



## I-OWA マンスリー・セミナー 日本証券市場のあゆみ ～終戦から高度成長期まで(1)～

講演：岡本 和久

終戦から今日までの概観

2015年5月のマンスリー・セミナーで明治維新から太平洋戦争終戦までの金融、株式市場中心のお話をしました(インストラライフ 2015年7月号に要旨を掲載)。今回は戦後、株式市場が再開される前から高度成長期までのお話をします。ちょうど、私が証券界に入る頃までの歴史です。具体的には、「敗戦～取引所再開へ向けて」、「取引所再開～スターリン暴落」、「朝鮮動乱～高度成長～証券不況」、「いざなぎ景気～石油危機」という時代の流れです。明治、大正、昭和戦前の歴史の話をした時も思ったのですが、歴史は繰り返すことはない、しかし、歴史から学ぶことは多いということを感じます。





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

これは戦後、1949年に取引所が再開されて以来のTOPIXと日経平均の推移を示したものです。面白いのは取引所が再開された1949年5月16日の日経平均が176.52だった(TOPIXは22.06)ということです。

同じ日のニューヨークダウ平均は175.76でした。つまり、当時はほとんど両者の値は、円とドルの違いはあるものの同じだったのです。そして、今もほとんど一緒。途中の経過はかなり違いましたが、面白いものだと思います。175が2万近辺になっているので、この65年間で114倍、年率7.5%の上昇だったということになります。ただ、その間は平坦な道のりではなく幾多の山と谷を経験してきました。ざっと戦後の歴史を眺めてみると、

- ① 復興～朝鮮特需・スターリン暴落
- ② 神武・岩戸景気～証券不況
- ③ いざなぎ景気～オイルショック
- ④ 輸出による回復(米国依存型回復)
- ⑤ プラザ合意～バブル
- ⑥ バブル崩壊～失われた10年
- ⑦ 構造不況とITバブル崩壊
- ⑧ 構造(小泉)改革～国際的信用危機(サブプライム、リーマン、ユーロ、PIGS)
- ⑨ アベノミクス相場
- ⑩ 米国緩和縮小不安、ギリシャ、中国

というようなことになります。

### 終戦まで

まず、戦中から取引所が再開される前の段階までのお話をします。1937年の日華事変以来、急速に日本は戦時体制に入り、1941年に米英に対し宣戦布告。開戦と同時に株式は10年ぶりの大暴騰。1942年6月のミッドウェイ海戦の大敗北も国民は知らされず、ようやく秋になり相場は下げ相場入りしました。相場が敗戦を少しずつ意識し始めたと言えます。

1942年には軍需生産拡大のための資金調達を目的として戦時金融金庫法が施行されます。戦時金融金庫は戦金と呼ばれ株買い支えに大きな役割を果たしました。また、東京、大阪はじめ各地の取引所は日本証券取引所に統合されるのです。1945年3月より戦金は株式市場の下落を止めるため無制限の株式買い入れを始めます。「市場で買いは戦金だけ」と言われ、要するに市場の価格発見機能がほとんど失われたと言ってよい状態になりました。これはまさに市場崩壊と言う



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

べき状態でしょう。

しかし、面白いことに終戦の約 1 か月前から、市場では軍需株、外地株の売り、平和株買いの現象が起こるのです。このような極限的な状況下でも市場は先見性を失うことなく、細々とではあっても機能していたことに感動します。1945 年 8 月 10 日に立会いは臨時に停止され、そして 8 月 15 日のポツダム宣言受諾で終戦を迎えるのです。

### 終戦直後

敗戦によって国土の 45%喪失し、国富は 42%の被害を受けた結果、経済規模は昭和 10 年水準へ減少してしまいます。軍民合わせて 300 万人余りの死者、戦費は 650 億円(1990 時価で 100 兆円)、400 万人の失業者(軍需産業の生産停止)、760 万人の復員兵士、150 万人の引揚者、その上、1945 年は米の作柄は平年の三分の二という未曾有の凶作でした。

そのような破滅的な状況の中、島津蔵相は 1945 年 10 月 1 日からの証券取引所再開の談話を発表します。しかし、当然のことながら GHQ は「NO!」という返事で再開は先送りとなりました。それはそうでしょう、証取法もない、為替レートも決まっていない、経済は破滅状態、だいたい、憲法すら制定されていない。そんな中で株式市場を再開するという声が出たのは GHQ も驚いたことだろうと思います。

しかし、取引所が開かないと証券会社は仕事がなくなってしまいます。多くの証券会社がやむなく「ヤミ屋」となります。社長室がヤミの物資でいっぱいになっていたというような話も伝わっています。さすがに大手証券は闇取引というわけにはいかないので宝くじの販売で糊口をしのぎます。「スピードくじ」と言われるその場で当たりはずれがわかる宝くじを販売していたのです。

そんな中で日証館ビル内の日東証券で自然発生的に集団売買が始まります。証券会社の自衛手段だったとも言えますし、また、証券取引の機能が必要だという投資家のニーズもあったのでしょう。GHQ はこれに対して「不許可だが黙認」という態度で、この集団売買が取引所再開まで、市場機能を果たすこととなります。

この時期に非常に重要な出来事がありました。預金封鎖(モラトリアム)と財産税、財閥解体と証券民主化運動です。それらについてお話をします。

### 預金封鎖と財産税



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

終戦の翌年、1946年の初めから日銀が極秘裏に紙とコンニャクの手配を始めたといわれます。おそらく、終戦後、すぐに新円への変換が検討されていたのだと思います。しかし、印刷工場も戦災で破壊され新円を印刷するだけの余力がありません。そこで、それまで流通していた円札に証紙を貼るという方式(下の写真)が決められたのです。そのための紙と証紙を貼るためのノリとして使うコンニャクの調達が始まったのです。

重要なのは単に古い札を新しくするというだけのことではないということです。これを行うために預金封鎖が行われたのです。この準備はむろん、極秘裏に行われました。後に第22代日銀総裁となった日銀総務部企画課長、佐々木直さんも会議用の書類を自ら謄写版で印刷していたそうです。

そして、1946年2月16日に金融緊急処置令等が公布されます。公式にはあくまでインフレ抑制のためということです。その結果、これまでの紙幣は3月2日まで通用しますが、それ以降は使えなくなります。それまでに旧円は銀行に預金し、2月25日から3月7日までの間に新円に交換してもらいます。と言っても預金額全額が新円になるわけではなく、交換限度は一人につき100円、それ以上の旧紙幣は預金として封鎖されます。封鎖預金からの現金引き出しは、一か月につき世帯主300円、家族一人につき100円。給料の支払いは一人につき500円まで、それ以上は預金として強制的に預け入れとなります。

要するにすべての現金はいったん預金となり、そのなかから限度額までは新円と交換できますが、その他は封鎖されるということです。さらに、3月3日現在で財産調査を行い、これが後に行われる財産税算定の基準とされます。こうして財産税課税のための資産の事前の差し押さえが始まったのです。

ここで株式取引に大きな問題が発生しました。つまり、流通市場と言ってもまだ取引所は開いておらず集団売買でしたが、保有株式を売ろうとしても購入代金に相当する新円を持っている人がいないため、買い手になる人がいない。つまり、売却ができないという事態になったのです。そこで証券界は大蔵省と折衝して、2月23日以降、株式・出資証券・公社債等の買い入れは封鎖支払を認める処置を講じてもらいます。その結果、封鎖された旧円で株式を買付け、売却すれば新円がもらえるということになったのです。「封鎖破り」などと言われたようですが、結果として大量の株式が売買されました。





## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

さすがに大蔵省も目をつぶっているわけにはいかず、買付けた株式は名義書換を行い、書き換え修了証明書を売却に際して提出することを義務付ける処置を講じました。しかし、企業の中には 2 時間で名義書換を完了するなどのサービスを提供するところなどが出現したようです。このあたりを見ると戦後の日本人は「たくましかったなあ」と思います。証券界のトップがこの封鎖破りで逮捕されたりしますが、結局、「制度の不備」ということで釈放される事件も起こりました。

預金封鎖は 1946 年 7 月に解除されます。株式集団取引も 7 月 29 日からは新円一本で再開しました。ただし、3,000 円を超える部分の旧円預金は支払が凍結され、最終的には切り捨てられることになりました。これが第二預金封鎖と呼ばれる措置でした。

### 財産税課税

財政運営の行き詰まりに終止符を打つには①対外デフォルト、②国内デフォルトの二通りがあります。1942 年より外債の利払いは停止されており、このデフォルト状態は 1952 年まで続きました。終戦時点では金利を人為的に低く抑えた内国債が残高の 99%を占めていました。そのほとんどは日銀と政府の預金部が引き受けていました。

政府の基本方針は「取るものは取る、返すものは返す」というものでした。この方針のもと、前述のように金融緊急措置令等の公布、預金封鎖・新円切り替え実行され、それに続き 7 月 24 日に戦時補償債務全面打ち切り、10 月 19 日には戦時補償特別措置法公布され、政府が国民に対し負っている債務金額と同額の戦時補償特別措置税を賦課され、そして 1946 年 11 月 12 日、財産税法公布されたのです。

財産税法は一度限り、動産、不動産、現預金を対象に財産税(税率:25~90%)を課税するものです。そして、財産税を原資として国内発行分の国債が償還されました。この税金は貧富の差なく課税されました。納税額の合計を見ると資産額 50 万円未満からの税収が 152 億円、50 万円以上からの税収が 282 億円で、50 万円以下からの税収も結構、大きかったことがわかります。納付は不動産などの現物納付と、先行して差し押さえていた封鎖預金を充当されました。もっとも税額の大きかったのは天皇家で納税額は 38.43 億円だったといわれます。

これは国民の財産権の侵害が徴税権行使により行われたことになるのですが、なにしろ当時はまだ新憲法が制定される前であり、GHQ も承認していたのです。重要なことは「国債が国として負った借金である以上、国内でその大部分を引き受けているケースにおいても、財政運営が行き詰まった場合の最後の調整の痛みは、間違いなく国民に及ぶ」(川村小百合氏)ということなのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ちなみに当時の卸売物価の推移を見ておきましょう。1946年が+433%、1947年が+196%、1948年が+166%、1949年が+63%、1950年が+18%といった具合でした。つまり、46年には約5倍、47年には3倍になっているわけで、この二年間に物価が15倍になったということです。

### 財閥解体と放出株

1946年11月、GHQは財閥の資産凍結・財閥解体を指令しました。財閥解体も含め放出される株式が大量に発生しました。これらをまとめると以下ようになります。

- ① 1945年9月に外国銀行および戦時特別金融機関の閉鎖に関する覚書が政府に交付される。戦時中に設立された外地銀行とか特別金融機関49機関が閉鎖機関に指定された。これらは解散されるので所有有価証券は処分が必要となった。
- ② 1945年11月2日にGHQより財閥の解体と資産凍結指令がでる。財閥関係の持株会社は第一次から第五次までの合計で83社、財閥系家族は10大財閥56名。これらの会社の株式、財閥家族の株式は売買禁止されHCLC(持ち株会社整理委員会、1946年8月設立)に移され、さらにSCLC(証券処理調整協議会)という組織が一般に分売することになる。
- ③ 前述の財産税の支払いに際し物納された株式
- ④ 1946年11月25日、「会社の証券保有制限等に関する勅令」に基づき制限会社が保有する抵触株を処分する必要がある

上記の①～④合計が「放出株」となったのですが、これらの推定総額は180億円で当時の全国会社総払込金額、406億円の45%に相当していました。このような大量の株式をどのように処分するのか、非常に大きな問題だったのです。GHQは広く国民の間に分散せよとの指令を出してきます。こうして国を挙げての証券民主化運動が始まりました。

### 証券民主化運動

財閥解体などを契機に大量の株式(売り物)が流動化されることとなりました。これを受けて、1947年11月にはGHQ肝煎りで証券民主化委員会ができ、政官財をあげての証券民主化運動が始まりました。1947年12月には、証券民主化促進全国大会(経団連、全国証券協会联合会、全国銀行協会联合会、信託協会、生命保険協会、日本産業協議会、日本商工会議所の共同主催)が東京丸の内日本工業倶楽部で開催されます。この大会では、投資講演会、経済講演会、投資座談会 講演会には余興として小唄徳太郎、宝井馬琴、漫才など芸能人も登場する一大イベントとなりました。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

また、投資相談所が日本橋白木屋など都内 10 か所に開設され、NHK ラジオが「産業復興と貯蓄のために株を買いましょう」というコマーシャルまで流しました。「株を買うにはどうするか」、「株式民主化の常識」(SCLC 編)などのパンフレットが配布され、1947 年 12 月 26 日には東京証券業協会、証券民主化委員会協賛、日経後援で「株式祭」が開催されます。この運動は 1948 年にはさらに拡大。「証券投資普及運動」で証券投資相談、経済講演会などが各地で開かれました。一枚 10 円で一等には 10 万円が当たる「株式くじ」まで売り出されたりしました。

このような国を挙げての証券民主化運動の結果、1945 年から 1949 年の間に個人株主数は 2.52 倍、持ち株数 5.94 倍へと増加し、全国上場株式の 68.4%が個人によって保有されるまでになりました。しかし、このようなフィーバー的なキャンペーンは 1949 年、取引所開所後の反落を大きくする結果ともなっていました。

### 証券取引所の再開

1949 年 5 月 16 日に東京、大阪、名古屋の証券取引所で立会いが再開しました。実に 3 年 9 か月ぶりでした。再開に際して、東証は GHQ のアダムス証券担当官の「取引三原則」、①上場銘柄は取引所内で売買する、②取引は時間の順位に従って記録する、③先物(清算)取引は行わないことについて遵守を表明しました。

戦前の取引所は営利企業としての株式会社形態でしたが、これが会員組織に改められます。会員組織による運営はその後、2001 年に東京、大阪、2002 年に名古屋の取引所が世界の潮流に合わせ株式会社化されるまで続きます。また、米相場時代から当然のこととして行われていた清算取引と仕切売買は禁止されます。1947 年 3 月には証券取引法が成立し、1948 年にその大改正が行われます。この改正の眼目となったのは銀行業と証券業の分離を定めた「65 条」が新設されたことでした。

取引が再開されたものの株価はズルズルと下げる結果となります。5 月 16 日、取引所再開の初日のダウ平均株価は 176 でしたが 12 月には 98 円の安値を付けるという大暴落でした。その暴落には三つの原因があげられます。

- ① インフレ追放のため超均衡財政への路線がデトロイトの銀行家、ジョセフ・ドッジによって布かれた。これはドッジ・ラインと呼ばれる政策でした。当時、日本経済は「竹馬経済」と呼ばれていました。つまり、「片足は米国の援助、片足は日本政府の補助金」で何とか成り立っているというのです。これを是正しようというのがドッジ・ラインで具体的には超均衡財政だったのです。その結果、国債発行も堅く禁じられました。国債はその後、1965 年まで発行されることはありませんでした。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- ② 資産再評価期待裏切られる。戦後、超インフレが発生し、企業の資産価値が名目的には水膨れとなりました。そのため、資産の価値を再評価しようという動きが出ます。再評価によって生まれる差額(再評価積立金)を資本に組み入れることになるのですが、株式を発行する際に一部を無償で株主に交付してくれるという期待が生まれたのです。株式市場はそれを織り込んで上昇したのですが、その実施が1953年1月1日以降と決まり、無償は「お預け」となったのです。その失望感から株式は売られました。
- ③ 放出株の売り圧力。これはすでに述べた通りです。

低迷する株式市場が大きく立ち直るのは1950年6月25日に勃発した朝鮮戦争でした。戦争を株式市場が好材料として上昇するのは、心情的にはあまりうれしくはありませんが、ともかく、日本が極東最大の軍需生産基地として復活したのは事実です。当初はそれほど株価に反応がなかったのですが、徐々に航空機用タンク、砲弾、トラック、土嚢用麻袋、軍用毛布、その他国連軍向け物資の生産が増加しました。これは特需(Special Procurement)と呼ばれ、いわゆる「金ヘン株」が乱舞します。「金ヘン株」と言っても要するに軍需株なのですが、やはり終戦後あまり時間が経っていないときだけに「軍需」という言葉は抵抗感があったのでしょう。特に繊維業界では織機を「がちゃんと動かすと万円が儲かる」というので「ガチャ万」景気などと言われました。この背景には米国の対日政策の転換もあったのです。冷戦が深刻化する中で極東における地政学的な日本の戦略的価値が高まってきたということで、自衛隊の前身である国家警察予備隊が1950年に米国の支持で創設されます。

ともかく、特需で日本経済は立ち直りのきっかけをつかんだのですがそれ以外にもマーケットを押し上げる二つの好材料が出てきました。一つは後に述べる投資信託の復活です。そして、もう一つが再評価積立金の資本組み入れ時期の繰り上げでした。後者につき、当初は1953年以降となっていたのですが1951年7月から無償が可能となるように改正されたのです。そして、8月には十條製紙が無償交付の実施を行います。上場会社以外も含めると資産再評価をした企業は47,200社もあったそうで、再評価積立金は1.33兆円、この積立金が無償交付を生むという期待が投資家の間で膨らみました。

こうしてマーケットは上昇をしたのですが、これも終わりがきます。1953年2月の高値474を天井に「スターリン・ショック」が起こったのです。1953年3月4日に旧ソ連の最高指導者ヨシフ・スターリンが重体であることが報じられ、翌5日には死亡のニュースが伝わってきました。スターリンが死亡すると朝鮮戦争の終結が早まり、これまでマーケットを支えていた特需が無くなってしまうという思惑から軍需株を中心に売りが殺到し、市場は死亡が報じられた当日、約10%の暴落をしました。

株式市場の質的な変化





## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

相場が暴落し、苦しくなると GHQ によって禁止されていた「清算取引」を復活しようという声が高まります。これは江戸時代、堂島の米相場以来、日本で普通に行われていた手法なのでそれが禁止されていたことに対する不満もあったのだと思います。ここで「待った」をかけたのが旧日興証券の創業者、遠山元一さんでした。彼は、米国証券市場視察団を結成し、三か月にわたる調査を行います。その結果、やはり日本の市場が近代化するには清算取引は好ましくないという結論にいたります。帰国後、1951 年 7 月 30 日の講演で「もし、みなさんがあくまで清算取引をやるというなら、私の屍を乗り越えてやる覚悟でいてください」という大胆な発言をします。小僧として証券界に入ってから鍛えられたその胆力、経営手腕で定評のある遠山さんに、そこまで言われると復活派もたじろぐことになり、この話は消えます。しかし、1954 年、不況でふたたび市場が低迷すると、清算取引への期待が再燃します。関東系の日興、山一が反対派、関西系の野村が賛成派、大和が中立の立場でバトルが繰り広げられ関ヶ原の戦いなどと言われました。結局、大蔵大臣の一万田氏が、65 条の白紙還元を持ち出し、復活を阻止することになります。

獅子文六さんの小説に「大番」という本があります。映画にもなりました。主人公、ブーちゃんのモデルは佐藤和三郎合同証券社長でしたが、彼は 1958 年に個人の相場師が市場を支配する時代が終わったとして兜町を去りました。これは象徴的な出来事でした。彼は箱根強羅にゴルフ場を建設、オーナーとして余生を過ごしたようです。投信など機関投資家の成長で徐々に個人商店時代は消滅していく。希代の相場師だったブーちゃんが相場を離れたというのはやはり先見の明だったということなのでしょう。

(来月号につづく)