

将来を見晴らす長期投資観測 vol.16

(株価編3) 日本株式市場の再評価①^{注1}参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 日本の株式市場の投資成果データは戦後に限られているが、一部には戦前の各国株式市場と比較して日本の優位性を指摘する研究がある
- ◆ 資金調達を行う資本市場としての機能は劣後していたとしても、戦時期にかけての日本株式市場の価格決定機能は、米国対比で見劣りするものではなかった可能性がある
- ◆ 戦前の日本株式市場の実態を明らかにすることが、日本株式の再評価、ひいては現在の日本株式をめぐる諸問題を解決するヒントを見出す可能性がある

前二回の「将来を見晴らす長期投資観測」では、米国株価指数と金地金や一般物価との関係を記したが、今回からは明治維新以降の日本株式市場について考えてみたい。われわれが、日頃、目にする日本の株価指数は、戦後のものに限られ、米国のように（過去実績に基づく）超長期のリスクプレミアムの算出は難しい。米国については1871年以降の株価指数をベースに150年超にわたる株式投資成果を確認することが可能であるが、日本の場合には、分割払込制度に伴う権利落修正の困難性から、正確な投資成果の計測が難しいとされてきたのである。そのため、機関投資家をはじめとする投資家の資産配分にあたっては、期待リターンやリスクの計測は、1940年代末以降のデータを基に行われてきた。

なお、米国であっても、米国株価の長期データを確保することはできるが、100年超にわたる国債リターンの計測については制約が課せられ、正確なリスクプレミアムの算出は戦後に限られているのが実情である。具体的には、（1）19世紀半ば以降のデータはニューイングランド地域の地方債利回り、20世紀当初のデータは高格付け地方債利回りで代替して算出されるなど一定程度の推測が加えられている点、（2）米国債の時価総額加重平均（残存年限1年超）に基づく国債指数は戦後に限られているといった制約が存在しているのである。

しかし、このことは、戦前の日本株式の投資成果を算出する意義が皆無であることを意味しない。より長期の市場実態を把握することは、その時系列推移に伴う特性の解明や、経路依存性の探求に貢献するからである。また、それにとどまらず、戦前期のわが国の株式市場の優位性を指摘する学術的見解があり、日本株式市場を再評価する契機になる可能性もある。

われわれが常識的に思い描く日本株市場の後進性は、戦後に限られていたとすれば、より有効な市場機能の発揮の可能性は、戦前に回帰するという仮説が視野に入ってくるはずである。さらに敷衍するならば、巷間で指摘される日本企業の低収益性やコーポレートガバナンス問題も、戦後経済システムの中で培われたものであり、明治維新から昭和初期にかけての企業実態とは異なっている可能性も指摘しうる。このような可能性を探求することにより、現在、われわれが課題として認識している企業をめぐる諸問題についての歴史的前提が覆されるならば、その問題についてのソリューションをも左右するはずである。

そこで、今回から数回にわたり、戦前の日本株式市場の実態を明らかにすることで、グローバルに見た場合の日本株式の再評価を試みたい。日本企業の潜在性を含めて、社会的変化に伴い企業実態が大きく変化してきた歴史的経緯の再認識は、日本株式市場についての将来予想にも貢献するのではないか？ その初回として、今回は戦前期の日本株式市場の機能性について簡単に触れておく。

株式売買高で優位性を保った戦時期の日本株式市場

戦前期の各国株式市場を比較すると、一般的イメージとは違い日本は相対的に優れていたとの有力な研究がある。岡崎等（2005）は、「日本の方がアメリカより、相対的に株式市場が発達していた」とした上で、「1990年代前半の多くの国々と比較しても、戦前日本の株式市場の発達度はトップ・クラスにあった」と指摘している。1936年の上場株式時価総額／GDP(GNP)、および株式売買高／GDP(GNP)の各国比較からは、わが国株式市場の相対的優位性が確認されるからである^{注2}。確かに、世界経済が大恐慌に喘ぐ1930年代に至っても、わが国の東京株式取引所の長期清算取引および短期清算取引^{注3}の未受渡取引額は、高位で維持されていた。株式金融の観点からは、米国におけるブローカーズローン残高が時価総額対比で低下し、わが国の民間銀行による株式担保貸出残高の同比率も低下したが、わが国の株式市場の流動性は維持されていたのである。

ただし、この水準は、日中戦争以前の一時点のものであり、戦時期にかけて徐々に低下していった点には注意が必要である。わが国の場合には、戦時末期にかけてインフレ率が相対的に高まり、名目GNPが上昇したため、株式市場の時価総額や売買高がそれに追随できなかったからである。一方で、株式売買株式数を日米で比較すると、共に戦時末期にかけて減少基調で推移するのが確認できる。次頁「表 日米の株式市場」（左半分）は、ニューヨーク株式取引所と日本全国取引所（満州証券取引所を除く）の年間売買株数の推移を示しているが、1939年に日本がニューヨークの株式売買数を抜き、1942年には3倍を上回る451百万株となっている。太平洋戦争勃発時の戦勝期待により清算取引を軸に売買が活況になったと考えられる。産業資金の調達を行う資本市場としての機能は後退したものの、1930年代から戦時初期にかけての株式売買については、米国の減少基調に対して日本の場合は、活発な取引が維持されていたのであった。

表 日米の株式市場

年	年間株式売買株数（百万株）		株価収益率年間平均（倍）	
	ニューヨーク 株式取引所	日本全国取引所	米国株式	日本株式
1925			10.1	20.0
1926			10.1	18.9
1927			13.2	15.1
1928			15.9	14.3
1929			17.3	14.1
1930			16.7	14.7
1931	576.8	175.9	17.5	14.3
1932	425.2	220.2	14.0	15.8
1933	654.8	283.4	21.0	18.8
1934	323.9	272.7	21.1	17.0
1935	381.7	263.4	14.3	13.2
1936	496.0	251.1	17.5	12.8
1937	409.5	382.2	13.5	13.2
1938	297.5	242.1	15.3	12.3
1939	262.0	272.4	15.7	11.6
1940	207.6	315.2	10.8	10.8
1941	170.6	280.3	8.8	10.2
1942	125.7	451.3	8.6	11.0
1943	278.7	266.5	10.9	10.8
1944	263.1	132.5	13.5	10.2

注：上記は過去の実績であり将来の成果を保証するものではありません。

（出所）年間株式売買株数は、National Bureau of Economic Research, Stocks, Number of Shares Sold on the New York Stock Exchange for United States [M11002USM444NNBR], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/M11002USM444NNBR>、東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」および「統計年報」（1944年は11月まで・満州証券取引所を除く）。株価収益率年間平均は、Robert J. Shiller, Stock Market Data Used in Irrational Exuberance, Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated, retrieved from Home Page of Robert J. Shiller; http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xlsおよび平山（2019）のデータを基に作成。

世界における先物取引所の先駆けの伝統を維持

その活発な株式売買について寺西（2010）は、「仲買人も現物商も、個別銘柄の過去の価格に含まれる情報と取引所株の株価に含まれるファンダメンタルズとは無縁の金融市場情報のみに基づいて、価格裁定行動を繰り返していた^{注4}」と指摘し、戦前期の株式市場は投機性が強い市場としている。

しかし、この株価形成が、株式需給やモメンタムといった市場内部要因のみに依存しており、企業ファンダメンタルズを反映していなかったのかについては疑問が残る。日本の短期清算取引市場における株価収益率（株価／一株当たり利益；PER）と米国のS&P株式指数の株価収益率を比較すると（表右半分）、戦時期にかけての日米の同水準に顕著な違いが確認されないからである。日本の株式市場は、金融統制により配当が抑制されていたものの、日米の株価収益率の推移からは、両市場共に利益に応じて株価が形成されていたことを示唆しているわけである。つまり、日米間での企業ファンダメンタルズ（業績等）と株価の関係に大きな格差があったとは言い難い^{注5}。また、日本銀行「調査月報」等の株式市場動向に関する記述では、1930年代半ばに企業業績に応じた株価形成の記述が増加していることから、一定程度は企業ファンダメンタルズも株価形成に影響した可能性がある。

この背景の一つとして、乏しい資金状態においても株式売買が可能な仕組みである清算取引が、取引所主導で整備されていた点を挙げることができよう。株式購入資金を借り入れる米国のブローカーズローンとは異なり、わが国の場合には、個別銘柄の信用取引を少額の繰延料・証拠金で容易に行えるシステムが存在していたのである。資金調達手段（資本市場）としての株式市場の機能は後退したものの、価格発見機能が維持されていたという点で、わが国の株式市場は米国に匹敵する機能を有していたと言える。

1730年に江戸幕府から公認された大坂堂島米会所における先物取引の伝統を引き継ぎ、日本の取引所取引の価格決定機能の高さが維持されたと考えることもできよう。取引所取引における日本の伝統は、戦時期の緊急事態にあっても、価格形成を重視し続けたという点で刮目すべきであり、わが国の株式市場の機能も捨てたものではなかったのである。

（注記）

1. 本稿は、平山賢一（2022）「戦前期の株式市場機能と短期清算取引」『証券経済研究』第117号、77～98頁を基に作成。
2. 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』56巻第1号、16頁参照。
3. 特に清算取引の中でも短期清算取引は、その売買高が全国取引所の売買高の8割を占めており、長期清算取引が1日当たり4回（前場と後場の寄付値・引値の計4回）のみの値付けに対して、通時的に取引がされていたため（ザラバ取引）、株価形成の柔軟性が高かったのである。
4. 寺西重郎（2010）「戦前期株式市場のミクロ構造と効率性」『金融研究』第29巻第3号、235頁参照。価格情報の意味では極めて効率的であったが、「その効率性が実物的な資源配分に関わる資金配分にまで及ぶものであったか否かの判断については、この意味で大きな疑問符がつく」としており、株式市場機能について分けて考える必要がある点を指摘している。
5. 平山賢一（2019）『戦前・戦時期の金融市場』日本経済新聞出版、178～181頁参照。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第3号）以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード・プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2022年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

●TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。●MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。●NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社に帰属します。●FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。●当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。