

論 文 概 評

氏 名	平山 賢一
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博人社甲第5号
学位授与年月日	平成30年3月23日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	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 —
論文審査委員	委員長 教授 伊藤 修 委員 准教授 長田 健 委員 准教授 高端 正幸 委員 准教授 大石 直樹

論文の内容の要旨

本論文の課題は大きく2つある。

第1は、戦前～戦時における証券（国債と株式）の価格および利子・配当データを整備し、それをもとにリターンとリスク、すなわち現代において用いられるものに接続しうるパフォーマンス・インデックスを算出し、提供することである。

第2は、上記の新しいデータベースを用いて、戦時期を含めた投資家の資金運用行動やパフォーマンスを分析し、従来の（十分な根拠に基づかない）定説的な理解に再考を迫る提起を行うことである。

この2つの作業は、それぞれ次のような学問的貢献をなす。

〔1〕まず前者のデータ整備は、作業の困難さから、これまで日本においては提供されてこなかった証券市場についての基本的なパフォーマンス指標を初めて算出し、利用可能にした。アメリカにおけるノーベル経済学賞受賞者シラー（R. Shiller）教授らの業績に該当し、「平山指標」と呼んでもよいものである。この膨大な作業は、アカデミズムに対しても、実務界に対しても、きわめて大きな貢献であり、文字通りの労作といえる。

具体的には、国債に関する Government Bond Performance Index (GBPI) と、株式に関する Equity Performance Index (EQPI) の2系列である。これらが従来存在しなかった理由は、ファイナンス研究や実務が扱うデータの数理的処理の分野の知識と、散発的に存在する歴史的データや今日とは異なる戦前の独特の制度や慣行についての知識（これらは金融史・証券市場史といった歴史研究の分野に属す）の双方を総合しなければ可能にならない困難な作業であるために、着手されずにきたことによる。

そのため、可能な当面の接近として、価格データのみを整理して用いたり、国債については代表的銘柄、株式については代表的個別銘柄や総合的株価指数の代理指標としての東京

株式取引所株（東株）を用いたりしてきた。しかし、これではきわめて不十分であり、ときにミスリーディングでもあった。たとえば国債市場では、甲号五分利債や第一四分利債が代表的銘柄とされるが、戦時期には三分半利債が大量発行され、指標の連続に難がある。また低利債への借換えという戦前の慣習も通常のパフォーマンスを攪乱した。株式では、分割払込という戦前日本独特の制度のもとでは新株権利落ちや払込修正が考慮されなければならないが、なされてこなかった。その結果、明治初期から戦時までの株式の長期保有の収益率がごく低い（あるいはマイナス）ことになったり、諸市場のスプレッド（リスクプレミアム）が異常な値となったり、アメリカと比較不能な乖離を示すことになったりしてきたのである。

これらの問題を解消するため、特殊な制度・慣行の考慮を採り入れた上で、個別データの逐一手作業入力を含む膨大な作業を遂行することによって、長期データベースが完成した。これにより、国際比較や、現代まで接続する分析が可能になった。繰り返しになるが、この業績は、アカデミズムと実務界の双方に対してきわめて大きな貢献である。

〔2〕次に後者の課題に関しては、以上のデータ整理によって、市場のパフォーマンスについて次のようなことが明らかにできた。1924年から1944年11月までのリターン（年率）は国債5.71%、株式6.92%、リスク（年間）は国債2.04%、株式13.39%と算出された。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結果であり、基本的な理論的想定と合致し、投資家・金融機関の資産運用行動も現代ポートフォリオ選択理論と不整合なく解釈可能となった。また、これにとどまらず、たとえばアメリカ市場のパフォーマンスとはまったく異なるといった従来の混乱した理解も解消されることになった。

そのほか、新データベースをもとにした、主に戦時期に関する新たな分析として、次のようなことがらも挙げることができる。

第1に、株価は、戦時期においても概ね企業業績（一株当たり利益）に応じて形成されており、国債とのイールド・スプレッド関係もアメリカ対比で著しい差異はなく、「異常」ではなかったことがわかる。市場として通常でなくなるのは、政府系機関による介入＝価格支持によって管理される度合いが強まる1943年以後に限られる。

第2に、これに対して国債は、1942年以降リスク水準が0.10%を下回り、短期金融市場（東京コール）とほぼ同水準の規制金利化し、管理相場化して、価格決定機能を喪失した。株式市場を上回る債券市場の強い管理はこうして始まり、戦後の1970年代後半まで続くことになる。

第3に、投資家の代表として取り上げ分析した5大銀行の資産運用は、統制に全面的に従属して利潤動機をまったく失ったのではなく、制約のもとではあるが、市場パフォーマンスに応じた戦略をとって行動していたことがわかる。加えて、5大銀行の運用戦略は横並びではなく、それぞれかなり大きく異なっていた事実は、きわめて興味深い。

第4に、1931年下期の国債暴落を機に、銀行など民間金融機関の有価証券評価損失を「有価証券価額償却」により「含み益」として温存させる方法で、リスク耐性を強化する政策がとられ、戦時期にも継続された。これは、証券の価格変動リスクの抑え込みと並んで、軍需融資拡大などの国策協力を実行させるための支えとなった。さらに、戦後もバブル崩壊まで続く銀行等の「含み益経営」に接続していくことにもなるのである。

このようにして、新たに整理されたデータにもとづき、統制下で市場の動きがまったく抑圧された異常な特殊状況という戦時に対するイメージの見直しを提起することで、金融史・経済史研究にも一石を投ずる貢献を行った。

なお、本論文の章別構成は以下の通りである。

- 1 はじめに
- 2 戦前・戦時期の国債市場の再検討
- 3 昭和初期国債パフォーマンスインデックス (DBPI)
- 4 戦前・戦時期の株式市場の再検討
- 5 昭和初期株式パフォーマンスインデックス (EQPI)
- 6 金融統制下の株式市場の再評価
- 7 五大銀行の有価証券投資と金融統制
- 8 結論

2で、国債市場について、従来のデータを紹介・吟味し、考慮しなければならない戦前・戦時の独特な制度・慣習を分析する。それをふまえて3では、インデックスの算出を行っている。4と5では、同じ順番で、株式市場について分析している。6と7は先に述べた新データベースを用いた分析と解釈、それによる戦時金融統制の再検討を行っている部分である。6は、金融統制期における株式のパフォーマンス分析を軸にして、それと他市場との比較（スプレッド＝リスクプレミアム）、日米比較、資産運用（ポートフォリオ・セレクション）分析に充てている。7では、投資家を代表するものとして5大銀行を取り上げ、個別の資産運用行動、有価証券評価損益とその償却、税制上の扱いなどの分析を行っている。

なお、末尾「結論」部分で、今後の研究の展望として、戦前・戦時に関して今回扱わなかった他の証券市場についても同様に指標を整備すること、5大銀行以外の金融機関・投資家の運用にも分析を広げること、戦後への接続をふまえて対象時期を延伸すること、といった拡張の方向が述べられる。

論文審査の結果の要旨

最終審査においては、まず、本論文が日本で初めて整備した投資パフォーマンスに関するインデックスは、基礎データの提供として、学界・実務界双方に対して重要な貢献をなすものであり、その膨大な作業の遂行は称賛に値することについて、異論なく一致した。

次に、データを利用して行った統制期ないし戦時期に関する分析については、さまざまな観点から、以下のような確認、指摘、議論が行われた。

- ① 金融市場の「構造」をベースに投資家の「行動」が生み出されるとの基本的視角に立っているが、逆に「行動」が「構造」の在りようにフィードバックしていく関係も重要であろう。
- ② 戦時においても一種の制約付きの利潤最大化行動は基本として継続し、しかもその下

で各投資主体によって柔軟な選択肢がありえ、多様性が見てとれる。その多様性の理由の一層の分析も興味深いものがある。

③ 特に戦時期における「リスク」についてはその時間的な長さが重要であろう。たとえば敗戦の場合の巨大損失の可能性は、短期の視野では捨象するほかないが、長期では決定的に大きい。金融機関行動の解釈にあたり、この点は無視できない。

④ 戦時期について先行研究では、証券市場は「低迷」したといわれるが、本論文のいうように「低迷」という語は曖昧であり、パフォーマンスは必ずしも異常に低いではなかった。反面、たとえば証券会社の業務がなくなっていったことも事実であって、流通市場での取引量の低迷ということになるだろうか。一方、銀行の審査業務はどうであろうか。株式市場と債券市場のパフォーマンスと機能が（戦後への展望も含めて）かなり異なる点も考慮に入れつつ、より明確にすることが望まれる。

⑤ 戦時利得税による利潤の吸収は、金融セクターについては対象外とされ、また貸倒引当もさほど積まれず、「価額償却」による「含み益」蓄積としたことは、きわめて興味深い。

⑥ 戦後への接続に関しては、投資家の変化（戦前の投機家が縮小し、やがて機関化が進行）する点、また「含み益経営」をめぐっては戦後の再建整備措置や資産再評価も重要で、それらをふまえなければならない。

⑦ 戦後のファイナンス研究とどのようにつながるかが今後の課題の1つである。たとえばアメリカでは戦前・戦時と戦後の断層はさほどないが、日独では大きな断層がある。こうした点も視野に入れる必要があるだろう。

いうまでもなく、これらの指摘や議論は、本論文の価値を高く評価した上で、さらに先に進めるためのものである。

以上から、審査委員会は、本論文が博士学位論文として合格であると認める。