



### I-OWA マンスリー・セミナー講演より 日本証券市場のあゆみ ～終戦から市場再開まで～

講演： 岡本 和久  
レポーター： 赤堀 薫里

戦前の株式市場は、長期波動、中期波動を合わせて市場の動きはマクロ的要因の影響を受けています。戦前は投機的な市場でしたが、それなりに産業の変化や、その時々脚光を浴びた産業に対する投資熱が出ていました。それらの出来事を戦前の状態でも株価は日本経済の状況を見事に映し出しながら変動してきました。



1937 年の日華事変から段々戦時体制に入り、経済の統制が進みました。日華事変の 4 年後の 1941 年、太平洋戦争が開戦し、終戦までさらに 4 年間、戦争が続きます。

統制経済の象徴として、昭和 17 年に出来た戦時金融金庫(戦金)の設立は代表的なものといえます。資本金 10 倍の政府保証付き債券を発行して、株価安定のための操作買いを行います。対象 111 社の銘柄を買い、そのうち 52 社の払込資本金の半分以上を戦金が保有するほどになりました。この時期、株式市場では株価のテコ入れ機関である戦金の動きが非常に大きかったのです。

また、太平洋戦争前夜に、国民貯蓄の増強と重要産業への資金供給を目的とした投信が発足します。投資信託は敗戦に至るまで比較的堅調に伸び、終戦後、昭和 25 年、実質的価値とは乖離しましたが全額が償還されました。

また、戦時中、全国 11 カ所ある株式取引所を統合して一つにまとめる日本証券取引所法が公布されます。これまで「東株」としていつも市場の中心的存在として脚光を浴びていた東京株式取引所が日本証券取引所に統合され、当然、東株も消滅したのです。戦局が絶望的になるにつれ、市



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

場も末期症状。買い手は戦金だけ。また、日証取も株価を下げさせないために買い支える時代になります。

昭和 20 年 3 月 10 日に大空襲があり、当然立ち会いも停止。3 月 17 日に立会が再開しますが、売り物が山積みになります。それを戦金が空襲の前日の値段で無制限に全銘柄買い取ります。空襲のサイレンが鳴るたびに売り物が出る状態でしたが、株価の指数は下がりません。つまり、市場の機能が完全に失われたのです。

そんな中、興味深い現象が見られます。ポツダム宣言の少し前から、市場では製粉やビール、紡績、人絹、工業等の民需株が買われ始めます。「平和」という言葉は禁句だった当時、表向きは民需株と言われましたが、そっと「平和株」などと呼ばれていたといいます。極端な株式市場の中でも、市場は先見性を維持していたことはまさにマーケットというものの素晴らしさを感じさせます。

終戦後、1 ヶ月位で大蔵大臣は株式取引の再開を試みますが、GHQ から見れば「憲法も、証取法も、為替レートも決まっていない段階で、どうして証券取引所が再開できるのか」と許可しませんでした。当時の日本は、投機がほとんどだったため、値段さえつけばゲームができるからそれでいいという日本側と、きちんとしたインフラを整備してから市場を再開しようという GHQ 側の認識のギャップが顕著に表れた出来事でした。

とはいえ、株式を保有している人はいるわけで、何らかの価格発見機能や取引のできるインフラは必要です。そこで、株式取引が自然発生します。店頭取引が始まり、集団取引へと規模が少しずつ拡大し、ある程度、公正な値段が付くようになっていきます。GHQ もそれを黙認しました。

1945～1951 年の戦後 6 年間で、物価がおおよそ 100 倍。株価は、取引所が再開する前に集団取引で約 7 倍位になります。1946 年にインフレ抑制を目的とした金融緊急処置令等を公布します。これまでの紙幣は 3 月 2 日を持って使用できなくなるというものです。すべてのこれまで流通していた旧紙幣を期間内に銀行に預金すれば、一人につき 100 円ずつ新紙幣と交換できます、残りの旧紙幣分は預金として封鎖されます。その後は世帯主に 300 円、家族一人につき 100 円。給与の支払いは一人につき 500 円まで、それ以外は強制的に預け入れとなります。みんなが全財産を銀行に入れることになったため、国は個人の財産を把握でき、それをもとに財産税の基準を算定しました。

その中で、株式取引による封鎖破りと呼ばれた現象も発生しました。株式を売買しようとしても買い手は新円を十分に持っていないので売買が成立しません。そこで業界の要請に応じて株式売買については旧円での払い込みを認めたのです。買った株をすぐに売却すれば新円が得られることに気づいた人達が、株の売買を繰り返し、新円に切り替えていきます。こんなこともありましたが、ともかく、7 月 29 日封鎖を解除。これは財産税導入へ続く第一ステップでした。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

この後、講演では、財産税の施行、戦力の解体を狙った財閥解体、証券民主化運動が進み全国上場株式の68.4%を個人が保有するようになったこと。また、為替が決定し、取引所再開においてできた取引三原則の解説をしてくださいました。

最後に、改めて明治の初めからの証券市場史を見ると、その時点で市場に参加している人たちが知恵を絞って出した結論が株価に反映されていることを感じます。まさに、市場は非常に多くの人たちの予想が反映されたもので、その時点におけるベストの予測を示していることを実感します。

国の中央銀行や財政当局がその結果をねじまげることはできない。短期的には影響を与えることはできても大きなトレンドを変えることはできない。それを、強権を持ってあえてしようとする、人為的操作のつけが非常に大きなものになってしまうことを忘れるべきことではないでしょう。歴史はそのまま繰り返されることではないけれど、歴史から学ぶことは非常に多くあると結ばれました。