

# 昭和初期における金融統制と株式投資成果の再評価

## —昭和初期の日本株式リスク・プレミアム—

埼玉大学大学院生 平山賢一

本研究は、「昭和初期株式パフォーマンスインデックス (Equity Performance Index; EQPI)」算出を通して、金融統制が日本株式市場のリスク＝リターン特性に与えた影響について検証するものである。

戦前期株式市場は、わが国特有の市場制度が存在していたため、その特性を反映した投資収益率 (リターン) 算出手法を採用することが求められる。具体的には、戦前期特有の株式市場制度を踏まえた投資収益率の算出を行うためには、①旧株と新株の峻別、②旧株の権利落修正、③新株の株式分割制度による追加払込修正、④新株按分も考慮した配当再投資修正を行う必要がある。この算出手法を整理した上で、1924年6月から1944年11月までの20年超の期間にわたり、東京株式取引所の短期清算市場 (計38銘柄) を対象にした投資収益率 (月次) とその標準偏差 (月次リスク) を求めている。EQPI は、この個別銘柄の価格指数 PI (Price Index)、修正株価指数 API (Adjusted Price Index)、配当込修正株価指数 TRI (Total Return Index) を計算した上で、時価総額加重平均により算出することが可能である。

昭和初期の株式市場は、その代表銘柄である東京株式取引所株 (東株・新東株) の株価が上昇しなかったことから、投資対象として魅力が薄いと認識されがちである。しかし、短期清算市場の投資成果を再評価するならば、配当再投資効果を勘案すると年率6.86%となり、同期間の短期金融市場の投資収益率である3.64%を上回っていたことが明らかになった。その差であるリスク・プレミアムは3.22%であり、さらに国債市場全体の投資収益率5.67%も1%超上回っていることから、金融統制が強化されていく時代にあっても、株式市場は想定以上に魅力度を保っていたと言えそうだ。

さらに本研究では EQPI のリスク水準の時系列推移、国債市場全体に投資したときの投資成果を表す昭和初期国債パフォーマンスインデックス (GBPI) との関係性、金融統制が強化された1940年代前半のインフレ調整後リターンやリスク調整後リターンなどについて検討を加え、金融統制期の株式市場の特性を明らかにすることを試みている。