償却（期別・昭和）

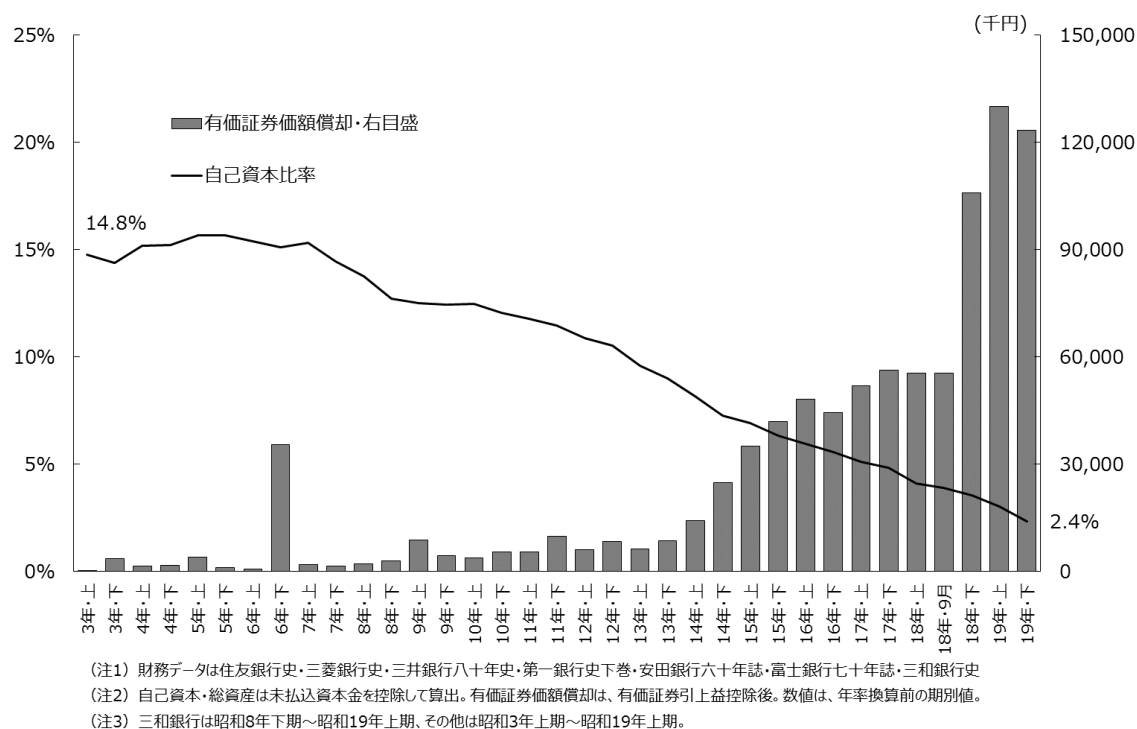


図 24 五大銀行の資本利益率と諸償却（期別）

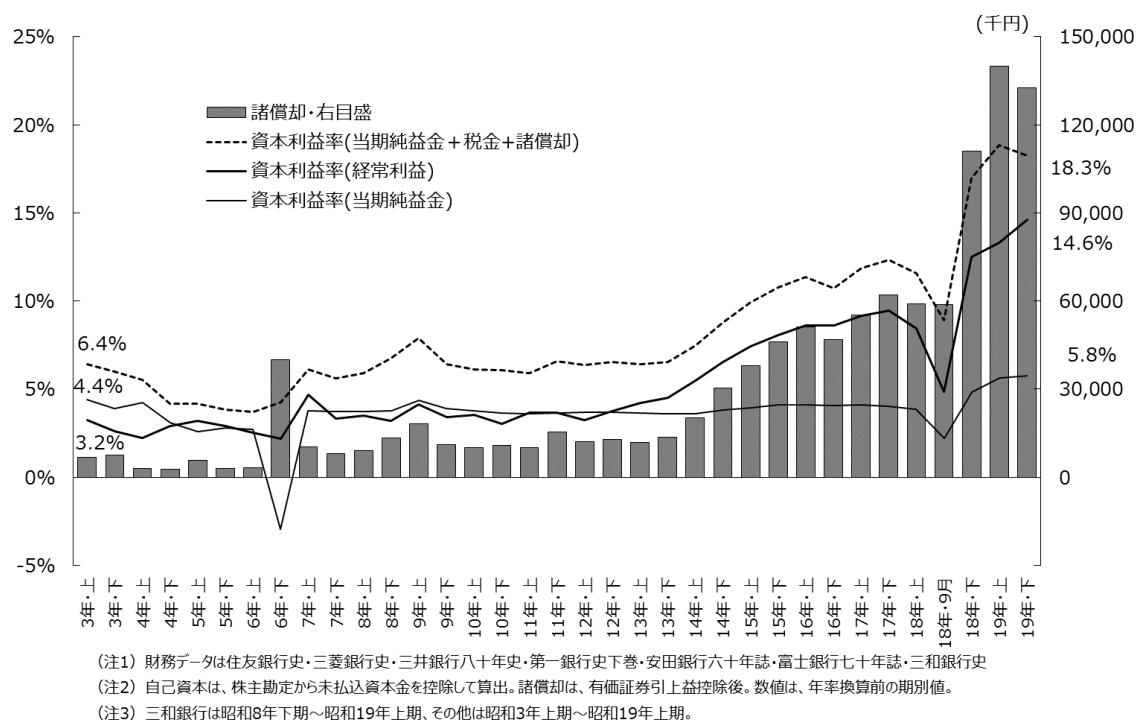


図 25 有価証券価額償却及び対払込資本金比率（五大銀行・除く普通銀行）

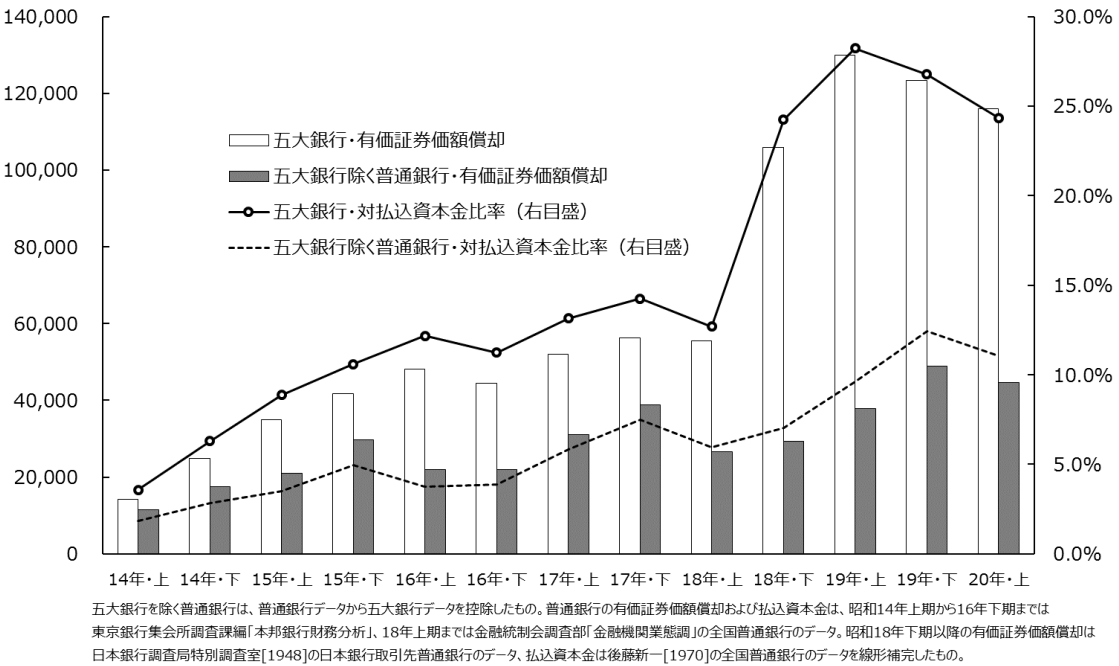


図 26 臨時利得税の税率推移



図 27 五大銀行の株式比率（対有価証券残高）

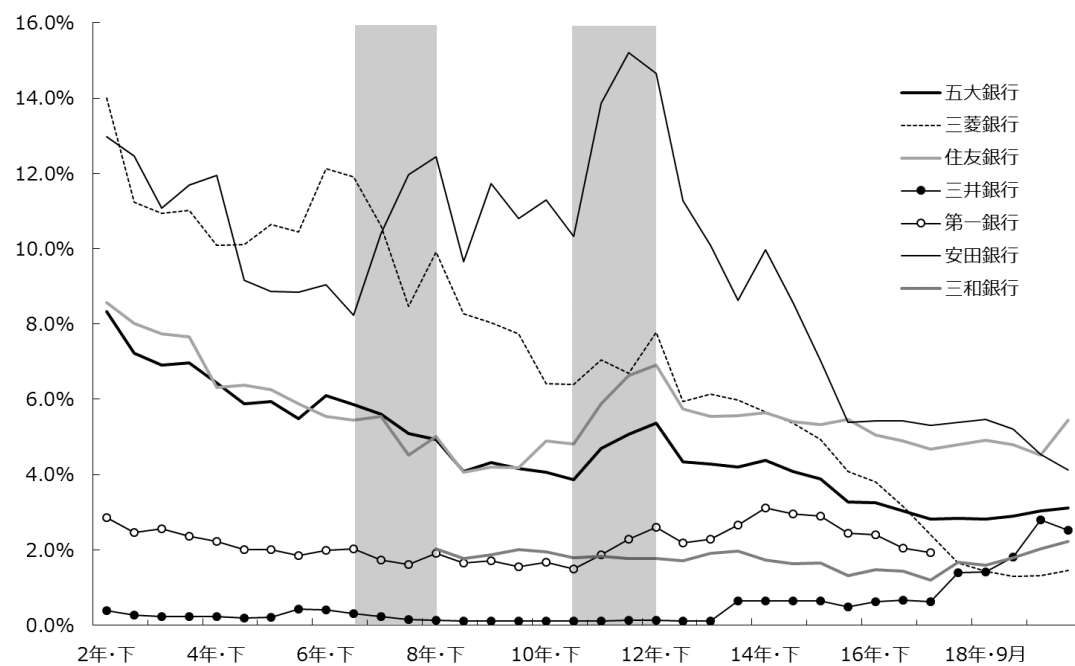


表 1 昭和初期内国債利率別未償還残高・年間発行額

	年末未償還残高（額面・単位円）						年末未償還残高比率（額面合計対比）					
	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債
1923 年末	3,093,166,625	2,601,751,700	0	268,126,700	0	223,288,225	100.0%	84.1%	0.0%	8.7%	0.0%	7.2%
1924 年末	3,227,908,625	2,736,830,650	0	267,789,750	0	223,288,225	100.0%	84.8%	0.0%	8.3%	0.0%	6.9%
1925 年末	3,525,900,225	3,087,966,800	0	267,645,200	0	170,288,225	100.0%	87.6%	0.0%	7.6%	0.0%	4.8%
1926 年末	3,684,388,500	3,346,551,125	0	267,549,150	0	70,288,225	100.0%	90.8%	0.0%	7.3%	0.0%	1.9%
1927 年末	3,901,778,800	3,635,023,750	0	266,755,050	0	0	100.0%	93.2%	0.0%	6.8%	0.0%	0.0%
1928 年末	4,346,454,475	4,080,819,225	0	265,635,250	0	0	100.0%	93.9%	0.0%	6.1%	0.0%	0.0%
1929 年末	4,458,823,500	4,193,664,800	0	265,158,700	0	0	100.0%	94.1%	0.0%	5.9%	0.0%	0.0%
1930 年末	4,461,837,075	4,199,947,225	0	261,889,850	0	0	100.0%	94.1%	0.0%	5.9%	0.0%	0.0%
1931 年末	4,525,470,725	4,264,087,725	0	261,383,000	0	0	100.0%	94.2%	0.0%	5.8%	0.0%	0.0%
1932 年末	5,150,452,850	4,690,906,500	200,000,000	259,546,350	0	0	100.0%	91.1%	3.9%	5.0%	0.0%	0.0%
1933 年末	6,400,060,050	4,717,412,450	715,000,000	967,647,600	0	0	100.0%	73.7%	11.2%	15.1%	0.0%	0.0%
1934 年末	7,242,608,625	4,617,427,650	715,000,000	1,910,180,975	0	0	100.0%	63.8%	9.9%	26.4%	0.0%	0.0%
1935 年末	8,208,005,325	4,496,619,900	715,000,000	2,996,385,425	0	0	100.0%	54.8%	8.7%	36.5%	0.0%	0.0%
1936 年末	9,072,124,650	2,265,707,125	715,000,000	3,411,165,250	2,680,252,275	0	100.0%	25.0%	7.9%	37.6%	29.5%	0.0%
1937 年末	10,585,150,975	2,265,623,125	715,000,000	3,411,806,225	4,192,721,625	0	100.0%	21.4%	6.8%	32.2%	39.6%	0.0%
1938 年末	14,934,733,575	2,265,630,600	715,000,000	3,411,758,175	8,542,344,800	0	100.0%	15.2%	4.8%	22.8%	57.2%	0.0%
1939 年末	20,253,576,975	2,265,648,200	715,000,000	3,411,781,925	13,794,646,850	66,500,000	100.0%	11.2%	3.5%	16.8%	68.1%	0.3%
1940 年末	27,008,153,550	2,265,660,225	715,000,000	3,411,816,300	20,389,677,025	226,000,000	100.0%	8.4%	2.6%	12.6%	75.5%	0.8%
1941 年末	36,100,558,163	2,265,684,900	715,000,000	3,411,829,325	29,215,275,668	492,768,270	100.0%	6.3%	2.0%	9.5%	80.9%	1.4%
	年間発行（起債）額（額面・単位円）						年間発行（起債）額比率（額面合計対比）					
	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債
1924 年	699,459,300	493,459,300	0	0	0	206,000,000	100.0%	70.5%	0.0%	0.0%	0.0%	29.5%
1925 年	822,709,850	722,709,850	0	0	0	100,000,000	100.0%	87.8%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%
1926 年	504,095,150	504,095,150	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1927 年	651,079,300	651,079,300	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1928 年	879,767,200	879,767,200	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1929 年	441,620,725	441,620,725	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1930 年	368,968,825	368,968,825	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1931 年	300,160,500	300,160,500	0	0	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1932 年	813,610,950	613,610,950	200,000,000	0	0	0	100.0%	75.4%	24.6%	0.0%	0.0%	0.0%
1933 年	1,257,214,525	34,068,975	515,000,000	708,145,550	0	0	100.0%	2.7%	41.0%	56.3%	0.0%	0.0%
1934 年	942,643,800	6,125	0	942,637,675	0	0	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%
1935 年	1,086,257,450	9,150	0	1,086,248,300	0	0	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%
1936 年	3,095,699,850	12,100	0	415,435,475	2,680,252,275	0	100.0%	0.0%	0.0%	13.4%	86.6%	0.0%
1937 年	1,513,126,075	4,375	0	646,500	1,512,475,200	0	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%
1938 年	4,349,704,575	7,600	0	73,200	4,349,623,775	0	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%
1939 年	5,318,845,650	18,225	0	23,950	5,252,303,475	66,500,000	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.7%	1.3%
1940 年	6,754,576,650	12,025	0	34,450	6,595,030,175	159,500,000	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.6%	2.4%
1941 年	9,092,405,313	24,725	0	13,075	8,825,599,243	266,768,270	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.1%	2.9%

(注1) 大蔵省理財局「金融事項参考書（大正 13 年調～昭和 17 年調）」の「國債起債償還及未償還額表」・「國債起債及償還明細表」に基づき内国債額を利率に区分。

(注2) 臨時国庫債券を含む数値、その他利率債には割引債含む。年間発行額には、代償発行（交付公債含む）。

表 2 昭和初期内国債利率別年間償還額推移

	年間償還額（額面・単位円）						年間償還額比率（額面合計対比）					
	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	その他利率債
1924 年	564,717,300	358,380,350	0	336,950	0	206,000,000	100.0%	63.5%	0.0%	0.1%	0.0%	36.5%
1925 年	524,718,250	371,573,700	0	144,550	0	153,000,000	100.0%	70.8%	0.0%	0.0%	0.0%	29.2%
1926 年	345,606,875	245,510,825	0	96,050	0	100,000,000	100.0%	71.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.9%
1927 年	433,688,350	362,606,025	0	794,100	0	70,288,225	100.0%	83.6%	0.0%	0.2%	0.0%	16.2%
1928 年	435,092,175	433,972,375	0	1,119,800	0	0	100.0%	99.7%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
1929 年	329,251,700	328,775,150	0	476,550	0	0	100.0%	99.9%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
1930 年	365,955,250	362,686,400	0	3,268,850	0	0	100.0%	99.1%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%
1931 年	236,526,850	236,020,000	0	506,850	0	0	100.0%	99.8%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
1932 年	188,628,825	186,792,175	0	1,836,650	0	0	100.0%	99.0%	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%
1933 年	7,607,325	7,563,025	0	44,300	0	0	100.0%	99.4%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%
1934 年	100,095,225	99,990,925	0	104,300	0	0	100.0%	99.9%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
1935 年	120,860,750	120,816,900	0	43,850	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1936 年	2,231,580,525	2,230,924,875	0	655,650	0	0	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1937 年	99,750	88,375	0	5,525	5,850	0	100.0%	88.6%	0.0%	5.5%	5.9%	0.0%
1938 年	121,975	125	0	121,250	600	0	100.0%	0.1%	0.0%	99.4%	0.5%	0.0%
1939 年	2,250	625	0	200	1,425	0	100.0%	27.8%	0.0%	8.9%	63.3%	0.0%
1940 年	75	0	0	75	0	0	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%
1941 年	700	50	0	50	600	0	100.0%	7.1%	0.0%	7.1%	85.7%	0.0%

(注1) 年間償還額は、満期償還・買入償還の他に 1936 年の借換償還等を含む。

(注2) 尚、1927 年・28 年の五分利債および合計数値は、未償還残高変化額と年間発行額から年間償還額を差し引いた額が 650 円一致しない。

表 3 昭和初期内国債利率別売買高推移（東京株式取引所・債券実物取引）

	上場銘柄数					売買高（額面・単位円）					売買高比率				
	合計	五分	四分半	四分	三分半	合計	五分利債	四分半利債	四分利債	三分半利債	合計	五分利	四分半利	四分利	三分半利
1933 年	33	27	3	3	0	181,360,675	146,438,775	7,586,000	27,335,900	0	100.0%	80.7%	4.2%	15.1%	0.0%
1934 年	36	27	3	6	0	155,783,500	98,157,600	23,431,500	34,194,400	0	100.0%	63.0%	15.0%	21.9%	0.0%
1935 年	40	26	3	11	0	373,264,475	254,641,100	33,805,000	84,818,375	0	100.0%	68.2%	9.1%	22.7%	0.0%
1936 年	52	25	3	18	6	520,392,675	216,285,600	38,961,000	193,567,875	71,578,200	100.0%	41.6%	7.5%	37.2%	13.8%
1937 年	25	4	3	8	10	474,433,625	86,780,375	43,155,875	194,082,250	150,415,125	100.0%	18.3%	9.1%	40.9%	31.7%
1938 年	36	3	3	7	23	395,004,000	97,459,900	22,568,000	191,271,000	83,705,100	100.0%	24.7%	5.7%	48.4%	21.2%
1939 年	56	3	3	5	45	587,042,575	134,554,700	50,241,950	198,061,150	204,184,775	100.0%	22.9%	8.6%	33.7%	34.8%
1940 年	40	3	3	5	29	679,415,610	163,178,750	49,661,500	202,403,100	264,172,260	100.0%	24.0%	7.3%	29.8%	38.9%
1941 年	36	3	3	5	25	406,479,000	56,851,850	22,844,000	89,949,175	236,833,975	100.0%	14.0%	5.6%	22.1%	58.3%
1942 年	35	3	3	5	24	320,419,500	44,360,550	5,115,000	88,603,225	182,340,725	100.0%	13.8%	1.6%	27.7%	56.9%

(注)東京株式取引所「統計年報（昭和 8 年～昭和 17 年）」の「債券実物取引相場表」に基づき国債（内債）の売買高（額面）を利率毎に集計したもの。

表 4 借換償還される五分利国庫債券の価格推移（1936 年 1 月～9 月）

回号	償還日	額面（円）	価格推移								
			36/01	36/02	36/03	36/04	36/05	36/06	36/07	36/08	36/09
23	37/03/01	14,845,700	101.69	101.69	101.43	100.20					
26	37/03/01	14,961,775	101.69	101.69	101.43	100.20					
27	36/09/01	89,848,575	100.99	100.99	100.81	100.12					
28	37/03/01	14,922,100	101.69	101.69	101.43	100.20					
29	36/12/01	64,957,750	101.29	101.29	101.10	100.18					
30	37/03/01	14,907,700	101.69	101.69	101.43	100.20					
32	37/06/01	99,360,475	101.89	101.89	101.62	100.26	100.00				
33	38/09/01	14,477,625	102.59	102.60	102.03	100.60	100.00				
34	38/03/01	59,635,150	102.49	102.50	101.99	100.29					
35	38/09/01	9,884,850	102.59	102.60	102.03	100.60	100.00				
36	38/12/01	59,078,700	102.79	102.80	102.09	100.60	100.00				
37	39/06/01	79,275,200	103.19	103.23	102.22	100.60	100.00				
39	38/09/01	14,909,300	102.59	102.60	102.03	100.60	100.00				
40	39/12/01	74,496,025	103.39	103.43	102.31	100.60	100.00				
41	40/09/01	53,546,300	103.59	103.69	102.39	100.73	100.31	100.44	100.55		
42	41/09/01	88,908,000	103.78	103.92	102.50	100.73	100.31	100.44	100.55		
43	47/12/01	75,169,100	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
44	39/12/01	58,468,750	103.39	103.43	102.31	100.60	100.00				
45	47/12/01	132,531,700	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
46	47/12/01	53,445,250	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
47	47/12/01	58,139,850	105.01	104.97	102.04	100.85	100.57	100.77	101.41	101.57	
48	53/09/01	165,530,700	105.06	105.04	102.07	101.07	100.76	101.08	101.52	101.27	101.10
49	53/09/01	112,707,350	105.06	105.04	102.07	101.07	100.76	101.08	101.52	101.27	101.10
50	41/09/01	89,252,300	103.78	103.92	102.50	100.73	100.31	100.44	100.55		
51	42/06/01	28,322,300	103.97	104.11	102.59	100.73	100.31	100.44	100.55		
52	42/06/01	63,820,900	103.97	104.11	102.59	100.73	100.31	100.44	100.55		
53	42/06/01	28,701,300	103.97	104.11	102.59	100.73	100.31	100.44	100.55		
54	43/06/01	82,970,000	104.18	104.31	102.67	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
55	43/06/01	41,997,400	104.18	104.31	102.67	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
56	44/06/01	45,000,000	104.39	104.50	102.74	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
57	49/09/01	87,999,750	104.88	104.86	102.02	100.81	100.56	100.84	101.51	101.27	101.10
58	49/09/01	56,042,000	104.88	104.86	102.02	100.81	100.56	100.84	101.51	101.27	101.10
59	39/03/01	41,999,800	103.09	103.13	102.18	100.60	100.00				
60	39/09/01	52,999,900	103.29	103.33	102.26	100.60	100.00				
61	45/06/01	92,999,650	104.85	104.90	102.84	100.73	100.31	100.47	101.07	101.30	
借換償還額面		2,136,113,225									

(注1) 本表は、大蔵省（1954）270 頁の第七十八表を基に、五分利国庫債券と三分半利国庫債券の回号を対応させたもの。
(注2) 五分利国庫債券の借換償還額面は、1936 年 3 月末（35 年度末）の額面（円）。
(注3) 五分利国庫債券の価格推移は、大蔵省理財局「国債統計年報（各年度）」東京市場・月中平均価格。

表 5 借換償還される五分利国庫債券に対応する借換発行される三分半利国庫債券

回号	償還日	額面 (円)	第一回借換え	第二回借換え	第三回借換え	第四回借換え	第五回借換え
			36/05/01	36/06/01	36/07/15	36/08/15	36/09/15
23	37/03/01	14,845,700	14,845,700				
26	37/03/01	14,961,775	14,961,775				
27	36/09/01	89,848,575	89,848,575				
28	37/03/01	14,922,100	14,922,100				
29	36/12/01	64,957,750	64,957,750				
30	37/03/01	14,907,700	14,907,700				
32	37/06/01	99,360,475	99,360,475				
33	38/09/01	14,477,625		14,477,625			
34	38/03/01	59,635,150	59,635,150				
35	38/09/01	9,884,850		9,884,850			
36	38/12/01	59,078,700		59,078,700			
37	39/06/01	79,275,200		79,275,200			
39	38/09/01	14,909,300		14,909,300			
40	39/12/01	74,496,025		74,496,025			
41	40/09/01	53,546,300			53,546,300		
42	41/09/01	88,908,000			88,908,000		
43	47/12/01	75,169,100				75,169,100	
44	39/12/01	58,468,750		58,468,750			
45	47/12/01	132,531,700				132,531,700	
46	47/12/01	53,445,250				53,445,250	
47	47/12/01	58,139,850				58,139,850	
48	53/09/01	165,530,700					165,530,700
49	53/09/01	112,707,350					112,707,350
50	41/09/01	89,252,300			89,252,300		
51	42/06/01	28,322,300			28,322,300		
52	42/06/01	63,820,900			63,820,900		
53	42/06/01	28,701,300			28,701,300		
54	43/06/01	82,970,000				82,970,000	
55	43/06/01	41,997,400				41,997,400	
56	44/06/01	45,000,000				45,000,000	
57	49/09/01	87,999,750					87,999,750
58	49/09/01	56,042,000					56,042,000
59	39/03/01	41,999,800		41,999,800			
60	39/09/01	52,999,900		52,999,900			
61	45/06/01	92,999,650				92,999,650	
借換償還額面		2,136,113,225	373,439,225	405,590,150	352,551,100	582,252,950	422,279,800
発行銘柄	額面合計 (円)	い号	ろ号	は号	に号	ほ号	
償還日	—	48/06/01	49/06/01	50/03/01	50/12/01	51/06/01	
発行価格	—	98.00	98.00	98.00	98.00	98.00	
利回り (複利)	—	3.707%	3.695%	3.688	3.681%	3.677%	
借換発行額面	2,152,590,000	381,000,000	413,000,000	361,590,000	597,000,000	400,000,000	

(注1) 大蔵省 (1954) 270 頁の第七十八表を基に、五分利国庫債券と三分半利国庫債券の回号を対応させたもの。

(注2) 三分半利国庫債券の借換発行額面は、1937 年 3 月末 (36 年度末) の額面 (円)。

(注3) は・に・ほ号の発行価格・利回りは現金発行の場合。

(注4) 代用発行の場合は、順に 97.50 円・3.736%、97.50 円・3.727%、97.50 円・3.722%。

表 6 同償還年債イールドスプレッド（五分利公債利回り－四分利公債利回り）

償還年	五分利公債	四分利公債	比較期間	最大	最小	平均	標準偏差
1967 年償還債	む号	ほ号	1934/03-44/11	1.068%	0.574%	0.794%	0.135%
1968 年償還債	う号	へ号	1935/03-44/11	1.067%	0.580%	0.808%	0.134%
1969 年償還債	ぬ号・の号	と号	1936/03-44/11	1.066%	0.646%	0.828%	0.126%
1970 年償還債	お号・く号	ち号	1936/10-44/11	1.026%	0.653%	0.819%	0.118%
平均			1934/03-44/11	1.067%	0.577%	0.798%	0.132%

表 7 同償還年債イールドスプレッド（1970 年償還債に依る比較）

償還年	比較期間	最大	最小	平均	標準偏差
五分利公債(お・く号)－三分半利公債(い号)	1937/02-44/11	1.268%	0.760%	0.990%	0.169%
五分利公債(お・く号)－四分利公債(ち号)	1936/10-44/11	1.026%	0.653%	0.819%	0.118%

表 8 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI) 種別・利率別比率 (時価総額・単位%)

種別／利率別比率			24/06	25/03	26/03	27/03	28/03	29/03	30/03	31/03	32/03	33/03	34/03	35/03	36/03	37/03	38/03	39/03	40/03	41/03	42/03	43/03	44/03	44/11	
五分利公債			9.1	11.9	15.0	18.6	21.5	27.0	29.8	31.4	34.1	32.1	28.6	25.5	22.8	20.4	16.6	12.0	9.2	7.0	5.3	3.8	2.7	2.7	
特別五分利公債			5.3	4.6	4.2	3.7	3.4	3.1	2.9	3.0	2.9	2.2	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
甲号五分利公債			16.6	14.2	12.7	12.2	11.1	10.3	9.4	9.3	8.5	7.0	6.1	5.4	4.8	4.3	3.5	2.6	2.0	1.5	1.1	0.8	0.6	0.6	
第一四分利公債			5.4	4.7	4.3	4.2	3.7	3.5	3.2	3.2	3.0	2.6	2.4	2.1	1.9	1.8	1.4	1.1	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	
第二四分利公債			3.1	2.7	2.4	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0	0.8	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	
四分利公債			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	0.9	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	
三分半利公債			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.8	1.1	1.0	1.4	1.4	
五分利国庫債券			46.3	46.8	50.7	50.9	54.0	51.9	51.9	51.3	49.8	42.2	33.9	28.9	23.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
鉄道債券			3.1	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
臨時国庫証券			11.1	12.3	8.0	5.4	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
四分半利国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	10.8	9.7	8.7	7.8	6.3	4.6	3.4	2.6	2.0	1.4	0.4	0.4	
四分利国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.8	26.6	36.3	33.6	27.1	19.6	14.8	11.2	8.4	6.0	4.3	4.3	
三分半利国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	29.9	43.0	43.3	39.3	35.9	32.3	27.1	24.3	24.3	
支那事变国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.1	29.1	39.8	44.0	31.2	22.3	22.3	
支那事变特別国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
大東亜戦争国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	26.3	41.6	41.6	
大東亜戦争特別国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7	
賜金国庫債券			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.6	1.2	1.2	
利率別	5.0%利付債		91.5	92.6	93.2	93.5	94.2	94.4	95.0	95.0	95.3	83.5	70.4	59.8	51.1	24.7	20.1	14.6	11.2	8.5	6.5	4.6	3.3	3.3	
	4.5%利付債		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	10.8	9.7	8.7	7.8	6.3	4.6	3.4	2.6	2.0	1.4	0.4	0.4	
	4.0%利付債 3.65%		8.5	7.4	6.8	6.5	5.8	5.6	5.0	5.0	4.7	4.1	18.7	30.5	40.2	37.3	30.1	21.8	16.4	12.4	9.4	6.7	4.8	4.8	
	利付債		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.6	1.2	1.2	
	3.5%利付債		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.2	43.5	59.0	69.0	76.5	81.6	85.7	90.3	90.3
時価総額(億円)			23.1	26.7	29.6	30.7	35.4	38.7	41.0	40.9	40.7	55.4	68.1	76.0	83.8	93.2	115.8	161.0	215.5	281.7	374.4	528.1	740.2	740.3	
パフォーマンスインデックス			24/06	24/12	25/12	26/12	27/12	28/12	29/12	30/12	31/12	32/12	33/12	34/12	35/12	36/12	37/12	38/12	39/12	40/12	41/12	42/12	43/12	44/11	
G B P I	PI	総合	82.75	83.68	85.53	86.13	89.88	90.98	90.57	90.15	86.36	95.69	99.56	99.38	100.57	99.15	99.99	100.96	101.26	101.01	101.26	101.59	101.59	101.60	
	TRI	総合	43.64	45.34	48.87	51.91	57.07	60.79	63.74	66.85	67.49	78.79	86.03	89.94	95.23	98.10	103.09	108.27	112.87	116.91	121.62	126.56	131.23	135.63	
		五分利債	44.44	46.14	49.76	52.85	58.27	61.96	65.04	68.25	68.94	80.11	87.16	90.88	97.13	97.91	103.98	110.90	118.32	122.71	130.05	139.76	146.61	152.57	
		四分半利債	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	86.92	91.55	95.61	98.08	103.21	109.15	113.85	117.94	123.46	128.39	133.18	137.67
		四分利債	38.89	40.57	43.54	46.27	49.10	53.90	55.35	57.60	57.51	73.49	84.46	88.52	92.11	98.22	102.61	108.13	112.53	115.82	120.75	126.61	131.52	135.89	
		三分半利債	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	102.92	106.70	110.56	114.55	118.77	123.11	127.54	131.78	
東京コール			60.19	62.12	66.00	70.28	73.57	76.16	78.92	81.97	85.11	89.09	91.57	93.99	96.53	99.31	102.12	104.81	107.67	111.05	114.17	117.52	121.28	124.93	

(注 1)大蔵省「国債統計年報(大正 12 年度～昭和 16 年度および昭和 24 年度)」における「内国債」のうち、割引債および残存年限 1 年未満の債券を除く時価総額比率。

(注 2)東京コールは、1924 年 6 月～37 年 6 月までは、藤野・秋山(1977)による東京コールマネー（無条件）。それ以降は、日本銀行統計局(1947a)の東京コール日歩（普通）を年率換算。

(注 3)パフォーマンスインデックス推移は、1937/03＝100.00。GBPI の PI はプライスインデックス（価格指数）でありキャピタルゲインのみを反映。TRI は、トータルリターンインデックスであり、キャピタルゲインに加えインカムゲインも反映。

表 9 昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI) および東京コールの特性推移

リターン			1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	全期間	
GBPI	PI	総合	1.12	2.21	0.71	4.35	1.22	-0.44	-0.46	-4.21	10.81	4.04	-0.18	1.20	-1.41	0.84	0.98	0.29	-0.24	0.25	0.32	0.00	0.01	1.01	
	TRI	総合	3.88	7.80	6.21	9.95	6.52	4.85	4.88	0.95	16.75	9.18	4.54	5.89	3.01	5.09	5.03	4.24	3.58	4.03	4.06	3.69	3.36	5.71	
		五分利債	3.84	7.84	6.22	10.26	6.34	4.97	4.93	1.01	16.20	8.80	4.27	6.88	0.80	6.19	6.66	6.69	3.71	5.99	7.46	4.91	4.06	6.23	
		四分半利債	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	5.33	4.43	2.58	5.23	5.76	4.31	3.59	4.69	3.99	3.73	3.37	－
		四分利債	4.33	7.31	6.27	6.12	9.77	2.68	4.08	-0.17	27.80	14.93	4.80	4.06	6.64	4.47	5.38	4.07	2.93	4.25	4.85	3.88	3.32	6.32	
	三分半利債	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	3.67	3.61	3.61	3.69	3.65	3.60	3.33	－	
東京コール			3.21	6.25	6.48	4.69	6.51	3.63	3.87	3.83	4.67	2.78	2.64	2.71	2.88	2.82	2.64	2.73	3.14	2.81	2.93	3.20	3.01	3.64	
リスク（年間変動率）			1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	全期間	
GBPI	PI	総合	0.70	0.65	0.72	1.62	3.14	1.86	2.01	5.31	3.69	2.57	1.43	0.39	1.85	0.89	0.43	0.16	0.43	0.17	0.08	0.02	0.03	2.02	
	TRI	総合	0.70	0.64	0.71	1.61	3.13	1.85	2.00	5.28	3.67	2.56	1.43	0.40	1.85	0.90	0.44	0.15	0.43	0.18	0.08	0.02	0.03	2.04	
		五分利債	0.64	0.76	0.73	1.46	2.73	1.74	2.01	5.21	3.51	2.33	1.85	0.58	2.87	1.26	1.02	0.41	2.12	1.11	0.57	0.28	0.26	2.12	
		四分半利債	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	1.28	0.22	1.61	1.41	0.63	0.28	0.49	0.24	0.24	1.05	0.82	－
		四分利債	1.80	2.17	2.02	4.04	10.81	4.16	2.46	7.54	8.32	8.06	0.58	0.16	3.46	1.17	0.42	0.38	1.24	0.62	0.25	0.28	0.26	4.37	
	三分半利債	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	0.22	0.12	0.02	0.04	0.05	0.05	0.04	－	
東京コール			0.18	0.14	0.06	0.23	0.09	0.04	0.05	0.32	0.36	0.07	0.03	0.03	0.06	0.04	0.01	0.05	0.04	0.05	0.05	0.03	0.02	0.35	
複利利回り			24/06	24/12	25/12	26/12	27/12	28/12	29/12	30/12	31/12	32/12	33/12	34/12	35/12	36/12	37/12	38/12	39/12	40/12	41/12	42/12	43/12	44/11	
GBPI	総合		6.40	6.23	5.98	5.95	5.32	5.24	5.28	5.36	5.82	4.94	4.60	4.51	4.35	4.34	4.10	3.95	3.86	3.83	3.78	3.74	3.72	3.71	
	五分利債		6.46	6.29	6.03	5.99	5.31	5.24	5.28	5.36	5.82	4.96	4.67	4.69	4.53	4.96	4.89	4.80	4.69	4.75	4.68	4.52	4.50	4.51	
	四分半利債		－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	4.28	4.15	4.12	4.35	4.22	3.95	3.88	3.96	3.74	3.65	3.70	3.70	
	四分利債		5.67	5.58	5.49	5.46	5.42	5.18	5.33	5.41	5.74	4.60	4.08	4.08	4.09	3.93	3.89	3.80	3.78	3.84	3.81	3.73	3.72	3.73	
	三分半利債		－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	3.67	3.66	3.67	3.68	3.67	3.68	3.68	3.68	
東京コール			5.80	7.20	6.40	6.40	3.90	3.90	3.60	3.90	6.60	3.10	2.60	2.80	2.80	2.80	2.65	2.60	3.01	3.29	3.01	3.01	3.06	3.24	
平均残存年数			24/06	24/12	25/12	26/12	27/12	28/12	29/12	30/12	31/12	32/12	33/12	34/12	35/12	36/12	37/12	38/12	39/12	40/12	41/12	42/12	43/12	44/11	
GBPI	総合		17.5	17.9	18.0	19.3	21.0	23.0	25.1	25.8	25.8	26.2	24.8	24.3	24.6	28.5	23.2	20.7	18.4	16.9	15.9	15.2	14.8	14.7	
	五分利債		15.0	15.3	15.8	17.5	19.5	21.8	24.3	25.2	25.2	25.6	26.4	26.2	26.7	41.5	40.5	39.5	38.5	37.5	36.5	35.5	34.5	33.6	
	四分半利債		－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	11.4	10.4	9.4	8.4	7.4	6.4	5.4	4.4	3.4	2.4	1.8	1.2	
	四分利債		44.5	44.0	43.0	42.0	41.0	40.0	39.0	38.0	37.0	36.0	35.0	25.8	25.2	24.2	23.2	22.2	21.2	20.2	19.2	18.2	17.2	16.3	
	三分半利債		－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	13.3	13.0	13.3	13.5	13.6	13.6	13.6	14.0	

(注 1) リターン及びリスクの各年の表記のうち 1924 年は 7 月以降 12 月迄、1944 年は 1 月以降 11 月迄。全期間は年換算値。リスクは、月次リターンの標準偏差（年率換算）。利回り・平均残存年数は、時価総額加重平均。

(注 2) 東京コールは、1924 年 6 月～37 年 6 月までは、藤野・秋山(1977)による東京コールマネー（無条件）。それ以降は、日本銀行統計局(1947a)の東京コール日歩（普通）を年率換算。

表 10 GBPI の採用債券時価算出方法について ― 時価未記載期間の時価推計方法

種別	時価算出方法
五分利公債	<ul style="list-style-type: none"> 1924 年 6 月から 26 年 7 月までは、明治期発行債券時価として「五分利公債(第一種)」時価を採用、大正期以降発行債券時価として「同(第二種)」時価を採用、償還表記の無い「同(恩賜)」・「同(め号、み号、ひ号)」時価として、「同(第一種)」・「同(第二種)」時価を採用。 26 年 8 月から 37 年 12 月までの期間は、明治期発行債券時価として「第一五分利」時価を採用、大正期以降発行債券のうち、据置期間(5 年間)の満了していない債券は「第三五分利」の時価を、据置期間満了債券は「第二五分利」の時価を採用。 38 年 1 月以降は、「第三五分利」表記が無くなったことから、据置期間であっても「第二五分利」の時価を採用。
五分利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> 1934 年 9 月償還「五分利国庫債券(21 号)」の時価未記載期間(25 年 3 月～5 月)は、32 年 9 月償還「同(20 号)」の利回り、時価未記載期間(25 年 6 月～33 年 5 月)は、34 年 6 月償還「同(22 号)」と 36 年 3 月償還「同(24 号)」の利回りから線形推計した利回り、時価未記載期間(33 年 6 月～8 月)は、36 年 3 月償還「同(24 号)」の利回り月次変化幅を加減推計した利回りから時価を逆算。 32 年 6 月償還「同(12 号)」の時価未記載期間(24 年 6 月～12 月)、36 年 12 月償還「同(29 号)」の時価未記載期間(26 年 3 月)、37 年 6 月償還「同(32 号)」の時価未記載期間(36 年 5 月)、41 年 9 月償還「同(42 号)」の時価未記載期間(28 年 3 月～29 年 1 月)は、順に 31 年 9 月償還「同(い号)」の利回り、36 年 9 月償還「同(27 号)」と 37 年 3 月償還「同(28 号)」の利回りから線形推計した利回り、38 年 9 月償還「同(33 号)」の利回り、40 年 9 月償還「同(41 号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。
四分半利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> 1945 年償還「四分半利国庫債券(ろ号)」、46 年償還「同(は号)」の時価未記載期間(順に 33 年 3 月～5 月、33 年 3 月～4 月)は、44 年償還「同(い号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。
四分利公債	<ul style="list-style-type: none"> 1967 年償還「四分利公債(ほ号)」の時価未記載期間(34 年 3 月～9 月)は、69 年償還「同(は号)」利回りから時価を逆算。
四分利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> 1936 年 7 月までは、各償還年月記載により表記されており、その表記通りの時価を採用。36 年 8 月以降では、「一號四分利」、「二號四分利」、「三號四分利」、「四號四分利」と表記され、それぞれ対応する時価を採用。39 年 12 月以降では、「三號四分利」、「四號四分利」の時価として、償還年限が近い「二號四分利」の時価を採用。 59 年償還「四分利国庫債券(は号)」の時価未記載期間(34 年 3 月～10 月)、60 年および 61 年償還「同(に号、ほ号、へ号)」の時価未記載期間(35 年 3 月～6 月)、62 年償還の「同(と号)」の時価未記載期間(35 年 3 月～8 月)、63 年償還の「同(を号)」の時価未記載期間(36 年 3 月～5 月)、56 年償還の「同(わ号)」は、順に 58 年償還「同(い号)」の利回り、59 年償還「同(は号)」の利回り、同年償還「同(は号)」の利回り、62 年償還「同(ち号)」の利回り、57 年償還「同(ろ号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。
三分半利国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> 1948 年 12 月償還「三分半利国庫債券(り号、を号)」、49 年同 3 月償還「同(か号、た号)」の時価未記載期間(38 年 3 月～11 月)は、48 年 6 月償還「同(い号)」と 49 年 6 月償還「同(ろ号)」の利回りから線形推計した利回りと同じと見なして時価を逆算。「同(を号)」(38 年 12 月～39 年 11 月)は、残存期間が同じである「同(り号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。 52 年 6 月償還「同(あ号)」の時価未記載期間(41 年 3 月～7 月)は、51 年 6 月償還「同(け号)」と 53 年 6 月償還「同(へ号)」の利回りから線形推計した利回りと同じと見なして時価を逆算。 54 年 3 月償還および同 6 月償還「同(と号、ち号)」の時価未記載期間(37 年 3 月～11 月)は、53 年 6 月償還「同(へ号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。54 年 12 月償還および 55 年 3 月償還「同(ぬ号、る号)」の時価未記載期間(38 年 3 月～7 月)は、54 年 6 月償還「同(ち号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。 55 年 3 月償還および同 6 月償還の「同(わ号、よ号)」の時価未記載期間(38 年 3 月～7 月)は、54 年 6 月償還「同(ち号)」の利回り、時価未記載期間(38 年 8 月～11 月)は、55 年 3 月償還「同(る号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。 55 年 7 月償還「同(れ号)」の時価未記載期間(38 年 3 月～7 月)は、54 年 6 月償還「同(ち号)」の利回り、時価未記載期間(38 年 8 月～11 月)は、55 年 3 月償還の「同(る号)」の利回り、時価未記載期間(38 年 12 月～39 年 2 月)は、55 年 6 月償還の「同(よ号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。55 年 10 月償還および同 12 月償還「同(な号、ら号)」の時価未記載期間(39 年 3 月～8 月)は 55 年 10 月償還「同(つ号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。 56 年 6 月償還「同(む号、う号)」の時価未記載期間(39 年 3 月～8 月)は、55 年 10 月償還「同(つ号)」の利回り、時価未記載期間(39 年 9 月～11 月)は、55 年 12 月償還「同(ら号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。 57 年 3 月、4 月、6 月償還「同(く号、や号、ま号)」の時価未記載期間(40 年 3 月～41 年 6 月)は、56 年 12 月償還「同(の号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。57 年 9 月、12 月償還「同(ふ号、こ号)」の時価未記載期間(41 年 3 月～同 6 月)は、56 年 12 月償還「同(の号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。 58 年 3 月、6 月償還「同(え号、て号)」の時価未記載期間(41 年 3 月～6 月)は、56 年 12 月償還「同(の号)」の利回り、時価未記載期間(41 年 7 月～42 年 3 月)は、同じく残存年限が最も近い 57 年 12 月償還「同(こ号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。58 年 12 月償還および 59 年 3 月償還「同(さ号、ゆ号)」の時価未記載期間(42 年 3 月)は、57 年 12 月償還「同(こ号)」の利回りと同じと見なして時価を逆算。
支那事変 大東亜戦争 (特別) 国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> 国債統計年報「国債証券相場(実物)東京市場」等の「1948 年～61 年償還三分半利」の時価を採用。 未記載時価は、次の手順から時価を推計した。第一に、同償還年月の三分半利国庫債券がある場合にはその利回りから時価を逆算、同償還年月の三分半利国庫債券が無い場合でも償還年月を跨ぐ残存年限が三分半利国庫債券で存在する場合には線形推計した利回りから時価を逆算、それ以外は、残存年限が最も近い三分半利国庫債券の利回りから時価を逆算。
賜金 国庫債券	<ul style="list-style-type: none"> 政府が日華事変に関する行賞のため交付されることになった債券(額面発行・3.65%利率・償還期限 20 年間)。 時価の取得ができないこと、そして市場性よりも行賞の特性が強いことから、発行価格 100 円で評価。

表 11 東京株式取引所の増資及び追加払込の推移

	基準月 (修正月)	払込日	資本金 (円)		券面 (円)		増加株数割当 (比率・株)			株数 (株)	
				払込済		払込済	株主		その他	東株	新東株
営業開始			200,000	200,000	100					2,000	
第 1 回増資	1893/11	1893/10/ 1	300,000	300,000	50		1:0.5			6,000	
第 2 回増資	1896/07	1896/ 7/20	600,000	600,000	50		1:1	6,000		12,000	
第 3 回増資	1897/09	1897/ 9/30	1,250,000	625,000	50	25.00	1:1	12,000	1,000	12,000	1,000
	1897/09	1897/ 9/30	1,250,000	925,000	50	25.00				12,000	13,000
		1898/ 1/11	1,250,000	1,250,000	50					25,000	
第 4 回増資	1906/07	1906/ 7/31	4,000,000	1,325,000	50	25.00	1:2.08	52,000	3,000	25,000	3,000
	1906/07	1906/ 7/31	4,000,000	2,625,000	50	25.00				25,000	55,000
		1907/ 4/15	4,000,000	4,000,000	50					80,000	
第 5 回増資	1907/06	1907/ 7/ 2	12,000,000	4,275,000	50	25.00	1:1.862 5	149,000	11,000	80,000	11,000
	1907/06	1907/ 7/ 2	12,000,000	8,000,000	50	25.00				80,000	160,000
		1917/ 3/31	12,000,000	12,000,000	50					240,000	
第 6 回増資	1917/06	1917/ 6/30	20,000,000	12,125,000	50	12.50	1:0.625	150,000	10,000	240,000	10,000
	1917/06	1917/ 6/30	20,000,000	14,000,000	50	12.50				240,000	160,000
		1919/ 9/27	20,000,000	16,000,000	50	25.00				240,000	160,000
		1920/ 1/29	20,000,000	20,000,000	50					400,000	
第 7 回増資	1920/09	1920/10/ 5	45,000,000	21,250,000	50	12.50	1:1	400,000	100,000	400,000	100,000
	1920/09	1920/10/ 5	45,000,000	26,250,000	50	12.50				400,000	500,000
第 8 回増資	1922/03	1922/ 3/31	47,000,000	26,750,000	50	12.50			40,000	400,000	540,000
		1926/ 4/ 1	47,000,000	33,500,000	50	25.00				400,000	540,000
		1932/ 3/ 1	47,000,000	40,250,000	50	37.50				400,000	540,000
第 9 回増資	1934/03	1934/ 3/ 1	50,000,000	42,500,000	50	37.50			60,000	400,000	600,000

(注 1) 基準年月は、増資権利落修正月。清算 (定期) 取引先限の場合には、実物取引より 2 か月先行すると考えられる。

(注 2) 第 3 回増資の「その他」は取引員 1,000 株、第 4 回増資は取引員 3,000 株、第 5 回増資は取引員 10,000 株・役員功労者 1,000 株、第 6 回増資は取引員 9,500 株・役員功労者 500 株、第 7 回増資は取引員 45,000 株・役員功労者 30,000 株・公募 25,000 株、第 8 回増資は合併 40,000 株、第 9 回増資は合併 60,000 株。

表 12 東株の権利落前後の株価と新株割当率

	権利落 年月	東株株価		増資(合併)新株数			1 株当たり価格			新株割当率		
		権利落前	権利落後	株主	第三者	公募	額面	払込額	公募価格	株主	第三者	公募
営業開始	1878/06	-	-	-	-	-	100.00	100.00	-	-	-	-
第 1 回増資	1893/11	585.00	213.56	-	-	-	50.00	50.00	-	0.5000	-	-
第 2 回増資	1896/07	819.64	394.42	-	-	-	50.00	50.00	-	1.0000	-	-
第 3 回増資	1897/09	303.96	209.81	12,000	1,000	-	50.00	25.00	-	1.0000	0.0417	-
第 4 回増資	1906/07	347.24	209.18	52,000	3,000	-	50.00	25.00	-	2.0800	0.0476	-
第 5 回増資	1907/06	266.07	133.94	149,000	11,000	-	50.00	25.00	-	1.8625	0.0256	-
第 6 回増資	1917/06	315.38	240.31	150,000	10,000	-	50.00	12.50	-	0.6250	0.0089	-
第 7 回増資	1920/09	178.41	137.67	400,000	75,000	25,000	50.00	12.50	53.6186	1.0000	0.0426	0.0609
第 8 回増資	1922/03	143.64	128.03	-	40,000	-	50.00	12.50	-	-	0.0183	-
第 9 回増資	1934/03	163.12	165.96	-	60,000	-	50.00	37.50	-	-	0.0810	-

(注)公募価格は、「株主年鑑」による最低額が 52.10 円だが、「東京株式取引所史」によると額面超過金が、1,340,465 円 (25,000 株) であったことから、平均公募価格は 53.6186 円として計算する。

表 13 東株の権利落時除数・権利落修正株価・月次収益率

	権利落 年月	東株株価		ダウ式修正				還元式修正				備考
		権利落前	権利落後	除数	累積 除数	権利落後 修正株価	月次 収益率	除数	累積除数	権利落後 修正株価	月次 収益率	
営業開始	1878/06	-	-	-	1.0000	-	-	-	1.0000	-	-	
第 1 回増資	1893/11	585.00	213.56	3.0000	3.0000	640.68	9.52%	3.0000	3.0000	640.68	9.52%	無償
第 2 回増資	1896/07	819.64	394.42	1.8850	5.6550	743.49	-9.29%	1.8732	5.6197	738.84	-9.86%	有償
第 3 回増資	1897/09	303.96	209.81	1.7175	9.7124	360.34	18.55%	1.7617	9.9002	369.62	21.60%	有償
第 4 回増資	1906/07	347.24	209.18	2.3701	23.0197	495.78	42.78%	2.5828	25.5703	540.27	55.59%	有償
第 5 回増資	1907/06	266.07	133.94	2.1204	48.8102	284.00	6.74%	2.1672	55.4164	290.27	9.10%	有償
第 6 回増資	1917/06	315.38	240.31	1.4785	72.1658	355.30	12.66%	1.4950	82.8452	359.25	13.91%	有償
第 7 回増資	1920/09	178.41	137.67	1.5622	112.7372	215.06	20.54%	1.6368	135.6010	225.33	26.30%	有償
第 8 回増資	1922/03	143.64	128.03	-	112.7372	-	-	-	135.6010	-	-	合併
第 9 回増資	1934/03	163.12	165.96	-	112.7372	-	-	-	135.6010	-	-	合併

(注 1) ダウ式修正方法は、権利落前株価を基準として、それを権利落後の株価を想定して修正したものであり、還元式修正方法は、権利落後株価を基準として、それを権利落前の株価に還元して修正したものである。

(注 2) 現段階で取得できる定期取引（先限）の日次（始値・終値）実績データに基づく権利落除数は、第 4 回増資時および第 7 回増資に理論値（ダウ式）よりも相当程度低い。概ね増資実施局面は、業績好調による資金需要高騰から株価上昇期待が想定されるため、権利落株価が底上げ（下落率が抑制）され、実績値から逆算される除数は過小評価されるものと想定される。

(注 3) 合併に伴い総発行株数は変化するが（資本金増加）、東株及び新東株の株主に直接的影響がないため、除数修正せず。

表 14 東株の価格指数 (PI) ・修正株価指数 (API) ・配当込修正株価指数 (TRI)

	PI	ダウ式						(参考) 還元式	
		API	TRI	収益率・%	リスク・%	権利除数	配当除数	API	TRI
1878/09	100.00	100.00	100.00	---	---	1.00	1.00	100.00	100.00
1878/12	111.03	111.03	114.44	14.44	68.97	1.00	1.03	111.03	113.16
1879/12	169.12	169.12	186.30	62.80	85.44	1.00	1.10	169.12	184.69
1880/12	166.91	166.91	220.06	18.12	67.86	1.00	1.32	166.91	209.90
1881/12	168.38	168.38	255.63	16.16	38.22	1.00	1.52	168.38	245.57
1882/12	114.71	114.71	191.86	-24.95	40.59	1.00	1.67	114.71	184.13
1883/12	139.71	139.71	258.92	34.95	36.59	1.00	1.85	139.71	244.90
1884/12	145.59	145.59	293.01	13.17	24.73	1.00	2.01	145.59	276.35
1885/12	147.06	147.06	317.75	8.44	29.55	1.00	2.16	147.06	298.57
1886/12	238.24	238.24	607.92	91.32	60.28	1.00	2.55	238.24	556.78
1887/12	193.60	193.60	687.01	13.01	46.96	1.00	3.55	193.60	588.03
1888/12	226.47	226.47	968.60	40.99	32.02	1.00	4.28	226.47	805.37
1889/12	200.74	200.74	1,092.32	12.77	33.99	1.00	5.44	200.74	892.20
1890/12	210.29	210.29	1,380.80	26.41	40.11	1.00	6.57	210.29	1,085.85
1891/12	194.99	194.99	1,457.34	5.54	20.52	1.00	7.47	194.99	1,134.51
1892/12	228.60	228.60	1,836.13	25.99	5.07	1.00	8.03	228.60	1,424.47
1893/12	167.04	501.13	4,467.29	143.30	36.21	3.00	8.91	501.13	3,421.47
1894/12	173.45	520.35	5,002.47	11.98	39.51	3.00	9.61	520.35	3,853.10
1895/12	456.93	1,370.80	14,087.41	181.61	35.86	3.00	10.28	1,370.80	10,854.80
1896/12	257.59	1,456.67	16,012.15	13.66	33.94	5.66	10.99	1,447.57	12,690.43
1897/12	122.82	1,192.91	14,296.34	-10.72	33.79	9.71	11.98	1,215.97	11,612.31
1898/12	135.78	1,318.79	16,454.05	15.09	38.18	9.71	12.48	1,344.28	13,332.27
1899/12	150.64	1,463.06	19,378.05	17.77	28.02	9.71	13.24	1,491.34	15,690.99
1900/12	105.30	1,022.76	14,613.49	-24.59	13.74	9.71	14.29	1,042.53	11,843.26
1901/12	105.34	1,023.15	15,414.47	5.48	28.42	9.71	15.07	1,042.92	11,421.69
1902/12	103.92	1,009.33	16,205.58	5.13	42.58	9.71	16.06	1,028.84	13,060.87
1903/12	131.97	1,281.77	21,363.09	31.83	21.55	9.71	16.67	1,306.54	17,291.63
1904/12	101.92	989.87	17,167.11	-19.64	29.86	9.71	17.34	1,009.00	13,920.57
1905/12	189.50	1,840.48	33,600.82	95.73	46.98	9.71	18.26	1,876.06	27,015.79
1906/12	315.38	7,259.96	139,988.13	316.62	54.78	23.02	19.28	8,064.37	122,353.24
1907/12	71.70	3,499.91	71,769.39	-48.73	63.99	48.81	20.51	3,973.60	66,615.97
1908/12	108.22	5,282.16	113,380.93	57.98	25.14	48.81	21.46	5,997.07	104,898.04
1909/12	117.85	5,752.18	129,784.33	14.47	21.60	48.81	22.56	6,530.70	119,692.88
1910/12	145.54	7,104.08	166,421.04	28.23	38.70	48.81	23.43	8,065.57	153,629.23
1911/12	110.77	5,406.81	132,339.16	-20.48	30.94	48.81	24.48	6,138.59	122,312.50
1912/12	102.78	5,016.76	128,142.34	-3.17	12.77	48.81	25.54	5,695.75	118,367.42
1913/12	104.58	5,104.79	135,573.90	5.80	15.67	48.81	26.56	5,795.70	125,244.74
1914/12	83.84	4,092.09	112,718.87	-16.86	11.32	48.81	27.55	4,645.93	104,185.71
1915/12	189.33	9,241.24	266,558.88	136.48	38.71	48.81	28.84	10,492.00	244,784.08
1916/12	275.17	13,431.17	401,314.62	50.55	43.05	48.81	29.88	15,249.01	370,102.30
1917/12	123.84	8,936.68	277,615.41	-30.82	45.26	72.17	31.06	10,259.16	259,904.32
1918/12	159.05	11,478.08	370,845.78	33.58	32.49	72.17	32.31	13,176.66	347,410.24
1919/12	324.62	23,426.36	784,187.09	111.46	37.69	72.17	33.47	26,893.08	730,790.53
1920/12	88.89	10,021.26	346,370.18	-55.83	57.60	112.74	34.56	12,053.64	338,971.62
1921/12	112.16	12,645.06	457,416.82	32.06	11.25	112.74	36.17	15,209.55	446,709.16
1922/12	85.04	9,587.47	364,603.47	-20.29	19.10	112.74	38.03	11,531.87	355,590.45
1923/12	89.48	10,087.33	402,023.62	10.26	28.79	112.74	39.85	12,133.10	392,040.63
1924/12	89.65	10,106.56	420,944.18	4.71	13.86	112.74	41.65	12,156.23	410,521.01
1925/12	105.63	11,908.70	524,256.04	24.54	15.35	112.74	44.02	14,323.86	509,444.79
1926/12	141.11	15,908.22	733,943.49	40.00	25.42	112.74	46.14	19,134.50	711,758.19
1927/12	139.91	15,773.27	753,589.54	2.68	22.66	112.74	47.78	18,972.18	729,407.08
1928/12	129.16	14,561.09	713,983.48	-5.26	10.26	112.74	49.03	17,514.17	691,185.42
1929/12	89.12	10,047.21	506,012.54	-29.13	18.05	112.74	50.36	12,084.84	490,296.93
1930/12	85.59	9,649.35	501,442.46	-0.90	17.41	112.74	51.97	11,606.29	485,768.86
1931/12	105.60	11,904.59	638,583.05	27.35	32.01	112.74	53.64	14,318.92	616,312.50
1932/12	144.72	16,315.49	898,997.86	40.78	33.97	112.74	55.10	19,624.37	867,343.09
1933/12	121.49	13,696.68	775,753.97	-13.71	23.72	112.74	56.64	16,474.44	747,959.24
1934/12	96.45	10,873.67	631,693.87	-18.57	14.33	112.74	58.09	13,078.92	608,953.36
1935/12	114.37	12,894.02	767,630.94	21.52	13.63	112.74	59.53	15,509.00	740,071.60
1936/12	96.86	10,920.15	669,785.14	-12.75	20.72	112.74	61.33	13,134.83	645,541.26
1937/12	117.34	13,228.53	836,706.36	24.92	21.61	112.74	63.25	15,911.35	805,114.20
1938/12	84.95	9,577.13	621,380.33	-25.73	17.44	112.74	64.88	11,519.43	598,371.59
1939/12	108.79	12,264.84	815,166.21	31.19	24.66	112.74	66.46	14,752.22	785,224.62
1940/12	79.50	8,962.89	612,770.72	-24.83	21.99	112.74	68.37	10,780.62	591,169.12
1941/12	98.90	11,150.08	782,224.17	27.65	28.77	112.74	70.15	13,411.38	752,565.22
1942/12	72.66	8,190.95	591,563.31	-24.37	17.10	112.74	72.22	9,852.12	570,251.86
1943/04	65.79	7,417.34	535,692.11	-9.44	9.40	112.74	72.22	8,921.62	516,393.46
全期間 (%)	-0.65 36.55	6.90 34.27	14.22 34.88	上段は収益率 (年率換算)、下段はリスク。				7.20 34.65	14.15 35.09

(注)収益率・リスク・除数は TRI (ダウ式) の数値。収益率は前年末対比収益率、リスクは年初からの月次値標準偏差、除数は累積値。

表 15 新東株の価格指数 (PI) ・修正株価指数 (API) ・配当込修正株価指数 (TRI)

	PI	ダウ式						(参考) 還元式	
		API	TRI	収益率・%	リスク・%	払込除数	配当除数	API	TRI
1924/06	100.00	100.00	100.00	---	---	1.0000	1.0000	100.00	100.00
1924/12	116.54	116.54	117.32	17.32	17.13	1.0000	1.0067	116.54	117.28
1925/12	127.75	127.75	130.82	11.51	18.64	1.0000	1.0240	127.75	130.68
1926/12	202.17	186.82	196.31	50.06	24.82	0.9241	1.0508	187.25	196.30
1927/12	203.31	187.87	201.15	2.47	24.66	0.9241	1.0707	188.31	200.93
1928/12	188.85	174.51	189.43	-5.83	10.37	0.9241	1.0855	174.91	189.24
1929/12	124.74	115.26	126.95	-32.98	20.80	0.9241	1.1014	115.53	126.91
1930/12	120.70	111.53	125.03	-1.51	19.99	0.9241	1.1210	111.79	124.97
1931/12	156.79	144.89	165.19	32.12	36.51	0.9241	1.1402	145.22	164.75
1932/12	229.19	196.75	228.82	38.51	32.71	0.8585	1.1630	196.52	227.36
1933/12	200.32	171.97	203.97	-10.86	23.89	0.8585	1.1861	171.76	202.54
1934/12	160.76	138.01	166.61	-18.32	17.11	0.8585	1.2072	137.84	165.39
1935/12	195.59	167.91	206.16	23.74	14.69	0.8585	1.2278	167.71	204.66
1936/12	158.84	136.36	170.96	-17.07	23.70	0.8585	1.2538	136.19	169.70
1937/12	194.32	166.81	213.83	25.07	21.44	0.8585	1.2819	166.61	211.99
1938/12	143.97	123.59	161.22	-24.61	17.94	0.8585	1.3044	123.44	159.91
1939/12	166.56	142.98	189.75	17.70	19.10	0.8585	1.3271	142.81	188.27
1940/12	127.88	109.78	148.84	-21.56	18.66	0.8585	1.3558	109.65	147.75
1941/12	150.63	129.31	178.79	20.12	29.06	0.8585	1.3826	129.16	177.10
1942/12	110.57	94.92	134.13	-24.98	18.23	0.8585	1.4131	94.81	133.10
1943/04	94.47	81.10	114.59	-14.57	27.19	0.8585	1.4131	81.00	113.72
全期間 (%)	-0.30 22.83	-1.11 22.71	0.73 22.78	上段は収益率 (年率換算)、下段はリスク。				-1.11 22.71	0.68 22.77

(注) 収益率・リスク・除数は TRI (ダウ式) の数値。収益率は前年末対比収益率、リスクは年初からの月次値標準偏差、除数は累積値。

表 16 東京株式取引所・短期清算市場上場銘柄一覧

	企業名	旧株	新株	上場期間	決算月	上場時払込額	備 考
1	東京株式取引所新株		○	1924/06～43/04 (227 月)	5 月 11 月	12.50 円	
2	鐘淵紡績新株		○	1924/06～44/11 (226 月)	※注 2	12.50 円	合併後、鐘淵工業
3	満洲重工業開発株	○		1925/07～44/11 (233 月)	※注 2	50.00 円	旧久原鑛業・旧日本産業
4	日本石油株	○		1925/07～44/11 (233 月)	3・9 月	50.00 円	
5	鹽水港製糖株	○		1926/01～44/11 (87 月)	3・9 月	50.00 円	
6	浅野セメント新株		○	1926/03～36/11 (129 月)	6・12 月	20.00 円	
7	東京電燈株	○		1927/08～42/01 (174 月)	5・11 月	50.00 円	
8	富士製紙新株		○	1928/04～33/03 (60 月)	5・11 月	25.00 円	王子製紙に合併
9	日魯漁業株	○		1928/04～42/11 (118 月)	5・11 月	50.00 円	
10	大日本製糖新株		○	1928/04～44/11 (200 月)	※注 2	20.00 円	日糖興業に改称
11	大連株式商品取引所株	○		1928/04～30/09 (30 月)	3・9 月	12.50 円	設立時の未払込済旧株
12	日本郵船新株		○	1929/03～44/11 (189 月)	3・9 月	12.50 円	
13	大日本麥酒新株		○	1929/03～44/11 (189 月)	6・12 月	12.50 円	
14	南満洲鐵道新株		○	1929/03～44/11 (187 月)	3 月(年 1)	50.00 円	上場時は額面 100 円
15	鐘淵紡績株	○		1930/11～44/11 (169 月)	※注 2	50.00 円	合併後、鐘淵工業
16	明治製糖株	○		1930/11～36/11 (73 月)	3・9 月	50.00 円	
17	王子製紙株	○		1930/11～35/10 (60 月)	5・11 月	50.00 円	
18	大阪証券取引所新株		○	1933/03～43/03 (121 月)	5・11 月	25.00 円	
19	日清紡績株	○		1933/08～36/11 (40 月)	5・11 月	50.00 円	
20	三菱鑛業株	○		1933/08～36/11 (40 月)	3・9 月	50.00 円	
21	帝國人造絹絲新株		○	1934/05～44/11 (127 月)	※注 2	12.50 円	
22	日本鋼管株	○		1934/05～44/11 (127 月)	※注 2	50.00 円	
23	日本電力株	○		1934/05～39/06 (62 月)	3・9 月	50.00 円	
24	南満洲鐵道第二新株		○	1934/05～38/05 (49 月)	3 月(年 1)	10.00 円	
25	北海道炭礦汽船株	○		1934/05～44/11 (127 月)	※注 2	50.00 円	
26	大日本人造肥料株	○		1934/05～37/03 (35 月)	6・12 月	50.00 円	日本化学工業に合併
27	東洋レーヨン新株		○	1934/07～44/11 (125 月)	※注 2	12.50 円	
28	日本鑛業新株		○	1935/05～38/10 (42 月)	3・9 月	12.50 円	
29	日本郵船株	○		1935/10～44/11 (110 月)	3・9 月	50.00 円	
30	三菱重工業株	○		1936/02～44/11 (106 月)	6・12 月	50.00 円	
31	昭和肥料株	○		1936/03～39/04 (38 月)	3・9 月	50.00 円	合併後、昭和電工
32	日本鑛業株	○		1936/11～44/11 (97 月)	3・9 月	50.00 円	
33	日立製作所株	○		1936/11～44/11 (97 月)	2・8 月	50.00 円	
34	日本電気工業株	○		1936/11～39/04 (30 月)	3・9 月	50.00 円	合併後、昭和電工
35	日本曹達株	○		1936/11～41/09 (59 月)	6・12 月	50.00 円	
36	日本水産新株		○	1938/06～42/11 (54 月)	1・7 月	25.00 円	
37	小倉製鋼株	○		1939/05～44/11 (67 月)	※注 2	50.00 円	合併後、浅野重工業
38	ラサ工業株	○		1939/05～41/08 (28 月)	3・9 月	50.00 円	

(注 1) 鐘淵紡績新株は、38 年 1 月から 38 年 12 月まで、および 43 年 12 月から 44 年 6 月までの期間は非上場もしくは売買停止。鐘淵紡績株は、43 年 12 月から 44 年 6 月までの期間は売買停止。鹽水港製糖株は、27 年 9 月から 39 年 4 月までは非上場。日魯漁業は、29 年 7 月から 33 年 1 月までは非上場。南満洲鐵道は、29 年 7 月から同 8 月までは、100 円から 50 円に券面分割のため売買停止。

(注 2) 鐘淵紡績の決算月は、40 年 12 月までは 6・12 月、その後 43 年 11 月までは 5・11 月、それ以降は 3・9 月。満洲重工業開発は、29 年 4 月までは 4・10 月、その後 5・11 月。大日本製糖は、41 年 4 月までは 4・10 月、その後 3・9 月。帝國人造絹絲は、43 年 5 月までは 5・11 月、その後 3・9 月。日本鋼管は、40 年 5 月までは 5・11 月、その後 42 年 10 月までは 4・10 月、それ以降は 3・9 月。北海道炭礦汽船は、41 年 11 月までは 5・11 月、その後 3・9 月。東洋レーヨンは、43 年 11 月までは 5・11 月、その後 3・9 月。小倉製鋼は、40 年 5 月までは 5・11 月、その後 41 年 10 月までは 4・10 月、それ以降は 3・9 月。

表 17 短期清算市場上場銘柄の新株権利落（新株落）

	企業名	新株権割当日（割当比率） 1924 年 6 月～44 年 11 月			
1	満洲重工業開発株	35/07/05 (1:1)	41/12/01 (1:1)	-	-
2	日本石油株	41/03/01 (2:1)	-	-	-
3	鹽水港製糖株	27/05/15 (1:1)	-	-	-
4	大日本製糖新株	44/02/01 (2:1)			
5	南満洲鐵道新株	29/09 額面分割	40/08/10 (2:1)		
6	鐘淵紡績株	38/10/01 (1:1)	-	-	-
7	日本鋼管株	41/09/01 (1:1)	-	-	-
8	日本電力株	34/06/30 (6:1)	36/07/01 (2:1)	-	-
9	北海道炭礦汽船株	38/09/01 (1:1)	-	-	-
10	大日本人造肥料株	36/10/01 (2:1)	-	-	-
11	三菱重工業株	37/04/01 (1:1)	40/01/31 (1:1)	42/06/01 (1:1)	-
12	昭和肥料株	38/09/01 (1:1)	-	-	-
13	日本鑛業株	38/10/25 (2:1)	41/08/01 (2:1)	-	-
14	日立製作所株	37/04/01 (1:1)	39/01/01 (100:69)	40/10/01 (100:75)	44/05/11 (1:1)
15	日本電氣工業株	36/12/31 (1:1)	-	-	-
16	日本曹達株	37/08/01 (1:1)	40/07/25 (100:73)	-	-
17	ラサ工業株	40/06/27 (2:1)	-	-	-

(注 1) 割当日は、証券引受会社協会編「株式会社年鑑（昭和 16 年～19 年版）等における「資本移動」頁参照。旧株における権利落が月初日の株主に割り当てられたとき、短期清算取引市場では月末の後場となるケースが多い。

(注 2) 新株であっても大日本製糖、南満洲鐵道の場合には、額面満額払込済となった後、そのまま上場が維持されている期間に、新株権利落が発生。

(注 3) 日本鋼管株は、1941 年 9 月 30 日現在の株主に対し 10 : 7 の割当比率にて増資、同年 11 月 1 日 12.50 円徴収。ただし発行株数は 2,133,000 株であり、旧株 2,867,000 株の 0.7 倍である 2,006,900 株よりも 126,100 株多いが、営業報告書および株式会社年鑑に記載されず。北海道炭礦汽船株の割当増資は、1938 年 9 月 1 日現在の株主に対するものだが、短期清算取引の権利落は 9 月 30 日後場。昭和肥料株の割当増資は、1938 年 9 月 1 日現在の株主に対するものだが、短期清算取引の権利落は 9 月 30 日後場。日本鑛業株の 38 年 10 月 25 日権利落は「統計月報」による記載だが、「株式会社年鑑」では 38 年 11 月 1 日現在株主への割当と記載されている。

表 18 短期清算市場上場銘柄の他社株割当による権利落

	企業名	割当日（割当比率）	割当銘柄（払込済株）	割当払込価格
1	満洲重工業開発株	36/11/30 (10:4)	日本水産新 (12.50 円払込済株)	12.50 円 (注 1)
2	満洲重工業開発株	38/04/01 (100:30)	日産化学工業新 (12.50 円払込済株)	16.00 円 (注 2)
3	満洲重工業開発株	38/11/25 (100:2.3)	日本鑛業新 (12.50 円払込済株)	25.00 円 (注 3)
4	大日本製糖新株	37/06/30 (10:1)	日東化学工業 (12.50 円払込済株)	12.50 円 (注 4)
5	帝國人造絹絲新株	35/03/01 (10:1)	第二帝國人絹 (12.50 円払込済株)	12.50 円 (注 5)
6	日本鋼管株	35/02/01 (1:1)	川崎コークス製造 (12.50 円払込済株)	12.50 円 (注 6)
7	日本鋼管株	37/05/31 (1:1)	第三鋼管 (12.50 円払込済株)	12.50 円 (注 7)

(注 1) 日本水産新株上場時（37 年 5 月）に 40.93 円（実物取引月中平均）で売却した損益が権利落修正分。

(注 2) 日産化学工業新株上場時（38 年 4 月）に 24.29 円（実物取引月中平均）で売却した損益が権利落修正分。

(注 3) 日本鑛業新株上場時（39 年 2 月）に 31.02 円（実物取引月中平均）で売却した損益が権利落修正分。

(注 4) 日東化学工業上場時（37 年 10 月）に 13.59 円（実物取引月中平均）で売却した損益が権利落修正分。

(注 5) 第二帝國人絹上場時（35 年 4 月）に 28.38 円（実物取引月中平均）で売却した損益が権利落修正分。

(注 6) 日本鋼管は、35 年 8 月 1 日に川崎コークス製造を合併し、同株株主に日本鋼管新株 12.50 円払込済株を 1 : 1 で交付したため、実質的に増資に伴う新株権利落に相当するとみなし、35 年 2 月段階で権利落修正。

(注 7) 日本鋼管は、37 年 5 月 31 日に第三鋼管を合併し、同株株主に日本鋼管新株 12.50 円払込済株を 1 : 1 で交付したため、実質的に増資に伴う新株権利落に相当するとみなし、37 年 6 月段階で権利落修正。

表 19 短期清算市場上場銘柄の追加払込

	企業名	上場年月	追加払込日（払込後の払込済額、円） 1924 年 6 月～44 年 11 月			
1	東京株式取引所新	24/06 (12.5)	26/04/01(25)	32/03/01(37.5)	-	-
2	鐘淵紡績新	24/06 (12.5)	34/09/26(25)	37/01/11(37.5)	37/09/01(50)	43/11/25(25)
3	浅野セメント新	26/03 (20)	29/04/01(25)	33/11/01(30)	-	-
4	大日本製糖新	28/04 (20)	30/11/01(25)	33/08/01(37.5)	43/12/10(50)	-
5	日本郵船新	29/03 (12.5)	37/10/01(25)	38/05/02(37.5)	-	-
6	南満洲鐵道新	29/03 (50)	29/09 分割(25)	32/08/01(37.5)	33/05/01(50)	-
7	帝國人造絹絲新	34/05 (12.5)	34/11/10(25)	37/07/01(37.5)	-	-
8	南満洲鐵道第二新	34/05 (10)	34/10/01(20)	35/10/01(30)	36/10/01(40)	37/10/01(50)
9	東洋レーヨン新	34/07 (12.5)	35/03/01(25)	37/09/01(37.5)	-	-
10	日本鑛業新	35/05 (12.5)	37/03/01(37.5)	38/07/01(50)	-	-

(注 1)追加払込日は、証券引受会社協会編「株式会社年鑑（昭和 16 年から 19 年版）」等における「資本移動」頁の払込徴収日（東洋レーヨンについては「営業報告書」記載の払込徴収日）。

(注 2)南満洲鐵道新株は 29 年 9 月に 100 円額面株式から 50 円額面株式に分割後、33 年 5 月の追加払込により額面満額払込済になり、34 年 5 月に旧株に統合し、44 年 2 月に新株権利落。大日本製糖新株は、43 年 12 月に額面満額払込済となり 44 年 2 月に新株権利落。

(注 3)鐘淵紡績新株は、43 年 11 月 25 日に合併新会社である鐘淵工業新株（25 円払込済）に転換。

表 20 短期清算市場上場銘柄の年間収益率の推移（1924 年 7 月～44 年 11 月）

	1924 年 7 月以降		1925 年		1926 年		1927 年		1928 年		1929 年		1930 年	
	時価加重	28.9%	時価加重	27.4%	時価加重	4.0%	時価加重	-10.8%	時価加重	5.7%	時価加重	-19.4%	時価加重	-31.1%
	単純平均	27.2%	単純平均	23.8%	単純平均	7.9%	単純平均	-9.9%	単純平均	-0.2%	単純平均	-25.9%	単純平均	-28.1%
1 位	鐘淵紡新	37.3%	鐘淵紡新	41.5%	東京株新	50.1%	満洲重工	7.7%	日本石油	26.1%	大日糖新	-1.3%	東京株新	-1.5%
2 位	東京株新	17.3%	東京株新	11.5%	鐘淵紡新	2.5%	鐘淵紡新	3.3%	浅野セ新	13.2%	東京電燈	-12.3%	日本石油	-11.6%
3 位					満洲重工	-8.6%	東京株新	2.5%	東京電燈	10.4%	富士紙新	-21.0%	大日麥新	-18.4%
4 位					日本石油	-18.5%	日本石油	-14.9%	鐘淵紡新	-2.4%	鐘淵紡新	-21.0%	南満鐵新	-20.6%
5 位							浅野セ新	-33.1%	東京株新	-5.8%	日本石油	-31.7%	鐘淵紡新	-32.6%
6 位								満洲重工	-13.3%	浅野セ新	-31.8%	東京電燈	-35.2%	
7 位										東京株新	-33.0%	満洲重工	-37.5%	
8 位										満洲重工	-33.8%	富士紙新	-37.6%	
9 位										大連株式	-50.7%	浅野セ新	-45.2%	
10 位												大日糖新	-50.2%	
11 位												日本郵船	-52.3%	
	1931 年		1932 年		1933 年		1934 年		1935 年		1936 年		1937 年	
	時価加重	1.7%	時価加重	56.8%	時価加重	12.9%	時価加重	3.5%	時価加重	13.0%	時価加重	7.9%	時価加重	17.3%
	単純平均	11.0%	単純平均	94.4%	単純平均	9.7%	単純平均	-0.7%	単純平均	8.9%	単純平均	9.2%	単純平均	26.0%
1 位	東京株新	32.1%	大日糖新	221.1%	満洲重工	76.5%	日魯漁業	62.3%	東京電燈	52.4%	日本鑛新	72.8%	日本郵船	66.0%
2 位	鐘淵紡新	27.6%	満洲重工	219.1%	東京電燈	50.7%	東京電燈	45.8%	大日糖新	49.5%	日本石油	64.1%	帝人絹新	53.1%
3 位	鐘淵紡績	27.5%	浅野セ新	217.3%	大日麥新	21.6%	日清紡績	10.4%	日本郵船	43.6%	満洲重工	28.9%	日本鋼管	49.6%
4 位	南満鐵新	24.4%	富士紙新	175.0%	南満鐵新	12.4%	日本郵船	9.3%	鐘淵紡新	27.8%	日魯漁業	21.3%	大阪株新	48.0%
5 位	日本郵船	22.5%	日本郵船	109.6%	鐘淵紡新	10.0%	大日糖新	8.9%	東京株新	23.7%	鐘淵紡新	20.6%	日本曹達	43.5%
6 位	明治製糖	19.4%	大日麥新	105.7%	明治製糖	4.9%	南満鐵新	8.0%	大日人肥	22.2%	南満第二	18.5%	鐘淵紡新	41.7%
7 位	日本石油	14.9%	明治製糖	72.8%	鐘淵紡績	4.6%	明治製糖	5.9%	大日麥新	20.8%	北海炭礦	16.9%	三菱重工	37.2%
8 位	満洲重工	13.8%	鐘淵紡新	63.2%	日本石油	4.5%	王子製紙	5.3%	日本石油	20.1%	大日人肥	15.6%	日立製作	32.6%
9 位	大日糖新	11.8%	王子製紙	59.7%	王子製紙	4.5%	三菱鑛業	0.7%	日本電力	16.8%	東洋セ新	13.5%	日本鑛新	29.7%
10 位	王子製紙	2.4%	日本石油	41.3%	浅野セ新	-0.2%	鐘淵紡績	-0.8%	明治製糖	13.3%	南満鐵新	10.3%	鐘淵紡績	29.4%
11 位	富士紙新	-0.8%	鐘淵紡績	40.7%	大日糖新	-6.5%	満洲重工	-7.1%	日本鋼管	13.0%	帝人絹新	9.8%	日郵船新	29.2%
12 位	浅野セ新	-9.4%	東京株新	38.5%	東京株新	-10.9%	鐘淵紡新	-8.8%	北海炭礦	10.9%	日本郵船	8.8%	東洋セ新	28.8%
13 位	大日麥新	-10.1%	東京電燈	35.2%	日本郵船	-18.9%	日本石油	-12.0%	大阪株新	10.1%	大日糖新	8.0%	東京株新	25.1%
14 位	東京電燈	-31.8%	南満鐵新	10.8%			大日麥新	-16.5%	鐘淵紡績	4.6%	鐘淵紡績	5.9%	北海炭礦	25.0%
15 位							東京株新	-18.3%	三菱鑛業	4.5%	日本鋼管	3.6%	昭和肥料	22.0%
16 位							浅野セ新	-24.9%	南満第二	0.9%	日郵船新	-0.7%	大日麥新	21.2%
17 位							大阪株新	-29.3%	南満鐵新	0.7%	東京電燈	-0.9%	日本電工	18.8%
18 位									浅野セ新	-5.0%	日本電力	-4.9%	満洲重工	17.4%
19 位									日清紡績	-9.6%	東京株新	-17.1%	日本石油	16.0%
20 位									日魯漁業	-9.9%	大日麥新	-18.4%	日魯漁業	11.6%
21 位									満洲重工	-11.1%	大阪株新	-29.8%	大日糖新	11.0%
22 位									帝人絹新	-19.4%			東京電燈	7.1%
23 位									東洋セ新	-30.9%			日本電力	6.5%
24 位													日本鑛業	3.4%
25 位													南満第二	-0.2%
26 位													南満鐵新	-0.5%

	1938 年		1939 年		1940 年		1941 年		1942 年		1943 年		1944 年 11 月迄	
	時価加重	-6.1%	時価加重	36.4%	時価加重	-12.0%	時価加重	11.0%	時価加重	13.8%	時価加重	0.6%	時価加重	14.8%
	単純平均	-11.7%	単純平均	39.6%	単純平均	-18.3%	単純平均	12.8%	単純平均	1.1%	単純平均	-2.0%	単純平均	16.3%
1 位	南満鐵新	11.7%	日本郵船	98.0%	南満鐵新	5.7%	日魯漁業	35.8%	三菱重工	57.1%	満洲重工	15.3%	日本郵船	56.9%
2 位	東京電燈	6.0%	日水産新	76.6%	三菱重工	4.5%	大阪株新	31.7%	大日麥新	36.0%	南満鐵新	10.8%	鐘淵紡新	52.5%
3 位	北海炭礦	0.2%	日郵船新	71.1%	北海炭礦	-3.4%	日本郵船	31.4%	日立製作	30.7%	大日糖新	8.8%	日郵船新	42.5%
4 位	日本電力	-0.4%	三菱重工	53.2%	日立製作	-5.8%	日郵船新	29.5%	日本鑛業	15.1%	鹽水港糖	8.8%	大日麥新	22.3%
5 位	大日糖新	-5.5%	日魯漁業	50.2%	日本石油	-8.8%	大日糖新	24.2%	南満鐵新	11.7%	小倉製鋼	5.0%	日立製作	18.0%
6 位	日本鋼管	-5.5%	日立製作	49.8%	東京電燈	-9.8%	東京株新	20.1%	日本石油	11.1%	東洋レ新	3.7%	東洋レ新	17.8%
7 位	鐘淵紡績	-8.0%	日本曹達	41.4%	日郵船新	-13.1%	日本石油	18.4%	日本鋼管	8.1%	日立製作	1.9%	日本鑛業	17.3%
8 位	日魯漁業	-9.9%	帝人絹新	39.7%	鐘淵紡績	-15.2%	日本鋼管	18.1%	満洲重工	7.9%	鐘淵紡績	0.9%	大日糖新	17.1%
9 位	日立製作	-10.1%	南満鐵新	37.2%	大日麥新	-16.4%	鹽水港糖	17.2%	小倉製鋼	5.3%	日本鋼管	-0.4%	北海炭礦	16.8%
10 位	満洲重工	-10.5%	鐘淵紡績	32.4%	日魯漁業	-17.1%	鐘淵紡新	16.2%	北海炭礦	4.4%	帝人絹新	-0.5%	帝人絹新	15.4%
11 位	三菱重工	-11.3%	東洋レ新	31.2%	満洲重工	-18.3%	大日麥新	15.6%	鹽水港糖	1.5%	三菱重工	-1.6%	満洲重工	14.7%
12 位	昭和肥料	-11.9%	日本石油	30.1%	日本郵船	-18.4%	三菱重工	14.7%	日本郵船	-7.7%	日本石油	-4.4%	鐘淵紡績	14.3%
13 位	日本鑛業	-13.0%	日本鑛業	29.0%	日水産新	-18.4%	帝人絹新	14.3%	大日糖新	-9.2%	北海炭礦	-4.7%	南満鐵新	9.8%
14 位	日本電工	-13.3%	大日麥新	28.8%	東京株新	-21.6%	東京電燈	11.4%	日郵船新	-9.3%	日郵船新	-7.5%	小倉製鋼	5.5%
15 位	日本石油	-16.5%	満洲重工	28.3%	東洋レ新	-22.1%	東洋レ新	11.3%	鐘淵紡績	-11.6%	日本鑛業	-8.1%	日本鋼管	3.7%
16 位	東洋レ新	-18.4%	東京電燈	28.1%	大日糖新	-22.1%	鐘淵紡績	11.2%	鐘淵紡新	-17.0%	大日麥新	-9.2%	日本石油	2.6%
17 位	日本曹達	-21.0%	北海炭礦	27.3%	日本鋼管	-22.1%	南満鐵新	10.9%	大阪株新	-24.2%	日本郵船	-11.3%	三菱重工	1.2%
18 位	大日麥新	-21.6%	大日糖新	26.8%	大阪株新	-23.7%	日立製作	10.8%	帝人絹新	-24.7%	鐘淵紡新	-15.6%	鹽水港糖	-23.5%
19 位	帝人絹新	-21.7%	東京株新	17.7%	鹽水港糖	-24.4%	日水産新	8.2%	東京株新	-25.0%				
20 位	日郵船新	-21.9%	日本鋼管	13.3%	帝人絹新	-25.0%	満洲重工	5.6%	東洋レ新	-25.1%				
21 位	東京株新	-24.6%	大阪株新	12.2%	日本鑛業	-26.5%	北海炭礦	4.4%						
22 位	大阪株新	-27.5%			ラサ工業	-26.9%	小倉製鋼	3.6%						
23 位	日本郵船	-30.5%			鐘淵紡績	-29.3%	日本鑛業	2.1%						
24 位					小倉製鋼	-33.3%								
25 位					日本曹達	-41.5%								

(注 1) 久原鑛業、日本産業は、改称後の「満洲重工」と表記。1943 年に大日本製糖は日糖興業に、1944 年に鐘淵紡績は鐘淵工業に、小倉製鋼は浅野重工業に改称するが、各「大日糖新」、「鐘淵紡績」および「鐘淵紡新」、「小倉製鋼」のまま表記した。東京株式取引所新株は「東京株新」、浅野セメント新株は「浅野セ新」、富士製紙新株は「富士紙新」、大連株式商品取引所株は「大連株式」、大日本麥酒新株は「大日麥新」、南満洲鐵道新株は「南満鐵新」、南満洲鐵道第二新株は「南満第二」、大阪証券取引所新株は「大阪株新」、大日本人造肥料株は「大日人肥」、北海道炭礦汽船株は「北海炭礦」、帝國人造絹絲新株は「帝人絹新」、東洋レーヨン新株は「東洋レ新」、日本鑛業新株は「日本鑛新」、鹽水港製糖株は「鹽水港糖」と表記した。

(注 2) 時価加重は、時価総額加重平均収益率のこと。時価加重および単純平均は、年間を通して全期間上場していなかった銘柄も含めた全銘柄の平均収益率を表記している。一方、順位付けした銘柄は、該当期間（1924 年は 7 月以降、1944 年は 11 月迄）全期間上場していた銘柄のみを対象として表記している。

表 21 短期清算取引上場銘柄の時価総額比率推移（1943 年 9 月以降は実物取引基準）

	旧株	新株	時価総額比率 (%)																					
			24/06	24/12	25/12	26/12	27/12	28/12	29/12	30/12	31/12	32/12	33/12	34/12	35/12	36/12	37/12	38/12	39/12	40/12	41/12	42/12	43/12	44/11
1 東京株式取引所・新		○	42.3	38.9	20.4	26.2	14.5	11.1	8.5	9.7	13.0	12.1	7.1	4.1	4.7	3.4	3.3	2.7	2.3	2.1	2.2	1.9		
2 鐘淵紡績・新		○	57.7	61.1	39.9	32.1	17.6	13.8	12.2	9.1	11.5	11.6	8.3	5.3	6.0	6.1	7.5		3.9	3.1	3.1	2.9	2.3	3.3
3 日本郵船・新		○							2.5	1.4	1.8	2.3	1.3	0.9	1.2	1.1	1.9	1.8	2.6	2.4	2.7	2.8	2.2	2.7
4 大日本製糖・新	△	○						1.0	1.0	1.3	1.3	2.5	1.8	1.2	1.6	1.5	1.2	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	0.8
5 大連株式商品取引所	○							0.6	0.3															
6 満洲重工業開発	○				14.4	10.2	5.7	3.8	2.7	2.0	2.4	4.7	5.3	10.1	6.5	6.1	6.5	10.8	9.8	8.6	7.2	8.5	8.7	7.5
7 日本石油	○				25.3	15.5	6.7	6.5	4.8	4.7	5.2	4.5	3.0	1.7	1.8	2.4	2.2	3.8	3.5	3.5	3.9	5.0	4.3	3.3
8 塩水港製糖	○					4.8													1.3	1.1	1.0	1.2	1.1	0.7
9 浅野セメント・新		○				11.2	3.8	3.4	2.8	1.7	1.6	3.1	2.2	1.0	0.8									
10 東京電燈	○						51.7	51.5	48.2	33.6	22.6	18.2	18.2	17.0	22.7	18.5	14.8	16.1	14.5	14.2	13.0			
11 富士製紙・新		○						3.7	3.1	2.1	2.0	3.3												
12 日魯漁業	○							4.6					1.5	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9			
13 大日本麦酒・新		○							3.9	3.5	3.0	3.8	3.0	1.6	1.7	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	1.2	1.0	1.0
14 南満洲鉄道・新（旧）	△	○							9.9	8.5	10.1	10.2	9.0	13.2	11.6	10.6	7.9	16.5	15.9	16.5	15.3	18.6	18.5	15.4
15 鐘淵紡績	○									9.6	11.8	10.0	6.6	4.1	3.7	3.3	10.9	6.4	5.9	5.5	6.2	6.3	5.6	7.9
16 明治製糖	○									5.2	6.0	6.1	4.1	2.7	2.7									
17 王子製紙	○									7.8	7.7	7.5	11.6	7.7										
18 大阪証券取引所・新		○											6.1	2.8	2.8	1.7	2.0	1.6	1.3	1.1	1.3	1.1		
19 日清紡績	○												2.1	1.4	1.1									
20 三菱鉱業	○												8.8	5.6	5.1									
21 帝国人造絹糸・新		○												1.4	1.0	0.9	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
22 日本鋼管	○													0.9	1.1	0.9	1.4	1.4	2.8	5.1	5.3	6.3	5.6	7.8
23 日本電力	○													7.1	7.3	5.5	4.4	4.7						
24 南満洲鉄道・第二新		○												4.6	5.6	6.9	6.4							
25 北海道炭礦汽船	○													1.3	1.3	1.3	1.2	3.0	2.7	2.9	2.7	3.1	2.7	2.4
26 大日本人造肥料	○													1.1	1.2	1.6								
27 東洋レーヨン・新		○												1.7	1.2	1.2	1.3	1.1	1.0	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8
28 日本鑛業・新		○													2.8	4.1	5.3							
29 日本郵船	○														3.2	2.7	2.7	2.2	2.8	2.7	2.9	3.0	2.5	2.7
30 三菱重工業	○															4.2	3.3	3.1	6.8	5.7	11.1	14.1	12.7	20.0
31 昭和肥料	○															0.9	0.8	1.3						
32 日本鑛業	○															7.0	5.4	8.7	7.8	6.2	7.7	9.5	11.4	10.1
33 日立製作所	○															4.1	3.7	6.9	6.1	8.8	8.0	11.3	18.3	12.6
34 日本電気工業	○															1.0	1.2	1.1						
35 日本曹達	○															0.7	1.5	1.6	1.6	2.6				
36 日本水産・新		○																1.3	1.6	1.5	1.3			
37 小倉製鋼	○																		0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
38 ラサ工業	○																		1.1	1.6				
合計			100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
銘柄数	24	14	2	2	4	6	6	10	12	14	14	14	17	24	25	27	26	24	25	25	23	20	18	18

（注1）満洲重工業開発は、日本産業・久原鉱業から名称変更、大日本製糖は日糖興業に名称変更（50 円払込株）、小倉製鋼は浅野重工業に名称変更、鐘淵紡績は鐘淵実業と合併し、合併新会社「鐘淵工業」に名称変更。
（注2）鐘淵紡績・日本郵船・南満洲鉄道・日本鑛業は、旧株・新株（新株・第二新株）同時上場、南満洲鉄道新株は 1934 年に旧株と合併し以降 50 円払込株、昭和肥料は日本電気工業と合併し昭和電工になり上場廃止。
（注3）時価総額比率上位 3 位までは網掛け表記。東京株式取引所および日本証券取引所発行「統計月報」記載の月中平均価格に、証券引受会社協会編「株式会社年鑑（昭和 16 年～19 年版）」および各社営業報告書から算出される旧株・新株別の上場株数を乗じて算出。

表 22 昭和初期株式パフォーマンスインデックスと超過収益率（超過リターン）

年末値等	株式指数 (EQPI)							国債指数 (GBPI)			短期金融市場 東京コール			超過収益率 対金融市場	
	PI (価格指数)		API (修正価格指数)		TRI (配当込修正価格指数)			TRI							
	指数	リターン	指数	リターン	指数	リターン	リスク	指数	リターン	リスク	指数	リターン	リスク	株式	国債
24/06	100.000		100.000		100.000			100.000			100.000				
24/12	126.720	26.72%	126.720	26.72%	128.884	28.88%	17.82%	103.877	3.88%	0.70%	103.209	3.21%	0.18%	25.68%	0.67%
25/12	155.177	22.46%	155.177	22.46%	164.207	27.41%	13.13%	111.982	7.80%	0.64%	109.656	6.25%	0.14%	21.16%	1.56%
26/12	157.097	1.24%	154.278	-0.58%	170.783	4.00%	13.12%	118.935	6.21%	0.71%	116.758	6.48%	0.06%	-2.47%	-0.27%
27/12	131.577	-16.24%	130.275	-15.56%	152.406	-10.76%	14.48%	130.769	9.95%	1.61%	122.233	4.69%	0.23%	-15.45%	5.26%
28/12	130.644	-0.71%	129.351	-0.71%	161.029	5.66%	9.03%	139.294	6.52%	3.13%	126.528	3.51%	0.09%	2.14%	3.01%
29/12	96.277	-26.31%	97.705	-24.47%	129.793	-19.40%	12.29%	146.043	4.85%	1.85%	131.115	3.63%	0.04%	-23.02%	1.22%
30/12	62.043	-35.56%	62.647	-35.88%	89.418	-31.11%	31.23%	153.177	4.88%	2.00%	136.185	3.87%	0.05%	-34.97%	1.02%
31/12	59.046	-4.83%	59.621	-4.83%	90.939	1.70%	22.56%	154.633	0.95%	5.28%	141.403	3.83%	0.32%	-2.13%	-2.88%
32/12	92.466	56.60%	88.883	49.08%	142.552	56.76%	33.45%	180.541	16.75%	3.67%	148.009	4.67%	0.36%	52.09%	12.08%
33/12	104.445	12.95%	96.847	8.96%	161.003	12.94%	17.54%	197.122	9.18%	2.56%	152.131	2.78%	0.07%	10.16%	6.40%
34/12	106.196	1.68%	96.221	-0.65%	166.568	3.46%	9.97%	206.071	4.54%	1.43%	156.147	2.64%	0.03%	0.82%	1.90%
35/12	113.661	7.03%	102.913	6.96%	188.298	13.05%	11.24%	218.211	5.89%	0.40%	160.376	2.71%	0.03%	10.34%	3.18%
36/12	116.077	2.13%	104.780	1.81%	203.226	7.93%	8.01%	224.770	3.01%	1.85%	164.993	2.88%	0.06%	5.05%	0.13%
37/12	129.650	11.69%	116.140	10.84%	238.374	17.30%	18.05%	236.211	5.09%	0.90%	169.653	2.82%	0.04%	14.47%	2.27%
38/12	108.365	-16.42%	102.443	-11.79%	223.920	-6.06%	8.77%	248.087	5.03%	0.44%	174.132	2.64%	0.01%	-8.70%	2.39%
39/12	137.296	26.70%	131.310	28.18%	305.339	36.36%	8.02%	258.613	4.24%	0.15%	178.877	2.73%	0.05%	33.64%	1.52%
40/12	106.831	-22.19%	109.018	-16.98%	268.838	-11.95%	13.56%	267.872	3.58%	0.43%	184.492	3.14%	0.04%	-15.09%	0.44%
41/12	109.848	2.82%	113.511	4.12%	298.311	10.96%	14.80%	278.669	4.03%	0.18%	189.686	2.81%	0.05%	8.15%	1.22%
42/12	113.093	2.95%	122.292	7.74%	339.339	13.75%	11.16%	289.978	4.06%	0.08%	195.248	2.93%	0.05%	10.82%	1.13%
43/12	108.023	-4.48%	116.605	-4.65%	341.365	0.60%	5.18%	300.681	3.69%	0.02%	201.491	3.20%	0.03%	-2.60%	0.49%
44/11	110.134	1.95%	127.227	9.11%	392.034	14.84%	11.98%	310.777	3.36%	0.03%	207.548	3.01%	0.02%	11.84%	0.35%
期間区分	リターン		リターン		リターン		リスク	リターン		リスク	リターン		リスク	株式	国債
24/07-29/12	-0.69%		-0.42%		4.86%		13.98%	7.13%		1.75%	5.05%		0.38%	-0.19%	2.08%
30/01-34/12	1.98%		-0.31%		5.12%		24.91%	7.13%		3.49%	3.56%		0.30%	1.56%	3.57%
35/01-39/12	5.27%		6.42%		12.89%		11.63%	4.65%		0.96%	2.76%		0.05%	10.13%	1.89%
40/01-44/11	-4.38%		-0.64%		5.21%		11.78%	3.81%		0.21%	3.07%		0.06%	2.14%	0.74%
24/07-44/11	0.47%		1.19%		6.92%		16.39%	5.71%		2.04%	3.64%		0.35%	3.28%	2.07%

(注 1) 短期金利は、1937 年 6 月迄は藤野・秋山（1977）の東京コールマネー（無条件物）、7 月以降は日本銀行統計局（1947a）の東京コール・無条件（年率換算）。

(注 2) リターンは年収益率（幾何平均）、リスクは月次標準偏差の年換算値、リスクプレミアムは短期金融市場リターンに対する超過リターン。国債指数は、比較のため 1924/06 = 100 基準で算出。

表 23 実質昭和初期株式パフォーマンスインデックス

年末値等	実質指数									物価指数			利回り	
	株式指数 (EQPI TRI)			国債指数 (GBPI TRI)			短期金利 (東京コール)			東京小売物価指数			国債	短期金利
	指数	リターン	リスク	指数	リターン	リスク	指数	リターン	リスク	指数	リターン	リスク		
24/06	100.000			100.000			100.000			100.000			6.40%	5.80%
24/12	121.005	21.00%	21.00%	97.527	-2.47%	5.57%	96.899	-3.10%	5.38%	106.512	6.51%	5.49%	6.23%	7.20%
25/12	166.531	37.62%	13.54%	113.567	16.45%	4.27%	111.208	14.77%	3.82%	98.605	-7.42%	3.75%	5.98%	6.40%
26/12	194.277	16.66%	14.67%	135.296	19.13%	2.99%	132.820	19.43%	2.82%	87.907	-10.85%	2.72%	5.95%	6.40%
27/12	176.168	-9.32%	14.50%	151.157	11.72%	4.23%	141.291	6.38%	4.00%	86.512	-1.59%	4.02%	5.32%	3.90%
28/12	183.182	3.98%	11.56%	158.456	4.83%	5.67%	143.934	1.87%	3.16%	87.907	1.61%	3.23%	5.24%	3.90%
29/12	163.190	-10.91%	11.28%	183.622	15.88%	5.04%	164.852	14.53%	4.34%	79.535	-9.52%	4.24%	5.28%	3.60%
30/12	137.320	-15.85%	33.33%	235.236	28.11%	4.97%	209.141	26.87%	3.66%	65.116	-18.13%	3.52%	5.36%	3.90%
31/12	144.828	5.47%	19.18%	246.268	4.69%	7.50%	225.198	7.68%	6.01%	62.791	-3.57%	6.20%	5.82%	6.60%
32/12	209.923	44.95%	28.45%	265.865	7.96%	7.74%	217.959	-3.21%	7.34%	67.907	8.15%	7.29%	4.94%	3.10%
33/12	232.320	10.67%	16.71%	284.438	6.99%	3.75%	219.518	0.72%	3.71%	69.302	2.05%	3.68%	4.60%	2.60%
34/12	238.747	2.77%	10.21%	295.368	3.84%	3.34%	223.811	1.96%	2.52%	69.767	0.67%	2.53%	4.51%	2.80%
35/12	259.513	8.70%	10.60%	300.739	1.82%	3.17%	221.030	-1.24%	3.03%	72.558	4.00%	3.03%	4.35%	2.80%
36/12	268.059	3.29%	8.59%	296.476	-1.42%	3.76%	217.628	-1.54%	3.25%	75.814	4.49%	3.28%	4.34%	2.80%
37/12	280.978	4.82%	16.98%	278.428	-6.09%	3.97%	199.975	-8.11%	4.23%	84.837	11.90%	4.37%	4.10%	2.65%
38/12	227.196	-19.14%	8.64%	251.717	-9.59%	3.38%	176.679	-11.65%	3.32%	98.558	16.17%	3.40%	3.95%	2.60%
39/12	273.192	20.24%	7.34%	231.385	-8.08%	4.60%	160.044	-9.42%	4.57%	111.767	13.40%	4.72%	3.86%	3.01%
40/12	221.372	-18.97%	13.44%	220.576	-4.67%	3.78%	151.918	-5.08%	4.12%	121.442	8.66%	4.16%	3.83%	3.29%
41/12	239.675	8.27%	13.59%	223.893	1.50%	1.90%	152.401	0.32%	1.84%	124.465	2.49%	1.87%	3.78%	3.01%
42/12	266.951	11.38%	10.91%	228.121	1.89%	0.93%	153.598	0.79%	0.90%	127.116	2.13%	0.92%	3.74%	3.01%
43/12	248.118	-7.05%	5.35%	218.548	-4.20%	2.17%	146.452	-4.65%	2.17%	137.581	8.23%	2.20%	3.72%	3.06%
44/11	242.903	-2.10%	11.33%	192.557	-11.89%	4.35%	128.596	-12.19%	4.34%	161.395	17.31%	4.51%	3.71%	3.24%
期間区分	リターン		リスク	リターン		リスク	リターン		リスク	リターン		リスク		
24/07-29/12	9.31%		14.48%	11.68%		4.85%	9.51%		4.27%	-4.08%		4.22%		
30/01-34/12	7.91%		22.89%	9.97%		6.01%	6.31%		5.54%	-2.59%		5.53%		
35/01-39/12	2.73%		11.27%	-4.77%		3.89%	-6.49%		3.83%	9.88%		3.91%		
40/01-44/11	-2.36%		11.43%	-3.67%		3.21%	-4.35%		3.24%	7.76%		3.33%		
24/07-44/11	4.44%		15.70%	3.26%		5.07%	1.24%		4.71%	2.37%		4.64%		

(注 1) 短期金利は、1937 年 6 月迄は藤野・秋山（1977）の東京コールマネー（無条件物）、7 月以降は日本銀行統計局（1947）の東京コール・無条件（年率換算）。

(注 2) 物価指数（インフレ率）は、東京小売物価指数（総平均・日本銀行統計局）。実質リターンは、月次名目リターン／月次物価上昇率により算出。国債指数は比較のため 1924/06 = 100 基準で算出。

表 24 日米株価指標比較

年末値等	株式指数										国債利回り		イールドスプレッド	
	日本 (EQPI)					米国 (S&P Composite 等 R.Shiller によるデータ)					(3)日本	(4)米国	日本	米国
	PI	TRI	配当利回り	(1)益回り	株価収益率	PI	TRI	配当利回り	(2)益回り	株価収益率	GBPI	R. Shiller	(1)-(3)	(2)-(4)
24/06	100.000	100.000	2.22%	5.17%	19.34	100.00	100.00	6.26%	11.07%	9.04	6.40%	3.98%	-1.23%	7.09%
24/12	126.720	128.884	3.32%	4.52%	22.14	117.73	121.09	5.41%	9.15%	10.92	6.23%	3.88%	-1.71%	5.28%
25/12	155.177	164.207	4.20%	5.48%	18.24	144.38	156.27	4.82%	10.03%	9.97	5.98%	3.70%	-0.50%	6.34%
26/12	157.097	170.783	4.18%	5.48%	18.26	156.32	178.07	5.11%	9.19%	10.88	5.95%	3.37%	-0.47%	5.82%
27/12	131.577	152.406	5.93%	7.19%	13.91	202.32	241.56	4.41%	6.36%	15.73	5.32%	3.33%	1.87%	3.03%
28/12	130.644	161.029	6.43%	7.27%	13.75	268.25	333.37	3.67%	5.96%	16.78	5.24%	3.58%	2.03%	2.38%
29/12	96.277	129.793	7.39%	7.26%	13.76	247.97	319.60	4.53%	7.52%	13.29	5.28%	3.32%	1.98%	4.21%
30/12	62.043	89.418	6.75%	7.19%	13.90	179.72	243.26	6.32%	6.25%	15.99	5.36%	3.34%	1.83%	2.92%
31/12	59.046	90.939	5.95%	6.85%	14.59	97.80	142.29	9.72%	7.23%	13.84	5.82%	3.65%	1.04%	3.58%
32/12	92.466	142.552	3.94%	5.25%	19.04	79.03	127.12	7.33%	6.01%	16.63	4.94%	3.34%	0.31%	2.67%
33/12	104.445	161.003	3.35%	4.95%	20.21	115.53	196.07	4.41%	4.41%	22.66	4.60%	3.14%	0.35%	1.28%
34/12	106.196	166.568	5.26%	7.47%	13.38	107.30	190.65	4.86%	5.29%	18.90	4.51%	2.82%	2.96%	2.47%
35/12	113.661	188.298	5.60%	7.45%	13.43	151.10	280.00	3.60%	5.83%	17.16	4.35%	2.66%	3.09%	3.17%
36/12	116.077	203.226	5.77%	7.93%	12.61	197.68	379.80	4.22%	5.98%	16.73	4.34%	2.68%	3.59%	3.30%
37/12	129.650	238.374	5.65%	7.65%	13.08	127.69	259.16	7.26%	10.25%	9.75	4.10%	2.57%	3.55%	7.68%
38/12	108.365	223.920	6.93%	9.18%	10.89	147.05	317.31	4.02%	5.04%	19.83	3.95%	2.38%	5.23%	2.67%
39/12	137.296	305.339	5.28%	7.96%	12.57	143.34	323.76	5.01%	7.28%	13.74	3.86%	2.22%	4.10%	5.05%
40/12	106.831	268.838	6.19%	10.68%	9.37	122.02	292.74	6.36%	9.97%	10.03	3.83%	1.97%	6.84%	8.00%
41/12	109.848	298.311	5.79%	9.59%	10.43	101.51	261.61	8.11%	13.24%	7.55	3.78%	2.42%	5.81%	10.82%
42/12	113.093	339.339	5.31%	9.45%	10.58	110.31	306.40	6.20%	10.82%	9.24	3.74%	2.47%	5.72%	8.35%
43/12	108.023	341.365	5.04%	9.33%	10.71	133.02	388.83	5.31%	8.19%	12.21	3.72%	2.48%	5.61%	5.71%
44/11	110.134	392.034	4.87%	9.68%	10.33	148.55	454.64	4.99%	7.18%	13.93	3.71%	2.39%	5.97%	4.79%

(注1) 米国のデータは、Robert J. Shiller, Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated.による。

<http://www.econ.yale.edu/~shiller/>

(注2) 米国の PI は S&P Composite であり、TRI は DPS を基準に配当込み収益率に修正した数値。

(注3) GBPI は、昭和初期国債パフォーマンスインデックス。

表 25 五大銀行の証券種別残高と期中評価損益想定額の合計額（単位：千円）

決算期 (昭和)	五大銀行の有価証券残高合計							自己資本	想定時価変化率		評価損益想定変化額						評価損益額 ／自己資本
	国債	地方債	外国証券	社債	株式	その他 証券	合計		国債	株式	国内債	(うち国債)	株式	合計	累計額		
3 年上期	549,829	158,646	27,416	398,723	88,297	0	1,222,911	569,803	2.78%	3.96%	30,734	15,262	3,495	34,228	34,228	6.0%	
3 年下期	594,185	155,971	28,628	445,502	90,680	0	1,314,966	576,396	-1.51%	-4.49%	-17,385	-8,636	-4,017	-21,402	12,826	-3.7%	
4 年上期	594,818	155,959	27,576	496,490	95,353	0	1,370,196	618,440	-0.55%	-6.76%	-6,659	-3,241	-6,289	-12,947	-121	-2.1%	
4 年下期	584,234	159,829	27,768	500,159	87,363	0	1,359,353	621,513	0.10%	-18.99%	1,268	600	-17,347	-16,079	-16,200	-2.6%	
5 年上期	515,956	153,871	29,989	494,694	74,627	0	1,269,137	620,729	-0.22%	-30.17%	-2,661	-1,216	-24,437	-27,098	-43,299	-4.4%	
5 年下期	527,658	150,272	32,665	491,355	75,770	0	1,277,720	622,046	-0.24%	-8.18%	-2,848	-1,274	-6,150	-8,998	-52,297	-1.4%	
6 年上期	616,022	145,571	57,585	483,095	75,556	0	1,377,829	623,515	3.91%	0.22%	47,183	22,354	166	47,349	-4,947	7.6%	
6 年下期	470,881	129,701	35,223	478,468	72,386	0	1,186,659	586,548	-7.81%	-5.04%	-90,752	-42,448	-3,728	-94,480	-99,427	-16.1%	
7 年上期	493,881	123,701	19,192	467,071	68,694	0	1,172,539	595,865	2.70%	4.07%	29,217	13,027	2,872	32,089	-67,338	5.4%	
7 年下期	574,934	123,874	18,498	501,735	72,418	0	1,291,459	604,804	7.90%	43.25%	90,212	42,193	30,514	120,726	53,388	20.0%	
8 年上期	831,381	134,663	20,021	523,947	80,955	0	1,590,967	613,974	1.39%	-0.31%	18,687	9,768	-239	18,449	71,836	3.0%	
8 年下期	955,570	174,923	25,033	622,042	92,018	0	1,869,586	719,365	2.61%	9.30%	42,310	23,317	8,044	50,354	122,190	7.0%	
9 年上期	1,324,124	222,238	25,470	653,681	94,603	0	2,320,116	737,135	1.76%	8.53%	34,776	20,057	7,964	42,739	164,929	5.8%	
9 年下期	1,227,101	209,392	24,917	666,553	95,951	0	2,223,914	750,153	-1.91%	-8.46%	-41,027	-24,324	-8,060	-49,087	115,842	-6.5%	
10 年上期	1,348,816	242,891	35,150	683,062	100,295	0	2,410,214	762,550	0.86%	-4.06%	18,833	11,081	-3,980	14,853	130,695	1.9%	
10 年下期	1,276,256	250,850	50,108	698,452	96,429	0	2,372,095	765,781	0.34%	11.48%	7,660	4,468	11,288	18,948	149,643	2.5%	
11 年上期	1,419,790	246,792	63,664	728,530	99,022	0	2,557,798	777,535	-0.35%	0.92%	-8,026	-4,683	900	-7,126	142,517	-0.9%	
11 年下期	1,293,200	250,837	74,608	677,673	112,994	0	2,409,312	789,991	-1.07%	0.89%	-24,658	-14,490	939	-23,719	118,798	-3.0%	
12 年上期	1,273,774	218,460	71,739	653,011	118,121	0	2,335,105	796,675	0.61%	15.61%	13,353	7,849	18,042	31,395	150,193	3.9%	
12 年下期	1,255,419	200,988	70,054	604,656	120,808	0	2,251,925	806,137	0.23%	-4.13%	4,799	2,886	-4,931	-132	150,061	0.0%	
13 年上期	1,884,619	198,552	84,863	671,137	130,697	46,074	3,015,942	817,716	0.78%	-7.31%	18,727	12,212	-9,188	9,539	159,600	1.2%	
13 年下期	1,960,883	198,051	87,319	737,666	134,920	31,039	3,149,878	830,922	0.20%	-4.84%	5,594	3,807	-6,429	-835	158,766	-0.1%	
14 年上期	2,281,685	207,974	116,387	802,841	151,098	40,000	3,599,985	845,066	0.13%	8.26%	4,093	2,805	11,812	15,905	174,670	1.9%	
14 年下期	2,447,508	181,293	133,014	840,562	164,894	490	3,767,761	861,320	0.16%	18.40%	5,331	3,728	29,069	34,399	209,070	4.0%	
15 年上期	2,708,724	173,244	114,344	829,599	162,623	490	3,989,024	877,949	0.35%	-5.05%	12,491	8,969	-8,269	4,223	213,292	0.5%	
15 年下期	2,945,481	160,306	140,059	828,935	164,499	3,440	4,242,720	896,783	-0.59%	-12.56%	-22,378	-16,548	-20,546	-42,923	170,369	-4.8%	
16 年上期	3,718,423	154,912	188,981	927,274	169,119	6,349	5,165,058	916,064	0.32%	-3.50%	13,852	10,567	-5,840	8,011	178,380	0.9%	
16 年下期	3,773,894	152,180	218,931	1,108,874	176,528	5,286	5,435,693	936,377	-0.07%	7.90%	-3,524	-2,685	13,651	10,127	188,507	1.1%	
17 年上期	4,542,958	154,006	236,891	1,292,191	194,603	0	6,420,649	957,830	0.24%	10.62%	12,984	9,795	19,711	32,695	221,202	3.4%	
17 年下期	5,542,775	139,358	266,303	1,354,203	210,761	0	7,513,400	977,238	0.09%	-2.61%	5,556	4,302	-5,287	269	221,471	0.0%	
18 年上期	7,100,144	131,886	319,751	1,621,955	266,782	0	9,440,518	1,052,692	0.00%	-0.62%	-69	-55	-1,473	-1,542	219,928	-0.1%	
18 年 9 月	7,145,184	131,515	312,248	1,608,627	266,572	0	9,464,146	1,058,419	0.01%	-0.57%	999	802	-1,520	-521	219,407	0.0%	
18 年下期	8,080,146	113,088	263,810	1,560,047	298,932	0	10,316,023	1,099,226	-0.01%	-3.72%	-999	-816	-10,514	-11,513	207,895	-1.0%	
19 年上期	9,751,359	92,967	208,087	1,568,453	364,058	0	11,984,924	1,178,400	0.01%	-1.96%	981	827	-6,482	-5,501	202,394	-0.5%	

（注 1）各行営業報告書・社史を基に作成。自己資本は、株主勘定から未払込資本金を控除して算出。三和銀行は昭和 8 年下期～昭和 19 年上期、その他は昭和 3 年上期～昭和 19 年上期。

（注 2）評価損益想定変化額は、昭和初期国債・株式パフォーマンスインデックスの（修正）価格指数の変化率（国債－7.81％・株式－5.04％）に前期末・当期末平均残高（昭和 3 年上期のみは、当期末残高）を乗じて算出。尚、国内債のうち、地方債及び社債は国債価格指数の変化率に等しかったと仮定して算出。

表 26 昭和 6 年下期・五大銀行の主要財務諸表数値と期中評価損益想定額（単位：千円）

	三菱	住友	三井	第一	安田	平均
総資産－未払込資本金	729,472	777,852	788,291	790,186	795,196	776,199
貸付金	315,337	365,322	399,676	330,981	441,623	370,588
有価証券	285,435	247,838	187,464	267,394	198,528	237,332
国債	77,678	105,402	59,147	123,652	105,002	94,176
地方債	18,384	16,444	24,946	47,444	22,483	25,940
外国証券	630	9,751	23,463	1,089	290	7,045
社債	154,134	102,507	79,139	89,878	52,810	95,694
株式	34,609	13,734	769	5,331	17,943	14,477
預金	609,452	667,131	637,443	648,785	606,518	633,866
自己資本	102,612	80,331	119,421	123,538	160,646	117,310
諸償却	11,934	4,779	13,051	6,185	4,177	8,025
有価証券価額償却	10,076	4,504	11,420	5,500	4,044	7,109
別途積立金戻入	10,000	4,000	12,500	5,000	4,000	7,100
当期純益金	-6,698	-1,383	-12,297	2,666	-99	-3,562
有価証券評価損益想定変化額	-23,383	-18,480	-15,261	-22,083	-15,274	-18,896
想定額／自己資本	-22.8%	-23.0%	-12.8%	-17.9%	-9.5%	-17.2%
国債＋地方債＋社債	-21,617	-17,753	-15,212	-21,807	-14,363	-18,150
株式	-1,766	-727	-48	-276	-911	-746
預証率	46.8%	37.1%	29.4%	41.2%	32.7%	37.5%

(注) 自己資本は、株主勘定から未払込資本金を控除して算出。評価損益想定変化額は、昭和初期国債・株式パフォーマンスインデックスの（修正）価格指数の変化率（国債－7.81%・株式－5.04%）に前期末・当期末平均残高を乗じて算出。尚、地方債及び社債は国債価格指数の変化率に等しかったと仮定して算出。

表 27 五大銀行の有価証券価額償却（単位：千円）

(昭和)	有価証券価額償却(A)		諸償却(C)		当期純益金(D)		自己資本(E)	
	累計額(B)		(A)/(C)		(A)/(D)		(A)/(E)	(B)/(E)
3 年上期	212	212	6,717	3.2%	24,822	0.9%	569,803	0.0%
3 年下期	3,585	3,797	7,566	47.4%	22,358	16.0%	576,396	0.6%
4 年上期	1,504	5,301	3,059	49.2%	25,266	6.0%	618,440	0.2%
4 年下期	1,727	7,028	2,747	62.9%	19,183	9.0%	621,513	0.3%
5 年上期	4,094	11,122	5,787	70.7%	15,969	25.6%	620,729	0.7%
5 年下期	1,079	12,201	3,051	35.4%	17,375	6.2%	622,046	0.2%
6 年上期	671	12,872	3,162	21.2%	16,790	4.0%	623,515	0.1%
6 年下期	35,544	48,416	40,126	88.6%	-17,811	-	586,548	6.1%
7 年上期	1,996	50,412	10,409	19.2%	22,353	8.9%	595,865	0.3%
7 年下期	1,442	51,854	7,996	18.0%	22,445	6.4%	604,804	0.2%
8 年上期	2,230	54,084	9,149	24.4%	22,631	9.9%	613,974	0.4%
8 年下期	2,870	56,954	13,242	21.7%	25,100	11.4%	719,365	0.4%
9 年上期	8,739	65,693	18,176	48.1%	31,643	27.6%	737,135	1.2%
9 年下期	4,531	70,224	11,201	40.5%	28,992	15.6%	750,153	0.6%
10 年上期	3,738	73,962	10,046	37.2%	28,551	13.1%	762,550	0.5%
10 年下期	5,387	79,349	10,933	49.3%	27,735	19.4%	765,781	0.7%
11 年上期	5,502	84,851	10,048	54.8%	27,706	19.9%	777,535	0.7%
11 年下期	9,799	94,650	15,451	63.4%	28,544	34.3%	789,991	1.2%
12 年上期	6,032	100,682	12,178	49.5%	29,319	20.6%	796,675	0.8%
12 年下期	8,323	109,005	12,838	64.8%	29,677	28.0%	806,137	1.0%
13 年上期	6,320	115,325	11,720	53.9%	29,586	21.4%	817,716	0.8%
13 年下期	8,522	123,847	13,673	62.3%	29,656	28.7%	830,922	1.0%
14 年上期	14,138	137,985	20,213	69.9%	30,255	46.7%	845,066	1.7%
14 年下期	24,874	162,859	30,266	82.2%	32,465	76.6%	861,320	2.9%
15 年上期	35,003	197,862	38,067	92.0%	34,394	101.8%	877,949	4.0%
15 年下期	41,838	239,700	46,078	90.8%	36,494	114.6%	896,783	4.7%
16 年上期	48,122	287,822	51,073	94.2%	37,267	129.1%	916,064	5.3%
16 年下期	44,403	332,225	46,947	94.6%	37,777	117.5%	936,377	4.7%
17 年上期	51,939	384,164	55,129	94.2%	39,023	133.1%	957,830	5.4%
17 年下期	56,274	440,438	62,097	90.6%	39,107	143.9%	977,238	5.8%
18 年上期	55,459	495,897	59,109	93.8%	39,255	141.3%	1,052,692	5.3%
18 年 9 月	55,553	551,450	58,826	94.4%	23,073	240.8%	1,058,419	5.2%
18 年下期	105,970	657,420	111,167	95.3%	52,006	203.8%	1,099,226	9.6%
19 年上期	130,026	787,446	139,946	92.9%	64,073	202.9%	1,178,400	11.0%
19 年下期	123,396	910,842	132,706	93.0%	68,733	179.5%	1,202,008	10.3%

(注) 各行営業報告書・社史を基に作成。有価証券価額償却は、有価証券引上益控除後。自己資本は、株主勘定から未払込資本金を控除して算出。三和銀行は昭和 8 年下期～19 年下期、その他銀行は昭和 3 年上期～19 年下期。

表 28 五大銀行の主要財務諸表数値および変化倍率（単位：千円）

(昭和)		主要財務諸表数値						変化倍率					
		三菱	住友	三井	第一	安田	平均	三菱	住友	三井	第一	安田	平均
11 年 上 期	総資産－未払込資本金	952,448	1,125,634	2,112,272	1,099,145	1,308,246	1,319,549						
	貸付金	307,401	457,197	738,589	539,769	393,510	487,293						
	有価証券	419,609	421,242	814,524	331,392	571,031	511,560						
	預金	805,029	970,009	1,765,143	891,454	1,151,518	1,116,631						
	自己資本	126,553	104,017	271,039	170,165	105,761	155,507						
	諸償却	1,620	1,663	3,089	2,727	949	2,010						
	有価証券価額償却	1,197	662	1,884	1,020	739	1,100						
	当期純益金	5,016	4,436	9,072	4,719	4,463	5,541						
	税金	3,017	802	1,160	2,481	440	1,580						
	配当金	2,500	1,750	4,700	3,246	2,527	2,945						
	役員賞与金	200	150	430	100	143	205						
	株式	919	3,397	5,871	1,619	2,302	2,822						
	社内留保	5,016	4,436	9,072	4,719	4,463	5,541						
14 年 下 期	総資産－未払込資本金	1,584,984	2,128,053	3,614,831	2,156,597	2,349,116	2,366,716	1.66	1.89	1.71	1.96	1.80	1.80
	貸付金	653,152	1,043,953	1,715,348	1,031,556	739,454	1,036,693	2.12	2.28	2.32	1.91	1.88	2.10
	有価証券	504,605	609,962	995,887	632,815	1,024,492	753,552	1.20	1.45	1.22	1.91	1.79	1.52
	預金	1,393,564	1,955,658	3,146,066	1,909,568	2,137,008	2,108,373	1.73	2.02	1.78	2.14	1.86	1.91
	自己資本	145,157	110,764	306,343	181,566	117,490	172,264	1.15	1.06	1.13	1.07	1.11	1.10
	諸償却	2,097	4,952	10,720	7,465	5,032	6,053	1.29	2.98	3.47	2.74	5.30	3.16
	有価証券価額償却	1,903	3,393	9,888	5,076	4,614	4,975	1.59	5.13	5.25	4.98	6.24	4.64
	当期純益金	5,410	5,609	10,822	5,939	4,685	6,493	1.08	1.26	1.19	1.26	1.05	1.17
	税金	2,793	1,714	2,522	4,792	531	2,470	0.93	2.14	2.17	1.93	1.21	1.68
	配当金	2,500	2,000	4,700	3,710	2,888	3,160	1.00	1.14	1.00	1.14	1.14	1.09
	役員賞与金	200	180	410	130	143	213	1.00	1.20	0.95	1.30	1.00	1.09
	株式	2,014	6,667	13,910	4,772	6,155	6,704	2.19	1.96	2.37	2.95	2.67	2.43
	社内留保	5,410	5,609	10,822	5,939	4,685	6,493	1.08	1.26	1.19	1.26	1.05	1.17
19 年 下 期	総資産－未払込資本金	10,674,020	8,880,260	13,216,377	9,964,004	8,369,435	10,220,819	6.73	4.17	3.66	4.62	3.56	4.55
	貸付金	6,447,428	5,534,272	8,131,112	5,589,541	5,337,453	6,207,961	9.87	5.30	4.74	5.42	7.22	6.51
	有価証券	2,772,697	2,386,834	3,026,509	3,016,685	2,345,102	2,709,565	5.49	3.91	3.04	4.77	2.29	3.90
	預金	8,390,524	7,063,972	9,369,421	8,206,279	6,757,855	7,957,610	6.02	3.61	2.98	4.30	3.16	4.01
	自己資本	246,585	152,409	404,192	246,233	152,589	240,402	1.70	1.38	1.32	1.36	1.30	1.41
	諸償却	26,253	23,725	24,762	25,728	32,238	26,541	12.52	4.79	2.31	3.45	6.41	5.89
	有価証券価額償却	25,080	20,867	21,051	24,479	31,919	24,679	13.18	6.15	2.13	4.82	6.92	6.64
	当期純益金	11,782	8,333	25,283	13,986	9,349	13,747	2.18	1.49	2.34	2.35	2.00	2.07
	税金	709	3,818	1,810	5,860	3,827	3,205	0.25	2.23	0.72	1.22	7.21	2.33
	配当金	3,507	2,000	5,925	4,108	2,888	3,686	1.40	1.00	1.26	1.11	1.00	1.15
	役員賞与金	200	180	270	195	145	198	1.00	1.00	0.66	1.50	1.01	1.03
	株式	33,619	26,060	42,040	29,551	34,727	33,199	16.69	3.91	3.02	6.19	5.64	7.09
	社内留保	11,782	8,333	25,283	13,986	9,349	13,747	2.18	1.49	2.34	2.35	2.00	2.07

（注 1）自己資本は、株主勘定から未払込資本金を控除して算出。社内留保は、（当期純益金＋諸償却）－（税金＋配当金＋役員賞与金）。

（注 2）帝國銀行（昭和 11 年下期・14 年下期）の数値は三井銀行と第一銀行の合計。昭和 14 年下期・19 年下期（1939 年 12 月・45 年 3 月）の変化倍率は、対 11 年上期・14 年下期対比（36 年 6 月・39 年 12 月）。

表 29 五大銀行の有価証券当期増加額・減少額（単位：千円）

決算期 (昭和)	当期増加額							当期減少額							当期減少額／当期増加額	
	国債	地方債	外国証券	社債	株式	その他証券	合計	国債	地方債	外国証券	社債	株式	その他証券	合計	国債	合計
6 年下期	151,181	692	78,508	36,832	2,710	0	269,923	272,095	17,949	95,398	39,355	3,387	0	428,185	180.0%	158.6%
7 年上期	198,192	3,003	32,076	20,069	1,651	0	254,991	177,894	9,003	48,107	22,602	1,663	0	259,269	89.8%	101.7%
7 年下期	376,528	1,931	32,291	68,817	7,052	0	486,618	295,451	1,758	32,695	33,050	3,301	0	366,256	78.5%	75.3%
8 年上期	903,909	33,305	16,354	80,448	13,924	0	1,047,939	646,162	22,382	14,773	57,690	5,179	18	746,203	71.5%	71.2%
8 年下期	606,079	75,912	21,021	328,668	13,577	0	1,045,257	480,991	35,627	15,938	229,035	2,270	0	763,861	79.4%	73.1%
9 年上期	817,656	133,779	843	300,961	13,602	0	1,266,841	443,948	85,575	31	267,052	10,866	0	807,471	54.3%	63.7%
9 年下期	262,209	45,120	16,456	101,454	4,992	0	430,231	357,705	57,446	16,237	88,087	2,448	0	521,923	136.4%	121.3%
10 年上期	487,170	45,651	11,172	93,790	5,878	0	643,661	363,638	11,861	867	76,802	466	0	453,635	74.6%	70.5%
10 年下期	437,081	46,854	16,534	113,942	7,847	0	622,257	507,436	38,228	1,174	97,780	10,406	0	655,023	116.1%	105.3%
11 年上期	794,830	23,438	14,485	100,184	5,823	0	938,760	649,652	26,890	406	68,626	1,970	0	747,544	81.7%	79.6%
11 年下期	641,348	85,695	20,097	146,500	17,341	0	910,981	762,806	80,818	8,811	195,805	1,174	0	1,049,414	118.9%	115.2%
12 年上期	633,208	5,416	2,381	51,009	11,271	0	703,285	649,434	36,972	4,579	74,758	5,740	0	771,483	102.6%	109.7%
12 年下期	480,034	11,942	777	4,674	4,116	0	501,543	497,317	28,001	345	49,751	1,098	0	576,512	103.6%	114.9%
13 年上期	1,274,904	6,640	18,113	109,468	15,581	161,482	1,586,187	642,671	9,058	3,231	42,348	3,136	115,407	815,850	50.4%	51.4%
13 年下期	883,308	14,115	5,360	110,432	14,985	185,264	1,213,464	802,846	14,150	2,691	42,447	8,614	200,300	1,071,048	90.9%	88.3%
14 年上期	1,285,072	17,602	36,074	122,931	25,463	231,290	1,718,433	955,208	7,261	6,107	55,951	7,328	222,329	1,254,185	74.3%	73.0%
14 年下期	965,892	258	31,109	131,942	21,117	173,998	1,324,316	783,340	26,013	13,837	89,461	5,595	213,500	1,131,746	81.1%	85.5%
15 年上期	958,536	684	14,134	80,387	8,251	128,506	1,190,499	674,272	6,517	31,022	85,450	8,565	128,506	934,332	70.3%	78.5%
15 年下期	588,541	163	45,251	145,543	16,680	61,951	858,128	326,218	11,152	16,707	137,480	12,207	59,000	562,764	55.4%	65.6%
16 年上期	1,647,781	281	66,395	207,990	19,533	5,860	1,947,839	843,903	5,183	15,312	99,883	10,144	2,951	977,376	51.2%	50.2%
16 年下期	1,256,945	3,892	39,984	265,094	11,690	67	1,577,671	1,177,418	6,449	6,883	69,574	1,206	1,129	1,262,659	93.7%	80.0%
17 年上期	1,982,335	5,609	33,850	323,856	33,923	13,290	2,392,862	1,180,223	3,645	13,077	126,568	14,287	18,578	1,356,377	59.5%	56.7%
17 年下期	2,107,101	204	43,724	242,657	25,200	0	2,418,886	1,076,071	14,022	11,014	161,325	7,555	0	1,269,988	51.1%	52.5%
18 年上期	3,769,220	33,634	158,364	795,253	77,239	0	4,833,710	901,205	3,173	15,486	127,326	7,607	0	1,054,797	23.9%	21.8%

（注 1）各行営業報告書を基に作成。当期減少額には償還額も含む。

（注 2）住友銀行は昭和 7 年上期から昭和 17 年下期まで、三和銀行は昭和 8 年下期から昭和 17 年下期まで、その他の銀行は昭和 6 年下期から昭和 18 年上期まで。昭和 18 年上期の第一銀行及び三井銀行は、帝國銀行。

表 30 五大銀行の利益率比較（単位：千円）

(昭和)	A. 当期純益金+税金						
	三菱	住友	三井(帝國)	第一(帝國)	安田	三和	平均
9 年度	16,815	13,048	13,151	10,817	12,052	9,808	12,615
10 年度	16,401	11,402	10,441	10,032	13,700	9,697	11,946
11 年度	15,342	10,845	10,105	11,092	14,682	9,700	11,961
12 年度	15,934	12,016	11,047	12,841	16,330	9,487	12,943
13 年度	15,873	11,992	11,561	13,536	18,247	9,636	13,474
14 年度	15,948	14,137	12,552	13,771	20,718	10,009	14,523
15 年度	17,995	15,090	14,085	14,095	21,370	15,079	16,286
16 年度	18,611	17,196	14,071	15,246	22,184	17,029	17,390
17 年度	17,989	18,995	15,156	18,105	25,227	18,789	19,044
18 年度	30,594	20,182	31,162		30,775	19,649	26,473
19 年度	24,998	22,258	54,072		35,719	22,478	31,905

(昭和)	B. 諸償却						
	三菱	住友	三井(帝國)	第一(帝國)	安田	三和	平均
9 年度	5,533	4,072	4,235	7,472	5,075	2,990	4,896
10 年度	1,072	1,694	1,638	2,224	2,409	1,009	1,674
11 年度	3,534	3,710	3,703	4,662	7,560	2,330	4,250
12 年度	1,469	1,697	3,405	8,588	8,071	1,786	4,169
13 年度	2,401	3,879	4,057	3,687	8,732	2,637	4,232
14 年度	4,034	7,252	7,394	10,550	12,285	8,964	8,413
15 年度	9,107	13,924	12,903	16,500	17,151	14,560	14,024
16 年度	8,870	18,503	15,898	17,487	20,036	17,226	16,337
17 年度	11,990	21,631	16,938	19,310	26,588	20,769	19,538
18 年度	32,257	31,798	45,194		32,913	41,120	36,656
19 年度	52,807	50,468	58,282		50,459	60,636	54,530

(昭和)	C. 自己資本						
	三菱	住友	三井(帝國)	第一(帝國)	安田	三和	平均
9 年度	116,084	92,549	133,662	130,084	165,027	97,353	122,460
10 年度	121,755	98,951	133,671	133,985	167,415	102,192	126,328
11 年度	126,754	103,996	133,058	138,232	170,170	105,678	129,648
12 年度	131,969	103,825	136,817	143,534	172,942	108,979	133,011
13 年度	137,342	102,902	140,842	149,442	175,801	112,202	136,422
14 年度	142,562	107,625	145,441	155,416	179,415	115,663	141,020
15 年度	148,112	114,267	150,893	160,995	184,532	120,254	146,509
16 年度	154,347	121,616	157,130	166,473	190,901	126,115	152,763
17 年度	160,892	129,492	163,908	172,123	197,911	132,483	159,468
18 年度	200,902	138,953	344,748		214,040	139,590	207,646
19 年度	242,115	148,397	375,701		236,398	148,008	230,123

D. (当期純益金+税金) / 自己資本 (=A/C)						
三菱	住友	三井(帝國)	第一(帝國)	安田	三和	平均
14.5%	14.1%	9.8%	8.3%	7.3%	10.1%	10.7%
13.5%	11.5%	7.8%	7.5%	8.2%	9.5%	9.7%
12.1%	10.4%	7.6%	8.0%	8.6%	9.2%	9.3%
12.1%	11.6%	8.1%	8.9%	9.4%	8.7%	9.8%
11.6%	11.7%	8.2%	9.1%	10.4%	8.6%	9.9%
11.2%	13.1%	8.6%	8.9%	11.5%	8.7%	10.3%
12.1%	13.2%	9.3%	8.8%	11.6%	12.5%	11.3%
12.1%	14.1%	9.0%	9.2%	11.6%	13.5%	11.6%
11.2%	14.7%	9.2%	10.5%	12.7%	14.2%	12.1%
15.2%	14.5%	9.0%		14.4%	14.1%	13.4%
10.3%	15.0%	14.4%		15.1%	15.2%	14.0%

E. 諸償却 / 自己資本 (=B/C) : 含み益率						
三菱	住友	三井(帝國)	第一(帝國)	安田	三和	平均
4.8%	4.4%	3.2%	5.7%	3.1%	3.1%	4.0%
0.9%	1.7%	1.2%	1.7%	1.4%	1.0%	1.3%
2.8%	3.6%	2.8%	3.4%	4.4%	2.2%	3.2%
1.1%	1.6%	2.5%	6.0%	4.7%	1.6%	2.9%
1.7%	3.8%	2.9%	2.5%	5.0%	2.4%	3.0%
2.8%	6.7%	5.1%	6.8%	6.8%	7.8%	6.0%
6.1%	12.2%	8.6%	10.2%	9.3%	12.1%	9.8%
5.7%	15.2%	10.1%	10.5%	10.5%	13.7%	11.0%
7.5%	16.7%	10.3%	11.2%	13.4%	15.7%	12.5%
16.1%	22.9%	13.1%		15.4%	29.5%	19.4%
21.8%	34.0%	15.5%		21.3%	41.0%	26.7%

F. (当期純益金+税金+諸償却) / 自己資本 (=A+B)/C						
三菱	住友	三井(帝國)	第一(帝國)	安田	三和	平均
19.3%	18.5%	13.0%	14.1%	10.4%	13.1%	14.7%
14.4%	13.2%	9.0%	9.1%	9.6%	10.5%	11.0%
14.9%	14.0%	10.4%	11.4%	13.1%	11.4%	12.5%
13.2%	13.2%	10.6%	14.9%	14.1%	10.3%	12.7%
13.3%	15.4%	11.1%	11.5%	15.3%	10.9%	12.9%
14.0%	19.9%	13.7%	15.6%	18.4%	16.4%	16.3%
18.3%	25.4%	17.9%	19.0%	20.9%	24.6%	21.0%
17.8%	29.4%	19.1%	19.7%	22.1%	27.2%	22.5%
18.6%	31.4%	19.6%	21.7%	26.2%	29.9%	24.6%
31.3%	37.4%	22.1%		29.8%	43.5%	32.8%
32.1%	49.0%	29.9%		36.5%	56.2%	40.7%

(注 1) 自己資本は、株主勘定から未払込資本金を控除して算出（前年度末値と当該年度末値の平均）。昭和 18 年治は決算月変更に伴い 15 カ月間であるため、当期純益金、税金、諸償却を年換算。

(注 2) 三井銀行と第一銀行の昭和 18 年度・19 年度は、帝國銀行の数値。

表 31 日本銀行取引先普通銀行の預金コスト・証券及び貸付平均利回り

普通銀行統制会々 員銀行（昭和）	A.預金コスト				B.有価証券平均利回り		C.貸付平均利回り		D.証券貸付合計利回り	
		預金平均利率	一般経費	税金		利鞘 (B-A)		利鞘 (C-A)		利鞘 (D-A)
16 年上期	3.296%	2.469%	0.657%	0.170%	4.057%	0.761%	4.253%	0.957%	4.178%	0.882%
17 年上期	3.329%	2.462%	0.677%	0.190%	3.970%	0.641%	4.318%	0.989%	4.177%	0.848%
17 年下期	3.362%	2.481%	0.675%	0.206%	3.965%	0.603%	4.358%	0.996%	4.198%	0.836%
18 年上期	3.354%	2.460%	0.695%	0.199%	3.863%	0.509%	4.448%	1.094%	4.203%	0.849%
18 年下期	3.323%	2.464%	0.653%	0.206%	3.893%	0.570%	4.315%	0.992%	4.145%	0.822%
19 年上期	3.443%	2.482%	0.741%	0.220%	3.972%	0.529%	4.340%	0.897%	4.204%	0.761%
19 年下期	3.262%	2.412%	0.615%	0.235%	3.860%	0.598%	4.172%	0.910%	4.069%	0.807%
20 年上期	2.985%	2.346%	0.538%	0.101%	3.749%	0.764%	4.127%	1.142%	4.018%	1.033%

(注1) 日本銀行調査局特別調査室（1948）、三ノ第十八表。

(注2) 普通銀行統制会々員銀行は、三菱、住友、十五銀行を含む帝國、日本昼夜・昭和銀行を含む安田、三和の五大銀行に、野村、東海、神戸、埼玉銀行を加えた各行。

地方銀行 （昭和）	A.預金コスト				B.有価証券平均利回り		C.貸付平均利回り		D.証券貸付金合計利回り	
		預金平均利率	一般経費	税金		利鞘 (B-A)		利鞘 (C-A)		利鞘 (D-A)
16 年上期	3.580%	2.524%	0.832%	0.224%	3.915%	0.335%	4.738%	1.158%	4.277%	0.697%
17 年上期	3.484%	2.446%	0.792%	0.246%	3.820%	0.336%	4.691%	1.207%	4.169%	0.685%
17 年下期	3.554%	2.466%	0.814%	0.274%	3.894%	0.340%	4.732%	1.178%	4.220%	0.666%
18 年上期	3.428%	2.416%	0.785%	0.227%	3.746%	0.318%	4.583%	1.155%	4.063%	0.635%
18 年下期	3.559%	2.519%	0.746%	0.294%	3.834%	0.275%	4.548%	0.989%	4.082%	0.523%
19 年上期	3.347%	2.522%	0.644%	0.181%	3.666%	0.319%	4.439%	1.092%	3.913%	0.566%
19 年下期	3.320%	2.543%	0.587%	0.190%	3.783%	0.463%	4.394%	1.074%	3.973%	0.653%
20 年上期	2.863%	2.218%	0.559%	0.086%	3.461%	0.598%	4.095%	1.232%	3.642%	0.779%

(注3) 日本銀行調査局特別調査室（1948）、三ノ第十九表。

表 32 日本銀行取引先普通銀行の諸利益率

(昭和)	統制会々員銀行 (A)		その他銀行 (B)		(A) - (B)	
	純益率	経常利益率	純益率	経常利益率	純益率	経常利益率
16 年上期	17.89%	38.67%	11.14%	17.43%	6.75%	21.24%
17 年上期	20.07%	44.35%	13.50%	19.48%	6.57%	24.87%
17 年下期	20.29%	46.94%	14.79%	22.79%	5.50%	24.15%
18 年上期	20.97%	49.73%	13.42%	22.99%	7.55%	26.74%
18 年下期	21.74%	57.25%	13.18%	21.78%	8.56%	35.47%
19 年上期	18.53%	56.34%	12.94%	29.74%	5.59%	26.60%
19 年下期	18.68%	59.15%	13.34%	38.03%	5.34%	21.16%
20 年上期	30.37%	63.51%	13.48%	35.12%	16.89%	28.39%

(注1) 日本銀行調査局特別調査室 (1948)、三ノ第二十表。

(注2) 純益率及び経常利益率は、払込資本金に対する割合。

表 33 臨時利得税額の推移 (単位：千円)

(昭和)	国税総額 (A)	臨時利得税 (B)	比率 (B) / (A)
10 年上期	937,006	26,843	2.9%
11 年上期	1,057,112	45,174	4.3%
12 年上期	1,439,902	103,627	7.2%
13 年上期	1,989,395	186,910	9.4%
14 年上期	2,508,037	374,215	14.9%
15 年上期	3,681,930	750,080	20.4%
16 年上期	4,301,044	1,021,301	23.7%
17 年下期	6,719,239	1,524,383	22.7%
18 年上期	8,558,756	1,753,561	20.5%
19 年下期	11,736,316	2,730,875	23.3%
20 年上期	11,262,498	2,440,776	21.7%

表 34 五大銀行の現金預け金勘定 (単位：千円)

(昭和)	現金・預け金(A)	総資産(B)	
			(A)/(B)
3 年上期	339,297	3,993,551	8.5%
3 年下期	325,525	4,142,287	7.9%
4 年上期	334,302	4,227,114	7.9%
4 年下期	310,076	4,234,823	7.3%
5 年上期	310,947	4,119,867	7.5%
5 年下期	296,091	4,127,952	7.2%
6 年上期	325,758	4,201,397	7.8%
6 年下期	271,841	4,035,747	6.7%
7 年上期	280,667	4,047,582	6.9%
7 年下期	301,285	4,334,350	7.0%
8 年上期	320,972	4,619,648	6.9%
8 年下期	449,337	5,846,639	7.7%
9 年上期	383,778	6,082,098	6.3%
9 年下期	525,579	6,225,396	8.4%
10 年上期	366,318	6,300,344	5.8%
10 年下期	455,772	6,533,710	7.0%
11 年上期	445,641	6,787,495	6.6%
11 年下期	484,786	7,069,521	6.9%
12 年上期	567,331	7,521,659	7.5%
12 年下期	612,953	7,835,874	7.8%
13 年上期	702,554	8,697,593	8.1%
13 年下期	719,055	9,412,455	7.6%
14 年上期	852,751	10,515,475	8.1%
14 年下期	1,067,960	12,023,331	8.9%
15 年上期	1,017,326	12,906,523	7.9%
15 年下期	1,135,309	14,373,411	7.9%
16 年上期	1,257,429	15,598,775	8.1%
16 年下期	1,494,811	16,990,514	8.8%
17 年上期	1,633,360	18,901,092	8.6%
17 年下期	1,669,539	20,345,077	8.2%
18 年上期	2,037,561	25,865,868	7.9%
18 年 9 月	1,896,901	27,266,427	7.0%
18 年下期	2,038,187	31,274,691	6.5%
19 年上期	2,621,037	38,988,304	6.7%
19 年下期	3,382,851	51,345,595	6.6%

(注) 各行営業報告書・社史を基に作成。三和銀行は昭和 8 年下期～19 年下期、その他銀行は昭和 3 年上期～19 年下期。