

# 日本銀行と株式市場についての一考察<sup>(1)</sup>

— 担保品付手形割引制度発足時の株価と担保価格 —

平 山 賢 一

## 1. はじめに（課題と先行研究）

本稿は、明治23（1890）年に日本銀行が始めた担保品付手形割引<sup>(2)</sup>を、株式市場との関係から考察するものである。設立から間もない日本銀行が、鉄道会社等の株式を担保に資金供給した経緯を示すことで、株式市場への関与の一端を明らかにできると考えるからである。株式担保金融に関する従来の研究は、戦後に至る日本金融システムをどのようにとらえるかという点に着目してきたが、現代の金融政策としての株価指数を対象とする指数連動型上場投資信託（ETF）買入政策につながる日本銀行と株式市場の歴史的系譜の整理にも貢献するだろう。

日本銀行と株式市場との関係は、1890年恐慌の株価低落に伴う金融逼迫を救済するために創設

された担保品付手形割引制度に始まったとされている<sup>(3)</sup>。日本銀行による担保品付手形割引制度とは、公債以外の一定の株式も担保にできる手形割引制度のことであり、1897年6月14日には見返品付手形割引制度に改められ、社債・株式担保貸出が正式に日本銀行の業務と認められる日本銀行法制定（1942年2月24日公布）まで存続した<sup>(4)</sup>。

この制度を後ろ盾に、民間銀行等は資金制約のある株式投資家に株式担保貸出を行うようになり、以下に示すように株式分割払込制度における株式追加払込の円滑化に貢献したとされる<sup>(5)</sup>。そもそも株式分割払込制度とは、「株主が株式額面の全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制度であり、資本蓄積が乏しい明治期において、株式会社制度を通じる資本の社会的集中を促進するため、株式担保金融とともに確立された<sup>(6)</sup>」ものである。志村（1969）

- 
- (1) 本稿執筆にあたっては、岩村充氏、小林襄治氏、佐藤政則氏から研究会等で有益なコメントを頂いた。ここに記して謝意を示したい。
  - (2) 野田（1980）、222-223頁参照。日本銀行が取引先銀行に対して指定の株式等を担保とした手形の割引を行う仕組みであるが、「この手形割引はたんなる形式に過ぎず、実質は融通手形による貸付けにほかならなかった」と記している。
  - (3) 武藤（1981）、197-204頁参照。日本銀行条例において株式を抵当とする貸金が禁じられていたものの、1885年5月には、すでに手形割引保証品として株式が活用されていた。株式の利用は、担保品付手形割引制度発足により急拡大したとされている。
  - (4) 担保品付手形割引を継承した見返品付手形割引は、加藤（1957）167頁によれば「一切時価の六割を以って担保価格になすことに改めた」とされる。また、武藤（1981）232-233頁によれば、同制度は大正6（1917）年11月16日に大改正が行われており、「株券ニアリテハ一般銀行株ノ外投機的性質ヲ帯フル業務ヲ営ム会社ヲ排除シ、設立後相当年月ヲ経過シタル会社ノ全額払込済ノ株券ニシテ、其ノ市価カ相当期間概シテ払込額ヲ下ラサルコト」とされた。
  - (5) 正木（1971）、108頁は「国立銀行ないし民間銀行の株式担保金融は、日本銀行の担保品（見返品）付手形割引制度に支えられてきた」と記している。
  - (6) 南條・粕谷（2009）、48頁参照。

は、民間銀行が株式引受には関与しなかったものの、「株式担保貸付けという間接的關係を通じて株式会社の社会的資金集中」をサポートしたとし、伊牟田（1976）は、「株式を担保にすることによって成立する日銀→民間銀行→株主（商人・華士族・会社役員など）→企業という一種の間接金融体制<sup>(7)</sup>」が果たした役割を積極的に評価している。また、石井（1999）は、産業企業の資金調達における株式比率が高いとはいえ、株主が「銀行からの株式担保金融に支えられて初めて株式の払込資金を調達できた<sup>(8)</sup>」のであり、間接金融体制の存在を前提にしたものであるとの考えを明らかにしている。一方、寺西（2011）では、銀行は、株式投資のリスクを負っているのではなく投資家への貸出のリスクを負っているのであって、株式担保金融が広がったとしても株式市場の役割を割引くべきではないと批判しつつも、「銀行と投資家の間の非対称情報の程度が、銀行と株式発行企業の間の非対称情報の程度より低いことに起因する」構造的な重複金融仲介の一形態であるとの見方も受け入れている。しかし、「日銀の株式担保金融と市中銀行の株式担保金融を同一のメカニズムないし一体のものとして捉える<sup>(9)</sup>」点については疑問を呈している。いずれにしても伊藤（2015）が指摘するように、戦前の企業金融に関して株式担保金融の位置づけをめぐる、「金融資産構成に基づく証券中心の見方と、伝統的な銀行中心の見方が対立して<sup>(10)</sup>」いると言ってよいだろう。日本銀行による担保品付手形割引、民間銀行による株式担保金融、そして株式市場の関係性についての理解は、戦前の金融システム全体の構図を考える上で非常に重要な位置づけにある。現代につながる金融システムの変化もしくは連続を考える際の淵源になるからである。以上の様に、従来の研究では、戦後に至る日本金融システムをどのように

とらえるのかという議論の中心に、担保品付手形割引や株式担保金融が位置づけられてきたのである。

一方で、担保品付手形割引制度を前提とした民間銀行による株式担保金融構造からのアプローチ、民間銀行を中心とする企業への資金循環からのアプローチに焦点が当たっているものの、担保品付手形割引および株式担保金融を肝心の株式市場における株価形成から分析した研究は少ない。具体的には、担保品付手形割引が株価形成にどのような影響を与えたのかという課題の探求である。従来の研究では、片岡（2006）が投資収益率の観点から鉄道株を分析しているのを除くと、株価データの入手困難性から担保価格の変化と株価の関係について整理したものは少ない。だが両者の関係を明らかにすることは、産業企業における資金調達に日本銀行もしくは民間銀行が、どのように関わったのかという点を示唆することになるため意義があると言えよう。そこで、本稿では、この点を明らかにするために、第2節で担保品付手形割引制度と民間金融機関による株式担保金融の関係を整理した上で、第3節では日露戦争に至る担保価格と株価について概観する。さらに担保比率（担保価格／株式時価）に着目して、日次データが取得できた1890年5月8日から1891年11月28日にかけての五大鉄道会社（日本鉄道、山陽鉄道、九州鉄道、関西鉄道、北海道炭礦鉄道）の株価と日本銀行による担保品付手形割引の担保価格を関連付けて整理してみたい。

また、設立間もない時期の日本銀行の株式市場に対する姿勢を明らかにすることは、日本銀行が株式市場とどのように関わってきたのかという歴史的系譜の確認にとっても重要なインプリケーションを与えるだろう。そこで第4章では、1940年代および1960年代における株価維持機関や日本

(7) 伊牟田（1976）、42頁。尚、日本銀行（1913）、437-438頁も参照。

(8) 石井（1999）、6-7頁参照。

(9) 寺西（2011）、674-675頁参照。

(10) 伊藤（2015）、83頁。「金融チャネルとして株式（証券）のウエイトが高いことと、理論的に想定される《市場機能》がワークすることとは、区別されるべき事柄である」とした上で、「情報生産は市場型ではなく、中心は銀行にあったが、それも不十分で」あり、株式担保融資も人的信用が重要だったとしている。

証券金融会社を通じた株式市場と日本銀行の間接的な関係、さらには現代の信託財産を通じた指数連動型上場投資信託（ETF）等の保有による両者の直接的な関係について整理する。創設以来、日本銀行は、経済環境に応じて株式市場に対して柔軟に対応してきており、「株式を中央銀行の与信の対象とすべきでない<sup>(11)</sup>」という基本姿勢とは別の顔を垣間見ることができるだろう。

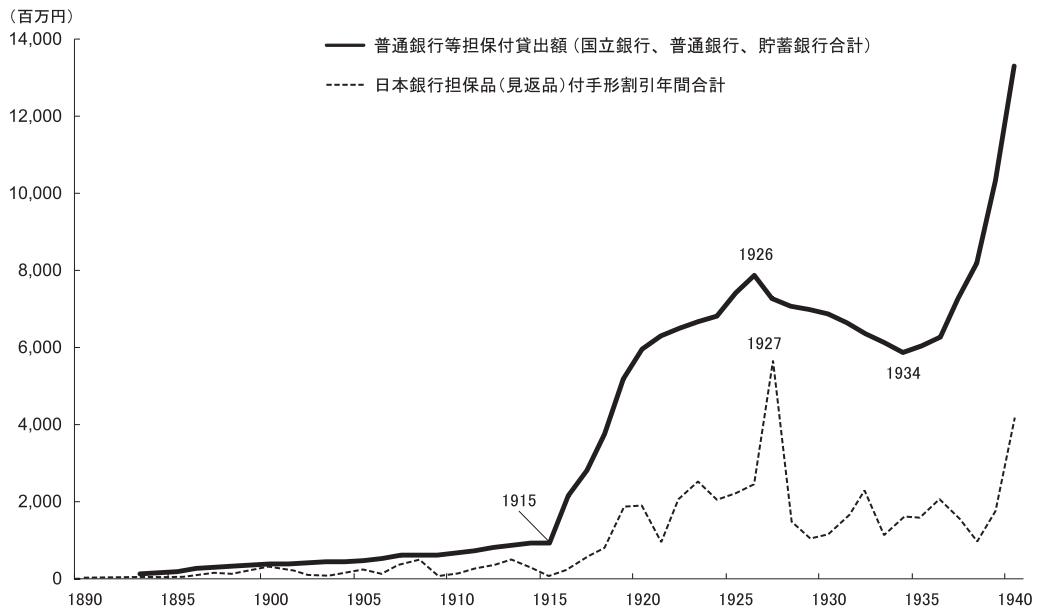
## 2. 株式担保金融と鉄道株

### 2.1. 戦前期の担保品付手形割引と株式担保金融

1890年に日本銀行は、公社債等だけでなく株式も対象とする担保品付手形割引を始めた。その経緯は、日本銀行百年史編纂委員会編（1982）等に詳しいが、日本銀行の「産業金融」機関化の経

路が開かれたとされている<sup>(12)</sup>。日本銀行が手形割引の担保として鉄道株等を受け入れたことで、民間銀行による株式担保金融の円滑化を促したからである。また株式担保金融の実態については、星野（1978）に詳しいが、普通銀行だけでなく、国立銀行・貯蓄銀行による株式担保付貸出<sup>(13)</sup>の積極化が、資本蓄積の乏しい時代に分割払込制度を補完したとしている。

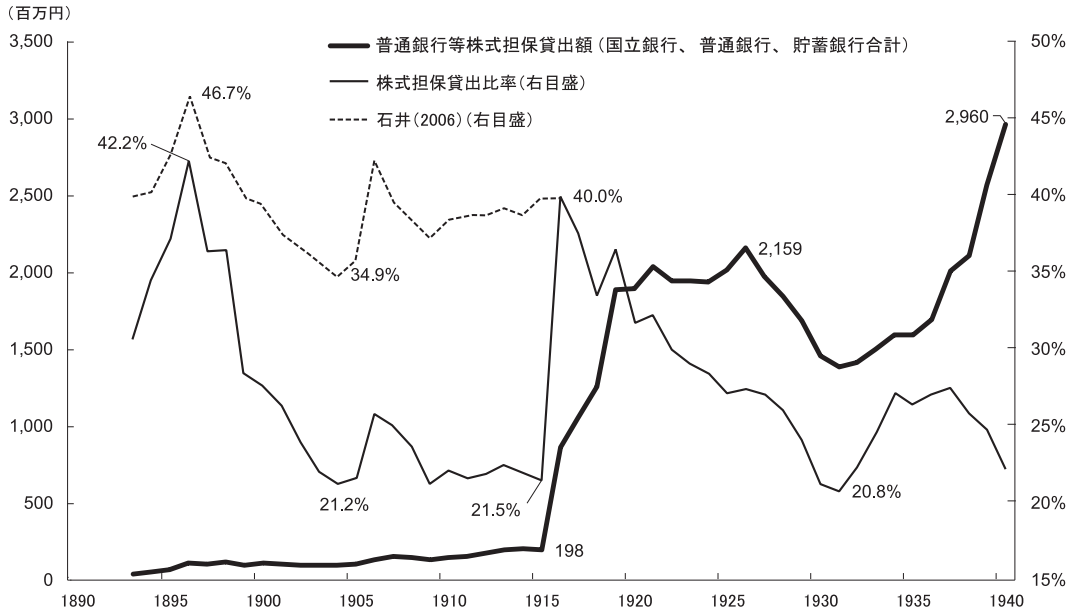
戦時期に至る日本銀行の担保品（見返品）付手形割引と普通銀行等の担保付貸出の総額（株式含む）の推移を図1で確認すると、1915年までは担保品（見返品）付手形割引を中心に増勢が続くものの、そのペースは緩慢であった。その後担保付貸出は急速に増勢に転じているが、図2に示すように株式担保貸出比率は低下している<sup>(14)</sup>。株式を担保とした手形割引・貸出にあっては、普通



(出所) 後藤（1970），大蔵省『金融事項参考書』。

図1 日本銀行担保品（見返品）付手形割引と普通銀行等担保付貸出

- (11) 日本銀行条例第十二条における「不動産及ヒ銀行又ハ諸会社ノ株券ヲ抵当トシテ貸金ヲ為ス事」を禁じる規定から続く日本銀行の基本姿勢を指す。
- (12) 野田（1980），224頁参照。
- (13) 1922年から貯蓄銀行等の分類方式が変更されているため、普通銀行のみの数値では実態を表現しない。
- (14) 石井（2006）は、従来、割引手形に分類されていた「手形貸付」およびその「株式担保手形貸付」が貸付に



(出所) 石井 (2006), 大蔵省『金融事項参考書』。

図2 普通銀行等株式担保貸出残高推移

銀行等の株式担保比率が1916年の40.0%から低下したのである。

次に、鉄道会社50社の資本金・払込資本金推移を図3により確認すると、資本金が1880年代末および1890年代末の鉄道株ブーム時に急増し、未払込比率が上昇しているのが明らかになる。鉄道会社が設立されるたびに資本金は増加するが、実際の資本金払込は遅行するため未払込資本金が増加し、未払込比率が上昇したと解せよう。第一次鉄道株ブーム後(1890年)に、50%を上回るまで高まった未払込比率を低下させるために、活発化する追加払込に応じて担保品付手形割引を始めたことと見なせよう。恐慌後の1892年には、未払込比率が16.9%まで低下したことが示すように、担保品付手形割引は不安定化した株式需給の好転

に貢献したと考える。一方、第二次鉄道株ブーム期の1897年には、各地で設立される私設鉄道会社の資本金が増加したことから、未払込比率は30.1%まで上昇している。この段階で、担保品付手形割引制度は、見返品付手形割引制度に改められ、順次、円滑に払込が進み、再び未払込比率は落ち着きを取り戻したのである。しかし1904年以降は、鉄道国有化が始まり鉄道株の資本金は急減したため、国家事業として優先度が高かった鉄道敷設への政策的注力は減衰していく。これが、株式担保貸出比率が時代を遡る1904年に21.2%<sup>(15)</sup>まで低下している背景である。「鉄道国有化による株式の公債への転形にともなって担保株式が激減した<sup>(16)</sup>」ため、見返品付手形割引制度や民間銀行の株式担保貸出における鉄道株主導とい

分類された影響を指摘した上で、貸付および手形貸付合計で見ると、日露戦争から第一次世界大戦にかけて株式担保比率が急減していなかったとしている。株式担保貸出比率が図2の実線ではなく、石井(2006)による破線だとすれば、第一次世界大戦にかけての株式担保は高位を維持していたことになる。尚、1893年から1898年に至る株式担保には、社債券・諸証券を含む。1899年数値から、その大部分は株式と推察される。

(15) 石井(2006)では、1904年に34.9%までの低下にとどまっている。

(16) 星野(1978), 79頁参照。東京株式取引所(1928)によれば、東京株式取引所における定期取引では、大部分の鉄道株が1909年まで上場している。

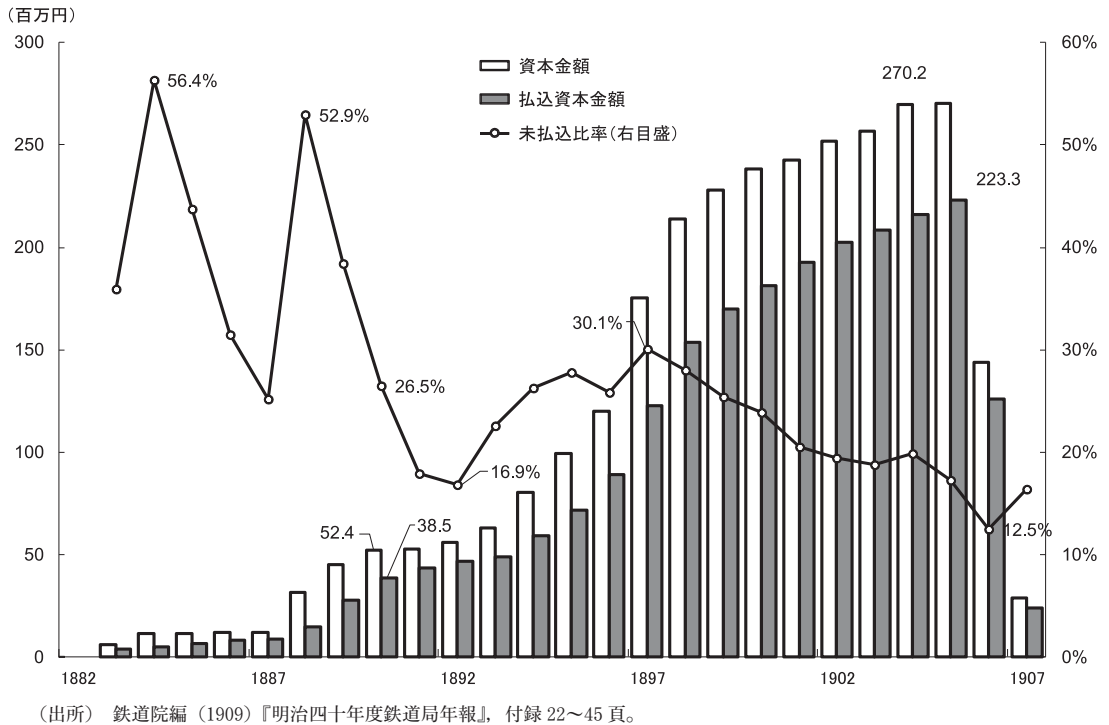


図3 鉄道会社 50 社資本金額と未払込比率

う性格も希薄化したと言えよう。1910 年代前半には、取引所取引における電力会社や製糖会社の比率が高まるが、1910 年代後半以降、普通銀行等の株式担保貸出比率は低下し、1931 年に 20.8% まで低下している。1930 年代以降は、取引所取引における金属工業・化学工業・機械工業等の製造会社の比率が高まるが、同比率は 20% 台を維持して推移したのである。

以上のような戦時期に至る株式担保貸出を巡る変化の歴史の淵源に、日本銀行による担保品付手形割引制度の発足が位置づけられ、戦前期の株式分割払込制度という独自性のある仕組みを前提として 1942 年の旧日本銀行法制定まで、日本銀行と株式市場をつなぐ連結子となって機能したのである。次項では、この制度における鉄道株の位置づけについて整理したい。

## 2.2. 担保品付手形割引と鉄道株

担保品付手形割引制度の創設に対する日本銀行の姿勢は、決して積極的なものでは言いえない。大蔵大臣への日本銀行からの株式担保付手形割引創設に関する上申文は、「株券低落ノ困難ヲ救助セントスルカ如キハ本行性質ノ許サザル所ナルヲ以テ是迄種々ノ請求モ相受ケ苦情モ承ハリ其情実ハ萬々諒察致候得共本行ハ堅ク本分ヲ守リテ不得謝絶致居候次第御座候<sup>(17)</sup>」と日本銀行の本分でない点が表明されており、苦渋の判断が下されたことが明らかである。一方で、日本銀行は、すでに「開業わずか 2 年半後の 1885 年 5 月から、ごく一部の銘柄にとどまったとはいえ、株式を用いて日本銀行から借入を受ける道<sup>(18)</sup>」を開けていた。1885 年 5 月 18 日に 3 企業<sup>(19)</sup>（日本

(17) 日本銀行 (1913)『日本銀行沿革史』第 1 輯第 2 巻, 170 頁。

(18) 武藤 (1981), 199 頁参照。

(19) 日本鉄道株は、第二回募集株・第三回募集株も含む 3 銘柄が対象のため、合計で 5 銘柄。担保価格は払込額とされた。

鉄道・横浜正金銀行・第十五国立銀行)が日本銀行との取引の抵当品および保証品として認められ、その後、日本郵船・東京海上保険も加わっている<sup>(20)</sup>。担保品付手形割引制度開始時の1890年5月8日には、14企業(日本鉄道・甲武鉄道・山陽鉄道・九州鉄道・北海道炭礦鉄道・関西鉄道・水戸鉄道・両毛鉄道・阪堺鉄道・大阪鉄道・讃岐鉄道・横浜正金銀行・日本郵船・東京海上保険)が担保品の対象とされ、1892年11月24日には1企業(大阪商船)が加わっている<sup>(21)</sup>。担保品付手形割引制度を実質的に引き継いだ見返品付手形割引制度では、1897年6月14日に6企業(総武鉄道・房総鉄道・参宮鉄道・成田鉄道・豊州鉄道・奈良鉄道)、さらに1898年10月4日に1企業(南海鉄道)が見返品として加えられた<sup>(22)</sup>。銘柄数から見る限り、担保品(見返品)付手形割引制度の担保対象は、圧倒的に鉄道株の銘柄数が多くなっているのが特徴としてあげられる。

手形割引の際に日本銀行に担保として差し出された担保株式年末残高(払込資本金ベース)は、武藤(1981)に詳述されている(1890年から1901年までの期間、表1参照<sup>(23)</sup>)。担保品付手形割引制度が開始された年末には払込資本金ベースで6百万円強だった株式担保が、見返品付手形割引制度に転じた1897年末には22千万円強にまで拡大し、手形割引制度発足に伴い日本銀行への担保差出では、従来から実施されていた「定期貸や保証品付手形割引からの株式の排除(または流出)<sup>(24)</sup>」が進んでいる。また企業別残高では、山陽鉄道・九州鉄道・北海道炭礦鉄道・大阪商船に集中しているものの、日本銀行への担保差出が、企業別の発行株式に対してどの程度の割合を占め

たのかという点から見ると状況は異なる<sup>(25)</sup>(表2参照)。

山陽鉄道・九州鉄道は、払込資本金が多いため、担保に差し出された比率は2割程度となり、他企業と比較した場合に目立って高いとは言えない。一方、担保品付手形割引制度期には、北海道炭礦鉄道・水戸鉄道・阪堺鉄道・大阪商船の比率が高く、見返品付手形割引制度期には、北海道炭礦鉄道・阪堺鉄道に加えて甲武鉄道・房総鉄道・讃岐鉄道の比率が30%を超えるケースが多くなっている。特に担保品付手形割引制度期には、1893年に商船三井が60%を超え、見返品付手形割引制度期には、1898年に北海道炭礦鉄道が60%を上回り、1899年に70%に迫っているのが目立つ。日本銀行は、一部企業について払込資本金の過半数を担保として受け入れていたという事実は、特定企業に注力していたとの指摘を否定できないだろう。日本銀行の手形割引で担保対象となった企業の中でも、払込資本金対比での担保差出比率が極端に異なり、資金循環面で見ても対照性が確認されることから、特定企業に対して政策的意図がはたらいた可能性が疑われよう。この点を明らかにするために、次項では担保株式の価格面からの動向について整理する。

### 2.3. 日本銀行による担保価格決定

従来の研究では、担保品(見返品)付手形割引制度における担保品価格と株価の関係について検証したものは少ない。そこで担保品付手形割引制度が始まった1890年から日露戦争終結後の1907年までの日本銀行による株式担保の評価額(担保価格)と株価の関係について確認してみたい。担

(20) 実際に日本銀行本店の手形割引保証品とされた株式は、5企業に限らなかった。詳しい企業名は、武藤(1981)、200-201頁参照。

(21) 1892年11月に水戸鉄道は、日本鉄道に合併されているため担保対象からは削除。

(22) 日本銀行(1913)『日本銀行沿革史』第1輯第2巻、114頁によれば、この他に日本鉄道株・山陽鉄道株・甲武鉄道株・関西鉄道株・九州鉄道株・北海道炭礦鉄道株・総武鉄道株・奈良鉄道株・参宮鉄道株・日本郵船株は新株も対象となり、横浜正金銀行株は第二新株・第三新株も追加されている。

(23) 十五国立銀行は、手形割引制度の対象担保となっていないため記載されていない。

(24) 武藤(1981)、215頁参照。

(25) この場合、発行株数対比での担保差入比率では、旧株(額面満額払込済株式)と新株(未払込済株式)とを同等に取り扱うことになるため不適切であると判断し、払込資本金対比での比較をするべきである。

日本銀行と株式市場についての一考察

表1 日本銀行株式担保品（見返品付）手形割引における担保株式年末残高（払込資本金ベース）

株式会社企業名	株式担保品付手形割引（千円）							株式見返品付手形割引（千円）				
	1890年	1891年	1892年	1893年	1894年	1895年	1896年	1897年	1898年	1899年	1900年	1901年
	明治23年	明治24年	明治25年	明治26年	明治27年	明治28年	明治29年	明治30年	明治31年	明治32年	明治33年	明治34年
日本鉄道	314	193	116	180	365	677	1,727	1,626	1,266	4,427	5,846	2,157
甲武鉄道	432	100	32	107	124	176	442	523	716	996	758	211
山陽鉄道	1,337	1,971	1,217	2,035	1,713	1,214	2,332	3,528	2,333	4,048	3,095	884
九州鉄道	924	1,900	1,201	1,377	1,246	1,355	2,166	3,382	4,692	6,063	5,525	2,892
北海道炭礦鉄道	958	1,324	301	1,351	1,240	2,448	2,744	3,402	4,230	4,752	4,272	1,801
総武鉄道								569	598	639	1,025	311
房総鉄道								533	570	531	392	50
関西鉄道	450	923	683	969	578	602	1,012	1,596	1,431	1,874	3,663	1,015
参宮鉄道								222	245	118	204	60
水戸鉄道	304	395										
両毛鉄道	193	169	52	127	189	183	281					
阪堺鉄道	91	65	83	160	152	159	162	223				
大阪鉄道	537	509	266	442	735	679	1,078	1,085	659	801		
讃岐鉄道	30	69	47	42	70	105	251	543	568	632	603	292
成田鉄道								205	244	277	294	95
豊州鉄道								1,500	1,125	1,893	1,380	33
奈良鉄道								348	305	278	436	281
南海鉄道									421	760	599	233
横浜正金銀行	17	9	7	38	2		5	249	199	1,531	2,794	901
日本郵船	707	507	304	570	412	932	1,646	1,603	1,478	4,710	4,166	977
大阪商船			516	1,084	963	975	794	891	929	1,548	1,288	336
東京海上保険	9			17	12	37	15					
合計	6,303	8,134	4,825	8,499	7,801	9,542	14,655	22,028	22,009	35,878	36,340	12,529

（出所）武藤正明（1981）「株式担保の日本銀行手形割引制度の実情」表10および表24。

（注）日本鉄道は第二回募集株・第三回募集株を含む。

保価格は、常識的に考えて時価を上回るものではなく、「（明治）32年6月9日の改定時には時価の7掛～7掛半に、34年4月8日の改定の場合には9掛前後に、36年4月1日の改定のときには8掛前後に改められた銘柄が多い<sup>(26)</sup>」とされている。一般に株価の変動が大きいと、担保価格は、株価に一定の掛目がかけられ、保守的に決定されるものである。

しかし、この制度における担保価格は、株価以外の要因からも決定されていたことには注意が必要である。「抵当価格は其銀行会社の利益並に払

込の割合に応じて毎月一回其価格を定め大蔵大臣の認可を経べき<sup>(27)</sup>」とあるように、株価だけではなく未払込資本金の追加払込や利益水準も勘案されていたのである。この場合、取引所等における株価水準が低迷していても、利益水準から日本銀行が担保価格の引上げを判断できることを意味している。つまり、担保品付手形割引の対象企業に関する日本銀行の利益判断等が、株式市場における価格決定に優先されて担保価格に反映されるというわけである。

それでは、担保となった主要業種である鉄道産

(26) 武藤（1981），218頁参照。

(27) 「読売新聞」朝刊，1890年5月9日。

表2 日本銀行株式担保品（見返品付）手形割引における担保株式年末残高の対企業別払込資本金比率

株式会社企業名	株式担保品付手形割引 (%)							株式見返品付手形割引 (%)				
	1890年	1891年	1892年	1893年	1894年	1895年	1896年	1897年	1898年	1899年	1900年	1901年
	明治23年	明治24年	明治25年	明治26年	明治27年	明治28年	明治29年	明治30年	明治31年	明治32年	明治33年	明治34年
日本鉄道	1.9%	1.1%	0.6%	0.9%	1.6%	2.5%	3.4%	4.0%	2.8%	9.9%	12.9%	4.7%
甲武鉄道	53.3%	12.3%	4.0%	12.8%	13.1%	14.2%	31.3%	30.6%	35.1%	48.8%	37.2%	9.4%
山陽鉄道	23.4%	28.1%	17.3%	29.0%	22.0%	15.6%	21.6%	24.5%	14.7%	21.9%	14.9%	3.8%
九州鉄道	18.3%	33.5%	21.1%	24.2%	19.2%	16.1%	22.2%	19.2%	19.0%	20.9%	18.3%	6.9%
北海道炭礦鉄道	35.5%	28.2%	6.0%	27.0%	24.8%	49.0%	48.2%	58.3%	63.3%	69.6%	59.1%	21.3%
総武鉄道								23.7%	20.8%	21.3%	26.7%	7.4%
房総鉄道								44.5%	47.5%	42.2%	30.2%	3.9%
関西鉄道	16.8%	32.8%	24.2%	26.2%	12.3%	10.5%	15.6%	16.1%	13.4%	12.0%	17.7%	4.8%
参宮鉄道								15.9%	17.2%	7.4%	12.4%	3.5%
水戸鉄道	33.8%	43.9%										
両毛鉄道	12.9%	11.3%	3.5%	8.5%	12.6%	12.2%	18.7%					
阪堺鉄道	27.6%	19.7%	20.8%	40.0%	38.0%	39.8%	40.5%	55.8%				
大阪鉄道	35.8%	33.9%	13.3%	19.6%	28.3%	23.4%	35.4%	34.9%	20.9%	25.2%		
讃岐鉄道	10.6%	23.2%	15.8%	14.0%	21.2%	20.6%	25.1%	41.8%	43.7%	48.6%	46.4%	22.5%
成田鉄道								20.8%	20.7%	16.2%	15.7%	4.5%
豊州鉄道								34.2%	19.7%	31.1%	22.7%	0.5%
奈良鉄道								17.3%	14.2%	12.4%	18.6%	12.0%
南海鉄道									12.4%	20.6%	15.6%	5.7%
横浜正金銀行	0.4%	0.2%	0.2%	0.8%	0.0%		0.1%	2.8%	1.9%	12.8%	15.5%	5.0%
日本郵船	6.6%	4.7%	2.8%	6.5%	4.7%	10.6%	13.6%	8.6%	6.7%	21.4%	18.9%	4.4%
大阪商船			38.2%	60.2%	38.5%	39.0%	7.9%	8.9%	16.9%	28.1%	23.4%	6.1%
東京海上保険	1.5%			2.8%	2.0%	6.2%	2.5%					
合計	11.6%	13.7%	7.8%	13.8%	11.3%	12.4%	12.2%	15.2%	13.3%	19.9%	18.7%	5.9%

(出所) 担保株数は武藤正明(1981)「株式担保の日本銀行手形割引制度の実情」、払込資本金は鉄道院編(1910)「明治四十年  
度鉄道局年報」等から算出。

(注) 払込資本金は、決算期に応じて年度末値との比較になる企業もある。

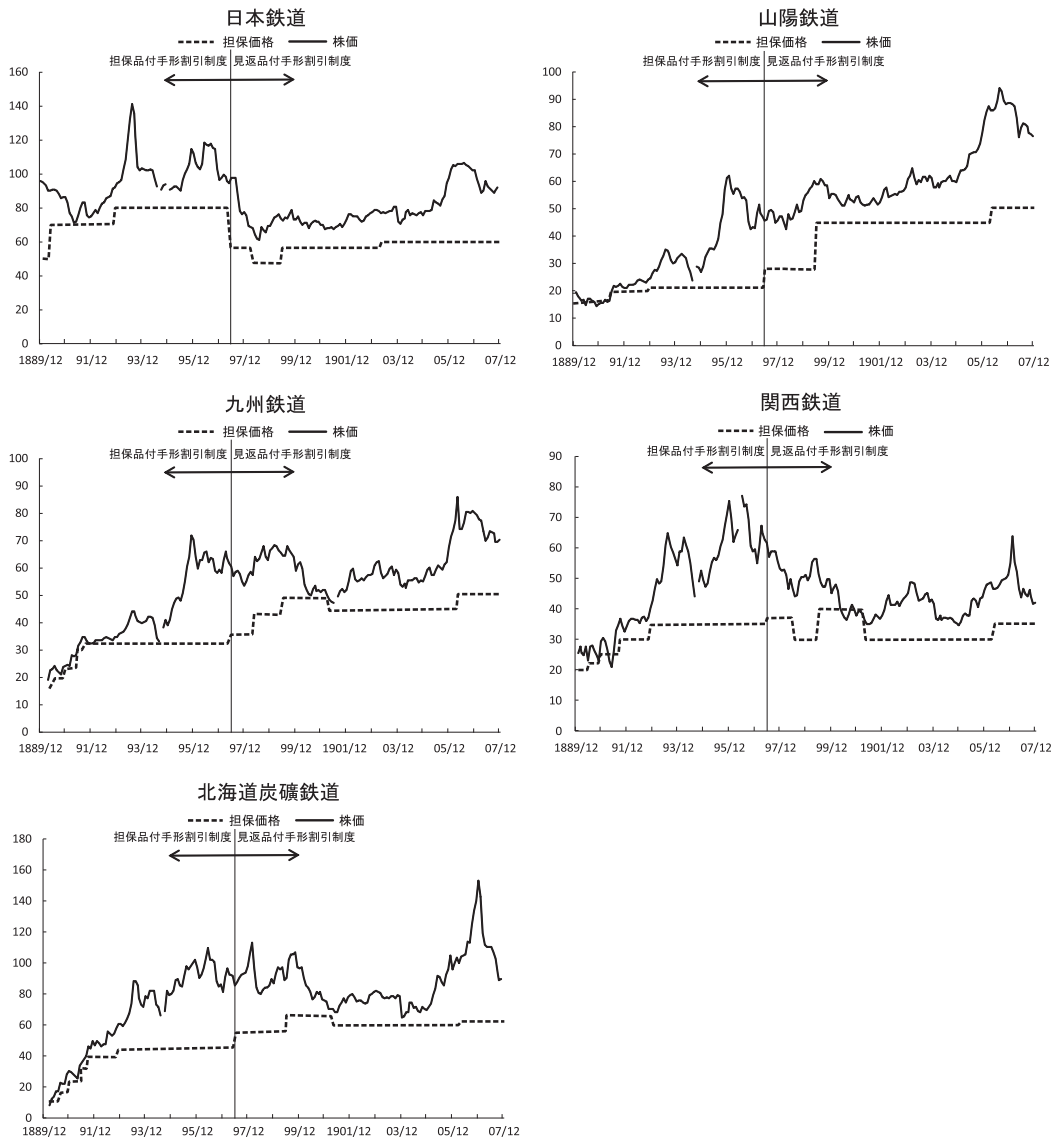
業、特に五大鉄道と言われる日本鉄道、山陽鉄道、九州鉄道、関西鉄道、北海道炭礦鉄道の株価と担保価格の関係は、果たしてどのようになっていたのでしょうか。図4では、株式担保付手形割引制度が始まった1890年5月から、日露戦争終結後の1907年12月までの約17年間における株価と担保価格の月次推移を示している<sup>(28)</sup>。担保価格を株価で除した担保比率の当該期間平均値は69%~76%であり、概ね担保価格は、株価を下回っ

ている(表3参照)。一方、月次で見た場合の担保比率の最高値は、山陽鉄道112%(1890年11月)、九州鉄道100%(1891年2月)、関西鉄道118%(1891年5月)、北海道炭礦鉄道103%(1890年8月)という具合に、担保品付手形割引制度が始まった当初、日本銀行は100%を超える担保価値を株式に認めていたのである。担保品付手形割引が始まった1890年から1891年にかけては、株価と担保価格が近接するケースが頻発して

(28) 株価データは、1890年5月から1891年11月までは『東京株式取引所月表(定期取引)』の月中平均値、1891年12月から1892年12月までは『日本商業雑誌』の月中平均値(4日、9日、14日、19日、24日、29日の平均値、尚、北海道炭礦鉄道のみは、『東京朝日新聞朝刊』月末値)、1893年1月以降は『金融事項参考書』に記載される現場取引(直取引)の月中平均値である。



日本銀行と株式市場についての一考察



(出所) 株価データについて、1890年5月以降1891年11月までは『東京株式取引所月表』、1892年12月までは『東京朝日新聞朝刊』『日本商業雑誌』、1893年1月以降は『金融事項参考書』、担保価格については『日本銀行沿革史』第一輯。

図4 五大鉄道会社の担保品(見返品)付手形割引における株式担保価格と株価(月次)

いたと言えよう(図4参照)<sup>(29)</sup>。

株価の大幅な下落に対しては担保価格の引下げが実施されるのが一般的だが、1890年から1891

年にかけて担保価格は引上げられており、対照的な対応が実施されている。制度発足当時においては、日本銀行が政策的に株価を支える意図をもっ

(29) 尚、1900年前後には、それまで上げられてきた担保価格に対して株価が軟調に推移したため、担保割れの懸念が生じ、1901年に担保価格引下げが散見される。星野(1978)78頁は、「90年恐慌後の時期とならんで、日本銀行貸付、特に株式担保貸付が相対的に大きな役割を果たした時期であったといえよう。この時期、日本銀行は恐慌の救済機関としての姿を明瞭に示しているのである」と記している。

表 3 五大鉄道会社の株価と担保価格（月次平均）

（単位：円）

暦年	日本鉄道			山陽鉄道			九州鉄道			関西鉄道			北海道炭礦鉄道		
	株価 A	担保価格 B	担保比率 B/A	株価 A	担保価格 B	担保比率 B/A	株価 A	担保価格 B	担保比率 B/A	株価 A	担保価格 B	担保比率 B/A	株価 A	担保価格 B	担保比率 B/A
1890	88.92	63.33	79%	16.55	15.42	99%	22.40	19.78	88%	26.22	21.42	85%	18.23	16.00	85%
1891	77.97	70.00	90%	19.17	18.50	97%	30.31	28.50	94%	30.19	26.67	90%	35.63	31.00	87%
1892	82.91	71.67	87%	23.02	20.17	88%	33.86	32.00	95%	37.36	30.83	83%	51.78	40.00	78%
1893	112.82	80.00	72%	30.76	21.00	69%	39.96	32.00	80%	55.32	35.00	64%	72.53	45.00	63%
1894	98.35	80.00	82%	29.72	21.00	71%	39.14	32.00	82%	54.48	35.00	65%	76.58	45.00	59%
1895	97.12	80.00	83%	40.64	21.00	54%	54.28	32.00	61%	59.20	35.00	60%	91.26	45.00	50%
1896	111.01	80.00	72%	53.08	21.00	40%	62.14	32.00	52%	66.80	35.00	53%	96.13	45.00	47%
1897	93.11	66.58	72%	47.30	25.08	53%	59.45	34.33	58%	59.50	36.17	61%	90.66	50.83	56%
1898	67.95	49.50	73%	47.75	28.00	59%	62.02	40.67	66%	49.13	33.50	68%	90.34	55.00	62%
1899	72.90	54.73	75%	55.95	41.14	74%	60.56	47.64	80%	46.40	37.73	83%	91.71	63.50	70%
1900	71.56	57.00	80%	53.38	45.00	84%	54.07	49.00	91%	40.89	40.00	99%	84.10	66.00	79%
1901	68.86	57.00	83%	52.45	45.00	86%	50.32	46.00	92%	37.07	32.50	87%	72.89	61.50	85%
1902	74.53	57.00	77%	55.84	45.00	81%	56.76	45.00	79%	42.40	30.00	71%	77.26	60.00	78%
1903	78.16	59.25	76%	61.21	45.00	74%	59.10	45.00	76%	44.79	30.00	67%	78.80	60.00	76%
1904	75.28	60.00	80%	59.67	45.00	75%	54.78	45.00	82%	36.53	30.00	82%	69.80	60.00	86%
1905	82.25	60.00	73%	68.74	45.00	66%	60.15	45.00	75%	40.90	30.00	74%	85.55	60.00	71%
1906	103.96	60.00	58%	87.98	48.75	55%	77.90	48.75	63%	49.06	33.75	69%	111.56	62.25	56%
1907	92.60	60.00	65%	81.40	50.00	62%	73.12	50.00	69%	47.61	35.00	75%	111.60	63.00	58%
平均値	86.03	—	76%	49.95	—	70%	53.75	—	76%	46.25	—	73%	79.64	—	69%
最高値	141.07 1893/08	—	98% 1891/05	94.15 1906/08	—	112% 1890/11	85.96 1906/04	—	100% 1891/02	77.08 1896/06	—	118% 1891/05	153.31 1907/01	—	103% 1890/08
最低値	61.10 1898/08	—	56% 1906/08	14.27 1890/11	—	34% 1896/01	20.91 1890/10	—	45% 1895/11	21.21 1891/05	—	45% 1896/06	12.34 1890/05	—	41% 1896/06

（出所） 1890年5月から1891年11月までは『東京株式取引所月表（定期取引）』の月中平均値，1891年12月から1892年12月までは『日本商業雑誌』の月中平均値（4日，9日，14日，19日，24日，29日の平均値，尚，北海道炭礦鉄道のみは、『東京朝日新聞朝刊』月末値），1893年1月以降は『金融事項参考書』に記載される現場取引（直取引）の月中平均値である。

（注） 平均値・最高値・最低値は，1890年5月から1907年12月まで。最高値・最低値における下段は，西暦該当年月。

て担保価格を設定した可能性も伺える。しかし，株価推移に応じて，担保価格の設定がどのように変化したのかについては，追加払込の影響についても考慮する必要があるため，月次データだけでは判別し難い。そこで，次節では1890年および1891年について，日本銀行が決定した五大鉄道株の担保価格と株価の関係を，各銘柄の追加払込日と照合しつつ確認する。

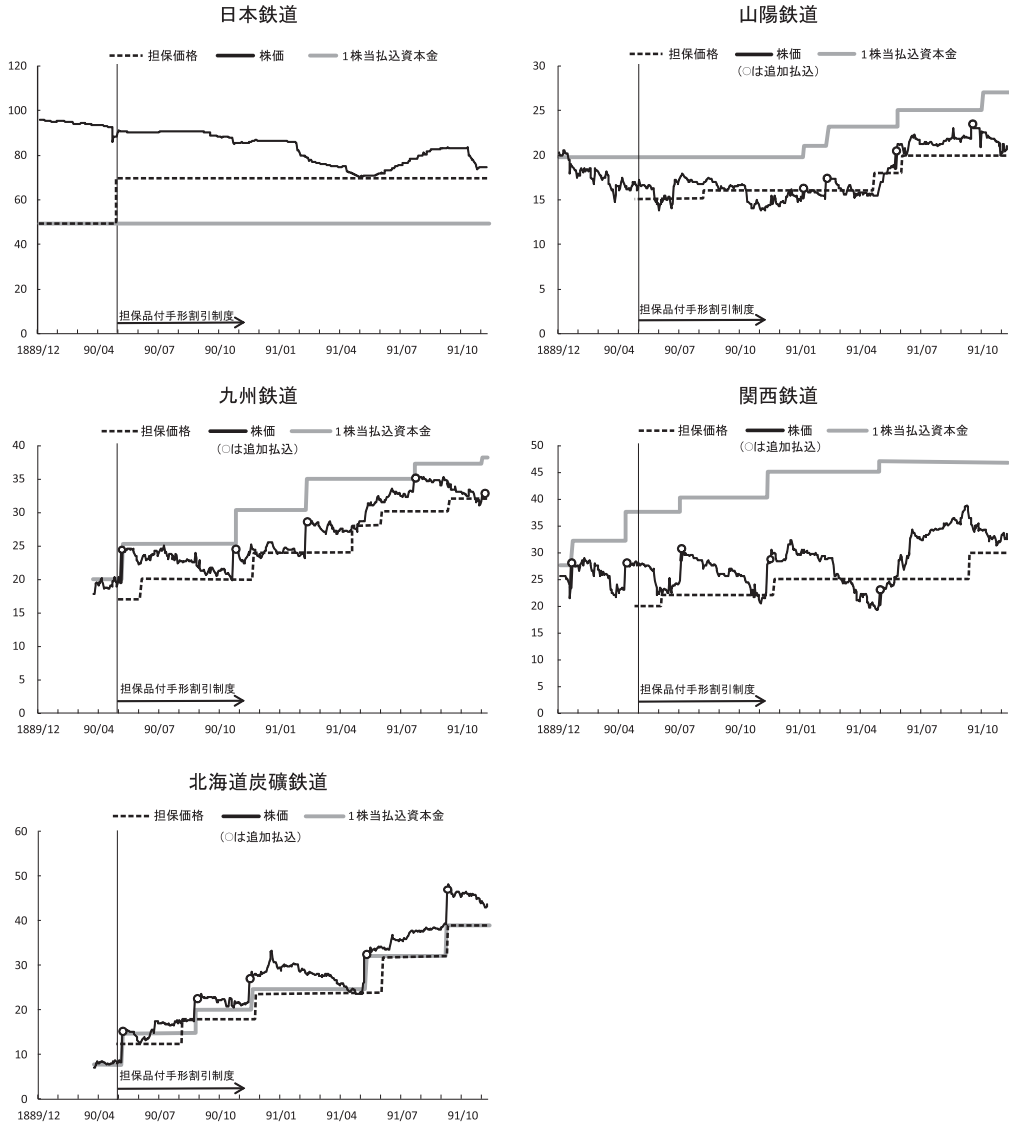
### 3. 鉄道株の担保価格と株価

#### 3.1. 追加払込と担保価格

『東京株式取引所月表』における「諸株券相場及出来高表」からは，担保対象銘柄の日次データが取得可能であり<sup>(30)</sup>，担保品価格については，『日本銀行沿革史』第1輯第2巻に記載の時系列

(30) 雄松堂書店『証券経済資料』マイクロフィルム第一巻（国立国会図書館所蔵）。日次データは，1886年から1891年11月まで記載されており，同年12月からは月次データとなっている。

日本銀行と株式市場についての一考察



(出所) 株価データについては『東京株式取引所月表』、担保価格については『日本銀行沿革史』第一輯。

図5 五大鉄道会社の担保品付手形割引における株式担保価格と株価（日次）

データにより担保価格の変更日が特定できるため、日次株価データと照合可能である。確認できる企業は、同期間の対象14企業（17銘柄）のうち『月表』記載の11企業（14銘柄）である<sup>(31)</sup>。株価が確認できない3企業（3銘柄）の払込資本金

は対象銘柄全体の4%程度に過ぎないため、対象企業の大部分を検証することは可能であるが、本稿では五大鉄道会社を対象とする。戦前期の個別銘柄の株価の推移を確認する際には、その特徴である株式分割払込制度の影響を考慮しなければな

(31) 同期間の東京株式取引所『月表』には、3企業（阪堺鉄道、大阪鉄道、讃岐鉄道）が表記されていない一方で、鉄道会社としては筑豊鉄道が表記されている。

らない。分割払込により払込資本金が変化し、一株当たりの支払配当額の変化を通して株価にも影響を与えるからであり、追加払込日を特定して株価の影響を判断する必要がある<sup>(32)</sup>。そこで、まず担保価格決定に大きな影響を及ぼした追加払込と担保価格の関係について確認しよう<sup>(33)</sup>。

担保品付手形割引が実施された1890年5月8日から1891年11月末までの期間に、担保価格が改正されたのは、1890年6月13日（九州鉄道株・関西鉄道株）、同8月14日（山陽鉄道株・北海道炭礦鉄道株）、同12月4日（九州鉄道株・関西鉄道株・北海道炭礦鉄道株）、1891年5月11日（山陽鉄道株・九州鉄道株）、同6月20日（山陽鉄道株・九州鉄道株・北海道炭礦鉄道株）、同9月29日（九州鉄道株・関西鉄道株・北海道炭礦鉄道株）の6回であった。日本鉄道株の担保価格については、制度発足時点で70.00円と定められて以降、1891年11月まで変更されていないため、山陽鉄道株3回（引上幅5.00円）、九州鉄道株5回（引上幅15.00円）、関西鉄道株3回（引上幅10.00円）、北海道炭礦鉄道株4回（引上幅27.00円）の担保価格引上げとは好対照になっている。この背景としては、当該期間中に満額払込株である日本鉄道株については、追加払込が行われなかったのに対して、山陽鉄道株4回（追加払込合計額7.00円）、九州鉄道株5回（追加払込合計額18.00円）、関西鉄道株3回（追加払込合計額9.50円）、北海道炭礦鉄道株5回（追加払込合計額31.00円）の未払込資本金の追加払込にに応じていることが考えられる（表4参照）。概ね、当該期間における担保価格の引上幅と追加払込資本金合計額の多寡が銘柄毎に対応していると言ってよいだろう。

次に払込資本金と担保価格の水準の関係について

では、日本鉄道株と3鉄道株（山陽鉄道株・九州鉄道株・関西鉄道株）、そして北海道炭礦鉄道株の3類型に区分して整理できる。まず、当該期間通期で日本鉄道株は、担保価格（70.00円）が払込資本金（50.00円）を上回る水準で設定されていたが、株価が持続的に払込資本金を上回り、かつ担保価格も下回ることがなかった。一方、3鉄道株の担保価格は、払込資本金を通期で下回っており、一部を除き株価も払込資本金を上回らなかった。株式市場では、日本鉄道株が払込資本金を上回る水準で評価されていたものの、3鉄道株は払込資本金を下回る水準で評価されていたのである。また、北海道炭礦鉄道の株価は、他の3鉄道株とは異なり、未払込資本金があるものの日本鉄道と同様に払込資本金を上回っている日が大部分を占めている（日数ベースで90%超）。そのため、担保価格と払込資本金の格差が小さいという点で他の3鉄道株とは異なる。日本銀行の本支店別担保株式残高の内訳からは、北海道炭礦鉄道株が、本店で圧倒的なシェアを占めており他の3鉄道会社の株式とは異なっていたが<sup>(34)</sup>、この差異については投資成果の格差と結び付けて後述する。追加払込に伴う（一株当たり）払込資本金と株価・担保価格との関係は、鉄道会社により異なっていたわけだが、株価と担保価格の関係については、どうだったのだろうか。

### 3.2. 担保品付手形割引制度発足時の担保価格

日本鉄道を除く4鉄道会社の担保価格は、当該期間にそれぞれ3~5回、計15回変更されている。この担保価格の変更の背景を株価と結び付けて考えてみよう。

第一に、15回のうち8回は、追加払込に伴う

(32) 株式追加払込による株式リターンの修正手法については、平山（2017）、43-45頁参照。尚、この日次データが受渡を前提とする現場取引（直取引）ではない定期取引の場合には、企業による追加払込発表日と払込実施日にラグがあると、追加払込の影響が株価に織り込まれる時点が、現場取引よりも前倒しされると考えられる。

(33) 1900年の安田銀行の株式担保金融における担保価格、払込資本金、株価の関係については、片岡（2006）127頁に、「払込金額と担保価格はほとんど関係がない。担保価格は時価を基準に決定されていた」と記されている。本稿では、一定時点での関係ではなく、担保品付手形割引の時系列での関係変化に着目して整理している。

(34) 武藤（1981）、213頁の表12参照。

日本銀行と株式市場についての一考察

表4 五大鉄道会社の株価・担保価格・払込資本金（1890年5月8日～1891年11月28日）

（単位：円）

暦年	日本鉄道			山陽鉄道			九州鉄道			関西鉄道			北海道炭礦鉄道		
	株価	担保価格	払込資本金	株価	担保価格	払込資本金	株価	担保価格	払込資本金	株価	担保価格	払込資本金	株価	担保価格	払込資本金
1890/05/08	90.00	70.00	50.00	16.20	15.00	20.00	19.40	17.00	20.00	27.80	20.00	37.50	8.20	12.00	8.00
1890/05/14	90.50	〃	〃	16.70	〃	〃	24.40	〃	25.00	28.00	〃	〃	15.40	〃	15.00
1890/06/13	90.00	〃	〃	14.80	〃	〃	23.00	(a)20.00	〃	22.00	(c)22.00	〃	13.50	〃	〃
1890/07/11	90.50	〃	〃	17.70	〃	〃	24.50	〃	〃	28.50	〃	40.00	17.10	〃	〃
1890/08/14	90.50	〃	〃	16.80	(b)16.00	〃	22.55	〃	〃	27.00	〃	〃	17.50	(a)18.00	〃
1890/09/01	90.70	〃	〃	17.00	〃	〃	22.55	〃	〃	27.80	〃	〃	22.70	〃	20.00
1890/11/01	85.30	〃	〃	14.00	〃	〃	24.40	〃	30.00	21.70	〃	〃	20.50	〃	〃
1890/11/22	85.60	〃	〃	14.20	〃	〃	23.25	〃	〃	27.80	〃	45.00	21.70	〃	〃
1890/11/25	85.60	〃	〃	14.40	〃	〃	24.10	〃	〃	28.50	〃	〃	27.00	〃	25.00
1890/12/04	86.50	〃	〃	15.00	〃	〃	24.40	(a)24.00	〃	30.00	(a)25.00	〃	27.80	(a)24.00	〃
1891/01/23	86.40	〃	〃	16.30	〃	21.00	24.50	〃	〃	30.50	〃	〃	30.30	〃	〃
1891/03/02	79.50	〃	〃	17.55	〃	23.00	28.50	〃	35.00	28.80	〃	〃	28.00	〃	〃
1891/05/11	71.80	〃	〃	15.50	(c)18.00	〃	27.80	(c)28.00	〃	20.00	〃	〃	24.50	〃	〃
1891/05/21	70.50	〃	〃	17.00	〃	〃	28.60	〃	〃	23.00	〃	47.00	23.70	〃	〃
1891/05/27	71.00	〃	〃	18.00	〃	〃	28.60	〃	〃	23.00	〃	〃	32.60	〃	32.00
1891/06/13	71.30	〃	〃	20.50	〃	25.00	31.50	〃	〃	25.50	〃	〃	33.70	〃	〃
1891/06/20	72.20	〃	〃	21.20	(a)20.00	〃	31.70	(b)30.00	〃	29.20	〃	〃	34.10	(a)32.00	〃
1891/08/07	78.50	〃	〃	21.10	〃	〃	35.00	〃	37.00	34.20	〃	〃	37.60	〃	〃
1891/09/25	83.20	〃	〃	22.00	〃	〃	34.80	〃	〃	38.80	〃	〃	46.80	〃	39.00
1891/09/29	83.20	〃	〃	22.00	〃	〃	33.80	(b)32.00	〃	36.50	(b)30.00	〃	47.70	(a)39.00	〃
1891/10/19	83.10	〃	〃	22.70	〃	27.00	33.10	〃	〃	34.20	〃	〃	45.60	〃	〃
1891/11/20	74.50	〃	〃	20.30	〃	〃	33.00	〃	38.00	33.20	〃	〃	44.00	〃	〃

（出所）株価は『東京株式取引所月表（定期取引）』、担保価格は日本銀行（1913）『日本銀行沿革史』第1輯第2巻。

（注）払込資本金変更日は、定期取引の追加払込後取引の開始日。担保価格欄の(a)(b)(c)は、(a)追加払込に伴う株価上昇による担保価格引上げ、(b)前回の担保価格引上げ以降の株価上昇による担保価格引上げ、(c)前回の担保価格引上げ（設定）以降に株価が下落しているにもかかわらず担保価格が引上げられている事例を示す（九州鉄道の1891年5月11日のケースは追加払込修正株価ベース）。

株価上昇による担保価格の引上げであった。追加払込徴収に対応して追加払込が実施されると、株主にとっては、それに応じて配当金が増加する等の理由で、株価も連動して上方修正される。この株価の上昇を背景に、日本銀行は、担保価格を引上げたのである（表4担保価格欄の(a)の事例）。具体的には、山陽鉄道1回（1891年6月20日）、九州鉄道2回（1890年6月13日、同年12月4日）、関西鉄道1回（1890年12月4日）、北海道炭礦鉄道4回（1890年8月14日、同年12月4

日、1891年6月20日、同年9月29日）が該当する。注意すべきは、この追加払込に伴う名目上の株価上昇は、株主にとってみれば、自ら払込んだ追加払込金が株価に反映されているだけのことであり、投資成果が高まったわけではないという点である。興味深いことに、北海道炭礦鉄道株の担保価格変更は、すべて追加払込時期と連動しており、追加払込による同社の資金調達と日本銀行本店による手形割引が密接な関係にあったことが裏付けられる。

第二に、前回の担保価格引上げ（設定）から一定程度の期間が経過した後に、追加払込以外を理由として上昇した株価に応じて、担保価格が引上げられている事例が4件確認できる（表4担保価格欄の(b)の事例）。具体的には、山陽鉄道1回（1890年8月14日）、九州鉄道2回（1891年6月20日、同年9月29日）、関西鉄道1回（1891年9月29日）が該当する。

第三に、前回の担保価格引上げ（設定）以降に株価が下落しているにもかかわらず担保価格が引上げられている事例が3件確認できる（表4担保価格欄の(c)の事例）。具体的には、山陽鉄道1回（1891年5月11日）、九州鉄道1回（1891年5月11日）、関西鉄道1回（1890年6月13日）が該当する。1890年6月13日の担保品価格の引上げは、「利子の引き下げとともに<sup>(35)</sup>」実施され、1891年5月11日の同引上げについても「利子改正と共に<sup>(36)</sup>」実施されたとされるように、金融緩和も担保品価格上昇の要因となっていたことがうかがわれる。株価が低迷している中で、日本銀行による割引手形金利引下げと同時期に担保価格の引上げが実施されたのである。九州鉄道および関西鉄道の担保価格引上げは、株価水準が担保価格を上回っていたために実施された事例として理解しやすいが、山陽鉄道のケースは、特殊な事例であると言えよう。1891年5月11日の山陽鉄道の担保価格2.00円引上げは、株価が担保価格を下回っているにもかかわらず、実施されているからである。その背景については、読売新聞が「中上川山陽鉄道社長の上京 日本銀行の担保品価格引き上げと鉄道株買い上げ請願」と題し報道している。その記載によれば、「現今日本銀行の担保品価格は以前従来の儘にて其後払込みたる金額に対して価格と引上げざるにより今度之を引上ぐる

よう又皇室財産として山陽鉄道株を御買上になるよう要請する<sup>(37)</sup>」とあるように、追加払込が実施されたにもかかわらず、低迷が続いていた山陽鉄道株価に対して、同社社長が日本銀行に対して担保価格の引上げを要請したのである。この要請直後に担保価格は引上げられているため、山陽鉄道株の担保価格変更之际、日本銀行が一定の配慮を加えたことは否定できないだろう。

さらに1891年5月11日の山陽鉄道・九州鉄道の担保品価格は、「全国の私設鉄道中にて最も確実なるものにして政府の保護はいうに及ばず山陽は三原までにして一先工事を中止し九州も此程工事に制限を設け何れも年6朱位の利益を得るは十分に保証し得べきのみならず」とされ、利益見通しも担保価格引上げの理由になったとの報道もある。以上のように日本銀行による担保価格は、一定のルールに基づき決定されるものではなく、日本銀行に裁量の余地（定性判断による決定）が残されていたと言えよう。日本銀行による担保価格決定は、手形割引の需給を通して株価にも影響したと想定されることから、次項では当該期間の鉄道株の投資成果（パフォーマンス）を算出し、企業ごとの共通点および相違点を明らかにしたい。

### 3.3. 担保品付手形割引制度発足時の投資成果

各鉄道株の株主の投資成果を適正に比較するためには、追加払込の影響を修正する必要がある。日本鉄道株のみ、一株当たり払込資本金が額面（50円）のまま変化しない満額払込済株であるため（表4参照）、未払込資本金が追加払込されていく他の4鉄道株とは異なり、株価の修正を必要としない。表5では、平山（2017）における修正手法（ダウ式）により各鉄道会社の株価を追加払込修正した指数（担保品付手形割引制度が始まっ

(35) 「朝日新聞」東京朝刊，1890年6月17日。日本銀行（1913）によれば、日本銀行本店の担保品付手形割引利子は、1890年6月14日に日歩1.90銭から1.70銭に引下げられ、同行大阪支店の同利子は、1890年6月16日に日歩2.20銭から1.90銭に引下げられている。

(36) 「朝日新聞」東京朝刊，1891年5月7日。日本銀行（1913）によれば、日本銀行本店の担保品付手形割引利子は、1891年5月6日に日歩2.10銭から1.90銭に引下げられ、同行大阪支店の同利子は、1891年5月7日に日歩2.00銭から1.90銭に引下げられている。

(37) 「読売新聞」朝刊，1891年4月21日。

日本銀行と株式市場についての一考察

表5 五大鉄道会社の修正株価・収益率・リスク（1890年5月8日～1891年11月28日）

（単位：円）

暦年	日本鉄道			山陽鉄道			九州鉄道			関西鉄道			北海道炭礦鉄道		
	修正 株価	収益率	リスク	修正 株価	収益率	リスク	修正 株価	収益率	リスク	修正 株価	収益率	リスク	修正 株価	収益率	リスク
1890/05/08	100.00			100.00			100.00			100.00			100.00		
1890/05/30	100.00	0.00%	5.48%	100.62	0.62%	29.88%	100.72	0.72%	24.05%	97.12	-2.88%	14.71%	100.56	0.56%	33.82%
1890/06/28	100.00	0.00%	0.00%	89.51	-11.04%	51.85%	97.23	-3.46%	27.50%	85.61	-11.85%	75.12%	103.20	2.63%	47.18%
1890/07/30	100.56	0.56%	1.61%	104.94	17.24%	49.89%	96.00	-1.27%	27.19%	94.73	10.65%	35.53%	109.82	6.41%	52.17%
1890/08/29	100.56	0.00%	0.00%	104.94	0.00%	10.39%	92.10	-4.06%	25.84%	90.81	-4.14%	20.53%	116.10	5.72%	32.05%
1890/09/29	98.89	-1.66%	4.42%	101.85	-2.94%	20.98%	89.03	-3.34%	48.13%	86.56	-4.68%	29.46%	116.88	0.67%	22.20%
1890/10/30	97.78	-1.12%	3.62%	86.42	-15.15%	29.42%	81.23	-8.76%	20.04%	75.13	-13.21%	29.52%	107.09	-8.37%	42.51%
1890/11/27	95.56	-2.27%	11.95%	88.89	2.86%	28.57%	78.94	-2.82%	22.85%	76.70	2.09%	63.93%	113.92	6.37%	31.19%
1890/12/27	96.11	0.58%	2.41%	97.53	9.72%	42.67%	83.53	5.81%	28.71%	84.19	9.76%	33.36%	131.93	15.81%	30.28%
1891/01/29	96.11	0.00%	0.86%	92.67	-4.99%	32.29%	80.58	-3.53%	14.94%	80.18	-4.76%	24.49%	124.81	-5.40%	36.22%
1891/02/27	88.33	-8.09%	15.58%	87.46	-5.62%	10.59%	76.97	-4.47%	14.48%	76.70	-4.33%	17.57%	118.53	-5.03%	22.33%
1891/03/31	84.44	-4.40%	8.64%	79.78	-8.77%	18.56%	72.92	-5.26%	10.05%	64.68	-15.68%	31.73%	117.27	-1.06%	13.99%
1891/04/30	83.22	-1.45%	2.93%	80.81	1.28%	30.12%	73.73	1.11%	23.08%	59.33	-8.26%	41.72%	105.54	-10.00%	17.78%
1891/05/30	78.67	-5.47%	12.10%	92.06	13.92%	27.74%	82.38	11.72%	24.97%	58.85	-0.81%	40.19%	107.17	1.54%	42.19%
1891/06/30	81.11	3.11%	5.78%	95.54	3.78%	30.00%	86.97	5.57%	16.62%	70.52	19.83%	47.42%	110.81	3.40%	19.59%
1891/07/31	86.11	6.16%	6.22%	99.23	3.86%	19.29%	89.67	3.11%	14.75%	82.20	16.55%	41.85%	124.37	12.24%	21.42%
1891/08/29	90.56	5.16%	9.91%	101.08	1.86%	12.08%	88.87	-0.89%	5.54%	86.33	5.03%	11.75%	126.36	1.60%	7.77%
1891/09/29	92.44	2.09%	5.13%	101.54	0.46%	27.24%	86.07	-3.15%	14.22%	88.76	2.82%	23.92%	133.87	5.95%	13.73%
1891/10/30	88.89	-3.85%	14.85%	92.67	-8.73%	44.85%	84.80	-1.48%	16.89%	77.82	-12.33%	27.53%	127.98	-4.40%	13.40%
1891/11/28	82.78	-6.88%	11.01%	88.46	-4.55%	37.47%	81.47	-3.93%	20.86%	81.47	4.69%	30.15%	122.37	-4.39%	13.74%
全期間	—	-11.42%	8.25%	—	-7.56%	31.43%	—	-12.32%	22.53%	—	-12.32%	37.12%	—	13.82%	29.62%
1891年4月末まで	—	-17.12%	6.69%	—	-19.58%	32.51%	—	-26.77%	25.24%	—	-41.36%	38.70%	—	5.67%	33.62%
1891年5月初以降	—	-0.92%	10.27%	—	16.85%	29.65%	—	18.73%	17.22%	—	72.61%	34.19%	—	29.00%	21.75%

（出所） 株価は『東京株式取引所月表（定期取引）』。

（注） 修正株価は、平山（2017）における追加払込修正後の株価。収益率は月次（1890年5月30日のみ5月8日以降）、全期間、1891年4月末まで、1891年5月初以降については年率換算値。リスクは、日次収益率の標準偏差（年率換算値）である。

た1890年5月8日を100.00として1891年11月28日まで算出）である。この修正をしなければ、追加払込時に生じる非連続的な株価上昇の影響から、収益率およびリスク（変動率）が過大に算出されてしまうため、追加払込がなかった日本鉄道株と他の4鉄道株の投資成果が実態から乖離し、その格差が過大に算出されてしまう恐れがある。戦前期の株価の分析においては、株価のみに注目せず、適正な投資成果を修正して算出する必要がある点に注意すべきである。

この修正を実施した上で、各銘柄の指数を比較すると、当該全期間の年率換算値での投資リスク（日次収益率の標準偏差）は、日本鉄道株8.25%であるのに対して、他の鉄道株のリスク水準は22.53%～37.12%であり、日本鉄道の株価が追加払込による資金調達を実施されていた4鉄道株よりも、格段に安定推移していたことを示している。表1や表2からも、日本鉄道株を対象とした担保差入額は、対払込資本金と比較すれば少額であり、リスクの高い後発の4鉄道株とは一線を画してい

たわけである。1881年11月に設立が許可され、十分な時間が経過して敷設が進んだ日本鉄道と、1888年から1889年にかけて設立が許可されて敷設途上の4鉄道会社とは、ビジネスリスクが大きい異なっていたことも、株価変動の相違に基づく投資リスクの格差を生じさせたと考えられる。もっとも、この後発リスクを緩和するために、政策的に担保品付手形割引の対象として、日本鉄道を大きく上回る担保差出比率（対払込資本金）になったと考えることも可能である。また、日本鉄道を除くと、日本銀行による担保品付手形割引の担保対象となった鉄道会社であっても、株主は20%を超える高い投資リスクを負っており、「戦前期企業の株式資金の出所は、経路をたどれば銀行であるかもしれないが、リスクを負担したのは株主であった<sup>(38)</sup>」ことが改めて確認されよう。

一方、投資リターン（収益率）については、北海道炭礦鉄道株のみが+13.82%となっており、日本鉄道株-11.42%、山陽鉄道株-7.56%、九州鉄道株-12.32%、関西鉄道株-12.32%と大きな格差が生じている。日本鉄道株・北海道炭礦鉄道株を除く3鉄道株を、単純株価で比較するならば、追加払込の影響で山陽鉄道が16.20円（1890年5月8日）→21.00円（1891年11月28日）、九州鉄道が19.40円（同）→33.00円（同）、そして関西鉄道が27.80円（同）→33.50円（同）という具合に大幅な上昇になっているものの、既存株主が支払わなければならない追加払込金の負担を勘案すれば、大幅なマイナスになっていたわけである。この負担を修正した場合の投資リターンは、これら3鉄道株と追加払込が無かった日本鉄道株とほぼ同水準になっている点は興味深い。日本銀行による担保価格の引上げは、鉄道敷設の進展に応じて必要となる追加払込資本金の調達にポジティブな影響を与えたと想定されるものの、その投資リターンは、日本鉄道株と大きな格差が生じること

はなく、マイナスの収益率に甘んぜざるを得なかったのである。

ところで、1890年恐慌の影響を受け、運賃収入の見通しの不確実性が高まった中で、鉄道株の投資リターンが悪化した点は納得しやすいが、北海道炭礦鉄道株のみ高い収益率であった点には疑問が残る。そこで、総じて株価が軟調に推移した1891年4月末までと、株価が堅調に転じた1891年5月以降（同年11月28日まで）に区分して投資リターンの推移を確認してみよう。1891年5月は、「各鉄道株ハ私設鉄道買収風説ノ為大ニ景気ヲ添へ<sup>(39)</sup>」と日本銀行「統計年報」に記載されるように、私設鉄道株に対する買収期待から株価上昇に転じた時期である。1890年5月8日から1891年4月末までと、その後同年11月28日までとの前期・後期に区分して、投資リターン（年率換算）と投資リスク（年率換算）を算出すると（表5参照）、投資リターンが顕著に改善した後期には、日本鉄道を除く4鉄道会社のリスク水準が急速に改善（低下）しているのが確認できる。1890年恐慌が、いかに前期の株価変動に大きな影響を与えていたかという点が理解できるが、北海道炭礦鉄道の前期収益率が+5.67%になっている点は注目すべきであろう。他の鉄道株は、関西鉄道株の-41.36%などを筆頭に顕著に悪化しているものの、プラスの収益率であった点は異常と表現することが許されよう。「貨物運賃収入に対する依存度が高い産業鉄道、たとえば筑豊興業・北海道炭礦のように石炭輸送を基盤とする鉄道の場合には、恐慌・不況の影響による石炭市況の悪化から、収益の減少はいちじるしく、これに対して、旅客運賃収入に対する依存度が高い都市近郊鉄道の場合は、恐慌・不況の影響による収益の減少はほとんどみられないか、あるいは僅か<sup>(40)</sup>」であることから、北海道炭礦鉄道株の株価形成には疑問の余地があると言えよう。そこで改めて

(38) 片岡（2006）、128頁参照。

(39) 「日本銀行統計年報」明治24年における「商業・通覧・大阪」項の5月部分に記載。日本銀行調査局（1957）『日本金融史資料 明治大正編』第19巻、85頁。

(40) 野田（1980）、85頁参照。



表4の北海道炭礦鉄道の担保価格を確認すると、1890年5月8日の制度開始時点の担保価格は、払込資本金8.00円（株価8.20円）の1.5倍に相当する12.00円とされており、同年5月14日の払込資本金15.00円への引上げまでの期間については、担保価格 > 払込資本金となっている<sup>(41)</sup>。また、1890年8月14日には払込資本金15.00円（株価17.50円）を上回る担保価格18.00円に引上げられており、同年9月1日の払込資本金20.00円への引上げまでの期間については、同様に担保価格 > 払込資本金となっている。他の3鉄道株においては常に担保価格 < 払込資本金となっているため、1890年半ばまで日本銀行の担保価格の設定・変更は、設立間もない北海道炭礦鉄道株に関して意図的な対応があった可能性は否定できない。

その背景としては、北海道炭礦鉄道が5大鉄道会社の中では設立許可時期が最後発の1889年11月であり、1890年は鉄道敷設時期ということもあって最も資金収支が悪化していたことや<sup>(42)</sup>、発行株数に対する公募株数が75%と非常に高かったため<sup>(43)</sup>（発起人以外の一般株主が多く）、社会的な影響が大きかったことなどが考えられよう。前節において北海道炭礦鉄道の払込資本金対比での担保差出比率が、5大鉄道の中でも高かったことも合点がいく。

これらのことから、前項における山陽鉄道・九州鉄道・関西鉄道に関する「前回の担保価格引上

げ（設定）以降に株価が下落しているにもかかわらず担保価格が引上げられている事例」や、本項の北海道炭礦鉄道に関する「（設立から間もないにもかかわらず）担保価格が払込資本金を上回って設定・変更される事例」が確認され、日本銀行は、担保価格を通して個別企業の株価形成に一定程度影響を与えていた可能性が認められよう。また、投資リターンから言えば、北海道炭礦鉄道の事例では、株価形成を歪めたと表現できる株価介入であったことは否定できないだろう。

#### 4. 日本銀行と株価介入<sup>(44)</sup>

以上のように、日本銀行は、担保価格の設定を通して株式市場の価格決定に一定程度の介入をすることで、産業発展のための恐慌対策を講じたことは否定できない。日本銀行は、商業金融の中核たるべしという理想からは逸脱してでも、経済社会環境に応じた「止むを得ず一時便宜の手段として<sup>(45)</sup>」の措置を取らざるを得ないという立場を、設立間もないころから受け入れていたことを意味している。現代の日本銀行による指数連動型市場投資信託（ETF）買入政策も、この立場の延長線上にあるとすれば、デフレ環境が深刻化する中で一つの便法として辻褃が合う。商業金融を基盤としつつも、時として産業金融に侵食するという日本銀行のダブル・スタンダードは、設立当時から見出し得るものであったと言えよう。この一

(41) 払込資本金の変更日は、定期取引における払込変更対応日であり、追加払込の企業からの開示日はそれ以前であることには注意が必要である。一方、表4の(c)を除くと、株価を上回る水準で担保価格が制度発足時に設定された事例はない。

(42) 野田（1980）、84頁では、「鉄道は予定線路の工事が完成し開通を見てはじめてその営業効果を発揮できる」ため、「多数の鉄道会社は、建設工事の続行による収益向上の必要と株価の下落による建設資本の不足というジレンマに陥る」としている。

(43) 野田（1980）、76頁に記される「主要会社の株式募集状況」では、公募比率は、山陽鉄道で32.7%、その他企業でも50.0%程度であった。

(44) 本章は、平山（2020, 2021）の趣旨を基に、日本銀行による株式市場への関与の経緯を確認し、現代の課題に対する含意を示すものとした。

(45) 吉野（1952）、39頁参照。「恐慌の主因が維新以来育成せられた紡績鉄道を中心とする近代産業の跛行的発展に存することはいう迄もないが、これを金融的に促進したものは国立銀行の株式担保の貸出であり、日本銀行としては前々より警告を発し来った関係上今更これを救済すべき筋合いではないが、さりとてこれを放任することは専門の産業金融機関も設置せられていない当時としてはあまりに経済界の実情を無視する」ことなるため、株式を担保品とする手形割引の措置を講じたとしている。

時便宜の手法は、名称を変えながら戦時期まで約半世紀の期間にわたり続くことになった事実は、急増したバランスシートを抱える現代の日本銀行の課題（今後のバランスシート圧縮期間の長期化問題）として捉えていく必要があるだろう。

このような問題意識に立つときに、日本銀行が株式市場に直接・間接的に関与した事例・経緯を確認しておくことは意義があると言えよう。本節では、1940年代および1960年代に株式市場が不安定化するたびに、日本銀行が政府や株価維持機関等と協力して株式買オペレーションをしてきた事例の共通点と相違点を整理したい。日本銀行が株式市場と関わりを持つことで、その後の企業資金調達経路に大きな影響を与えた事例を歴史的に整理することは、現在実施されている指数連動型上場投資信託の買入政策に対する何らかの含意を得ることに貢献するだろう。以下では、1890年代初頭の日本銀行による担保品付手形割引、1940年代の戦時期に至る大日本証券投資・戦時金融金庫等による株価介入、戦後の1960年代の日本共同証券等による株価介入について整理した上で、現代の日本銀行による指数連動型上場投資信託買入との比較を試みたい。

#### 4.1. 戦時期に至る株価介入（1940年代の事例）

戦前の株価維持機関は、当初、主に民間部門が協力して、株式を買い取る機関を設立することから始まった。1930年10月には、生命保険会社により共同で設立された「生保証券」、そして1935年8月には「第二次生保証券」が設立され、さらに東京株式取引所関係者等は、1937年9月に「大日本証券投資会社」を、1940年9月には「日本証券投資会社」を設立している。国債市場に対する価格管理のように画一的に強化されたのではなく、むしろ市場取引を維持するという観点から、民間主体で対策機関が設立された点は、大きな特

徴と言えよう。これらの株価維持機関は、戦後の日本共同証券と同様に、民間部門の中でも株式市場との関係が強い団体や人々による設立であり、政府が直接、金融市場に関与するという性格のものではなかったものの、「必要な資金を日銀、興銀から借り入れて、主力株を買った<sup>(46)</sup>」とあるように、政府・日本銀行は間接的な役割を果たしたと言ってよいだろう。また、対象となる株式は主力株中心であり、株式市場全銘柄を対象とする広範囲のものではなく、担保品（見返品）付手形割引の担保価格設定と同様に、対象銘柄と非対象銘柄間の格差が生じるため、株価の歪みが一定程度発生するのは避けられなかったと言えよう。

その後1941年3月には、日本証券投資がすでに買入れた保有株式を肩代わりする「日本協同証券」が日本興業銀行による無制限融資方針に則り設立された。この段階では、政府による関与がより強化されたことから、準政府機関として、株価変動を抑制するという存在になっており、民間主導の機関とは全く異なる存在に格上げされたと言ってよいだろう。そして、1941年12月には、日本が真珠湾を攻撃し太平洋戦争が始まるが、早期の戦勝期待を背景に株価は大暴騰したため、日本協同証券は、「株価投機に対して1941年12月中旬に最初の売出動を行い、さらに1942年1月も株価の騰勢が衰えないため、売り出動を続けた<sup>(47)</sup>」のだった。

この時期における政府の関心は、株価を支えるのではなく、むしろ上昇する株価を抑えることに力を割いていた点は重要である。つまり、行き過ぎた株価上昇と、行き過ぎた株価下落という両方向での変動を抑え込むことで、株式の投資リスク抑制を意図していたのである。そもそも、市場変動の縮小を図るならば、片務的に上昇もしくは下落の一方のみの過度な変動を抑え込むべきではないだろう。その点で、戦前期の政府の市場に対

(46) 東京証券業協会証券外史刊行委員会（1971）、26-27頁。

(47) 柴田（2011）、241頁参照。1942年3月期の日本協同証券は、生保証券所有株式の肩代わりによる受渡しを含めると保有株式額は増加した点が示されている。また、1942年7月14日には、政府は、「生保証券に対し生保統制会々員と株価抑制につき協議すべきことを命ぜよ」と生保統制会に指示している。

する姿勢は、この点を十分に理解した上での対応であったと考える。株式市場に対する政府のオペレーションは、買付も売却もあり得たわけで、市場の不安定性を解消する本来のあり方を示すものと言えよう。

その後1942年4月には、日本協同証券を吸収して「戦時金融金庫」が、政府が過半を出資する強力な機関として設立された。戦時金融金庫は、自ら政府機関債を発行して資金調達することが可能であり、潤沢な資金を背景に株価安定を推進する能力はずば抜けて高かった。特に、歴史に大きな爪痕を残した1945年3月10日未明の東京大空襲後に、戦時金融金庫は、大空襲前日価格（3・9価格）での無制限株式買付を実施した。東京市場清算取引で250全銘柄（大阪市場の同取引ではそれに加えた20銘柄程度）、実物取引では920～930全銘柄に対して、一定価格での強力な株価維持が図られたのである<sup>(48)</sup>。さらに1945年の7月2日以降、この無制限買付は、日本証券取引所に引き継がれ、胴元自ら賭場に参加するかの如くの事態に陥ったのである。市場参加者してみれば、市場の管理者が、市場で決定される株価に介入するのであるから、その管理者に逆らう余地はなかったと言えよう。

尚、株式無制限株式買付の結果、株式市場は、活発に値動きが維持された銘柄と、株価は維持されたものの値動きに乏しくなる銘柄に二極化した。流動性の高かった銘柄群や平和株については、経済環境の変化が株価に反映されていた点で市場の価格決定機能が維持されていたものの、株価が半固定化された軍需関連等の銘柄群は、経済環境等

の変化を反映できなくなったのである。全銘柄を対象にしていたとはいえ、強烈的な介入により株式市場の二極化が発生し、株価介入は、「市場の歪み」を生じさせたのである。

ところで、市場介入により保有された凍結株はどのように処分されたのであろうか。戦時金融金庫による1944年7月以降の株式買入代金8.9億円（東京・大阪市場の清算・実物取引合計）、1945年7月以降の日本証券取引所による株式買入代金2.9億円（同）を合計した11.8億円は、株式時価総額185.7億円<sup>(49)</sup>の6.4%にまで膨らんでいた。また、戦後証券民主化の際に放出された際には、財閥解体、閉鎖機関整理措置により膨らんだ証券処理調整協議会（SCLC）の処分株式は、全国株式時価総額の32%という巨額に上ったが<sup>(50)</sup>、1947年7月から1951年6月までの4年間にわたり、個人投資家を中心とした民間部門への売却が実施された。そのため、個人投資家が急増するという結果をもたらしたのである。この巨額な株式（凍結株）は、戦後の証券民主化の際に、(1)証券民主化運動が軌道に乗ってきたこと、(2)インフレ・ヘッジとしての株式投資が見直されたこと、(3)証券金融の拡充を背景にした株式ブームに即していたことを背景に、幸運にも円滑な売却がなされたのであった<sup>(51)</sup>。一方、1949年4月に証券取引所が再開されたものの、ドッジ・デフレの影響で株式市場が下落する中で、証券金融体制が問題となり、1950年2月に戦前の清算取引の代行機関であった旧東株代行（東京証券株式会社）を改組した「日本証券金融会社」が発足する。証券取引に対する信用供与が禁じられていたため、

(48) 東洋経済新報（1945）では、式村義雄大蔵省理財局長に加え、徳田昂平東京取引員統制組合理事長、飯田清三野村證券社長、澁谷信一日證市場部次長による座談会「非常事態下の証券市場」が1945年3月20日に東洋経済新報本社において開催された内容（戦時金融金庫による無制限買付の対象銘柄や経緯等）が記されている。その席で、式村義雄大蔵省理財局長は、「一つこの際思い切つてやらうということになったのです（中略）抽象的な政府の決意を表現しようといふ意味があつたのです」と語っていることが記されている。

(49) 東京証券取引所（1970）、716頁参照。1945年4月初の東京・大阪市場合計の時価総額であり、実物取引を含まない。

(50) 大蔵省財政史室（1979）、380頁。

(51) 大蔵省財政史室（1979）、381頁。

「資金は市銀の協調融資で、日銀は日証金の振出す融資手形を担保に市銀のシリをみること<sup>(52)</sup>」で、株式市場に対する関与を深めたのであった。

#### 4.2. 戦後の日本共同証券等による株価介入 (1960年代の事例)

戦後の株式市場への介入事例としては、1964年1月に大手銀行14社と四大証券が設立した株価維持機関としての「日本共同証券」による株式買入れが挙げられよう。1960年代初頭は、高度経済成長期に相当する時期であったこともあり、企業の資金需要が強かったが、金融引き締めの影響で額面割当増資が急増し、1960年代半ばにかけて株価は下落し証券不況に陥ったのである。日本共同証券は、旧東証修正株価平均（東証一部ダウ）1,200ポイントを最低防衛線としたが、買付銘柄が限られたために特定の銘柄の株価だけが維持されるとされている<sup>(53)</sup>。株価の下落に応じて株式買入れが実施されたものの、その効果は小さかった。そこで大蔵省は、日本共同証券の資力拡充を図ると共に、日本銀行による日本証券金融経由の融資等も行われるようになったのである。

その後、1965年1月には証券業者による「日本証券保有組合」構想が出され、同じく日本銀行の資金供給の下、投資信託と証券会社の保有株式の肩代わりを実施した<sup>(54)</sup>。資金的に民間部門主導での株価維持機関の効果には限界があり、政府や日本銀行による資金的な関与が最終的には求められたのである。結果的には、国債発行による財政出動が発表され、景気改善期待感が高まることで株価は回復したのであった。

尚、1964年10月から12月にかけての旧東証修正株価平均の値幅変動は縮小し、「流通市場の価格形成機能は、全く硬直化し」、「東京市場と日本共同証券の買入があまりおよばなかった大阪市場との株価平均の解離、株価平均と時価総額との離反、買支え銘柄とその他の銘柄との跛行現象および買入れ対象とならなかった市場第二部銘柄の惨落などで、自由な価格市場として、きわめて異常な状態<sup>(55)</sup>」となった。1960年代の株価維持が特定の銘柄に限られていたため、銘柄間の格差が広がる「市場の歪み」が顕著に生じたのである。

ところで、市場介入により保有された凍結株はどのように処分されたのであろうか。日本共同証券は、1965年12月に保有株式の売却を開始し、1971年1月までに売却を完了している。日本共同証券および日本証券保有組合により保有された株式は、両機関合わせて総額37億4,489万株、4,214億円であり、全時価総額の6.0%の規模であった。その売却は、市況に応じて慎重に進められ、株式市場にとって凍結株の放出が供給圧迫要因として強く意識される時期には、放出を見送った。この間の売却先は金融機関等が多かったため、金融機関による株式持ち合いが加速する（金融機関による株式保有比率の上昇）背景の一つとなったが、株式市場に直接売却注文を出すのではなく、非市場取引の比率を高くしてマーケット・インパクトを弱める工夫もされたのである。結果的には、機動的に売却時期を見定めた株価上昇期における凍結株の放出であったため、株式売却は進んだ。しかし日本共同証券による株式売却の影響についての実証分析では、日本共同証券の株式売却は当

(52) 東京証券業協会証券外史刊行委員会（1971）、152頁参照。一万田尚登日本銀行総裁は、「当時は証券取引に対する信用供与が禁じられていた。これじゃいかんというので、レギュラー・ウェイ（ニューヨーク市場の信用取引）のこともあったが、証券金融会社を考えてやらんといかんというので、資金を出して日証金をつくったのだ」と記されている。

(53) 川合編（1966）、135頁によれば、実際に1964年3月から12月までの10か月間にわたり株式市場から日本共同証券によって購入された株式銘柄数は、11月の肩代わり分を除けば179銘柄で、1964年末の東証上場661社の27.1%（肩代わりのみ実施された銘柄は33銘柄）に過ぎなかった。

(54) 詳しくは、証券経済学会編（2016）、327-330頁参照。日本共同証券よりも多い21億2,032万株、2,327億円におよぶ株式肩代わりが、1965年1月から7月まで実施された。

(55) 東京証券取引所（1974）、281頁。

日本銀行と株式市場についての一考察

表 6 1890 年恐慌時の担保品付手形割引と戦時・戦後の株価介入・資産買入の株式市場への関与比較

	(A)1890 年～1891 年 担保品付手形割引	(B)1940 年代 株価維持機関等による株価介入	(C)1960 年代 株価維持機関等による株価介入	(D)2010 年代以降 金融政策としての資産買入
株式市場への関与主体	日本銀行	日本証券投資・日本協同証券等 戦時金融金庫・日本証券取引所	日本共同証券（買入れ） 日本証券保有組合（肩代わり）	日本銀行
日本銀行の位置づけ	担保価格等の操作 （担保対象）	間接（資金供給）	間接（資金供給）	指数連動型上場投資信託 （ETF）の直接買入
対象株式	一部銘柄 （鉄道株価間でも歪み）	一部銘柄⇒全銘柄 （時局株に歪み）	一部銘柄 （非対象銘柄との歪み）	代表的指数の全銘柄 （指数外銘柄との歪み）
関与手法	機動的対応	機動的対応⇒水準維持 水準は 3・9 価格で無制限買付	水準維持 東証 1 部ダウ 1,200 最低防衛線	機動的対応
関与目的	株式追加払込のための 株価維持	変動抑制 ⇒ 株価維持	株価維持	リスクプレミアムへの はたらきかけ
凍結株の売却環境	—	国際資金移動が制限 高インフレ⇒換物運動	国際資金移動が制限 国債発行⇒財政拡張・成長期待	自由な国際資金移動 日本人人口減少・世界的な需要不足
凍結株比率	—	戦前介入分は 6.4%（時価総額） SCLC 戦後処分は 32%（同）	両機関分 6.0%（時価総額）	6.9%（時価総額）
凍結株の売却先	—	財閥株の放出による個人株主増 ⇒ドッジ・デフレで個人株式離れ	主に金融法人・事業法人 ⇒株式機関化現象加速	将来的課題 海外売買比率 2/3, 保有比率 3 割

（注） 3・9 価格は、東京大空襲前日の 1945 年 3 月 9 日最終株価。(A)は株式買入ではないため凍結株売却関連の項目は未記載。  
(D)の凍結株比率は、2021 年 9 月現在。

時の株式市場の圧迫要因の一つであったとされている<sup>(56)</sup>。

#### 4.3. 株価介入の帰結と限界（現代との共通点と相違点）

以上の株価維持機関等による株価介入を踏まえた上で、第一に、日本銀行による株式市場への関与について、(1)日本銀行の位置づけ、(2)対象株式、(3)株式市場への関与手法、(4)その関与目的の 4 つの視点から確認してみたい（表 6 参照）。

まず(1)日本銀行の株式市場への関与が、間接的なものであるか、それとも直接的であるかによる相違である。明治期に始まった担保品付手形割引は、担保価格の操作により、株式市場に関与したため、間接的なものであったと言えよう。同様に、1940、1960 年代の株価維持機関等に対する日本銀行の資金供給も、株式保有する主体は株価維持機関等であったことから、間接的な関与であったと

言える。一方、日本銀行は、上場投資信託というスキームを介しているものの、金融政策の一環として 2010 年に買付を開始した株価指数連動型の上場投資信託をバランスシートに計上していることから、株式市場に直接的に関与しているとみなせる。歴史的文脈からは、日本銀行と株式市場の関係は、従来とは異なり密接なものになっていると言えよう。

次に(2)対象株式は、介入対象が全銘柄であったか、それとも一部銘柄に絞られていたによる相違である。日本銀行は、広範囲の銘柄をカバーする株価指数連動型の上場投資信託を買入れている点で、現在と 1945 年の無制限買付は近似しているが<sup>(57)</sup>、一部銘柄に限られていた 1960 年代とは異なる。また、戦前期の生保証券は優良株への買付、大日本証券投資等は主力株への買付であったことから、全銘柄を対象とする点で、現代の株価指数連動型の上場投資信託への買付は、戦時末期の戦

(56) 佐藤（2020）、201 頁参照。

(57) 日本銀行は、買入政策発足当初、日経平均連動型上場投資信託についても積極的に購入したが、この場合、一部銘柄に限られた買入と言えよう。その後、日経平均対象銘柄と非対象銘柄間の格差の悪影響を考慮して、より対象銘柄が広い東証株価指数連動型上場投資信託を軸とした買付に変更している。

時金融金庫並みの対応であったと解することもできよう。また、担保品付手形割引の場合は、担保対象が限られていたため、一部銘柄を対象としたとみなすことが可能であろう。第3節で明らかにしたように、対象とされた鉄道株間でも株価形成に対する影響が異なっていた点から、市場の価格形成過程における歪みを生じさせている点は注目すべきであろう。また全銘柄を対象にした1945年の無制限買付にあっても、軍需関連等の銘柄群は株価が半固定化される一方で、高流動性が保たれた銘柄群は戦況に応じて変動したことから、価格を維持するために買付を継続せざるを得なかった軍需関連等の銘柄群が否かで株価の歪みを生じさせていたことになる。現代の株価指数連動型の上場投資信託買付についても、対象とする株価指数に含まれていない株式との格差が生じるため（採用している株価指数は全銘柄指数ではないため）、価格決定に全く影響していないとは言い切れない。少なくとも、どのような形であれ日本銀行をはじめとする政府等が関与した段階で、株価決定過程には何らかの歪みを生じさせざるを得ないと言えるだろう。

さらに、(3)株式市場への関与手法は、市場動向に応じて機動的に対応されたのか、それとも一定の株価水準を維持するかによる相違である。1945年の株式無制限買付や1960年代の日本共同証券による買入れは、3・9価格（東京大空襲前日の1945年3月9日の最終株価）や東証1部ダウ1,200という水準を維持するものであったが、担保品付手形割引の担保価格変更や戦前期の日本協同証券等による主力株の買付などは、市場動向に応じて機動的に行われるものであった。現代の株価指数連動型の上場投資信託買付は、株式市場のリスクプレミアムにはたらきかける機動的対応とされている点で、特定の水準維持を図るものではないと考えられる。

そして、(4)株式市場への関与目的は、株価の変動を抑制するもの、すなわち下落だけではなく過度な上昇も回避する安定化政策であったか、それ

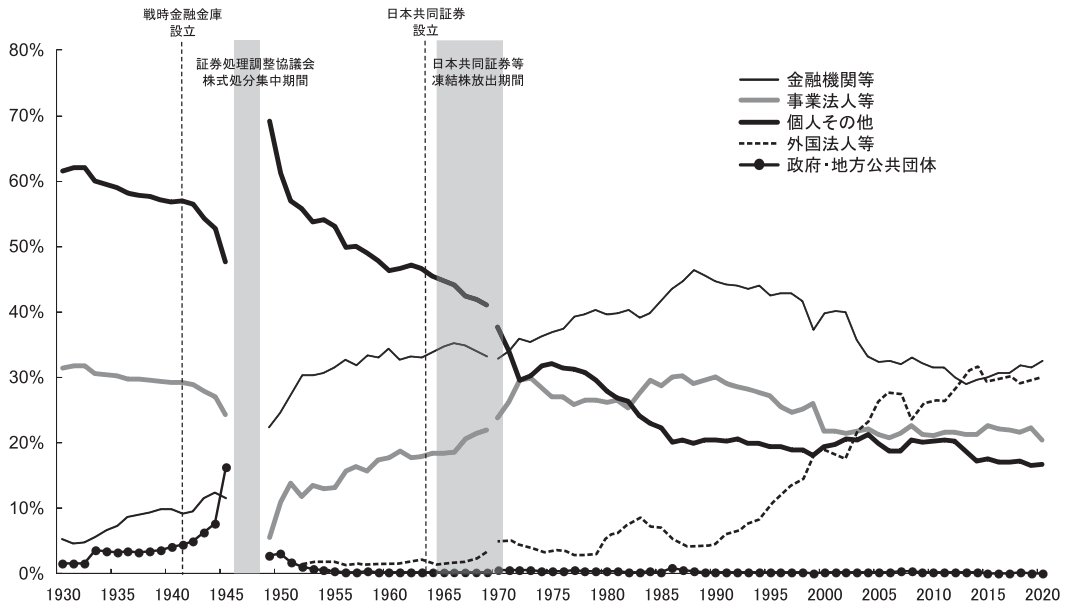
とも片務的に株価の下落を回避する株価維持政策であったのかの相違である。担保品付手形割引は、株式追加払込を円滑にするために特定される銘柄の株価維持を図るものであった点で1960年代の株価維持と共通している。一方、現在の株価指数連動型の上場投資信託買付は、価格基準を設けずに、2022年現在、年間増加ペースという量的制約の下で実施されている。また、現代の関与目的がリスクプレミアムにはたらきかけることであるため、買い介入だけでなく売り介入（太平洋戦争勃発当初）も実施された1940年代と同じように株価変動を抑制することを意図したものであると理屈の上では解せる<sup>(58)</sup>。以上のように、それぞれの目的が異なるため並列的に比較することに馴染まないものの、日本銀行と株式市場の関係について整理すると、株式市場に対する多様な歴史的関与の変遷が確認されよう。

第二に、株式保有を伴わなかった担保品付手形割引を除いて、従来の株価維持機関による株価介入では、凍結株がどのように処理されたのかという点を整理し、将来的に日本銀行による保有上場投資信託（事実上の凍結株）がどのように処理されるべきかについても補足的に確認しておきたい。

まず、注目すべきは、凍結株の売却環境についてである。1940年代末の証券民主化運動と1960年代後半の日本共同証券等による株式の売却は、経済成長率が高い時期に、将来に対する期待感が高まる中で実施されている。1940年代後半は、復興需要の拡張を伴う高成長が期待されていた。また、1960年代は、10%を超える経済成長率を達成していたことから、政府等の保有株式が売却された時期がいずれも高成長率期なのである。しかし、現在は、戦時経済・戦後復興期でも高度成長期でもなく、人口増加率はマイナスになり、生産年齢人口も減少している。まして戦時期などに株価維持を可能にした国際資金移動の制限は現在実施されることはなく、自由な国際資金移動が認められている。さらに、わが国の株式市場は、海外投資家等の売買シェアが3分の2を超え、海

(58) 2022年3月現在、日本銀行は、株価指数連動型の上場投資信託の売却は実施していない。

## 日本銀行と株式市場についての一考察



(出所) 1930～45年は、経済企画庁経済研究所(1963)「金融資産負債残高表(1930-45年)」。1949～1969年は、大蔵省「株式分布状況調査」, および東京証券取引所「東証統計年報」による株式数比率。1970年以降は、東京証券取引所等「株式分布状況調査(市場価格ベース)」による投資部門別株式保有比較。

(注) 金融機関などには、投資信託及び証券会社を含む。

図6 1930年以降の主体別株式保有比率

外投資家等の保有額では3割を占めており、国内株式市場動向を左右する主体は、1940年代や1960年代とはまるで違う。凍結株売却にあたっての環境は、1940年代や1960年代と大きく相違しているわけである。

次に、株式市場全体の規模に対する売却すべき凍結株の比率についてみてみたい。2021年9月に日本銀行が保有する株価指数連動型の上場投資信託残高(対全株式時価総額比率)6.9%は、株価維持機関の保有株式比率6.4%(1940年代)、1960年代6.0%(1960年代・日本証券保有組合含む)に匹敵している。1940年代の場合には、実際にはSCLC戦後処分が32%にまで膨らんだものの、高インフレを背景にした換物運動の盛り上がりにより売却が可能になった。しかし、3ケース共に市場介入規模が概ね6%台と同水準であるという点は興味深いと言えよう。

さらに、株価介入とその後の凍結株の売却によ

る株式保有主体の変化について整理したい。図6は、株式の保有構成比の変化を時系列で示したものであり、銀行や保険、そして信託銀行を含む「金融機関等<sup>(59)</sup>」、そのほかの法人を合計した「事業法人等」、一般個人投資家を含む「個人その他」、外国法人等、戦前の預金部を含む「政府・地方公共団体」に区分して、株式市場全体に対する株式保有比率の推移を、1930年から2020年度まで示している。戦時末期にかけて、事業法人等や個人その他による株式保有比率が急速に低下する中で、金融機関等と政府・地方公共団体の比率が上昇している。戦時期の金融機関等には、戦時金融金庫が含まれるため、株価維持機関としての株式買入が反映され保有比率が上昇したものと考えられる。また、個人の持ち株数は、戦時期の50%前後が凍結株の放出で70%前後まで上昇しており、財閥保有株式などが多数の個人などの投資家に分散保有されるようになった。しかし、終戦

(59) 戦時中の株価維持機関である戦時金融金庫は「金融機関等」に含まれる。

後の株式保有に大きな変化が発生したものの、ドッジ・デフレ期に多くの個人投資家等が株式保有による損失を抱え、大量の売却が発生する。その売却先は金融機関等や事業法人等であったため、証券民主化により70%程度まで上昇していた個人その他による株式保有比率は、1950年代から1960年代にかけて大幅に低下していったのである。そしてこの動きに輪をかけたのが1960年代の日本共同証券および日本証券保有組合の凍結株売却による株式保有の法人化であった。

株式保有構成を通期で見ると、近年の外国法人等（海外投資家）比率の上昇に加え、株価維持機関による凍結株放出後には、一時的な個人投資家保有比率上昇があったとしても、最終的には株式持合いや機関化現象が進展してきたことが確認される。1940年代および1960年代の株価介入後、株式売却局面では株式保有構成が法人化している点で、現在の日本銀行が抱える上場投資信託についても、その処分にあってわが国の株式保有構成やコーポレート・ガバナンスに影響を与える可能性があるため、十分な議論が求められよう。

## 5. おわりに

日本銀行と株式市場は、歴史的に疎遠な関係にあったというのが、われわれの常識的理解である。それだけに、金融政策としての株価指数を対象とする指数連動型上場投資信託買入政策に対する違和感は、依然として払拭できていない。また、海外でも、中央銀行と株式市場が密接に関係している事例は多くないのが現状である。しかし、歴史を振り返ると、設立から間もない日本銀行は、1885年5月に一部の株式銘柄を抵当品（保証品）とする取引を始めていた。また、1890年5月には、消極的にせよ担保品付手形割引制度を発足させ、株式を担保とする資金供給の道を開き、民間

銀行の株式担保金融が活発化する呼び水となったのである。この観点からは、歴史的に日本銀行は株式市場と間接的とはいえ深い関係があったと再認識すべきである。

この制度は見返品付手形割引制度に引き継がれたが、1942年2月の旧日本銀行法制定後は、直接株式、社債等を担保とする貸出ができるようになった<sup>(60)</sup>。日本銀行の会計帳簿にあたる総勘定元帳を確認すると、1945年に「株式及出資証券」という勘定名が存在している。1945年5月18日に19.55百万円、同7月6日に20百万円が（借方）計上されており、終戦後の同10月1日まで合計39.55百万円の株式などを日本銀行が保有していたのである<sup>(61)</sup>。保有経緯や銘柄は不明だが、旧日本銀行法の制定により、貸出先の債務不履行に伴い担保を資産計上した可能性も考えられる。

この日本銀行と株式市場の関係の経緯、特に株式市場への関与の起点を明らかにするために、本稿では、担保品付手形割引制度発足時の株価と担保価格について5大鉄道株の事例を中心に整理したが、鉄道株の担保価格設定を通して株式市場に関与し、個別銘柄の株価決定に関わっていた可能性について指摘した。具体的には、1890年恐慌時の日次ベースの株価と担保価格の関係から、「前回の担保価格引上げ（設定）以降に株価が下落しているにもかかわらず担保価格が引上げられている事例」や、「（設立から間もないにもかかわらず）担保価格が払込資本金を上回って設定・変更される事例」を洗い出し、株式市場への関与の高さを明らかにした。従来の研究では、戦後に至る日本金融システムをどのように捉えるかという点を中心に株式担保金融の制度や資金循環を取り扱うものが多かったが、2010年代後半以降、日本銀行の指数連動型上場投資信託保有額が急増したため、「日本銀行がどのように株式市場と関わるべきか」という関心が高まっている。そこで特

(60) 日本銀行百年史編纂委員会編（1984）第2巻468頁によれば、旧日本銀行法（1942年2月24日公布、法律第67号）では、第二十条第二号「手形、国債其ノ他ノ有価証券、地金銀又ハ商品ヲ担保トスル貸付」が定められたため、正式に条例違反にならずに、株式担保貸出が可能になった。

(61) 総勘定元帳・甲號張頁32、日本銀行金融研究所アーカイブ（21658、旧番号12本-329）。



に政府・日本銀行による株式市場への関与がもたらす「株価形成の歪み」について、われわれは再整理することが求められていると言えよう。明治期の金融システム構築草創期における株式市場への関与ではあったが、北海道炭礦鉄道株の異常な投資リターンは、株式市場の健全な発展にポジティブな反応をもたらすことはなかったはずである。公正な市場価格の決定とは異なり、政策的配慮が優先されるとの認識を市場参加者に懐かせたからである。むしろ、1891年に私設鉄道買収の風説が囁かれ株価が反転するなど、公正な市場育成が本格化するまでには多くの時間と労力を要することになったこともまた事実である。

一方、現代に至るまで日本銀行は、証券金融会社や不況期に盛り上がる株価維持機関との関りを通して、株式市場への直接的・間接的な関与を保ってきた。近年では金融政策の一環として指数連動型上場投資信託の買入を積極化させたことから、日本銀行の行動が株価形成の歪みを極力回避する工夫が必要であることは言うまでもない。明治期の担保品価格の変更でさえ部分的には株価の歪みを生じさせたとする事例から、株式市場への関与が直接化する現代の日本銀行の上場投資信託保有について、より広汎かつ活発な議論が求められるべきであろう。

#### 参考文献

- 「朝日新聞」東京朝刊、1890年6月17日、1891年5月7日。
- 石井寛治（1999）『近代日本金融史序説』東京大学出版会。
- 石井寛治（2006）「戦前日本の株式投資とその資金源泉：寺西論文「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」に対するコメント」『金融研究』第25号第1巻、41～51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（2015）「(書評) 寺西重郎『戦前期日本の金融システム』」『金融経済研究』第37号、82～84頁。
- 伊牟田敏充（1976）『明治期金融構造分析序説』法政大学出版局。
- 大蔵省『金融事項参考書』。

- 大蔵省財政史室（1979）『昭和財政史——終戦から講和まで——』第14巻「保険・証券」、東洋経済新報社。
- 片岡豊（2006）『鉄道企業と証券市場』日本経済評論社。
- 加藤俊彦（1957）『本邦銀行史論』東京大学出版会。
- 川合一郎編（1966）『日本証券市場の構造分析』有斐閣。
- 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（1970）『日本の金融統計』東洋経済社。
- 小林和子（2012）『日本証券史論』日本経済評論社。
- 佐藤賀一（2020）「日本銀行によるETF購入政策は成功したと言えるのか」、伊藤修等編『日本金融の誤解と誤算』勁草書房。
- 柴田善雅（2011）『戦時日本の金融統制』日本経済評論社。
- 志村嘉一（1969）『日本資本市場分析』東京大学出版会。
- 鉄道院編（1909）「明治四十年度鉄道局年報」逓信省鉄道局。
- 寺西重郎（2011）『戦前期日本の金融システム』岩波書店。
- 東京株式取引所「月表」、1890年5月～1891年11月。雄松堂書店『証券経済資料』マイクロフィルム第一巻（国立国会図書館所蔵）。
- 東京株式取引所（1928）『東京株式取引所五十年史』。
- 東京株式取引所『東京株式取引所史3』、『統計年報』。
- 東京証券業協会証券外史刊行委員会（1971）『証券外史』東洋経済新報社。
- 東京証券取引所（1970）『東京証券取引所20年史：規則・統計』。
- 東京証券取引所（1974）『東京証券取引所20年史』。
- 東京証券取引所『東証統計年報』。
- 東洋経済新報（1945）「非常事態下の証券市場」『東洋経済新報』昭和20年3月31日号、5～7頁。
- 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』第28号第1巻、47～71頁。
- 日本銀行（1913）『日本銀行沿革史』第1輯第2巻。
- 日本銀行調査局（1957）「日本銀行統計年報」明治24年、『日本金融史資料 明治大正編』第19巻。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1982）『日本銀行百年史』第1巻、第2巻。
- 野田正穂（1980）『日本証券市場成立史』有斐閣。
- 博文館『日本商業雑誌』、1891年12月～1892年12月。
- 平山賢一（2017）「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（2020）「戦時末期の株式投資成果」『証券経済研究』第 109 号，63-85 頁。
- 平山賢一（2021）『日銀 ETF 問題』中央経済社。
- 星野誉夫（1978）「日本主義確立過程における株式担保金融」，逆井孝仁・保志恂・関口尚志・石井寛治編『日本資本主義 — 展開と論理 —』，東京大学出版会，67-83 頁。
- 正木久司（1971）「明治期における株式会社金融」『同志社商学』第 23 号第 3-4 卷，73-118 頁。
- 武藤正明（1981）「株式担保の日本銀行手形割引制度の実情」『証券研究』第 64 号，197-233 頁。
- 吉野俊彦（1952）『我国金融制度の研究』実業之日本社。
- 「読売新聞」朝刊，1890年 5 月 9 日，1891年 4 月 21 日。

《Summary》

The BoJ's Bill Discount by Adding Company Stocks  
to Eligible Collaterals and the Stock Market

HIRAYAMA Kenichi

Collateralized bill discounting, which was initiated by the Bank of Japan in 1890, is examined in this paper in relation to the stock market. The Bank of Japan's involvement in the stock market, shortly after its establishment, can be partly explained by showing the background of monetary easing using shares of railway companies as collateral. Specifically, from the relationship between daily stock prices and collateral valuation prices at the time of the Panic of 1890, we identified cases in which collateral valuation prices were raised despite falling stock prices, and we found that the Bank of Japan at that time was closely related to the stock market. By discussing the historical context of the stock market with the Bank of Japan we hope to draw some implications for the current index-linked exchange-traded fund purchase policy for stock indexes.