

1930年代の東京株式取引所における取引銘柄¹

Stocks Traded on the Tokyo Stock Exchange in the 1930s

齊藤 直

Nao SAITO

1 はじめに

本稿の課題は、戦前の株式市場が日本経済において果たした役割について解明する作業の一環として、1930年代の東京株式取引所において売買されていた銘柄についての実態を明らかにすることにある。

両大戦間期（以下、戦間期）の日本において株式取引の規模が大きかったことを先行研究が指摘している。岡崎・浜尾・星[2005]が示したように、戦間期の日本における株式市場の規模は当時において世界最大であり、1990年代の先進諸国と比較しても上位にあたる規模であった。その一方で、戦前の株式市場はある種の「賭博場」であったと評されることもある。例えば、野田[1980]のような金融史分野の代表的な先行研究も、当時の株式市場をそのように評している。したがって、このような異なるイメージを統合して戦間期の株式市場を捉えることが重要になる。

もっとも、戦前日本における株式取引について、基本的な情報ですら十分に整理されているとは言い難い。そうした基礎作業を行うことなしに、当時の株式取引についての評価を行うことは本

1 本稿は科学研究費補助金（基盤研究C、課題番号19K01794）の成果の一部である。

来容易ではないはずである。筆者も、戦間期の株式取引所における銘柄別売買高に関する複数の論稿を公表してきたが²、そうした基礎作業の範疇に含まれる研究成果の蓄積はいまだ十分ではない。

以上を踏まえ、本稿では、戦前の株式取引所を「賭博所」と捉えることが適切であるのか否かという問いを念頭に置きつつ、1930年代の東京株式取引所を対象として、そこで行われた清算取引（長期清算取引、短期清算取引）において売買された銘柄に関する情報を整理することを課題とする³。東京株式取引所を検討の対象にする理由は、同取引所が戦前の日本において最大の売買高を誇る株式取引所であったという点、および、短期清算取引への売買高の集中が著しかった他の取引所とは異なり、長期清算取引の売買高も大きかった点にある⁴。また、清算取引を検討の対象にするのは、それが戦前の取引所における株式取引の中心であったという点⁵、および、戦前においては実物取引に取引所集中義務が存在せず、取引所での売買が実物取引の全体像を示すわけではない点を理由とする⁶。

本稿は以下のように構成される。第2節では、先行研究を整理したうえで、本稿の分析視角を提示する。第3節では、1930年代の東京株式取引所で行われた清算取引（長期清算取引、短期清算取引）において売買された銘柄に関する情報を整理し、特に銘柄別売買高の集中度に関する検討を行う。第4節では、本稿の検討結果を要約する。なお、本稿では、銘柄別売買高に関する情報を、

2 齊藤・佐藤 [2019]、齊藤 [2023] が該当する。

3 1930年代を対象とするのであれば、具体的には、30～39年の10年間を対象とするべきであるが、本稿で利用する資料の刊行時期との兼ね合いにより、31～40年の10年間を対象とする。

4 齊藤 [2023]、表1。

5 同上。

6 齊藤・佐藤 [2019]、133頁。

『東京株式取引所統計月報』により把握する⁷。また、以下では、東京株式取引所を東株と略記し、東株が発行している株式を表記する際には東京株式取引所旧株、東京株式取引所新株のように、省略せずに表記する。

2 先行研究と分析視角

2-1 先行研究

戦前日本の株式市場についての先行研究は決して多くはないが、近年、研究がある程度進みつつある⁸。本節では、戦間期における日本の株式市場に関する先行研究を整理しておく⁹。

戦間期における日本の株式市場は、その規模が非常に大きかったことが知られている。岡崎・浜尾・星 [2005] は、上場企業の株式時価総額および株式売買高のGNPに対する比率を指標として、株式市場の規模に関する国際比較を行った。そして、1936年における日本の株式市場の規模が非常に大きかったことを示した。具体的には、株式時価総額のGNPに対する比率は、同時期におけるアメリカのそれを大きく上回り、1990年代の先進諸国と比較しても上位にあたる数値であった。また、株式売買高のGNPに対する比率については、同時期のアメリカはもとより、1990年

7 東京株式取引所では1930年9月（改1号）より『東京株式取引所統計月報』が刊行されている。同資料の1930年9月号が「改1号」とされている事実が示唆するように、これ以前の時期にも「月報」が存在したが、本稿では検討の対象としない。

8 日本金融史分野の研究成果で、銀行と資本市場が別々に分析対象とされ、前者の蓄積が相対的に厚いことによる面がある。資本市場を視野に入れて日本金融史を描写する意義は大きいといえる。その点において特筆される先行研究が寺西 [2011] であるが、同書に対する書評である齊藤 [2013] でも、銀行と資本市場の双方を視野に入れた金融史研究の意義を指摘している。

9 企業金融や株主構成、あるいは証券業者に関する研究成果については、ここでは取り上げない。

代の先進諸国との比較においても最も高い数値であった¹⁰。以上の事実は、戦間期における日本の株式市場が発展していたことを示すとともに、特に株式売買高のGNPに対する比率の高さが際立っていたという点は、株式市場のうち流通市場の機能が著しく発展していたことを示唆する。

その一方で、戦前の株式市場については、「賭博場」と評価されることもある。具体的には、野田 [1980] は「公認の賭博場」という表現で、寺西 [2012] は「官許の賭博場」という表現で、それぞれ戦前の株式市場を捉えている¹¹。寺西 [2012] では、1893年に制定された取引所法において規定された、(1) 取引所の組織形態を会員組織または株式組織とし、営利企業としての株式組織の取引所を認めたこと、(2) 仲買人に委託売買だけでなく自己売買を行うことを認めたこと、(3) 実物取引（現物取引）とともに、差金決済が可能な清算取引を認め、後者についてのみ取引所集中主義を適用したこと、(4) 取引上の違反行為に際して取引所の強制担保責任（損害賠償責任）を確定したことの4点が、株式取引所の投機的性格の醸成に寄与したとの見解が提示された¹²。実際、短期清算取引において東京株式取引所新株（「新東」と呼ばれた）や鐘淵紡績新株（「新鐘」と呼ばれた）など一部の銘柄で多額の売買が繰り返され、しかも差金決済が行われることが通例であったことを踏まえれば、「賭博場」という評価にも説

10 岡崎・浜尾・星 [2005]、16頁、および図2a、2b。

11 野田 [1980]、269頁、寺西 [2012]、100頁。

12 寺西 [2012]、100頁。

13 ただし、短期清算取引が創設されたのが1920年代前半（東株では1924年6月）であり、全国の取引所の売買高において圧倒的に高い構成比を記録したのが、その短期清算取引であった（齊藤 [2023]、表1）。したがって、株式取引所が投機的性格を有したことについて、1893年に制定された取引所法の規定に背景を求めるのみでは必ずしも十分な説明にはならないであろう。

得的な面がある¹³。

それでは、戦前の日本において株式市場が高度に発展していたという見解と、株式取引所を「賭博場」とする見解の間の関係をどのように考えればよいであろうか。もちろん、2つの見方が矛盾するわけではない。岡崎・浜尾・星 [2005] の分析は、株式時価総額や株式売買高といった量的な指標に着目したものであり、しかも、特に数値が大きかったのは流通市場に関する指標（株式売買高/GNP）であった。投機的な取引が積極的に行われた結果として、株式売買高が大きくなったとすれば、2つの見解は併存し得る。それゆえに、株式市場、とりわけ流通市場の規模が大きかったことを前提としたうえで、株式の売買が行われた取引所を「賭博場」と捉えることにどの程度の妥当性があるかについて考える必要があるだろう。

そのための基礎作業として、株式取引の具体的な状況を明らかにすることには大きな意義がある。近年、齊藤・佐藤 [2019]、齊藤 [2023] など、戦前の株式取引所における銘柄別売買高に関する情報の整理が進みつつある。ただし、その進捗はいまだ十分ではなく、さらなる研究成果の蓄積が待たれる。本稿には、そう

14 本稿では主たる検討対象とはしないが、戦前の株価に関する研究も近年進展しつつある。片岡・丸・寺西 [2004a] [2004b] は、明治後期の株式市場を対象として情報効率性の程度を分析し、セミ・ストロング型では効率的とはいえないが、ウィーク型では効率的であるという結果を得ている。ただし、寺西 [2012] の整理によれば、「価格情報の意味では極めて効率的であった」(100頁)のに対して、「上場企業の行動を綿密に調べて将来利潤の高い企業やプロジェクトを選択するという意味での効率性は必ずしも高いものではなかった」(101頁)というように、資源配分における効率性は高くなかったとされる。一方、最近の成果である鈴木・結城 [2022] は、関東大震災前後の時期における複数の銘柄を対象として、日次株価を用いた分析を行い、企業に対する震災の影響が速やかに株価に反映されていた可能性が高いことを示すとともに、事例分析に基づく知見を加えることにより、資源配分の面でも一定程度の効率性を備えていた可能性を示唆した。

した基礎作業を一步進める役割がある¹⁴。

2-2 分析視角

以上を踏まえ、本稿では、戦前の株式取引所を「賭博所」と捉えることが適切であるのか否かという問いを念頭に置きつつ、1930年代の東京株式取引所で行われた清算取引（長期清算取引、短期清算取引）において売買された銘柄に関する情報を整理する。

それでは、何をもち「賭博場」と考えればよいのであろうか。この点を一義的に定めることは不可能である。客観的な基準により判断するためには、「賭博場」の定義が必要になるが、それを明確に定義することは簡単ではない。また、同時代における主観的な捉え方に着目するにしても、投資主体の心の内を覗くことができない以上、取引所での株式に参加した主体が当時の取引所をどのように捉えていたのかも正確には把握できない。観察可能な現象から総合的に判断することが必要になる。

株式取引所を「賭博場」と捉えることができるか否かを判断する方法について、ひとつの可能性として、特定の銘柄への売買高の集中に着目することが考えられる。所有権の移転を伴う実物取引とは異なり、先物取引であり、かつ差金決済が行われることが通例であった清算取引において、特定の銘柄への売買高の集中が著しいとすれば、それは投機的な売買が行われていた結果である可能性を否定できない。もちろん、リスクが高い銘柄に売買が集中しているのであれば、それを先物取引の本来の役割を果たしていた結果と考えることもできる。したがって、集中度の高低について確認した上で、集中度が高い場合に、どのような銘柄が積極的な売買の対象になっていたのかを検討する作業が必要になる。

銘柄別のリスクの高低を判断する上では、株価の時系列的な変動に着目するのが通例的な方法である。より具体的には、銘柄ごとに株価の標準偏差を計算し、その値が大きい銘柄ほど株価が変

動する可能性が高い、高リスクの銘柄と捉えるのである。このように、銘柄別のリスクを株価の時系列的な変動で把握するのは、確かに標準的な方法ではある。しかし、清算取引において株価の変動が大きな銘柄の売買高が大きかった場合に、それが、(1) リスク回避を目的として先物取引を行った結果によるものか、(2) 株価の変動を活かして短期的な売買により利益を得ようとする投機的な売買が重なったことによるものか、識別できないという問題が残る。その識別は、株価の時系列的な変動といった単一の基準によって行うことは不可能である。先に「総合的に」判断する必要があると記したのは、そうした認識による面がある。

3 東京株式取引所における取引銘柄

3-1 銘柄別売買高のデータについて

「はじめに」の末尾に記したように、本稿では、銘柄別売買高に関する情報を、『東京株式取引所統計月報』により把握する。同資料には、長期清算取引、短期清算取引、実物取引において売買された銘柄につき、その売買高（株数、金額）が掲載されている。また、金額ベースの売買高を株数ベースの売買高で除すことによって、月次の平均株価を得ることもできる¹⁵。

本稿の執筆に先立ち、『東京株式取引所統計月報』に掲載された銘柄別売買高をデータベース化した。本稿は、そのデータベースを利用した初期の研究成果のうちの1本にあたる¹⁶。なお、本

15 月次ないし年次の平均株価に関する情報は、主要な銘柄については『株界二十年』（各年版）などの資料から得ることが可能であるが、主要ではない銘柄、あるいは、全ての銘柄の平均株価に関する情報を得ることは困難である。結局のところ、『東京株式取引所統計月報』に掲載された銘柄別売買高の数値から算出するのが、迂遠ではあるが、最も効果的な方法といえるのかもしれない。

16 同データベースを利用した初期の研究成果のうちの別の1本が齊藤[2023]である。

稿では、原則として株数ベースの売買高に依拠して検討を行う。

3-2 売買の対象となった銘柄数

1931～40年の東株において長期清算取引、短期清算取引の売買高が上位であった銘柄に関する情報が表1に示されている¹⁷。

1931～40年の全ての年において、短期清算取引の売買高が長期清算取引のそれを上回っている。それを踏まえれば、1930年代の東株における株式取引の中心が短期清算取引であることは確かである。ただし、短期清算取引と長期清算取引の売買高の差は、他の取引所においては東株以上に著しく、むしろ東株は長期清算取引が積極的に行われた唯一の取引所であった。先行研究の成果に依拠して具体的な数値を示せば、1931～40年の合計で、東株の株式売買高における長期清算取引の構成比は株数ベースで36.5%、金額ベースで27.3%であったが、東株以外の取引所について同様の数値を見れば、大阪株式取引所で9.8%、7.0%と1割未満であり、その他の取引所については、朝鮮取引所の2.6%、1.1%を除いて、いずれも1%未満に過ぎなかった。また、同時期における全国の取引所の売買高において東株が占めた比率を見れば、短期清算取引が株数ベースで29.4%、金額ベースで28.7%であったのに対し、長期清算取引の同様の数値はそれぞれ82.7%、80.1%であり、東株の地位は際立っている¹⁸。東株を、戦前の日本で長期清算取引が積極的に行われた唯一の取引所とするのも、あながち無理な評価とはいえないであろう。戦前の日本には多くの株式取引所が存在したが、そのなかで東株は固有の役割を果たしていた可能性が

17 表1に示されている銘柄数は、実際に売買があった銘柄の数であり、上場されていた銘柄の数を示しているわけではない。表2についても同様である。なお、東株に上場されていた銘柄数に関する情報は、岡崎・浜尾・星 [2005]、図4aに整理されている。

18 齊藤 [2023]、表1による。なお、ここでは短期清算取引が行われなかった横浜取引所については考慮していない。

ある。

次に、長期清算取引と短期清算取引において売買された銘柄の数について見れば、後者において売買の対象となった銘柄が少なかった。しかも、両取引において売買された銘柄数の差は大きかった。長期清算取引で売買された銘柄数に対する短期清算取引のその比率を求めれば、最も低い年（1932年）で7.5%（14銘柄／186銘柄）、最も高い年（1936年）で14.8%（31銘柄／210銘柄）であり、10年間の平均は11.4%であった。年による多少の違いはあるものの、全体として見れば、短期清算取引で売買された銘柄の数は長期清算取引の1割あまりに過ぎなかったことになる。取引所集中義務が存在した清算取引においては、上場基準が存在した¹⁹。しかも、東株は短期清算取引において特に厳しい上場基準を課していたとされている²⁰。それを踏まえれば、短期清算取引で売買の対象とされた銘柄が少数にとどまったことは不自然ではない。一方、長期清算取引で売買の対象とされた銘柄が相対的に多数であった点については、上場基準が短期清算取引ほど厳しくなかったことによる面もあるだろうが、他の取引所で長期清算取引の売買高が限定的であり、全国の長期清算取引の需要が東株に集中した面があると考えられることから、その結果として、東株の長期清算取引で売買された銘柄の数が多くなったという可能性も否定できない。

3-3 売買高が上位の銘柄（1）：短期清算取引

次に、前出の表1に依拠しながら、売買高が上位であった銘柄について確認する。

19 戦前における上場制度について検討した先行研究として、小林 [2012]、第6章がある。また、岡崎・浜尾・星 [2005] でも簡潔に紹介されている。

20 岡崎・浜尾・星 [2005]、23頁。

最初に短期清算取引について見れば、1931～40年の全ての年において、東京株式取引所新株が最大の売買高を記録した。短期清算取引の売買高全体に占める東京株式取引所新株の構成比は、最高で71.3%（1931年）、最低で37.5%（1937年）であり、10年間の平均は52.8%と過半に達した。1930年代には、日本産業（1937年12月以降は満洲重工業開発）旧株や日本鋼管旧株といった重工業分野の企業など、「花形株」と位置付けられる新たな銘柄の売買が増加するとともに、とりわけ日本産業旧株は短期清算取引が行われていた全ての取引所で売買の対象となり、全取引所における短期清算取引の売買高の17.5%を占めた²¹。そうした新たな「花形株」を含めて、短期清算取引における売買の対象とされる銘柄が増加するなかで、最も低い年でも4割近い構成比を占めた東京株式取引所新株の売買高の大きさは他の銘柄から隔絶したものであったといつてよい²²。

東京株式取引所新株に次ぐ売買高を誇った銘柄としては、日本産業旧株と鐘淵紡績新株が挙げられる。1931～40年のうち、5年は日本産業旧株が売買高で2位であり、3年は鐘淵紡績新株が2位であった（残り2年は鐘淵紡績旧株が2位）。いずれも、東京

21 齊藤 [2023]、表3。

22 何をもって「花形株」とするのか、具体的にどの銘柄が「花形株」であったのかという問いに正確に回答することは難しい。前者の問いについては、当時における市場参加者による主観によって規定されていたという面が強く、「多くの売買が行われ、その価格動向が広く注目を集めた銘柄」というように漠然と捉えるほかないであろう。後者の問いについては、例えば、東洋経済新報社編『新東・大新・新鐘・日産・鋼管・東電日表』のように、日次株価を集成した資料が刊行されていたことが示すように、東京株式取引所新株、大阪株式取引所新株、鐘淵紡績新株、日本産業旧株、日本鋼管旧株、東京電燈旧株は、当時において「花形株」と捉えられていた銘柄と考えてよいであろう。なお、大阪株式取引所新株は、東株での売買高は限定的であり、大阪株式取引所、および西日本に所在の取引所での売買高が大きかった（齊藤 [2023]、表3）。

株式取引所新株の売買高には及ばないものの、当時の株式取引における代表的な銘柄といってよいであろう。

このうち、鐘淵紡績については、1938年に鐘淵紡績新株ではなく、鐘淵紡績旧株が売買高で2位となっているのは興味深い現象である。鐘淵紡績旧株は、1931年には売買高の構成比が9.9%で、東京株式取引所新株に次ぐ2位であったが、その後は31年に6位（2.8%）、32年に8位（1.9%）と順位を下げ、34～37年には10位以内にも入らない状況が続いていた。しかし、鐘淵紡績旧株の売買高は、1938年にいきなり2位（8.2%）となり、それに対応するように前年に2位であった鐘淵紡績新株が姿を消している。さらに、1939年には再び鐘淵紡績新株が売買高で2位（8.2%）となり、40年まで2位を維持している。これらはいささか不自然と感じられる動向であるといえよう。

1938年に、鐘淵紡績新株が姿を消したのは、追加払込徴収が行われたことで、全額払込済となったことによるものであった²³。決算期でいえば、1937年12月期に従来の新株が全額払込済となり、38年12月期に新株が発行されている²⁴。したがって、鐘淵紡績新株が表から姿を消していることに不自然はない。むしろ注目すべきは、鐘淵紡績旧株の売買高が1938年にいきなり増加した点である。わずか20～30銘柄しか売買されていなかった短期清算取引において、4年間（1934～37年）にもわたって売買高で10位以内に入らなかった銘柄が、1938年になって構成比で2位（8.8%）にあたる売買高を記録したという点は、いかにも不自然である。

もちろん、新株が全額払込に到達したという事実は、近い将来における新株発行が予想されることを意味するため、新株発行が

23 長期清算取引、短期清算取引ともに、鐘淵紡績新株は1938年1月から12月までのちょうど1年間、売買されていない（『東京株式取引所統計月報』各号）。

24 鐘淵紡績株式会社「報告書」（各期）。

アナウンスされた際における株価の変動を投資主体が予想したことで、短期清算取引における売買高が増加した可能性も否定できない²⁵。とはいえ、そうしたリスクを回避するために先物取引を利用するというのであれば、3か月を対象とする長期清算取引の方が適しているはずであり、実際に1938年の長期清算取引における鐘淵紡績旧株の売買高は、前後の年よりも大きくなっている²⁶。短期清算取引の売買高の中にも、一定程度はそうしたリスク回避の意図でなされた売買に対応した部分が含まれた可能性があるが、そのみで1938年の売買高（477万1980株、8.2%）を説明することには無理であろう。やはり、従来における鐘淵紡績新株の売買が投機的な要素を含んでおり、同銘柄が存在しなくなったことにより、その売買に向けられていた資金のうちの相当部分が、鐘淵紡績旧株の売買に向けられたと考える方が自然であろう²⁷。

25 戦前における新株発行は、株主割当の形で行われることがほとんどであった（志村 [1969]、221-222頁、および第4-11表）。したがって、株式を保有している企業で新株発行が行われるとすれば、株主は新株引受権を得ることができると期待することになる。それを前提にすれば、新株発行がアナウンスされた場合、あるいは近い将来にそのアナウンスが予想される場合に、株価が変動しても不自然はない。

26 表1（長期清算取引）に掲載されていない（すなわち売買高で10位以内に入っていない）ことから、ここで前後の年における鐘淵紡績旧株の売買高について確認しておく。長期清算取引における鐘淵紡績旧株の売買高は、1937年には41万4240株（0.7%）で45位、39年には36万8460株（1.1%）で29位であった（出所は表1と同じ）。

27 実際には起こらなかったことであるが、仮に東京株式取引所新株に対して追加払込徴収が行われて全額払込済となり、旧株に併合された場合に、銘柄別の売買高にどのような影響があったのかを推測することは非常に興味深い。東京株式取引所新株の売買に向けられていた多額の資金は、別の銘柄の売買に向けられたはずである。しかし、残念ながら、という表現は適切ではないかもしれないが、東株が最後の追加払込徴収を行うことはなく、戦時統制の一環として短期清算取引が廃止される時期まで東京株式取引所新株は存在し続けた。

上記以外の銘柄についても概観しておく。1931～40年の10年間のうち、短期清算取引の売買高が10位以内に入った回数により判断すれば、東京電燈旧株が9年（30～39年）、帝国人造絹糸新株が6年（34～35、37～40年）、大阪株式取引所新株が5年（34～35、37～39年）、日本郵船新株が5年（35、37～40年）、日本石油旧株が4年（31～33、36年）、日本鋼管旧株が4年（34～36、38年）、日本曹達旧株が4年（37～40年）、日魯漁業旧株が4年（33～36年）、南満洲鉄道新株が3年（31～33年）、東洋レーヨン新株が3年（34～35、38年）、明治製糖旧株が3年（31～33年）であった。売買高で上位10位に入った年数が3～5年の銘柄が多いという事実は、10年を通して売買高が上位である銘柄は決して多くないという印象を与え得るが、それは適切ではない。短期清算取引で売買の対象となった銘柄は、1931～32年の14銘柄から36年の31銘柄へと大きく増加し、30年代後半には化学繊維産業など、新たな分野の銘柄が新たに売買されるようになった。売買の対象とされた銘柄数が20銘柄未満であった1933年までとそれ以降を分けて考えれば、それぞれの時期において売買高が上位の銘柄は固定的であったと考えるべきであろう。言うまでもなく、南満洲鉄道新株、日本石油旧株、明治製糖旧株は1931～33年に継続して積極的な売買が行われた銘柄であり、帝国人造絹糸新株、日本郵船新株、日本鋼管旧株、日本曹達旧株などは34年以降に上位を賑わせた銘柄である。

それを踏まえたとえ、さらに、全ての、あるいはほとんどの年で上位の売買高を記録していた前出の東京株式取引所新株、日本産業旧株、鐘淵紡績新株の存在を考慮に入れば、1930年代の短期清算取引においては、一部の銘柄において極めて積極的な売買が行われていたといえる。しかも、1938年前後における鐘淵紡績新株、同旧株の事例は、当時の短期清算取引において投機的な目的で売買が行われていたことを示唆する。こうした事実のみか

ら積極的に肯定することはできないが、株式取引所を「賭博場」と捉える先行研究の見解と、少なくとも矛盾しない状況にあったということは可能であろう。

3-4 売買高が上位の銘柄 (2) : 長期清算取引

次に、引き続き前出の表1に依拠しながら、長期清算取引において売買高が上位であった銘柄について確認する。

長期清算取引においても特定の銘柄への売買高の集中は見られるが、短期清算取引ほど顕著ではない。1930年代の長期清算取引において最も積極的に売買された銘柄は、短期清算取引と同様に、東京株式取引所新株であった。ただし、他の銘柄との売買高の差は、短期清算取引の場合ほど大きくない。1931年(23.0%)を除けば、長期清算取引における東京株式取引所新株の売買高の構成比は高くとも10%前後(最高で38年の11.7%)であった。しかも、1931~40年の全ての年において東京株式取引所新株が最大の売買高であったわけではなく、34、35年には東京電燈旧株が売買高の首位であり、この両年において東京株式取引所新株は売買高の順位でそれぞれ3位(5.5%)、2位(8.6%)であった。なお、長期清算取引においては、東京株式取引所旧株も安定的に上位の売買高を記録しており、1931~40年の全ての年において上位10位以内に入っている。

上記のように、全体として見れば東京株式取引所新株は長期清算取引において最大の構成比を誇る銘柄ではあったが、短期清算取引の場合に比較すれば、売買高は不安定であったといえる。ただし、この点については説明を付加する必要がある。表2には、1931~40年を対象として、東株の長期清算取引、短期清算取引における東京株式取引所新株の売買高の推移が示されている。また、同表の最下部には、東京株式取引所新株の売買高およびその構成比の変動係数(標準偏差を平均で除した値)が掲載されている。

既述のように、長期清算取引においては、1931年の東京株式取引所新株の売買高が非常に大きかったが、これが変動係数を大きくしている²⁸。とはいえ、その後の推移を踏まれば、1931年における売買高の構成比を不自然なものと考えらるべきであることから、同表では1931年を除いた変動係数も掲載している²⁹。この1931年を除いた変動係数を見れば、売買高の変動係数は短期清算取引で、構成比の変動係数は長期清算取引で、それぞれ相対的に大きい。換言すれば、長期清算取引における東京株式取引所新株の売買は、毎年似通った規模で行われており、全体の売買高は年により大きく変動したことから、結果的に、売買高の構成比の変動が大きくなったと捉えることができる³⁰。この点に対する解釈は一意には定まらないが、長期清算取引の売買高が短期清算取引のそれよりはるかに小さいことから、常に同じような規模で投機的な売買が繰り返されていた結果と捉えることは困難であり、価格変動のリスクを回避する目的で長期清算取引を利用する需要が常に一定程度存在し、それを満たすだけの売買が行われた結果として売買高が安定的であったと捉える方が適切であろう。

表2 清算取引における東京株式取引所新株の売買高（1931-40年）

	長期清算取引			短期清算取引		
	売買高	構成比	全銘柄	売買高	構成比	全銘柄
1931	5,867,540	23.0	25,471,280	32,593,350	71.3	45,683,290
1932	4,001,190	9.5	41,928,300	35,837,520	65.6	54,637,950
1933	3,482,350	6.9	50,823,670	34,739,830	57.3	60,605,340
1934	2,740,720	5.5	49,955,980	21,161,190	39.6	53,470,880
1935	2,906,400	8.6	33,811,780	28,713,670	48.2	59,606,310
1936	3,257,440	7.3	44,693,610	23,689,620	44.2	53,576,240
1937	3,061,730	5.4	56,219,000	32,572,240	37.5	86,970,680
1938	3,429,510	11.7	29,364,870	33,057,910	56.9	58,130,750
1939	3,355,860	9.7	34,496,790	35,175,130	58.4	60,209,590
1940	3,181,390	8.3	38,201,330	33,605,330	49.5	67,958,190
変動係数	0.25	0.53	0.25	0.16	0.21	0.19
(31年除く)	0.11	0.25	0.21	0.17	0.19	0.17

(出所) 東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』所収のデータより作成。

東株は、言うまでもなく株式などの証券の売買を行うための取引所であり、その収入の大半は売買手数料であった³¹。東株で売買されていた銘柄は多く、特定の銘柄を見れば売買高の時系列的な変動が大きいものも存在するが、全ての銘柄を合わせれば売買高の時系列的な変動は小さくなるというのが常識的な考え方である³²。そのため、東京株式取引所新株の価格変動リスクは年により大きく変動しなかったものと想定している³³。

次に、1930年代半ばに2年間にわたって売買高が首位となった東京電燈旧株について確認すれば、同銘柄も常に売買高が上位にあったわけではない。表1に戻って確認すれば、東京電燈旧株は、1937年までは長期清算取引の売買高で上位5位までに入っていたが、38年には6位となり、39、40年には上位10位以内に含まれていない。なお、1939年には46万9870株（1.4%）で12位であり、40年には36万8840株（1.0%）で38位であった。最も多い年（1934

28 これが1920年代から継続した現象であるのか、31年のみに該当する現象であるのかを、本稿の段階で判断することはできない。さしあたり1931年は例外的な売買高の構成であった年と捉え、検討を進める。

29 短期清算取引については、1931年を加えても除いても、売買高とその構成比の変動係数に大きな違いは生じない。

30 一方、短期清算取引における東京株式取引所新株の売買は対照的であり、売買高の変動が大きく、売買高の構成比の変動は相対的に小さかった。短期清算取引については、東京株式取引所新株の構成比が大きく、既述のように10年間の合計では全体の過半に達することから、構成比の変動を売買高全体の推移との関係で説明することは適切ではないが、売買高の変動が大きかった点については特徴として指摘してよいであろう。

31 一例として1935年11月期について見れば、385万7132円の収入のうち、売買手数料が283万8200円（うち長期取引手数料152万7731円、短期取引手数料122万7350円、実物取引手数料8万3119円）であり、これは、収入全体の73.6%にあたる（東京株式取引所「第八十五回営業報告書」1935年11月期）。

32 東株の株式が、ある意味では株価インデックスと捉えられるということであり、東京株式取引所新株の株価が、さまざまな統計書などに掲載された理由も、その辺りにあると考えられる。

年)には355万株を超える売買高があったことを踏まえれば、非常に大きな差であるといえよう。

その他の銘柄についても、長期清算取引における売買高の動向は短期清算取引におけるそれとは大きく異なっている。短期清算取引で有力な銘柄であった日本産業(満洲重工業開発)旧株と鐘淵紡績新株は、長期清算取引においても大きな売買高を記録した³⁴。ただし、1931~40年の10年間において、日本産業旧株が上位10位以内に9年間(32~40年)入ったのに対し、鐘淵紡績新株が売買高で上位10位以内に入ったのは4年間(31~32、39~40年)のみであった³⁵。ほとんどの年において200を超える銘柄が売買されていたことから、4年間において売買高で上位10位以内に入るのみでも十分に高い人気を誇った銘柄といえるが、短期清算取引で東京株式取引所新株に次ぐ位置付けの銘柄であったことを踏まえれば、相対的には積極的な売買が行われていなかったと捉えるべきであろう。

上記以外の銘柄について見れば、日魯漁業旧株が4年(32~35年)、日本鉱業旧株が3年(34~35、39年)、日本曹達旧株が3年

33 東京株式取引所新株は1932年中に追加払込徴収が行われ、払込済金額が25円から37.5円へと変化していることから、その後の1933~40年の8年間(96か月間)の月次平均株価の変化率の標準偏差を算出すれば、0.059であった(『東京株式取引所統計月報』(各号)所収のデータより算出)。なお、月次平均株価は、3節の冒頭で説明したとおり、売買高(金額)を売買高(株数)で除すことによって得ている。参考までに、17銘柄(旧株、新株の双方が売買されていた企業)を対象として1934~36年の月間収益率の標準偏差を算出した野地・葛西・三和[2018]が提示した数値と比較しても、上記の数値は新株の中では相対的に低い部類に入る(同論文、表2)。なお、同論文では月間収益率の計算に配当を含めていないことから、同論文の「月間収益率」は本稿で計算した月次株価の変化率と同様の数値となるはずである。

34 日本産業(満洲重工業開発)新株、鐘淵紡績旧株も、それぞれ5年(32~33、36~38年)、2年(31、38年)にわたって売買高が上位10位以内に入っている。

(38～40年)、日本電気工業（昭和電工）旧株が3年（36～37、40年）など、売買高で上位10位以内に複数回入っている銘柄もある。とはいえ、売買の対象とされた銘柄数が多いことから当然ともいえるが、多くの年数にわたって売買高が上位となっている銘柄は、短期清算取引に比較して少ないというべきであろう。また、日本鋼管のように、旧株（33、35年）、新株（35、38年）、第二新株（36～37年）、優先株（33～35年）といった同一企業の多様な銘柄が、異なる時期にそれぞれ売買高で上位になる事例もある。あるいは、大阪商船新株（37、39年）のように大阪株式取引所で主に売買された銘柄が上位10位以内に入ることもあった。松竹旧株のようなサービス業の銘柄が、戦時期の1940年に8位（1.6%）の売買高を記録していることも興味深い。

全体として、長期清算取引においても、一部の銘柄への売買高の集中は見られたが、それは短期清算取引の場合ほど顕著ではなかった。また、10年間にわたって、あるいはそのほとんどの時期において売買高が上位にあったのは、東京株式取引所新株、日本産業旧株のみであった。それ以外の銘柄については、むしろ年によって売買高が上位となる銘柄が大きく異なっていたと考えられる。そして、時期によって異なる銘柄の売買高が大きかったという事実は、それぞれの時期に価格変動リスクを回避するために長期清算取引を行う需要があった銘柄の取引が行われていた可能性を示唆する。それは、先物取引としての特徴を持つ清算取引に本来期待される機能であった。短期清算取引の場合とは異なり、長期清算取引において、株式取引所を「賭博場」と捉える先行研究の見解と矛盾しない特徴を見出すことは難しいと考えるべきであろう。

35 日本産業のように、多くの分野における子会社の株式を保有する持株会社としての特徴を有していた企業の株式についても、前出の取引所株に関する議論と同様の考え方をとるべきかもしれない。

3-5 売買高の集中度

前項までに触れたとおり、1930年代の東株で行われた清算取引においては一部の銘柄への売買高の集中度が高く、特にそれは短期清算取引において顕著であった。その点を踏まえ、本項では、両取引における売買高の集中度について、数値的な指標を利用して確認しておく。表3には、1931～40年の東株における長期清算取引、短期清算取引の売買高を示す指標が掲げられている。具体的な指標としては、各年の売買高における上位5銘柄、10銘柄、20銘柄の構成比、およびハーフィンダール指数（各銘柄の構成比の2乗の和）を用いている³⁶。

表3 東京株式取引所における銘柄別売買高の集中度（1931-40年）

	長期清算取引					短期清算取引			
	銘柄数	top5	top10	top20	HI	銘柄数	top5	top10	HI
1931	160	45.1	57.3	73.1	0.074	14	94.0	98.7	0.528
1932	186	24.1	34.7	49.9	0.023	14	85.4	97.0	0.445
1933	201	22.8	33.1	46.2	0.019	18	83.2	92.9	0.357
1934	224	23.1	33.0	46.6	0.019	25	80.3	91.4	0.223
1935	222	29.1	38.5	52.2	0.027	26	80.6	91.5	0.276
1936	210	22.0	31.6	45.2	0.018	31	74.1	86.1	0.224
1937	205	20.2	32.3	46.3	0.017	27	60.5	78.5	0.165
1938	211	27.4	39.1	54.4	0.028	26	77.0	88.1	0.339
1939	208	21.4	30.2	43.3	0.020	28	74.7	84.7	0.353
1940	205	17.2	25.1	38.3	0.016	25	73.9	85.4	0.267

（出所）東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』所収のデータより作成。

（注）top5、top10、top20は上位5、10、20銘柄の売買高構成比を示す。

HIはハーフィンダール指数を示す。

既述のように、長期清算取引と短期清算取引では売買されている銘柄の数が大きくことなり、大まかにいえば、前者で売買され

36 短期清算取引では売買されていた銘柄数が少ないことから、上位20銘柄の売買高集中度は示していない。

た銘柄数は後者のその10倍近くに達した。売買された銘柄数が多ければ、上位の銘柄への集中度が低くなることは当然であるため、両取引における売買高の集中度を比較することに大きな意味はない。実際、表3に示された両取引における売買高の集中度には大きな差がある。むしろ、長期清算取引と短期清算取引のそれぞれにおける、売買高の集中度の時系列的な変化について検討することが重要である。

短期清算取引では、一部の銘柄で非常に積極的な売買が行われたことに対応して、表3に示された集中度も大きな値となっている。前出のように、短期清算取引では1930年代に売買の対象とされた銘柄数が大きく増加したが、それにとまなう上位銘柄への売買高の集中度の推移が興味深い。上位5銘柄への集中度は、売買対象となる銘柄数の増加に対応して1930年代半ば以降には70%台へと相応に低下しているが、上位10銘柄への集中度を見れば、37年は78.5%とやや低いものの、それを除けば1930年代後半以降も概ね80%台後半を維持した。前出のように、1930年代の東株における短期清算取引では、1931～33年と34年以降で売買高が上位の銘柄は変わったが、上位10銘柄への売買高の集中度は驚くほどに安定的であったといえる。後出のように、上位銘柄への集中度が安定的であったという点は長期清算取引にも共通する面があるが、長期清算取引において売買の対象となった銘柄数は、1930年代に増加したとはいえ、銘柄数の変化率は40%程度である。売買される銘柄数が1930年代にほぼ倍増した短期清算取引で、上位銘柄への売買高の集中度がこれだけ高位で安定的であったという事実は特筆されるべきであろう。取引所における株式取引を投機的と捉える先行研究の見解と矛盾しない事実であるといえる。

一方、長期清算取引では、短期清算取引と比較すれば、当然ながら売買高の集中度は低かったが、1930年代半ばの段階で、上位5銘柄で20%台、10銘柄で30%台という集中度であった。前出の

ように、1931年の長期清算取引では例外的なまでに高い集中度が見られたことから、これを除いて考えれば、上位銘柄への売買高の集中度は、短期清算取引の場合と同様に安定的であったといえる。とはいえ、これを短期清算取引の場合と同一視できない理由もある³⁷。第1に、1930年代の東株において、長期清算取引で売買の対象とされた銘柄数は短期清算取引のそれほどには増加していないことを考慮する必要がある。第2に、戦時経済としての特徴を帯びる1930年代末を迎える頃には、売買高の集中度が低下しているという点は、長期清算取引のみに見られる特徴である。上位10銘柄への売買高の集中度を見れば、1939年にそれまでで最低の30.2%となり、40年にはさらに大幅に低下して25.1%となった。上位5銘柄、20銘柄への売買高の集中度でも、1940年には従来を大きく下回る最低の数値となっている。なお、ハーフィンダール指数で判断しても、1940年には最も低い値となっており、同年の数値が1930年代半ばのそれをむしろ上回っている短期清算取引とは対照的である。こうした長期清算取引における売買高の集中度の変化に対する説明として、戦時経済統制が進展するなかで、投資主体が多く銘柄に投資リスクを認識するようになったことにより、幅広い銘柄が長期清算取引における売買の対象とされ、その結果として売買高の集中度が大幅に低下した、というのが1つの解釈となろう。投機的な特徴を持った短期清算取引とは異なり、長期清算取引では、リスク回避を目的とした売買という、清算取引に本来期待される機能が果たされていた可能性が、前項に続いてここでも示唆されていると考えられる。

37 本来であれば、長期清算取引における売買高の集中度は、短期清算取引のそれよりも大幅に低いという点を最初に挙げる必要があるが、既述のように、両取引で売買の対象となった銘柄数に大きな隔たりがあることから、本稿では両取引の間における売買高の集中度の差については立ち入らないという立場をとっている。そのため、ここでもその点について触れていない。

4 おわりに

本稿では、戦前の株式市場が日本経済において果たした役割について解明する作業の一環として、先行研究が提示した戦前の株式取引所を「賭博所」と捉える見方が適切であるのか否かという問いを念頭に置きつつ、1930年代の東株を対象に、そこで行われた清算取引（長期清算取引、短期清算取引）において売買された銘柄に関する情報を整理することを課題とした。

本稿における検討の結果を要約しておけば、以下のとおりである。長期清算取引と短期清算取引はいずれも清算取引であるが、そこで行われていた売買のあり方は大きく異なっていた。短期清算取引では、売買高の集中度が高く、売買された銘柄は固定的であった。一方、長期清算取引では、短期清算取引と比較すれば集中度が低く、売買されていた銘柄は固定的ではなかった。長期清算取引では、リスク回避を目的とした売買という、清算取引に本来期待される機能が果たされていた可能性が示唆される。戦前の取引所を「賭博所」として捉える先行研究の見解については、短期清算取引には合致するものの、長期清算取引については合致すると積極的に主張することはできない。

以上の結論は、あくまでも1930年代の東株を対象とした検討のみから導かれた暫定的なものである。とはいえ、本稿でも触れたように、東株は長期清算取引の売買高が大きかった唯一の取引所であった。その意味では、本稿の検討結果のうち、特に長期清算取引に関する点については、相応の重みを持つはずである。そうした点を含めて、今後、戦前の株式市場に関する研究成果がさらに蓄積されることが期待される。

【参考文献】

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』第56巻第1号、

pp.15-29.

- 片岡豊・丸淳子・寺西重郎 [2004a] 「明治後期における株式市場の効率性の分析（上）」『証券経済研究』第47号、pp.53-63.
- 片岡豊・丸淳子・寺西重郎 [2004b] 「明治後期における株式市場の効率性の分析（下）」『証券経済研究』第48号、pp.69-81.
- 小林和子 [2012] 『日本証券史論：戦前期市場制度の形成と発展』日本経済評論社.
- 齊藤直 [2013] 「書評：寺西重郎著『戦前期日本の金融システム』」『歴史評論』第764号、pp.95-100.
- 齊藤直 [2023] 「1930年代における株式取引：東京株式取引所の銘柄別売買高に関する検討を中心に」『立教経済学研究』第76巻第3号（近刊）.
- 齊藤直・佐藤秀昭 [2019] 「証券業」伊藤修・齊藤直編『産業経営史シリーズ11：金融業』日本経営史研究所.
- 志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』東京大学出版会.
- 鈴木史馬・結城武延 [2022] 「関東大震災と株式市場：日々・個別銘柄データによる分析」『経営史学』第57巻第2号、pp.3-26.
- 寺西重郎 [2011] 『戦前期日本の金融システム』岩波書店.
- 寺西重郎 [2012] 「再考：戦前期日本の直接金融と間接金融」『金融研究』第31巻第1号、pp.98-103.
- 野地もも・葛西洋平・三和裕美子 [2018] 「わが国における戦前の株式分割払込制度の実態について」『明大商學論叢』第100巻第3号、pp.99-113.
- 野田正穂 [1980] 『日本証券市場成立史：明治期の鉄道と株式会社金融』有斐閣.