論　文

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 ──

齊　藤　　直[†]

要　旨

本稿では，戦前の日本経済において株式取引所が果たした役割を明らかにする作業の一環として，1930年代を対象として，主に東京株式取引所における銘柄別売買高を検討する。前提として，取引所ごとの長期清算取引，短期清算取引，実物取引の売買高に関するデータから，多くの取引所で大きな売買高が記録された短期清算取引とは異なり，長期清算取引の売買高が東京株式取引所のみで大きかった事実を確認するとともに，東京株式取引所と大阪株式取引所で売買されていた銘柄を比較する作業により，特に長期清算取引において売買された銘柄の市場ごとの違いが大きかったことを示した。そのうえで，長期清算取引における銘柄別売買高に関する分析と，４事例（製糖業，製紙業，日本産業系の企業，鉄道業）に依拠した検討により，投資家が高リスクと捉える銘柄の売買高が大きかった可能性が高いという暫定的な結論を提示した。

１．はじめに

本稿の課題は，戦前期における株式取引の実態を明らかにする作業の一環として，1930年代の東京株式取引所における銘柄別の売買高に関する検討を行うことにある。

戦間期の日本において，株式売買高が非常に高い水準に到達していたことは，既に岡崎・浜尾・星（2005）で指摘されており，周知の事実といってよい[1)]。ただし，銘柄別の売買高に関する詳細については，大阪株式取引所で短期清算取引への集中が著しく，東京株式取引所では短期清算取引だけではなく長期清算取引も高い水準であった点や，一部の銘柄（東京株式取引所新株，鐘淵紡績新株など）を対象として，とりわけ短期清算取引において多額の売買が繰り返された点など，断片的なイメージは共有されているものの，十分に情報が整理されているとは言い難い[2)]。

†フェリス女学院大学国際交流学部教授

＊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。

１）岡崎・浜尾・星（2005），16頁，および図２b。

２）齊藤・佐藤（2019）で整理する機会があったが，同稿が近代以降における日本の証券業につい

また，岡崎・浜尾・星（2005）が提示した，戦前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べても遜色なかったという点は，取引所における株式売買の大半が所有権の移転を伴わない清算取引であったという点において，一定の留保が必要である。もちろん，同論文の分析やその結果に意味がないと主張したいわけではない。むしろ同論文の分析結果を受け，株式市場の大きな規模が清算取引の盛行によってもたらされていたのであれば，その清算取引が持った意味について考えることが重要であり，それを行うことにより，戦前日本の株式市場についてより深く理解できるはずである，というのが本稿の立場である。その意味で，本稿は，岡崎・浜尾・星（2005）と補完的な位置づけにある。

本稿は，以上のような問題意識を踏まえ，戦前日本における株式取引に関する基礎的な事実を整理する作業を進めることを意図している。具体的には，東京株式取引所における清算取引を検討の対象とする。また，検討する際の視角としては，どのような銘柄が売買の対象とされたのか，銘柄別の売買高に地域性（取引所ごとの銘柄別売買高の違い）はどの程度存在したのか，短期清算取引の売買高の大きさが指摘されることが多いが，長期清算取引が果たした固有の役割はどのようなものであったのか，といった点が意識されることになる。

なぜ1930年代を取り上げるのか，なぜ東京株式取引所における売買高を主たる検討対象にするのか，あるいは，なぜ清算取引に注目するのか，といった点についてあらかじめ説明しておく必要があろう。1930年代を取り上げることについては，第一に，1937年から戦時経済期に突入したという理解を踏まえ[3)]，戦前の到達点を確認するという意味合いがあること，第二に，慢性的な不況に苦しんだ時期と捉えられる1920年代を経て，30年代には日本経済が成長軌道に復したことで，資金需要が回復し，株式の売買高が増加したと考えられること，第三に，後述のように，本稿では追加払込徴収が行われる可能性がある新株（未払込資本金が存在する株式）をリスクが高い投資対象と捉えているが，資金需要が大きかった1930年代にはそうした新株の特徴が顕在化する可能性が高いこと，といった点を理由としている。

東京株式取引所における売買高を主たる検討対象にする理由は，いうまでもなく戦前の日本において最大の株式取引所であったという点に求められるが，それに加え，長期清算取引の売買高が大きかったことも重要な理由となる。もちろん，売買高でみて第二の地位にあった大阪株式取引所でも相当規模の取引が行われたが，後段で提示する数値が示すように，同取引所における株式取引では短期清算取引の比率が圧倒的に高く，多くの銘柄が取引対象となった長期清算取引について検討しようとすれば，東京株式取引所以外の取引所を取り上げる選択肢は存在しないといっても過言ではない。ただし，大阪株式取引所における売買高についても，比較

て概観することを課題とするという制約上，そこでの整理は一次的な段階にとどまる。

3）ここでは，日本経済史における通説的な理解を踏まえ，1937年の半ばから戦時経済統制が本格化したという立場で記述している。

のために各所で言及する[4)]。

また，清算取引に着目する理由については，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に加え，後出のように，実物取引には取引所集中義務が存在しなかった点に求められる。取引所集中義務の不在により，取引所外での売買も多く行われたことから，取引所で行われた売買は実物取引の全体像を示すものではなかったのである。

本稿は以下のように構成される。第２節では，前提として，戦前日本における株式取引所と株式取引の概要について整理する。第３節では，東京株式取引所において売買対象とされていた銘柄について情報を整理するとともに，地域性（売買された銘柄の取引所ごとの違い）に着目した検討も行う。第４節では，銘柄別売買高のデータおよび複数の事例に依拠した検討を行い，どのような銘柄が売買の対象になっていたのかについて推論を提示する。第５節では，本稿の検討結果を要約するとともに，その含意を提示する。なお，本稿では，銘柄別売買高に関する情報を，東京株式取引所，大阪株式取引所が刊行した「月報」により把握する[5)]。また，以下では，東京株式取引所，大阪株式取引所を東株，大株と略称で表記し，それら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，大阪株式取引所新株のように，省略せずに表記する[6)]。

２．前提 ── 戦前日本における株式取引

２－１　戦前日本における株式取引所

戦前の日本には多くの株式取引所が存在した。1878年に制定された株式取引所条例に基づいて，同年５月に東株が設立され，翌６月には大株も設立されている[7)]。その後，戦前から戦

４）東京，大阪以外の取引所における銘柄別売買高のデータを得ることは容易ではない。

５）1930年代は，東京株式取引所，大阪株式取引所が刊行した「月報」により，銘柄別の売買高に関する情報を得ることができる。具体的には，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，大阪株式取引所では1931年７月（１号）より『月報』（1934年４月からは『大株月報』）を利用可能である。このように，東京と大阪でタイトルが異なり，大阪では時期によってもタイトルが異なることから，煩雑化を避けるため，それらを総称する場合には「月報」と表記している。なお，東京株式取引所「月報」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。

６）当時においては，東京株式取引所新株を「新東」，鐘淵紡績新株を「新鐘」のように，売買高が大きい人気銘柄を略称で呼ぶことも多かった。本稿では，原則として，そうした当時における略称を用いず，正式な銘柄名を表記する。

７）なお，齊藤・佐藤（2019），表３－１では，東株の設立時期を1877年12月としている。1877年12月の「二十六日（中略）株式取引所創立ノ事ヲ東京府庁ヲ経テ大蔵省ニ出願シ（中略）定款並申合規則ヲ上稟シ越エテ同月二十八日大蔵卿ヨリ創立ノ允准（許可の意 ── 引用者）ヲ得タリ而カモ定款及申合規則ハ詮議ノ次第アルヲ以テ他日ノ指令ヲ俟ツ可キ旨達セラル」（東京株式取引所編（1916），22頁）という経緯があり，戦間期に取引所の監督官庁であった商工省（商務局）が編纂した『取引所一

時までの時期をとおして，これらの両取引所は日本の株式取引において中心的な役割を果たした[8)]。詳しく触れることはできないが，両取引所以外にも，各地に株式取引所が設立されている[9)]。それらはいずれも株式会社組織であり，その株式も多くが取引の対象となっていた。むしろ，東京株式取引所新株と大阪株式取引所新株は，最も積極的な取引が行われた銘柄でもあった。

２－２　取引方法の概要

戦前の取引所で行われた株式の取引方法には，実物取引と清算取引（1922年までは定期取引と呼ばれた）があり，さらに清算取引には長期清算取引と短期清算取引があった。これらのうち最も遅く創設されたのが短期清算取引であり，その創設以降，日本の株式取引所では３種類（実物，長期清算，短期清算）の取引が行われた[10)]。実物取引では，売買約定の時点で株式の受渡しと代金の支払いが行われた。一方，清算取引では，一定期間後に受渡しを行うことを約定したが，受渡し期日までの期間に転売あるいは買戻しを行うことが可能で，期日に売買の差にあたる金額の支払と株式の受渡が行われた。

長期清算取引では決済期限は３か月間であり，さらにこれを１か月ごとの３期に分け（その１期を限月と呼んだ），各限月の末日を受渡期限とする３通りの売買が行われた[11)]。そして，当月末，翌月末，翌々月末を受渡期限とする取引は，それぞれ当限の売買，中限の売買，先限の売買と称された。長期清算取引における日々の株価は，当限，中限，先限のそれぞれにつき，前場（午前の取引）の寄付（最初の売買）と大引（最後の売買），後場（午後の取引）の寄付

覧』がその77年12月をもって東株の設立時期としていることから，齊藤・佐藤（2019）では上記のように記載したのであるが，一般的に受け入れられている78年５月とは異なる立場であることから，いま少し丁寧な説明を付す必要があったと思われる。なお，1930年代の株式売買高について検討することを課題とする本稿では，東株の設立時期について議論する意図はないため，一般的な理解に対応した1878年５月としている。

８）厳密には，設立からしばらくは公債が取引の中心であったが，1880年代後半頃から株式の売買が増加した（齊藤・佐藤（2019），図３－１）。

９）1930年代には，東株，大株以外に，新潟米穀株式取引所，長岡米穀株式取引所，横浜取引所，名古屋株式取引所，京都取引所，神戸取引所，広島株式取引所，博多株式取引所，長崎株式取引所で株式が取引されていた（商工省商務局『取引所一覧昭和十年』）。なお，ここでは，現在における日本の領土に当時存在した取引所を挙げている。

10）短期清算取引は大株で1922年９月に，東株で24年６月に開始された。それ以降，短期清算取引が取引所における株式売買の中心となった。

11）この段落と次の段落については，齊藤・佐藤（2019），129–130頁。参照箇所における説明は，同時代における，東京株式取引所調査課編（1932），70–94頁に依拠している。なお，当時においては取引方法に応じて多様な証券業者が存在し，それを含めて取引方法の違いを理解する必要があるが，本稿では触れない。証券業者については，今日においても二上（1990）が到達点であるといってよく，研究の進展が待たれる。

と大引の４回（合計12種類）形成された。

一方，短期清算取引では決済期限は７日以内とされた。東株における実際の取引では，１日目の後場（午後の取引）と２日目の前場（午前の取引）を１区切りとして先物取引を行い，２日目の午後２時に受渡が行われた（繰延料を支払って繰延べることも可能）。同取引の株価については，前場（寄付，大引），後場（寄付，大引）に加え，ザラ場の取引もあったが，受渡に適用されるのは，２日目の前場大引の株価（午前の終値）とされた[12)]。

２－３　取引所への上場と取引所集中義務

ここで，取引所への上場についても簡単に触れておく。

戦前の株式取引所における上場について検討した先行研究は少なく，小林（2012）などわずかな研究が存在するのみである[13)]。同研究によれば，1943年に日本証券取引所が成立するまで，上場基準は公表されず，内規とされていた。定期取引（後の清算取引）への上場内規は1893年に制定されたが，資本金・株数とともに設立後の経過年数を基準としていた。その後，資本金基準は引き上げられ，利益や株価（払込価格に対する比率）に関する基準（1925年）や浮動株の基準（1938年）などが加えられていった。清算取引の上場基準は段階的に拡充され，戦時期にようやく確立したと理解することができる。一方，実物取引については，1942年まで「上場」という用語が使用されなかった。1935年までは企業側が申請して取引が開始されるという意味での上場ではなく，取引所の判断で取引を開始する「勝手上場」であったことが明らかにされている。

以上のような，清算取引と実物取引の間における上場のあり方の違いは，取引所集中義務の有無とも対応している。清算取引に取引所集中義務が存在したのに対し，実物取引にはそれがなかった。実際，実物取引の多くは取引所外（「場外」とも呼ばれた）で行われたが，取引所外で行われた取引であるがゆえに，その全体像を明らかにすることは容易ではない[14)]。取引所外における実物取引の重要性については，以前から先行研究で指摘されてきた[15)]。近年の研究

12）今日の感覚からは奇異な印象を受けるが，戦前の東株においては，午前の終値が１日のうち最も重要な株価であったと考えてよいであろう。

13）小林（2012），第６章。岡崎・浜尾・星（2005）も，戦前の上場制度について情報を整理している（23–25頁）。

14）金融史分野の古典的な著作と位置付けられる野田（1980）は，「株式流通市場の機能を全体的に明らかにするためには，場外市場をも含めて検討することが必要になるが，問題は，場外市場の規模や内容を数量的にとらえることができないことであろう。場外市場が仲買人や現物商の店頭で形成される非組織的な市場であるため，それについての統計が欠けているためである」（237頁）と述べている。

15）取引所における売買高と名義書換の件数を比較するという方法，および明治期における関西鉄道の事例については，野田（1980），270–271頁。また，片岡（1999）でも，1910年代における取引所外取引の銘柄数，および紡績業３社（鐘淵紡績，摂津紡績，尼崎紡績）の取引所外取引の規模が明らかにされている（同論文，表３および表４）。

成果から一例のみ取り上げれば，1930年代における南満洲鉄道では，株主の名義書換が，取引所における実物取引の売買高と清算取引における受渡高の合計を大きく上回ったことが明らかにされている[16)]。この事実は，取引所外における盛んな株式売買の存在を示している。

本稿では取引所における実物取引の売買高を検討の主たる対象としないが，上記の点がその背景にある。

３．東京株式取引所における取引銘柄

３－１　株式売買高の概観

以上を踏まえたうえで，株式売買高に関する基本的な数値情報を整理しておく。

表１には，1931～40年の10年間を対象として，全国の取引所における長期清算取引，短期清算取引，実物取引の売買高が整理されている。同表が示すように，売買高における東京，大阪の両取引所の構成比は他の取引所を大きく上回った。株数ベースの売買高における東株，大株の構成比はそれぞれ41.4％，29.7％（金額ベースでは36.0％，31.8％）であり，両取引所の構成比を合計すれば70％前後に達する。東株，大株以外では，名古屋株式取引所，京都取引所，博多株式取引所の売買高が相対的に大きかった。

ただし，取引方法別の売買高に着目すれば，上記の説明とは異なる姿が浮かび上がる。長期清算取引，短期清算取引，実物取引のうち，売買高が最も大きかったのは短期清算取引であり，全取引所における売買高の合計に占める構成比は，株数で76.4％，金額で85.3％に及んだ。当時の株式取引が短期清算取引中心であったことは疑い得ない。その一方で，長期清算取引の売買高は，株数で18.3％，金額で12.2％の構成比に過ぎなかった。とはいえ，こうした特徴は全ての取引所に共通していたわけではない。売買高が大きかった東株，大株を比較すれば，短期清算取引は両取引所で最大の売買高を記録する取引方法であったが，東株では長期清算取引の売買高も大きく，株数で見れば短期清算取引の３分の２程度に達していた。そして，長期清算取引の取引所別の売買高については，東株への集中が顕著であり，東株の構成比は株数，金額のいずれで見ても80％を超えていた。対照的に，大株の長期清算取引の売買高は東株の５分の１程度にとどまった。東株と大株の間には取引方法の構成において大きな違いがあったことを認識する必要がある。

東株，大株以外の売買高が上位の取引所についても取引種類別の内訳を見れば，名古屋株式取引所，あるいは京都取引所，博多株式取引所，広島株式取引所などについても，短期清算取引への偏重という大株と共通の特徴が見られる。東株と大株で違いがあったというよりは，東株のみが異なる特徴を有していたというのが適切な捉え方であるといえよう。戦前の取引所に

16）平山（2019），320-322頁。

表１　全国の取引所における売買高（1931-40年）

	長期清算取引		短期清算取引		実物取引		全　体	
	株　数	金　額	株　数	金　額	株　数	金　額	株　数	金　額
東京株式取引所	404,966,610	29,251,224	600,849,220	72,966,135	102,361,707	5,101,866	1,108,177,537	107,319,225
	(82.7)/[36.5]	(80.1)/[27.3]	(29.4)/[54.2]	(28.7)/[68.0]	(71.5)/[9.2]	(70.8)/[4.8]	(41.4)	(36.0)
大阪株式取引所	77,564,920	6,639,757	684,475,130	86,665,110	32,373,526	1,643,567	794,413,576	94,948,434
	(15.8)/[9.8]	(18.2)/[7.0]	(33.5)/[86.2]	(34.0)/[91.3]	(22.6)/[4.1]	(22.8)/[1.7]	(29.7)	(31.8)
名古屋株式取引所	1,831,980	144,468	219,847,110	26,744,721	315,150	6,416	221,994,240	26,895,606
	(0.4)/[0.8]	(0.4)/[0.5]	(10.8)/[99.0]	(10.5)/[99.4]	(0.2)/[0.1]	(0.1)/[0.0]	(8.3)	(9.0)
京都取引所	1,003,050	82,800	138,525,680	16,922,094	2,967,936	125,272	142,496,666	17,130,166
	(0.2)/[0.7]	(0.2)/[0.5]	(6.8)/[97.2]	(6.6)/[98.8]	(2.1)/[2.1]	(1.7)/[0.7]	(5.3)	(5.7)
博多株式取引所	994,280	102,907	125,212,180	16,587,830	2,155,470	100,403	128,361,930	16,791,141
	(0.2)/[0.8]	(0.3)/[0.6]	(6.1)/[97.5]	(6.5)/[98.8]	(1.5)/[1.7]	(1.4)/[0.6]	(4.8)	(5.6)
広島株式取引所	427,800	56,133	122,058,980	14,636,419	575,304	31,537	123,062,084	14,724,090
	(0.1)/[0.3]	(0.2)/[0.4]	(6.0)/[99.2]	(5.7)/[99.4]	(0.4)/[0.5]	(0.4)/[0.2]	(4.6)	(4.9)
神戸取引所	77,170	8,209	102,108,440	13,449,219	17,446	475	102,203,056	13,457,903
	(0.0)/[0.1]	(0.0)/[0.1]	(5.0)/[99.9]	(5.3)/[99.9]	(0.0)/[0.0]	(0.0)/[0.0]	(3.8)	(4.5)
新潟米穀株式取引所			12,417,090	1,601,188	161,802	8,214	12,578,892	1,609,402
			(0.6)/[98.7]	(0.6)/[99.5]	(0.1)/[1.3]	(0.1)/[0.5]	(0.5)	(0.5)
長崎株式取引所	7,000	545	11,351,660	1,560,794	69,163	3,692	11,427,823	1,565,031
	(0.0)/[0.1]	(0.0)/[0.0]	(0.6)/[99.3]	(0.6)/[99.7]	(0.0)/[0.6]	(0.1)/[0.2]	(0.4)	(0.5)
長岡米穀株式取引所			2,842,150	335,521	857,166	139,597	3,699,316	475,118
			(0.1)/[76.8]	(0.1)/[70.6]	(0.6)/[23.2]	(1.9)/[29.4]	(0.1)	(0.2)
横浜取引所	2,185,540	200,737					2,185,540	200,737
	(0.4)/[100.0]	(0.5)/[100.0]					(0.1)	(0.1)
朝鮮取引所	676,320	36,808	24,452,120	3,180,326	1,361,294	46,292	26,489,734	3,263,426
	(0.1)/[2.6]	(0.1)/[1.1]	(1.2)/[92.3]	(1.2)/[97.5]	(1.0)/[5.1]	(0.6)/[1.4]	(1.0)	(1.1)
合　計	489,734,670	36,523,590	2,044,139,760	254,649,358	143,215,964	7,207,331	2,677,090,394	298,380,280
	[18.3]	[12.2]	[76.4]	[85.3]	[5.3]	[2.4]		

（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）金額の単位は千円。
下段の括弧内の数値につき，（ ）はその取引方法の全取引所での売買高の合計に占める構成比，［ ］はその取引所の売買高に占める構成比を示す。

おける株式取引は短期清算取引に偏重したものであったという先入観に囚われ過ぎず，東株の長期清算取引が果たした役割について考えることが重要であろう。

なお，実物取引の売買高については，構成比が株数で5.3％，金額で2.4％に過ぎなかった。ただし，既述のように，清算取引とは異なって実物取引には取引所集中義務が存在せず，取引所外での売買も行われていたことから，この数値が実物取引の全体像を示すわけではない。

次に，東株，大株を主たる対象として，清算取引の売買高の時系列的な推移を確認しておく。**表２**には，各年における長期清算取引，短期清算取引の売買高が示されている。同表によれば，大株で短期清算取引の構成比が高く，東株では短期清算取引だけでなく，長期清算取引の売買高も大きいという前出の特徴は，特定の年における売買高の影響を受けたことによるものではなく，1930年代における一貫した特徴であったといえる。東株，大株以外の取引所において短期清算取引の売買高は相対的に大きかったものの，長期清算取引のそれは無視し得る程度に過ぎなかったという点についても同様である。

表２　東京株式取引所，大阪株式取引所における清算取引の売買高（1931-40年）

（１）長期清算取引

	株　数				金額（千円）			
	東　京	大　阪	その他	全　国	東　京	大　阪	その他	全　国
1931	25,471,280	3,949,000	795,490	30,215,770	1,932,118	408,686	71,925	2,412,728
1932	41,928,300	3,756,460	552,050	46,236,810	2,457,252	347,195	46,459	2,850,906
1933	50,823,670	5,924,140	492,460	57,240,270	3,521,050	573,225	50,337	4,144,612
1934	49,955,980	11,494,500	840,530	62,291,010	3,646,691	1,103,455	77,384	4,827,530
1935	33,811,780	6,546,390	706,970	41,065,140	2,395,163	567,169	68,726	3,031,058
1936	44,693,610	7,556,040	634,900	52,884,550	3,051,011	573,932	58,916	3,683,858
1937	56,219,000	15,692,190	1,084,810	72,996,000	4,451,737	1,318,585	92,546	5,862,868
1938	29,364,870	6,985,990	863,520	37,214,380	2,431,388	580,426	63,415	3,075,229
1939	34,496,790	6,803,850	746,260	42,046,900	2,528,169	492,810	64,465	3,085,443
1940	38,201,330	8,856,360	486,150	47,543,840	2,836,647	674,276	38,435	3,549,358
合　計	404,966,610	77,564,920	7,203,140	489,734,670	29,251,224	6,639,757	632,608	36,523,590

（２）短期清算取引

	株　数				金額（千円）			
	東　京	大　阪	その他	全　国	東　京	大　阪	その他	全　国
1931	45,683,290	43,820,850	51,453,350	140,957,490	5,274,960	5,235,525	5,931,677	16,442,162
1932	54,637,950	50,958,770	59,621,380	165,218,100	7,060,705	6,590,635	7,303,793	20,955,133
1933	60,605,340	73,992,000	80,573,710	215,171,050	8,803,670	10,627,073	11,152,488	30,583,231
1934	53,470,880	66,756,860	78,501,600	198,729,340	6,426,412	8,724,678	9,549,228	24,700,318
1935	59,606,310	76,872,280	77,852,160	214,330,750	6,829,665	9,095,243	9,237,518	25,162,425
1936	53,576,240	63,381,730	69,107,490	186,065,460	5,792,809	7,386,956	8,115,564	21,295,329
1937	86,970,680	103,784,900	102,723,790	293,479,370	10,998,878	14,568,120	14,652,673	40,219,671
1938	58,130,750	62,980,680	71,979,650	193,091,080	7,532,528	8,520,465	10,004,223	26,057,216
1939	60,209,590	62,888,360	77,153,600	200,251,550	7,031,040	7,303,754	9,229,473	23,564,267
1940	67,958,190	79,038,700	89,848,680	236,845,570	7,215,468	8,612,662	9,841,477	25,669,607
合　計	600,849,220	684,475,130	758,815,410	2,044,139,760	72,966,135	86,665,110	95,018,113	254,649,358

（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。

３－２　取引銘柄における地域性の存在

次に，売買の対象とされた銘柄およびその売買高に着目して，市場の地域性について確認しておく。

最初に，長期清算取引や実物取引に比較して売買高が大きく，銘柄別の売買高に関する情報を得やすい短期清算取引を取り上げる。**表３**には，１年分のみではあるが，1935年の全国の取引所における短期清算取引の銘柄別売買高が示されている[17]。同表は，大株の「月報」に掲載された一覧表に依拠しているが，そこに掲載された対象は，大株の短期清算取引において売買されていた主要な銘柄である。そのため，大株で売買されていないが他の取引所では売買されていた銘柄に関する情報を把握できないという限界はあるが，大まかな特徴を把握するには十

17）当然ながら，短期清算取引が行われていなかった横浜取引所は含まれていない。

分であろう。

同表によれば，大株ではこれら27銘柄以外の売買高は１万株程度に過ぎず，27銘柄で短期清算取引のほぼ全体を占めた。この大株で売買されていた銘柄が，他の取引所における短期清算取引全体の売買高のうちのどれだけの比率を占めていたのかを確認すれば，合計で94.5％であり，東株については89.3％であった。全体として，全国の取引所において短期清算取引で売買された銘柄の共通性は高かったと考えられる。

個別の銘柄について確認すれば，大株の短期清算取引においても最も売買高が大きかった銘柄は東京株式取引所新株であり，その構成比は34.1％であった。東株で48.2％と構成比が高いのは自然であるとしても，大株においても３分の１以上の構成比を占めていた点は強調されるべきであろう。さらに，大株以外の短期清算取引でも東京株式取引所新株の構成比は高く，全ての取引所の合計で42.2％であり，取引所ごとの数値では，名古屋株式取引所（50.8％），神戸取引所（50.2％），長崎株式取引所（57.9％），新潟米穀株式取引所（58.2％），朝鮮取引所（55.0％）では過半に達していた。また，京都取引所（39.4％），広島株式取引所（35.8％），博多株式取引所（48.3％）においても，東京株式取引所新株は売買高の構成比が最も大きかった。東京株式取引所新株ほどではないものの大阪株式取引所新株も売買高が大きく，大株では売買高の構成比が13.9％であった。それ以外にも，京都取引所（11.1％），神戸取引所（9.2％），広島株式取引所（14.0％），博多株式取引所（12.7％）といった西日本に所在の取引所で売買高の構成比が高かった。

取引所以外の銘柄に目を転じれば，戦前において東京株式取引所新株に次ぐ「花形」銘柄であった鐘淵紡績新株は，合計の売買高は3.7％にとどまるものの，全ての取引所で短期清算取引の対象となっていた。東京株式取引所新株ですら長岡米穀株式取引所では取引の対象とされていなかったことを踏まえれば，これは特筆される点である。しかし，**表３**において鐘淵紡績新株よりもさらに目立つのが，日本産業旧株の売買高が大きい点である[18]。日本産業旧株は鐘淵紡績新株と同様に全ての取引所で短期清算取引の対象となり，全ての取引所の合計で売買高の17.5％を占めた。東株（18.4％），大株（14.0％）でも日本産業旧株の構成比は高いが，広島株式取引所（18.5％），博多株式取引所（27.5％），長崎株式取引所（26.8％），新潟米穀株式取引所（30.3％），長岡米穀株式取引所（85.8％）といった地方所在の取引所で特に構成比が高い[19]。日本産業旧株への集中が顕著な長岡米穀株式取引所を除けば，日本産業旧株の売買高が

18）東京株式取引所，鐘淵紡績については新株が主な売買対象とされたのに対し，日本産業では旧株が売買の対象となった理由は定かではない。上場基準が関係している可能性もあるが，それに加えて，後出のように1930年代の日本産業は株式での資金調達を積極的に行っており，新株を発行しても比較的短期間で全額払込に到達してしまい，結果的に限られた期間しか新株が存在しなかったことによるものである可能性もあろう。

19）長岡米穀株式取引所の短期清算取引における日本産業旧株の構成比が85.8％と極めて高かった理由は定かではない。同取引所における売買高の合計が小さかった，あるいは，東京株式取引所新株が売

表３　全国の取引所における短期清算

銘　柄		大阪株式取引所	東京株式取引所	名古屋株式取引所	京都取引所	神戸取引所
大阪株式取引所	新	10,703,880	1,045,740	1,448,640	1,664,470	1,065,860
		(13.9)/[53.5]	(1.8)/[5.2]	(7.8)/[7.2]	(11.1)/[8.3]	(9.2)/[5.3]
大阪株式取引所	旧	696,070	—	—	29,970	—
		(0.9)/[93.0]			(0.2)/[4.0]	
東京株式取引所	新	26,236,550	28,713,670	9,491,600	5,904,940	5,828,930
		(34.1)/[28.6]	(48.2)/[31.3]	(50.8)/[10.4]	(39.4)/[6.4]	(50.2)/[6.4]
東洋紡績	旧	242,890	—	51,600	4,660	8,530
		(0.3)/[76.6]		(0.3)/[16.3]	(0.0)/[1.5]	(0.1)/[2.7]
鐘淵紡績	旧	2,125,930	377,270	252,190	236,450	178,500
		(2.8)/[55.1]	(0.6)/[9.8]	(1.3)/[6.5]	(1.6)/[6.1]	(1.5)/[4.6]
鐘淵紡績	新	3,328,760	2,353,150	582,290	531,650	254,520
		(4.3)/[41.3]	(3.9)/[29.2]	(3.1)/[7.2]	(3.5)/[6.6]	(2.2)/[3.2]
帝国人造絹糸	旧	4,822,960	—	—	1,129,180	663,190
		(6.3)/[61.9]			(7.5)/[14.5]	(5.7)/[8.5]
帝国人造絹糸	新	529,060	640,370	210,690	12,790	15,510
		(0.7)/[32.0]	(1.1)/[38.7]	(1.1)/[12.7]	(0.1)/[0.8]	(0.1)/[0.9]
倉敷絹織	旧	1,414,900	—	—	—	7,550
		(1.8)/[99.5]				(0.1)/[0.5]
倉敷絹織	新	3,656,120	—	—	—	147,210
		(4.8)/[96.1]				(1.3)/[3.9]
東洋レーヨン	新	344,620	826,810	33,950	129,130	8,660
		(0.4)/[25.7]	(1.4)/[61.6]	(0.2)/[2.5]	(0.9)/[9.6]	(0.1)/[0.6]
日本レイヨン	旧	2,096,680	—	294,040	239,790	91,550
		(2.7)/[77.0]		(1.6)/[10.8]	(1.6)/[8.8]	(0.8)/[3.4]
日本毛織	旧	123,120	—	—	—	28,280
		(0.2)/[79.2]				(0.2)/[18.2]
浅野セメント	新	215,290	150,000	121,410	12,970	—
		(0.3)/[40.5]	(0.3)/[28.2]	(0.6)/[22.8]	(0.1)/[2.4]	
大日本製糖	旧	557,960	—	—	33,970	16,110
		(0.7)/[85.7]			(0.2)/[5.2]	(0.1)/[2.5]
日本窒素肥料	新	94,500	—	—	6,470	2,380
		(0.1)/[90.6]			(0.0)/[6.2]	(0.0)/[2.3]
日本産業	旧	10,791,690	10,960,870	2,403,880	2,594,350	2,387,950
		(14.0)/[28.4]	(18.4)/[28.9]	(12.9)/[6.3]	(17.3)/[6.8]	(20.6)/[6.3]
日本鉱業	旧	2,090,750	—	4,580	389,980	129,660
		(2.7)/[78.0]		(0.0)/[0.2]	(2.6)/[14.5]	(1.1)/[4.8]
日本鋼管	旧	1,592,260	1,795,970	537,930	163,780	57,330
		(2.1)/[38.4]	(3.0)/[43.3]	(2.9)/[13.0]	(1.1)/[3.9]	(0.5)/[1.4]
日立製作所	旧	833,520	—	—	—	—
		(1.1)/[100.0]				
東京電燈	旧	637,630	3,415,410	91,620	60,290	28,860
		(0.8)/[14.4]	(5.7)/[77.0]	(0.5)/[2.1]	(0.4)/[1.4]	(0.2)/[0.7]
大同電力	旧	239,110	—	274,320	38,770	—
		(0.3)/[43.3]		(1.5)/[49.7]	(0.3)/[7.0]	
宇治川電気	旧	141,950	—	—	14,590	6,300
		(0.2)/[87.2]			(0.1)/[9.0]	(0.1)/[3.9]
南満州鉄道	旧	290,610	255,230	90,630	30,800	14,820
		(0.4)/[39.2]	(0.4)/[34.4]	(0.5)/[12.2]	(0.2)/[4.2]	(0.1)/[2.0]
日本郵船	旧	170,270	736,410	114,290	14,210	31,800
		(0.2)/[14.9]	(1.2)/[64.2]	(0.6)/[10.0]	(0.1)/[1.2]	(0.3)/[2.8]
大阪商船	旧	1,224,130	—	171,050	86,840	70,200
		(1.6)/[71.0]		(0.9)/[9.9]	(0.6)/[5.0]	(0.6)/[4.1]
日魯漁業	旧	1,660,860	1,957,340	585,230	410,290	186,780
		(2.2)/[28.7]	(3.3)/[33.8]	(3.1)/[10.1]	(2.7)/[7.1]	(1.6)/[3.2]
その他		10,210	6,378,070	1,923,530	1,242,620	380,960
合　計		76,872,280	59,606,310	18,683,470	14,982,960	11,611,440
		[35.4]	[27.5]	[8.6]	[6.9]	[5.4]

（出所）大阪株式取引所『大株月報』（各号）所収のデータより作成。
（注）大阪株式取引所の短期清算取引における主要な銘柄が対象となっている。
　　下段の括弧内の数値につき，（ ）はその取引所の売買高に占める構成比，［ ］はその銘柄の全取引所での売買高の

取引の銘柄別売買高（株数，1935年）

広島株式取引所	博多株式取引所	長崎株式取引所	新潟米穀株式取引所	長岡米穀株式取引所	朝鮮取引所	合　計
1,926,600	1,913,790	135,910	—	—	119,020	20,023,910
(14.0)/[9.6]	(12.7)/[9.6]	(6.8)/[0.7]			(4.5)/[0.6]	(9.2)
18,730	3,180	750	—	—	—	748,700
(0.1)/[2.5]	(0.0)/[0.4]	(0.0)/[0.1]				(0.3)
4,938,640	7,295,800	1,163,030	642,050	—	1,452,280	91,667,490
(35.8)/[5.4]	(48.3)/[8.0]	(57.9)/[1.3]	(58.2)/[0.7]		(55.0)/[1.6]	(42.2)
9,470	—	—	—	—	—	317,150
(0.1)/[3.0]						(0.1)
386,380	275,450	25,510	70	—	—	3,857,750
(2.8)/[10.0]	(1.8)/[7.1]	(1.3)/[0.7]	(0.0)/[0.0]			(1.8)
416,660	527,260	50,490	6,010	8,140	3,520	8,062,450
(3.0)/[5.2]	(3.5)/[6.5]	(2.5)/[0.6]	(0.5)/[0.1]	(1.4)/[0.1]	(0.1)/[0.0]	(3.7)
972,420	204,190	—	—	—	2,090	7,794,030
(7.1)/[12.5]	(1.4)/[2.6]				(0.1)/[0.0]	(3.6)
243,020	2,950	—	—	—	130	1,654,520
(1.8)/[14.7]	(0.0)/[0.2]				(0.0)/[0.0]	(0.8)
—	—	—	—	—	—	1,422,450
						(0.7)
—	—	—	—	—	—	3,803,330
						(1.8)
—	—	—	—	—	—	1,343,170
						(0.6)
—	—	—	—	—	60	2,722,120
					(0.0)/[0.0]	(1.3)
4,020	—	—	—	—	10	155,430
(0.0)/[2.6]					(0,0)/[0.0]	(0.1)
20,760	11,190	—	—	—	130	531,750
(0.2)/[3.9]	(0.1)/[2.1]				(0.0)/[0.0]	(0.2)
35,360	7,910	—	110	—	—	651,420
(0.3)/[5.4]	(0.1)/[1.2]		(0.0)/[0.0]			(0.3)
990	—	—	—	—	—	104,340
(0.0)/[0.9]						(0.0)
2,551,840	4,155,420	538,520	334,150	489,030	725,560	37,933,260
(18.5)/[6.7]	(27.5)/[11.0]	(26.8)/[1.4]	(30.3)/[0.9]	(85.8)/[1.3]	(27.5)/[1.9]	(17.5)
—	66,880	—	—	—	120	2,681,970
	(0.4)/[2.5]				(0.0)/[0.0]	(1.2)
—	—	—	—	—	150	4,147,420
					(0.0)/[0.0]	(1.9)
—	—	—	—	—	—	833,520
						(0.4)
66,510	112,630	—	18,980	640	610	4,433,180
(0.5)/[1.5]	(0.7)/[2.5]		(1.7)/[0.4]	(0.1)/[0.0]	(0.0)/[0.0]	(2.0)
—	—	—	—	—	—	552,200
						(0.3)
—	—	—	—	—	—	162,840
						(0.1)
57,650	—	1,000	—	—	170	740,910
(0.4)/[7.8]		(0.0)/[0.1]			(0.0)/[0.0]	(0.3)
44,340	27,620	6,670	820	—	—	1,146,430
(0.3)/[3.9]	(0.2)/[2.4]	(0.3)/[0.6]	(0.1)/[0.1]			(0.5)
172,590	—	—	—	—	—	1,724,810
(1.3)/[10.0]						(0.8)
689,920	210,690	—	16,150	66,110	6,970	5,790,340
(5.0)/[11.9]	(1.4)/[3.6]		(1.5)/[0.3]	(11.6)/[1.1]	(0.3)/[0.1]	(2.7)
1,221,930	301,310	85,750	84,580	5,720	329,640	11,964,320
13,777,830	15,116,270	2,007,630	1,102,920	569,640	2,640,460	216,971,210
[6.4]	[7.0]	[0.9]	[0.5]	[0.3]	[1.2]	

合計に占める構成比を示す。

東京株式取引所新株のそれを上回る取引所は存在しないが，それ以外の銘柄のなかでは突出した売買高が記録されており，1930年代半ばにおいて日本産業旧株が全国的な人気を誇る銘柄であったことは確かである。

以上の４銘柄で，全国の取引所における短期清算取引の売買高の72.7％を占めた。その限りにおいては，全国の取引所の共通性は大きかったともいえる。とはいえ，上記のような全国的な一部の銘柄を除けば，取引所ごとの差も大きかった。例えば，東株と大株を比較しても，東洋紡績旧株，帝国人造絹糸旧株，倉敷絹織旧株，同新株，日本レイヨン旧株，日本毛織旧株といった繊維（化学繊維を含む）産業の銘柄や，大同電力旧株や宇治川電気旧株といった電力業の銘柄が，大株で売買される一方，東株では取引の対象となっていなかった。電力業については企業ごとに営業地域があり，それに対応して大株が取引の中心になったということであろう。また，繊維産業については，綿工業をはじめとして大阪が同産業の中心地としての役割を果たしてきたことを反映したものと推測される。

既述のように，**表３**は大株の短期清算取引で売買された主要な銘柄を対象としている。そこで，東株の短期清算取引で売買されていた銘柄についても確認しておく。1935年には，東株の短期清算取引では26銘柄が売買されていた。**表３**は東株で売買された銘柄として13銘柄が掲載されていることから，半数が大株と共通していたことになる。大株で短期清算取引の対象とされず，東株で売買された銘柄としては，日本郵船新株（８位，1.9％），日本鉱業新株（12位，1.1％），日本石油旧株（13位，0.8％），大日本人造肥料旧株（14位，0.7％），大日本製糖新株（15位，0.7％），三菱鉱業旧株（17位，0.5％），日本電力旧株（18位，0.5％），南満洲鉄道新株（19位，0.5％），大日本麦酒新株（20位，0.5％），日清紡績旧株（23位，0.3％），北海道炭礦汽船旧株（24位，0.2％），明治製糖旧株（25位，0.2％），王子製紙旧株（26位，0.1％）であった[20]。売買高で11位までの銘柄のうち，10銘柄が大株での主要な銘柄でもあった事実が示すように，大きな売買高を誇る銘柄は両市場で共通していた。

長期清算取引の対象とされていた銘柄についても，東株と大株における売買対象とされた銘柄の違いについて確認しておく[21]。具体的には，**表４**に示された，1935年１月に東株，大株の長期清算取引で売買されていた銘柄を比較する[22]。同月に東株，大株の長期清算取引において

買されていなかったという消極的な理由による面もあろう。

20）銘柄の後ろの括弧内は，売買高（株数）の順位と構成比を示す。

21）短期清算取引に比較して売買高が限定的であった長期清算取引については，資料の制約により，東株，大株以外の取引所における銘柄ごとの売買高に関する情報を得ることが困難である。東株，大株以外の取引所における銘柄別売買高に関する情報を収集，整理する作業は将来的な課題とせざるを得ない。

22）１か月のみを検討の対象としているのは，長期清算取引の対象となっていた銘柄数が多く，年内のいずれかの期間で売買が開始される（あるいは売買が行われなくなる）銘柄も相当数含まれることになり，しかもその時期が東株と大株で異なる銘柄もあることで，比較を行いづらいことによる。

売買されていたのは，それぞれ189銘柄，111銘柄であった。東株と大株での重複銘柄数は74銘柄であり，東株から見れば39.2％の銘柄が大株と重複しているに過ぎなかったが，大株から見れば66.7％の銘柄が東株と重複していた。長期清算取引の売買高が東株のみで大きかったことについては既述のとおりであるが，売買されていた銘柄という点から見ても，東株で売買されていた銘柄は幅広く，東株が独自の役割を果たしていたことが窺われる。

東株の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れば，上位20銘柄のうち17銘柄が大株でも売買されており，高い比率であると捉えられるが，大株での売買高が非常に小さい銘柄も含まれ，両市場で大きな売買高を記録した銘柄は，この比率が示すほど高くない。一方，大株の長期清算取引における売買高の上位20銘柄のうち，15銘柄が東株でも売買されていたが，やはりわずかな売買高に止まる複数の銘柄も含まれる。そのため，東株，大株の双方で長期清算取引の売買高の構成比が１％を超える銘柄は，12銘柄にとどまる。長期清算取引で売買された銘柄において，取引所ごとの地域性がある程度残存していたことも認識される必要があろう。

また，長期清算取引における上位銘柄への売買高の集中度は，短期清算取引と比較して売買された銘柄が多かったことから当然ではあるものの，低かった。長期清算取引の売買高に占める上位20銘柄の構成比は，東株で54.4％，大株で71.4％であった。1935年における短期清算取引の売買高において，東京株式取引所新株，大阪株式取引所新株，鐘淵紡績新株，日本産業旧株の４銘柄のみで，東株で72.3％，大株で66.4％の構成比を占めたことを踏まえれば（前掲**表３**），長期清算取引，とりわけ東株のそれにおいて，上位銘柄への売買高の集中度の低さが目立つ。東株の長期清算取引は，短期清算取引とは異なる，あるいは大株の長期清算取引とは異なる，独自の役割を果たしていたと推測される。

先行研究では，1910年代頃までに株式市場の全国的な統合が進展したとされている[23]。そうした全国的な市場統合という大きな変化が進展したことは重要であり，筆者も否定する意図は持たない。ただし，清算取引における売買の対象とされた銘柄でみれば，1930年代に至ってもある程度の地域性が残ったという点も認識されてよい。統合の進展か，地域性の残存かというのは，程度問題というべきであり，「どの程度の統合が進み，どの程度の地域性が残ったのか」を検証することが重要であろう。また，東株の長期清算取引が独自の役割を果たしていたと推測される点については，市場の統合が進展したという解釈とは異なる印象も受ける。東株の長期清算取引が果たした役割について検証することも重要であろう。本稿はそうした課題に向けた基礎作業としての意味合いも持つ。

23）岡崎・浜尾・星（2005），26頁。

表４　東京株式取引所，大阪株式取引所における長期清算取引の銘柄別売買高（株数，1935年１月）

順位		銘柄		売買高			
東京	大阪			東京		大阪	
1	18	東京電燈	旧	198,440	9.0	8,840	1.7
2	1	日本産業	旧	170,690	7.8	69,560	13.2
3	4	東京株式取引所	新	141,440	6.4	23,750	4.5
4	3	日本鉱業	旧	61,250	2.8	38,920	7.4
5	59	日本鋼管	新	56,580	2.6	920	0.2
6	104	日本鋼管	優先	50,800	2.3	40	0.0
7	26	日魯漁業	旧	48,870	2.2	5,950	1.1
8	12	日本鋼管	旧	48,490	2.2	11,650	2.2
9	8	大同電力	旧	47,350	2.2	17,230	3.3
10	109	東京株式取引所	旧	46,980	2.1	10	0.0
11	25	東邦電力	旧	39,420	1.8	6,650	1.3
12		玉川水道	旧	38,770	1.8		
13	7	東洋レーヨン	新	38,030	1.7	18,350	3.5
14	16	日立製作所	旧	36,410	1.7	9,440	1.8
15	30	戸畑鋳物	旧	31,180	1.4	4,610	0.9
16	15	日魯漁業	新	30,080	1.4	9,570	1.8
17		三菱鉱業	新	29,810	1.4		
18	6	倉敷絹織	旧	28,680	1.3	18,440	3.5
19	31	大日本人造肥料	旧	26,990	1.2	4,580	0.9
20		新潟鐵工所	旧	26,010	1.2		
99	2	大阪株式取引所	新	5,040	0.2	43,860	8.3
21	5	鐘淵紡績	新	23,450	1.1	23,440	4.5
29	9	倉敷絹織	新	17,620	0.8	12,190	2.3
	10	京阪電気鉄道	旧			12,170	2.3
36	11	鐘淵紡績	旧	13,600	0.6	11,980	2.3
	13	倉敷紡績	旧			10,910	2.1
	14	大日本紡績	旧			9,960	1.9
31	17	帝国人造絹糸	新	15,720	0.7	9,160	1.7
	19	大阪製鎖造機	旧			8,030	1.5
	20	倉敷紡績	新			7,700	1.5
上位20銘柄				1,196,270	54.4	375,150	71.4
全体				2,198,530	100.0	525,470	100.0

（出所）東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』（改53号），大阪株式取引所『大株月報』（43号）所収のデータより作成。

4．売買高に影響を与える要因についての予備的検討

4－1　売買高に影響を与える要因について

どのような銘柄が，積極的に売買される対象となる，売買高が大きな銘柄であったのかという点を検証することは，清算取引を中心とした戦前の株式取引所における株式取引の意義について考えるうえで重要な意味を持つ。

ひとつの可能性として，業績が良好な企業，あるいは高株価の株式が取引の対象となるという推論があり得る。そして，金融資産として保有する対象を売買する投資家が多いと想定される実物取引においては，そうした推論が実際に成立していたとしても不自然ではない[24]。ただし，先物取引であり，差金決済が行われることが通常であった清算取引で売買される銘柄の特徴について，同様の推論が成立するとは限らない。確かに，業績が良好で，高配当を継続するとともに，その新株が積極的な売買の対象となった鐘淵紡績の事例などは，そうした推論が妥当であるかのような印象を与え得る。とはいえ，一部の銘柄の印象に引き摺られることは望ましくない。実際に，清算取引において，好業績，高株価の銘柄の売買高が大きいという関係は見られたのであろうか。

最初に，**表5**により，実物，長期清算，短期清算の各取引における平均的な株価を確認しておく。同表によれば，東株の実物取引，長期清算取引，短期清算取引における1931～40年の平均株価はそれぞれ49.8円，72.2円，121.4円となっており，平均株価は短期清算取引，長期清算取引，実物取引の順となっている。清算取引（特に短期清算取引）では東京株式取引所新株の構成比が大きかったことから，それを除いて同様の数値を計算すると，長期清算取引，短期清算取引における1931～40年の平均株価は65.0円，92.2円となり，この場合でも，短期清算取引，長期清算取引，実物取引の順で平均株価が高くなっている。また，年ごとの平均株価についても，1930年代初頭を除けば同様である[25]。以上を踏まえれば，清算取引では高株価の銘柄が売買の対象となったということもできる[26]。

ただし，この検討には問題もある。第一に，払込済金額が異なる銘柄が含まれることから，単純に売買金額を売買株数で除して平均株価を算出することには限界がある[27]。第二に，第2

24）ただし，既述のように，実物取引は取引所外で行われることが多かったため，この検証を行うことはできない。

25）1931年に実物取引の平均株価が106.1円と高かったのは，売買高（株数）が年間で374万株あまりと小さく，相対的に高株価の銘柄ばかりが売買されたことによるものであろう。

26）短期清算取引，長期清算取引で相対的に高株価の銘柄が売買されていたことは，第2節で触れたように清算取引には上場基準があり，それを満たした銘柄のみが売買されたことを踏まえれば，高株価となるような銘柄のみが上場されていたことの結果と捉えるべきかもしれない。

27）より具体的には，以下のような問題がある。第一に，払込済金額が異なる旧株，新株（第二新株な

表５　実物取引，長期清算取引，短期清算取引の平均株価（東京株式取引所）

	実物取引		長期清算取引			短期清算取引		
	東　京	全　国	東　京	東　京（新東除く）	全　国	東　京	東　京（新東除く）	全　国
1931	106.1	97.0	75.9	61.2	79.8	115.5	95.0	116.6
1932	77.3	72.2	58.6	47.3	61.7	129.2	63.8	126.8
1933	80.6	79.6	69.3	60.3	72.4	145.3	87.2	142.1
1934	32.8	37.4	73.0	68.2	77.5	120.2	99.1	124.3
1935	27.2	29.9	70.8	63.2	73.8	114.6	81.2	117.4
1936	37.3	38.5	68.3	62.7	69.7	108.1	83.9	114.5
1937	45.1	46.2	79.2	74.7	80.3	126.5	109.4	137.0
1938	46.1	46.9	82.8	74.2	82.6	129.6	108.0	134.9
1939	42.9	43.8	73.3	66.3	73.4	116.8	87.5	117.7
1940	52.8	52.4	74.3	69.4	74.7	106.2	85.5	108.4
10年間	49.8	50.3	72.2	65.0	74.6	121.4	92.2	124.6

（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）表の数値は，取引所ごとの売買高（金額）を売買高（株数）で除した値を示す。

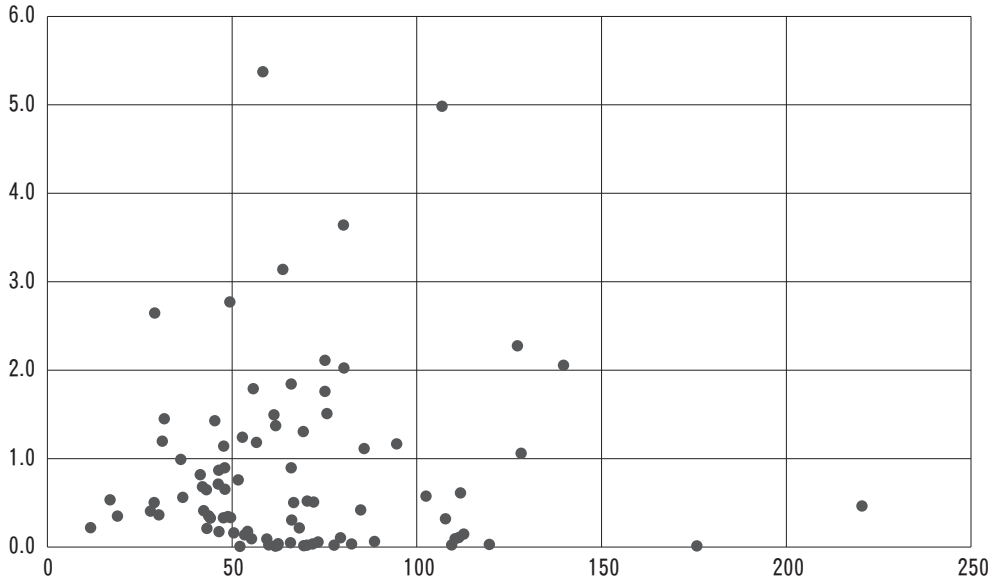
節で触れたように清算取引には上場基準があったが，上場の基準を満たした銘柄である以上，実物取引で売買対象とされた銘柄よりは清算取引の株価が高いことは自然なことでもあろう。むしろ，清算取引の対象とされた銘柄のなかでどのような銘柄が積極的な売買の対象とされたのかが問われるべきであろう。

そこで，次に，長期清算取引の対象とされた銘柄を取り上げ，株価と売買高の関係を確認する[28]。銘柄数が多いため，散布図を**図１**として示した。同図の横軸は売買高（金額）を売買高（株数）で除した値を，縦軸は発行済株数に対する売買高（株数）の比率を，それぞれ示す。また，同図の対象として取り上げている銘柄は，額面50円の旧株のうち，1935年の全ての月で売買対象とされた86銘柄である。旧株でも払込済金額が50円に達していない７銘柄については，50／払込済金額を乗じることで株価を調整した[29]。なお，86銘柄の株価の平均値は67.6，中位

ども含む）の売買を全て集計した平均であるという問題である。第二に，多くはないが，額面が異なる銘柄もある。戦前日本において，多くの銘柄は50円を額面としていたが，25円や100円を額面とする銘柄など，多くはないものの額面が50円以外の場合もあった。そうした銘柄が含まれれば，単純平均は厳密さを欠くことになる。

28）株価に代えて利益率や配当率を用いるという選択肢もあるが，それらは株価と正の相関関係にあると考えるのが自然であることから，紙幅の制約も考慮して，ここでは取り上げていない。なお，戦前の配当率と株価との関係については，明治期の鉄道業，電力業，紡績業を対象として片岡（1987）が検証し，正の相関関係を報告している。

29）旧株と新株の株価については，当然ながら払込済金額が大きい旧株の株価が高いという関係にあ



（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）横軸の数値は，売買高（金額）を売買高（株数）で除した値を示す。
縦軸の数値は，発行済株数に対する売買高（株数）の比率を示す。
対象とした銘柄は旧株（額面50円の銘柄に限定）のうち，1935年の全ての月で売買対象とされた86銘柄である。
旧株でも払込済金額が50円に達していない７銘柄については，50／払込済金額を乗じることで株価を調整した。

図１　長期清算取引の平均株価と売買高（東京株式取引所，1935年）

値は61.8，売買高の平均値は0.84，中位値は0.50である。

同図によれば，株価と売買高の関係は必ずしも明確ではない。株価と売買高の相関係数は0.03であり，無相関であるといってよい。相関係数の値のみから判断すれば，このデータからどのような銘柄の売買高が大きくなるのかを知ることはできない。とはいえ，そうした相関係数の値は，データの分布，とりわけ売買高において著しく大きな値が一部含まれることの影響によってもたらされている面がある。

前出の平均値と中位値の比較を踏まえれば，一部の銘柄の売買高が著しく大きな値になっていることが明らかである。具体的には，東京石川島造船所（5.38），日本鋼管（4.98），新潟鉄工所（3.64），合同油脂（3.14），品川白煉瓦（2.77）などの銘柄の売買高が大きかった。そうした銘柄は，何らかの個別の理由により高い売買高が記録され，それが相関係数に大きな影響

る。しかし，旧株と新株の株価は必ずしも払込済金額に比例するわけではない。旧株と新株の株価の関係については今後研究が進められる必要があるが，ここでは，さしあたり株価が払込済金額に比例するものと仮定して，50／払込済金額を乗じることで株価を調整している。なお，調整の対象となった７銘柄は，東京地下鉄道，片倉製糸紡績，三池窒素工業，帝国火薬工業，七尾セメント，熱帯産業，大連株式商品取引所（いずれも旧株）である。

を与えている可能性がある[30)]。売買高が2.0を超える10銘柄を，何らかの個別の事情によって非常に高い売買高となっていたと想定し，対象から除いたうえで，残る76銘柄を対象として相関係数を計算すると，統計的に有意とはいえないものの，▲0.15と負値になる[31)]。

株価が低い銘柄でも，大きな売買高を記録するものが多く存在したことも注目される。株価が払込済金額である50円を下回る銘柄であっても，売買高が平均値（0.84）ないし中位値（0.50）を上回るものは多く存在する。品川白煉瓦（株価49.4円，売買高2.77），日本活動写真（株価29.1円，売買高2.65）が目立ち，熱帯産業（株価31.7円，売買高1.45），東京湾汽船（株価45.3円，売買高1.43），東洋拓殖（株価31.1円，売買高1.20）なども同様の特徴を示している。反対に，高株価の銘柄であるからといって，必ずしも売買高が大きくなるわけではない。三菱鉱業（株価112.7円，売買高0.15），台湾製糖（株価111.4円，売買高0.11），大日本麦酒（株価119.6円，売買高0.03），王子製紙（株価109.4円，売買高0.02）など，当時を代表する企業の株式であり，しかも高株価であった銘柄であっても，売買高が極めて小さかったものも目立つ。

以上を踏まえると，少なくとも経営状況が良好な企業の株式が積極的な売買の対象となったと考えることは適切ではない。業績が良好な企業の株式は，長期的に保有する資産としては適しているであろうが，短期的に売買が繰り返される清算取引の対象として適しているとは限らないということであろう[32)]。むしろ，現段階で確言はできないものの，投資家から見ればリスクが高いと捉えられていたであろう銘柄が積極的な売買の対象となっていたと考える方が妥当である可能性が高い。これは，価格変動のリスクに備えるうえで有用な先物取引としての特徴を持つ清算取引の性格を踏まえれば，ごく自然な発想といえる。

本来であれば，株価の時系列的な変動，しかも可能であれば日次株価の変動により銘柄ごとのリスクを把握したうえで，それに依拠した分析を行うべきであろう。とはいえ，戦前日本を対象とする日次株価データを利用した研究は緒に就いたばかりであり，現段階で日次株価を全

30）具体的な理由を明示することはできないが，例えば以下のような推論が成立する余地がある。東京石川島造船所（８万株，うち旧株４万株），新潟鉄工所（12万株，うち旧株８万株），品川白煉瓦（５万株，全て旧株）は，その業種に見合わないほどに資本金規模が小さく，株数も少なかったことで，投資家により株価の変動が予想された可能性がある。日本鋼管も，発行済株数（47万株）に占める旧株（12万６千株）の比率は低かった。また，東京石川島造船所，日本鋼管については期中に増資が行われ，株価の変動が予想されたことが影響している可能性もあろう。

31）自由度74の検定であることから，相関係数の絶対値が0.19程度であれば10％水準で有意と判断できる。

32）いうまでもなく，短期清算取引で積極的な売買の対象となった銘柄が，資産として長期保有するのに適していないと主張しているわけではない。前出の鐘淵紡績のように，短期清算取引で積極的な売買の対象でありながら，同時に，良好かつ安定的な経営業績を誇り，株価も高かったことから，資産として長期保有をするのに適していた銘柄も存在する。なお，高株価の銘柄を「長期保有をするのに適していた」としているのは，当時の増資方法が原則として株主割当額面発行であったことから（志村（1969），221-222頁，および第４-11表），高株価により取得時の支出は大きくとも，その後，増資が繰り返されることで，資産を継続的に増加させていくことができると想定されることによる。

面的に利用した研究を行うことは非現実的である[33]。今後の進展が待たれる研究課題と位置付けるべきであろう。それを踏まえ，次項では，事例による検討を行うことで，どのような銘柄の売買高が大きかったのかという点に接近する。

4－2　事例による検討

本項では，どのような銘柄が積極的な売買の対象となったのか，具体的なイメージを得るために，いくつかの業種における銘柄別の売買高について検討しておく。

なお，銘柄間で売買高の大小を比較するために，以下では，**図1**と同様に売買高（株数）を発行済株数で除すことによって標準化する。なお，同一企業であっても，旧株，新株といった銘柄ごとの発行済株数で除した数値を計算する。増資などにより期中に発行済株数が変化する場合には，増加前後の月数により発行済株数の数値を調整する[34]。

（1）製糖業の場合

最初に，経営業績の優劣が明確であることが先行研究によって明らかにされており，企業間の比較を行う際の視角を得やすい製糖業を取り上げる。

戦前日本における製糖業は，台湾製糖，大日本製糖，明治製糖，塩水港製糖の4社を中心的な企業として発展した[35]。製糖業史を対象とした代表的な先行研究では，それら4社のうち大日本製糖は，戦前日本において最も成功した製糖企業と位置付けられている。具体的には，国内における精製糖部門から事業をスタートさせ，台湾での粗糖部門への進出が遅れたという意味で後発的な企業でありながら，最終的に台湾製糖から首位の座を奪うことになった事実が，同社の成功を示すという捉え方である[36]。一方，台湾製糖，明治製糖は業績が良好かつ安定的であり，戦間期を通して製糖企業のなかで最も高い配当率を誇っていた。また，両社は内部留保も厚く，安定的な財務内容を誇っていた[37]。原料甘蔗の調達において天候の影響から自由ではありえない製糖企業の特性を踏まえれば，事業リスクに対するバッファーとして機能し得る，厚い内部留保を維持することは，投資家から見ても望ましい状況であったと捉えるのが自然であろう[38]。

33）日次株価データを利用した近年の研究成果として，例えば，平山（2020），鈴木・結城（2022）などがある。

34）例えば，1935年の売買高について数値を求めようとする場合，発行済株数が35年9月まで9か月間が10万株，同年10月から3か月間が20万株であったとすれば，年間の発行済株数は12万5千株として計算する。

35）そうした製糖業史の捉え方を提示した先行研究として，久保（2016）が挙げられる。

36）久保（2016），第2章，および終章。

37）内部留保の厚さについては，齊藤（2019），63頁，配当率の高さについては，同，79–80頁。

38）そうしたリスクが避けられないからこそ，製糖業の上位企業が内部留保を重視する財務政策を採用

表６　製糖業の株式売買高（東京株式取引所，長期清算取引）

	大日本製糖		塩水港製糖		台湾製糖		明治製糖	
	旧　株	新　株	旧　株	新　株	旧　株	新　株	旧　株	新　株
1931	0.73	0.43			0.57	0.24	1.04	0.36
1932	1.16	0.86			0.72	0.66	1.50	1.09
1933	0.58	0.76	0.31	0.08	0.59	0.79	0.79	0.98
1934	0.31	0.40	0.55	0.12	0.23	0.45	0.26	0.48
1935	0.42	0.41	0.65	0.10	0.11	0.29	0.09	0.28
1936	0.45	0.59	1.47	0.39	0.11	0.29	0.12	0.26
1937	0.27	0.49	2.46	2.19	0.09	0.53	0.09	0.43
1938	0.06	0.17	0.80	0.28	0.01	0.16	0.01	0.05
1939	0.03	0.13	0.56	0.73	0.00	0.17	0.00	0.04
1940	0.03	0.11	0.37	0.37	0.01	0.08	0.02	0.01

（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）表の数値は，発行済株数に対する売買高（株数）の比率を示す。
上記資料で発行済株数に関する情報を得られない月があるが，その場合は「営業報告書」から情報を得た。
塩水港製糖の株式は1931年から33年５月まで売買されていない。
塩水港製糖旧株，同新株の1933年は６月からの７か月間の数値であることから，12/７を乗じた。
塩水港製糖新株の1937年は10月までの10か月間の数値であることから，12/10を乗じた。
塩水港製糖新株の1938年は８月からの５か月間の数値であることから，12/５を乗じた。
期中に発行済株数が増加している場合は，増加前後の月数により発行済株数の数値を調整している。

以上を踏まえたうえで，製糖企業の株式の売買高について確認すれば，**表６**のとおりである。同表には前出の製糖業４社それぞれの旧株，新株につき，東株における長期清算取引の年間の売買高を発行済株数で除して標準化した数値の推移が示されている。同表からは，大雑把ではあるが，製糖業の株式の売買を３つの時期に区分して捉えることができる。具体的には，1931～33年，34～37年，38～40年の３期であり，それぞれの時期の特徴は以下のように説明できる。1931～33年は，この時期に長期清算取引の対象となっていた大日本製糖，台湾製糖，明治製糖のいずれの銘柄も，高い水準の売買高を記録している[39]。1934～37年には，台湾製糖，明治製糖の株式，とりわけ旧株の売買高が減少し，年間で発行済株数の１割程度という低い水準にとどまっている。その一方で，大日本製糖，塩水港製糖の株式の売買高は高い水準を維持した[40]。1938～40年になると，大日本製糖の株式の売買高も減少し，台湾製糖，明治製糖とともに低い水準にとどまったが，塩水港製糖の株式は依然として高い水準を維持している。

したという説明が成立する可能性もあろう。

39）塩水港製糖については，1930年代初頭に実質的に経営破綻状態にあったことにより，1933年５月まで売買されておらず，同年６月から取引が再開された。

40）塩水港製糖の1937年の数値が非常に大きな値になっているのは，新株発行に関係して株価が上下したことに伴うものである可能性が高い。

以上の動向をどのように解釈すべきであろうか。現段階では確言できないものの，高リスクと認識される銘柄ほど売買高が大きかったという解釈が最も整合性が高いと考えられる。昭和恐慌およびその直後の時期にあたる1931～33年には，経営の健全性が高かった台湾製糖，明治製糖を含めて全社の株式で売買高が高く，その後は企業間の差が明確になった。そこで売買高が大きかったのは，大日本製糖，塩水港製糖の株式であった。両社は製糖業を代表する２社であったが，同業で最も優良な企業と投資家に捉えられていたかといえば，前述のとおり，それは疑わしく，むしろ台湾製糖，明治製糖の方が優良企業と呼ぶに相応しいというのが実情であった。塩水港製糖は1930年前後の時期に実質的な経営破綻を経験し，30年代前半には不安定な財務状態にあった。また，大日本製糖は，塩水港製糖ほどではないものの30年代初頭には著しい経営不振を経験し，30年代半ばまでは，財務面においてそこからの回復途上にあった。そうした比較を踏まえれば，大日本製糖，塩水港製糖の株式の売買高が，台湾製糖，明治製糖の株式の売買高よりも大きかったという事実は示唆的である[41)]。

大日本製糖については，1940年代初頭までに首位となる成長可能性を市場が的確に評価していたという可能性も否定できない。とはいえ，著しい経営不振を経験した直後にあたる1930年代半ばの時期に，市場が成長性を的確に評価したと考えることにはいささか無理があろう[42)]。また，売買高が大きかったのが大日本製糖のみであったとすれば市場が成長可能性を的確に評価したという推論が成立する余地もあるが，大日本製糖よりもさらに経営業績が思わしくなかった塩水港製糖の株式が積極的に売買されていたという事実も，成長性を評価したという推論を，信憑性の乏しいものにしている。

その大日本製糖の株式についても，1930年代後半になり，経営業績が安定するに至っては，**表６**が示すように売買高が減少した。同時期の大日本製糖は，配当率では台湾製糖，明治製糖を下回ったが，内部留保が厚くなるなど財務面の安定化が進み，優良企業としての位置づけに近づいている。この点においても，高リスクと認識される銘柄ほど売買高が大きかったという解釈と整合的である。

（２）製紙業の場合

次に，1930年代前半に王子製紙を中心とした上位企業の合併が行われた製紙業を対象として

41）参考までに，短期清算取引についても記しておけば，東株では大日本製糖新株（1930年12月～），同第二新株（～30年11月），塩水港製糖旧株（39年５月～），明治製糖旧株（30年11月～36年11月）が売買の対象となっていた。大株では，大日本製糖旧株，塩水港製糖旧株，同新株，台湾製糖旧株が売買の対象となっており，東株，大株の双方で短期清算取引の売買対象となっているのは大日本製糖，塩水港製糖のみであったことがわかる。

42）1930年代初頭における大日本製糖が経営不振の状態にあり，株価も低い水準をさまよった点については，齊藤（2020）を参照のこと。さらに，久保（2022），補論（「糖価低迷期の大日本製糖」）が当時の大日本製糖について具体的なイメージを提示している。

取り上げる。

製紙業については，1930年代初頭まで王子製紙，富士製紙，樺太工業の３社を中心とした市場であり，33年５月にそれら３社が合併したが，それは財務的に困窮した樺太工業が，事業を存続させるために大幅に譲歩することによって実現した合併であったことが，先行研究により明らかにされている[43]。すなわち，この合併は樺太工業に対する救済合併に近い意味合いを持つものであったといってよい。事実，その合併比率は，王子製紙１株に対して，富士製紙が1.4株，樺太工業が2.45株であり，樺太工業の株式は合併に際して大幅にディスカウント（払込資本金5,363万円を2,189万円にディスカウント）された[44]。なお，被合併時におけるディスカウントは減資と同様の意味合いを持つが，被合併時における樺太工業株式のディスカウントは，戦間期における減資のうち川崎造船所の事例（1932年11月期に払込資本金9,000万円のうち7,200万円を減資）に次ぐ大規模なものであった[45]。それだけ，樺太工業の経営状態が低迷していたということである。

1920年代の樺太工業は，大川平三郎による経営の下，積極的な拡大路線を追求したことで知られる。例えば，樺太工業は1926年６月に九州製紙，中央製紙，中之島製紙の３社を合併したが，この合併は樺太工業の業績改善をもたらさず，むしろ利益率を低下させた可能性が高い[46]。他にも積極的な設備投資が行われており，利益の増加を上回るペースでの企業規模の拡大が樺太工業の収益性低下をもたらしたのである[47]。当時の投資家から見れば，王子製紙株式を相対的に低リスク・低リターンの銘柄と位置づけ，樺太工業株式を相対的に高リスク・高リターンの銘柄と捉えるのが自然であったと考えられる[48]。

1933年に３社合併が行われていることから，富士製紙，樺太工業の株式が取引されていた時期は限られるが，売買高を確認すれば**表７**のとおりである。前出の製糖業の事例と同様，製紙業３社それぞれの旧株，新株につき，東株における長期清算取引の売買高を発行済株数で除して標準化した数値の推移が示されている。集計対象の期間は３か月を目安としているが，他の表との比較が可能なように，数値は年率換算している。

同表によれば，昭和恐慌の影響が強く残る1931年には王子製紙株式の売買高も高いが，32年

43）四宮（1997），129–131頁。

44）合併比率については，成田（1958），209–210頁，四宮（1997），131頁，ディスカウントの金額については，齊藤（2009），図表３。

45）齊藤（2009），図表２および図表３。

46）齊藤（2006），160–162頁。

47）齊藤（2006），表３および図１。

48）配当率は王子製紙の方が樺太工業よりも高かったが，経営業績が安定していた王子製紙で株価が急激に上昇することは想定しづらい。一方，樺太工業については積極策が奏功すれば，株価が大幅に上昇することも期待されたであろう。王子製紙の株式を低リターン，樺太工業の株式を高リターンと表現しているのは，そうした将来の株価に関するあり得べき予想を含めてのことである。

表７　製紙業の株式売買高（東京株式取引所，長期清算取引）

		王子製紙			富士製紙		樺太工業	
		旧　株	新　株	第二新株	旧　株	新　株	旧　株	新　株
1931	1－3月	0.91	0.36		0.36	0.15	0.89	0.67
	4－6月	0.72	0.23		0.24	0.13	0.53	0.20
	7－9月	0.57	0.17		0.32	0.11	0.31	0.05
	10–12月	0.51	0.26		0.30	0.13	0.64	0.09
1932	1－3月	0.29	0.28		0.58	0.35	1.29	0.69
	4－6月	0.16	0.14		0.35	0.28	0.82	0.40
	7－9月	0.20	0.16		0.49	0.33	1.04	0.60
	10–12月	0.74	0.66		0.80	0.57	1.34	1.02
1933	1－2月	0.60	0.68		0.31	0.21	0.47	0.29
	3－6月	0.18	0.25					
	7－9月	0.14	0.22	0.07				
	10–12月	0.12	0.24	0.09				
1934		0.06	0.13	0.10				
1935		0.02	0.07					

（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）表の数値は，発行済株数に対する売買高（株数）の比率を示す。
上記資料で発行済株数に関する情報を得られない月があるが，その場合は「営業報告書」から情報を得た。
表の数値は年率に換算してある。
1933年は，富士製紙，樺太工業の株式が２月までしか売買されていないことから，他の年と集計対象月を変更している。
王子製紙第二新株は1933年７月から売買されている。
王子製紙第二新株の1934年は11月までの11か月間の数値であることから，12/11を乗じた。

には，旧株，新株ともに，売買高の大きさにおける樺太工業，富士製紙，王子製紙という順が明確となる。これは，直後に行われる３社合併における合併比率において，低く評価された順と同一である。加えて，富士製紙，樺太工業の２社については，1931年よりも32年の売買高が大きくなっている。３社合併が予想されるようになり[49]，合併が行われた際には被合併企業となるであろう２社，とりわけ経営状態が低迷していた樺太工業の株価が大きく変動すると予想される状況であったことに対応して，売買高が大きくなったものと推測される[50]。製紙業につ

49）雑誌記事，書籍のいずれにおいても，３社合併の見通しを論じるものは多いが，一例のみ挙げれば，1932年の段階で「三大製紙会社の合併は，時の問題とまで接近し，業界は完全に独占化されんとしつゝある」（勝田（1932），118頁）とされている。

50）合併が発表された際に，被合併企業の株価が上昇することについては，Jensen and Ruback (1983) など多くの研究が指摘してきた。それを踏まえれば，合併に先立つ時期においては，合併側よりも被合併側の企業において株価が大きく変動することになると予想される。

いても，製糖業と同様に，高リスクと認識される銘柄ほど売買高が大きかったという解釈と整合的な事実が観察されたといえる。

なお，参考までに，短期清算取引についても確認しておく。王子製紙旧株，富士製紙新株は短期清算取引の対象とされ，３社合併における被合併企業の株式である後者は，合併直前の1933年３月まで売買された。王子製紙旧株は３社合併後の1935年10月まで売買されたが，その後は売買の対象とはなっていない。1935年に入ってからは，１か月あたりの売買高は平均4,316株（発行済株数に対する比率は0.3％，年率に換算すると3.5％）に過ぎなかった。少数の銘柄を対象に積極的な売買が行われた短期清算取引においては，「不人気銘柄」といっても決して過言ではない売買高の低さといえる。合併後の王子製紙のような，経営状態が安定した低リスクの銘柄は，短期清算取引の対象にならなかったということであろう。

（３）新興財閥系企業の場合

次に，1930年代に旺盛な資金需要を持ち，株式による資金調達を繰り返し行った新興財閥系の企業の代表的な事例として，日本産業（日産）系の企業を取り上げる[51)]。

日産を率いた鮎川義介は，持株会社である日本産業の株式を公開するとともに，「株式市場から社会的資金を調達して多角経営を実施する」という構想に基づき，多数の企業を傘下に有するコンツェルン組織を形成した[52)]。実際，1930年代に日産系の企業は株式により積極的な資金調達を行っている。東株で株式が清算取引の対象とされていた日産系企業である日本産業，日本鉱業の動向を確認すれば，以下のとおりである。持株会社であった日本産業は，1930年代初頭に25円払込済であった新株に対して２回の追加払込徴収を行うことで，34年３月に全額払込に到達している。また，傘下の有力企業であった日本鉱業は，1934年11月に新株を発行し，２回の追加払込徴収を行うことで，38年７月には全額払込となった。そして早くも1939年２月には新株が発行され，２回の追加払込徴収を経て，40年12月には全額払込に達した[53)]。いずれも矢継ぎ早に新株発行，追加払込徴収が行われていたことが明確である。なお，日産系の有力企業としては，日立製作所の株式も東株で清算取引の対象であったが，同社では，新株の発行から全額の払込完了までの期間が短く，1930年代に３回の新株発行が行われたものの，長期清算取引の対象とされたのは，それぞれ11か月（1936年５月～37年３月），11か月（37年11月～

51）日産などの新興財閥を「財閥」と称すべきか否かについて，日本経済史・経営史の分野で議論があることは承知しているが（例えば，下谷（2008）など），ここではその点に立ち入らず，便宜上「新興財閥」と表記している。

52）宇田川（1984），45，61頁。引用部分は61頁に含まれる。

53）日本産業，日本鉱業の追加払込徴収の時期については，本稿の他の箇所との整合性を重視して，東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』の記載に依拠している。新株発行の時期については，発行直後から清算取引の対象とされない（すなわち「月報」に情報が記載されない）可能性を考慮して，各社の「営業報告書」により確認した。

表８　日本産業と日本鉱業の株式売買高（東京株式取引所，長期清算取引）

	日本産業		日本鉱業	
	旧　株	新　株	旧　株	新　株
1931	0.65	0.19		
1932	1.91	1.24		
1933	2.55	3.46		
1934	2.00	1.97	0.68	
1935	1.11		0.61	0.15
1936	0.75	0.85	0.50	0.58
1937	0.79	1.44	0.29	0.77
1938	0.50	0.71	0.14	0.26
1939	0.36		0.19	0.62
1940	0.25		0.13	0.27

（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）表の数値は，発行済株数に対する売買高（株数）の比率を示す。
上記資料で発行済株数に関する情報を得られない月があるが，その場合は「営業報告書」から情報を得た。
日本産業新株の1934年は５月までの５か月間の数値であることから，12/５を乗じた。
日本産業新株の1936年は３月からの10か月間の数値であることから，12/10を乗じた。
日本産業新株の1938年は11月までの11か月間の数値であることから，12/11を乗じた。
日本鉱業新株の1935年は５月からの８か月間の数値であることから，12/８を乗じた。
日本鉱業新株の1938年は10月までの10か月間の数値であることから，12/10を乗じた。
日本鉱業新株の1939年は９月からの４か月間の数値であることから，12/４を乗じた。

38年９月），13か月（39年９月～40年９月）とごく短期間に過ぎなかった。そのため，日立製作所は検討の対象としていない。

頻繁に資金調達が行われたということは，そのアナウンスに応じて株価が変動した可能性が高いことを意味する。すなわち，それだけ高リスクの銘柄であったということになる。これらの日産系企業の株式の売買高はどのような状況にあったのであろうか。**表８**には，日本産業（1937年12月以降は満洲重工業開発），日本鉱業の旧株，新株につき，東株における長期清算取引の売買高を発行済株数で除して標準化した数値の推移が示されている。

同表には，特に日本産業の株式の売買高が高かったという事実が示されている[54]。日本産業旧株が全国の取引所における短期清算取引で「花形」というべき位置にあったことは既述のとおりであるが，長期清算取引においても，少なくとも前出の製糖業，製紙業の主要銘柄との比

54）日本産業が持株会社であり，複数の産業にわたる多数の傘下企業の株式を保有していることを踏まえれば，リスク分散の効果により，日本産業の株式を相対的に低リスクの金融資産と評価させると考えるのが自然であり，それが同社株式の売買高を低下させる可能性がある。それにもかかわらず，日本産業の株式の売買高が高位にあることは特筆されてよい。ただし，現段階においては，この点に立ち入るだけの準備がない。

較において，日本産業の株式の売買高は高く，しかも，1930年代後半に至っても売買高が一定の水準を維持している。植民地への事業展開の拡大，満洲重工業開発への改組などの動きを受け，投資家が日本産業の株式を高リスクの銘柄と判断したことで，売買高が高位を維持した可能性がある。

しかし，それらの点以上に注目すべきは，旧株に比較して新株の売買高が大きい点である。この点については，日本鉱業についても同様である。植民地への事業展開などによるリスクを当時の投資家がどのように評価したかを明らかにすることは困難であるが，そうしたリスクは旧株と新株で共通であることから，旧株と新株の売買高の違いは，事業内容に起因するリスク以外の要因によって規定されたはずである。そして，旧株と新株の最大の違いは，追加払込徴収が新株のみで行われるという点にある。全ての年に当てはまるわけではないが，追加払込徴収が行われる可能性がある新株で売買高が高いという事実は，高リスクの銘柄の売買高が大きくなるという推論と整合しており，示唆的である[55]。この点については，次項において詳述する。

（４）大阪株式取引所における鉄道業の場合

参考までに，大株での取引における事例についても一例のみ挙げておく。1932～34年の３年間を対象として，ここまでに取り上げていない鉄道業の事例に着目する[56]。

この時期における大株の長期清算取引では，南満洲鉄道（旧株，新株，第二新株）に加え，阪神電気鉄道（旧株，新株），阪神急行電鉄（旧株），大阪電気軌道（旧株），大阪鉄道（旧株），南海鉄道（旧株，第二新株，第三新株），京阪電気鉄道（旧株，新株，第二新株，第三新株）という，大阪およびその近郊を営業地盤とする企業の株式が売買された。加えて，中国鉄道（旧株），九州電気軌道（旧株），朝鮮鉄道（旧株，新株，第二新株，第三新株，第四新株）といった西日本および植民地に所在する企業の株式が取引された[57]。

それらの鉄道株のうち，大株での売買高が大きかったのは南満洲鉄道旧株，同新株と京阪電気鉄道旧株であった。**表９**には，1932～34年におけるそれらの銘柄について，長期清算取引の

55）この点は，旧株に比較して新株の株価の変動が大きいことを示した先行研究（野地・葛西・三和（2018））とも整合的である。

56）1932～34年のみを対象とするのは，本稿が東株における株式取引を主たる検討対象とし，長期清算取引の売買が少ない大株は参考程度にとどめていることで，データの整理が部分的にしか進展していないことによる。大株に関する本格的な検討は将来的な課題とせざるを得ない。

57）なお，同時期における大株の短期清算取引では，南満洲鉄道旧株が一貫して売買され，３年間における売買株数の合計は228万7,590株であった。また，同新株も全ての月ではないものの売買され，売買株数の合計は4,560株であった。なお，南満洲鉄道以外にも，阪神電気鉄道旧株，阪神急行電鉄旧株，南海鉄道旧株，京阪電気鉄道旧株，朝鮮鉄道第四新株が売買されたが，売買された株数（３年間の合計）はそれぞれ10株，200株，10株，10株，20株と，ごく限られた株数に過ぎなかった。

表９　南満洲鉄道と京阪電気鉄道の株式売買高（大阪株式取引所，東京株式取引所，長期清算取引）

		南満洲鉄道（大株）		南満洲鉄道（東株）		京阪電気鉄道
		旧　株	新　株	旧　株	新　株	旧　株
1932	1－3月	0.02	0.02	0.35	0.36	0.00
	4－6月	0.02	0.01	0.18	0.18	0.00
	7－9月	0.01	0.00	0.10	0.08	0.00
	10–12月	0.03	0.01	0.22	0.18	0.01
1933	1－3月	0.04	0.03	0.18	0.23	0.02
	4－6月	0.04	0.01	0.15	0.19	0.01
	7－9月	0.03	0.00	0.18	0.16	0.02
	10–12月	0.02	0.00	0.09	0.08	0.04
1934	1－3月	0.02	0.00	0.06	0.06	0.45
	4－6月	0.01	0.00	0.05	0.02	0.38
	7－9月	0.01		0.03		0.25
	10–12月	0.01		0.02		0.16

（出所）大阪株式取引所『月報』（1934年４月より『大株月報』），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）表の数値は，発行済株数に対する売買高（株数）の比率を示す。
南満洲鉄道については，政府保有分を除いた株数を分母とした。
上記資料で発行済株数に関する情報を得られない月があるが，その場合は「営業報告書」から情報を得た。
表の数値は年率に換算してある。
南満洲鉄道新株の1934年４－６月は５月までの２か月間の数値であることから，３／２を乗じたうえで年率換算した。

売買高を発行済株数で除して標準化した数値の推移が示されている[58]。先行研究の表現を借用すれば，「時間の経過とともに資産としての安全性を高めていった株式」であった鉄道業の株式は，低リスクの投資対象と捉えられたとしても不思議はないが，それに対応するように，ここまでに確認した他業種の株式よりも低い売買高となっている[59]。ただし，そもそも長期清算取引が積極的に行われたのは東株のみであり，大株での売買高は限定的であったという前出の点に対応して，鉄道株の売買高が小さくなっている可能性も否定できない。そこで，同表では，東株における南満洲鉄道の売買高も示している。それによれば，長期清算取引の売買高が大きかった東株においても，低い水準にとどまっていることが明らかである。

そうしたなかで，大衆的な人気を誇る銘柄であったとされる南満洲鉄道の株式は，大株の長

58）南満洲鉄道については，株式の半数を政府（名義は大蔵大臣）が保有していたことから，それを除いた株数を分母として用いている。

59）片岡（1987），25頁。同論文は明治期を対象としており，そこで意識されている鉄道業の株式は，後に国有化の対象となる幹線鉄道である。乗客となり得る人口の多さを踏まえれば，大都市間，あるいは大都市とその近郊を結ぶ路線を経営する電鉄企業の株式の方が，片岡（1987）の説明がより当てはまる可能性もある。

期清算取引においても，鉄道業のなかで相対的に最も大きな売買高を記録した銘柄の１つであった[60]。対照的に，南満洲鉄道以外の鉄道業の銘柄は，軒並みわずかな売買高が記録されたに過ぎなかった。そうしたなかで，唯一，京阪電気鉄道旧株のみが，大きな売買高を記録しており，時期によっては南満洲鉄道株式の売買高をも凌いでいる点が特筆される[61]。売買された株数で判断しても，1934年には，南満洲鉄道旧株が５万7,340株，同新株が16万5,920株であったのに対し，京阪電気鉄道旧株は23万7,090株であった。南満洲鉄道の資本金は大阪近郊の電鉄企業に比較すれば遥かに大きいが，それを踏まえれば，売買された株数において京阪電気鉄道が南満洲鉄道を上回ったことは特筆されてよい。

しかも，1930年代前半に京阪電気鉄道の業績は悪化している[62]。同社は，1933年３月期から35年３月期までの５期において，当期利益を計上できない状況に陥っている。より具体的には，収入と支出がちょうど同額となる決算が５期にわたって続くという極めて不自然な状況であったが，これは支出が収入と同額になるまで「償却金」を計上したことによるものであった[63]。多額の「償却金」が計上されたのは，同社の建設費が高く，その整理が進められたことに対応したものであろう[64]。また，この５期に先立つ1932年９月期も合わせて，京阪電気鉄道は６期にわたって無配に陥った。

そうした変化に対応するように，京阪電気鉄道旧株の売買高が増加した。売買高は1933年から増加傾向にあったが，34年に入ると急増し，既述のように，発行済株数に対する比率ではもとより，株数で見ても南満洲鉄道旧株，同新株を上回った。この事例も，高リスクの銘柄の売買高が大きくなるという，ここまでに確認してきた傾向と整合的であるといえる。

（５）事例に基づく検討についての小括

本項の小括として，以下の内容を指摘しておく。どのような銘柄について清算取引の売買高が大きかったのか，限られた数の事例に依拠した断片的な検討から得られた暫定的な結論を示せば，高リスクの銘柄の売買高が大きいという点に集約される。製糖業における塩水港製糖，大日本製糖，製紙業における樺太工業のように，経営業績が不振ないし不安定な企業ほど株式

60）平山（2019）は，地方においても南満洲鉄道株式への投資が熱心に行われた様子を紹介している（319–320頁，および表５－１）。ただし，本稿で検討対象としているのは清算取引であるため，先行研究で南満洲鉄道の株式が大衆的な人気を博したとされていることとの間に直接的な関係はない。

61）京阪電気鉄道は，現在と同じように大阪と京都を結ぶ都市間鉄道であり，戦前においても同路線を中心とした経営であった。

62）京阪電気鉄道の経営業績が悪化した経緯，より正確には，多額の「償却金」を計上する必要が生じるほどに資産内容が悪化した経緯については，本稿では触れない。

63）「償却金」は，1933年３月期が71万6,876円，33年９月期が103万8,552円，34年３月期が142万1,325円，34年９月期が114万0,084円，35年３月期が116万9,653円であり，５期の合計は548万6,490円に達した（京阪電気鉄道株式会社「営業報告書」第53，54回，同「報告書」第55–57回）。

64）『銀行会社年鑑』（昭和９年版）ダイヤモンド社，173頁。

の売買高が大きく，しかも樺太工業の場合は，近い将来の３社合併が観測されるようになると，売買高が大幅に増加した。また，1930年代に株式による資金調達が積極的に行われた日本産業系の企業では，追加払込徴収が行われる新株の売買高が旧株のそれよりも大きかった[65]。さらに，大株における鉄道業の事例でも，経営業績が悪化した京阪電気鉄道の株式が，南満洲鉄道の株式を上回る売買高を記録していた。いずれも，高リスクの銘柄の売買高が大きいという推論と整合的な事実である。

ただし，「暫定的な結論」といっても，ここでは仮説を提示した段階に止まる。幅広い銘柄を対象として，可能であれば定量的な分析を行うことにより，この仮説が妥当であるか否かを確かめるという点は，将来的な課題として残されている。

４－３　旧株・新株に着目した分析の可能性

前項の推論が妥当であるか否かを確認することは容易ではない[66]。ただし，全く手掛かりがないわけではない。ひとつの有力な方法は，戦前の日本において資本制度の特徴の１つとして株式分割払込制度が存在したことを踏まえ，旧株と新株の違いに着目した検討を行うことである。前出の個別事例に関する検討においても，新株の売買高が旧株のそれを上回る状況が多く観察された。本稿において十分な分析を行うだけの準備はないが，本項ではこの視角が有効である可能性を提示しておきたい。

戦前の資本制度においては，株式を発行する際，必ずしも資本金を一度に払込む必要はなく，複数回に分けて払込むことが認められていた。これを株式分割払込制度と呼ぶ[67]。同制度の下では，同一の企業について，払込金額が異なる複数の株式が存在し得た。そして，全額払込済の株式（例えば額面50円で，払込済金額も50円）を旧株，未払込部分が残る株式（例えば額面50円で払込済金額が25円）を新株と呼ぶのが通例であった[68]。

株式市場では，同一企業が発行した払込済金額が異なる株式は，異なる銘柄と認識されていた。また，払込済金額が異なることから当然ではあるが，旧株と新株には異なる価格が形成さ

65）本文中では触れていないが，1930年代半ば以降の大日本製糖，台湾製糖，明治製糖，王子製紙でも，新株の売買高が旧株のそれを上回っていた。

66）株式の売買高に影響を与えうる要因を特定し，それらのデータを収集した後，適切な方法で回帰分析を行うことができれば，他の要因の影響をコントロールしたうえで，リスクが高い銘柄が清算取引（特に長期清算取引）の対象となっていた可能性が高いことを示すことができると考えられる。しかし，そうした分析を行うことは決して容易ではない。

67）株式分割払込制度の概要と，同制度を扱った先行研究に関する整理は，齊藤（2016）を参照のこと。

68）商法第210条が「会社ノ資本ハ株式全額払込ノ後ニ非サレハ之ヲ増加スルコトヲ得ス」と規定していたことにより，既存の株式が全額払込済になる以前には，新規に株式を発行することが認められていなかったため，原則として，当時の企業には旧株，新株の２種類（あるいは，旧株のみ１種類）が存在することになった。ただし，合併の際の株式交換により払込済金額が異なる株式が存在するようになることで，同一企業に３種類以上の株式が存在することもあり得た。

れた。ここまでにも，東京株式取引所新株，南満洲鉄道旧株といった具合に，その都度「旧株」，「新株」を末尾に付して銘柄を表現したのは，そうした事情を背景としている。

この旧株，新株に着目することの最大の利点は，同一企業が発行した旧株と新株は，払込済金額以外のほとんどの条件が同一であるという点にある。発行した企業が直面するビジネスチャンスや，予想される将来の業績などは，同じ企業が発行した株式であるから当然ではあるが，同一である。また，実際に支払われる配当についても，原則として払込金額に比例する形で支払われたため，金額は異なることになるが，配当率ないし配当性向といった指標でみれば，旧株と新株で全く同一である[69]。さらに，同時に旧株と新株が存在し得ることから，同じ時期の旧株と新株を対象とした分析を行えば，マクロ経済環境などの条件も同一ということになる[70]。実際に分析を行うことを想定すれば，設立直後の時期にあたる企業や，新株の追加払込徴収が完了し，次の新株発行が行われるまでの時期など，株式が1種類しか存在しない一部の局面を除いて，旧株と新株が存在することから，大量観察という手法を採用しやすいことも，旧株・新株に着目することの利点となる[71]。

以上の点を踏まえたうえで，旧株・新株に着目した分析視角を示しておけば，以下のとおりである。新株には，旧株とは異なって未払込部分が残っていることから，追加払込徴収が行われる可能性がある。追加払込徴収は，その実行に株主総会の承認を要せず，経営者の判断で行うことが可能であったという意味において，経営者が裁量的に行い得る資金調達手段であったと理解されている[72]。株主からすれば，想定していなかったタイミングで追加払込徴収に応じ

69）優先株が発行されている場合は，その限りではない。戦前にも優先株が発行される事例は存在したが，その数は多くなく，東株における長期清算取引の対象銘柄では，北海道炭礦汽船（1930年9月から39年7月まで），日本鋼管（30年9月から36年11月まで）の2例のみである（括弧内は東株の「月報」に掲載されている時期）。なお，優先株は，普通株に対して優先的に配当（あるいは残余財産）の分配を受ける権利があることを規定された株式を意味する。

70）本稿のように，月次の銘柄別売買高をデータとして利用する場合，例えば，旧株が月の前半に多く売買され，新株が月の後半に多く売買される，という場な状況があったとすれば，同月における旧株・新株の株価や取引高について，マクロ経済環境などの条件が揃っているとはいえない。それを踏まえれば，日次データなど，集計対象期間が短いデータを用いるほどマクロ経済環境などの条件を揃えることができることになるが，ある投資家により特定の日に大口の売買が行われるといった事象の影響が大きくなるという問題も生じる。一長一短であり，完全に解決することが難しい問題といえる。

71）もちろん，旧株，新株に着目した分析を行うことには問題も伴う。第一に，株式を保有することにより株主が得る権利のうち，企業支配権については払込済金額によらず（すなわち旧株と新株の違いによらず），同一であった。換言すれば，現実的であるか否かを問わなければ，新株のみを取得することにより，少ない資金で支配権を確保することが可能になる。これが新株の積極的な取引の理由となっていた可能性を排除できない。ただし，資本金の規模が大きくなり，敵対的買収が成立する余地が小さくなっていたと想定される1930年代を対象とする限りは，この問題はさほど深刻ではない。第二に，取引対象とされた銘柄数が少なかった短期清算取引を検討の対象にできない点についても，実際に分析を行ううえでは限界となる。

72）齊藤（2016），84頁。加えて，株主が追加払込徴収に応じなかった場合にはその権利を失権し，そ

ることを要求されることがあり得るということになる。また，株主に追加的な支出が発生することから，追加払込徴収がアナウンスされると，株価，とりわけ新株の株価が反応することになる[73]。すなわち，それだけ新株は価格変動が大きい，高リスクの証券であったということになる[74]。実際，旧株と比較して，新株の方が株価の変動が大きいことを，株価データを用いた分析により示した先行研究も存在する[75]。

以上の理解を踏まえ，清算取引において，同一企業の旧株，新株のうち後者が相対的に多く売買されていたとすれば，清算取引がリスクへの対応としての役割を果たしていた可能性が高いと考えることができる。そして，それは前項における事例に依拠した検討が示唆することでもある。より幅広い銘柄を対象として，この推論が妥当であるか否かを検証することが必要であろう。

5．おわりに

本稿では，戦前期における株式取引の実態を明らかにする作業の一環として，1930年代の東株における銘柄別の売買高に関する検討を行った。

第３節では，前提として，取引所ごとの長期清算取引，短期清算取引，実物取引の売買高に関するデータから，多くの取引所で大きな売買高が記録された短期清算取引とは異なり，長期清算取引の売買高が東株のみで大きかった事実を確認するとともに，東株と大株で売買されていた銘柄を比較する作業により，特に長期清算取引において売買された銘柄の市場ごとの違いが大きかったことを示した。そのうえで，第４節において，長期清算取引における銘柄別売買高に関する分析と，４事例（製糖業，製紙業，日本産業系の企業，鉄道業）に依拠した検討により，投資家が高リスクと捉える銘柄の売買高が大きかった可能性が高いという暫定的な結論

の株式は競売に付されることが商法（第153条）に規定されていたことで，追加払込徴収には，ある種の強制性があった。しかも，既存の株主が追加払込徴収に応じずに株式を手放した場合でも，競売によって決定された価格が払込未済額を下回った場合には，従来の株主に払込義務が課せられることも規定されたため，上記の強制性は非常に強力なものであったと考えられる。

73）追加払込徴収がアナウンスされた際に新株の株価がどのように反応するかについては，それ自体，重要な研究課題である。この点については，2017年10月開催の経営史学会第53回全国大会での報告「株式分割払込制度と旧株・新株の株価：取引高上位銘柄を対象とした事例分析」で暫定的な見解を示している。

74）株式分割払込制度が存在しない現状においても，増資の実行に関するアナウンスは株価に大きな影響を与え得る。それを踏まえれば，旧株の株価にも影響を与え得るが，実際に追加払込徴収を求められることになる新株でより明確な影響が観察されると考えるのが自然であろう。

75）野地・葛西・三和（2018）が該当する。同論文は，1934–36年における17銘柄の月次株価を対象として，旧株と新株の月間収益率の平均と標準偏差を算出したうえで，新株の収益率の標準偏差が旧株のそれよりも概ね大きいこと，すなわち「新株がハイリスクな商品として取引されていた」と捉えられることを示している（同論文，111頁）。

を提示した。

戦前の株式市場については，いささか極端な表現ではあるが，「公認の賭博場」ないし「官許の賭博場」であったと評価されることもある[76]。確かに，一部の銘柄（東京株式取引所新株，鐘淵紡績新株，日本産業旧株など）を対象として極めて多額の売買が繰り返され，差金決済がなされることが通常であった短期清算取引については，そうした印象を拭えない面もある[77]。ただし，そうした印象のみで戦前の株式市場を捉えるのは必ずしも適切ではない。3か月間という相対的に長い期間を対象とした先物取引である長期清算取引において，リスクが高いと想定される銘柄の売買高が大きかったという本稿第4節で提示した事実は，長期清算取引が先物取引に本来期待される役割を果たしていたことを示唆している。特に，第3節で触れた全国の取引所における売買高の構成を想起すれば，東株では長期清算取引が短期清算取引に近い売買高となっており，少なくとも東株に限れば，単に「賭博場」と評価するのは一面的に過ぎる可能性がある。

ただし，本稿では戦前の株式取引に関する多くの事実発見を行うことができた一方で，そこで提示した見解の多くは仮説の段階に止まる。とりわけ，長期清算取引については，売買されていた銘柄が多いことから，本稿でその可能性を提示した，旧株・新株に着目した分析を行うことは現実的な課題といえる。さらなる検証を行うことにより，戦前の取引所あるいは株式取引が果たした役割を明らかにしてことが重要である[78]。

参考文献

宇田川勝（1984）『新興財閥』日本経済新聞社.
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（1987）「明治期の株式市場と株価形成」『社会経済史学』第53巻第2号，pp.25-47.
片岡豊（1999）「戦前期の株式取引所と場外市場」『白鷗大学論集』第13巻第2号，pp.133-154.
勝田貞次（1932）『景気と投資』景気研究所.
久保文克（2016）『近代製糖業の経営史的研究』文眞堂.
久保文克（2022）『戦前日本製糖業の史的研究』文眞堂.
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（2006）「株式分割払込制度を背景とした過剰投資：戦間期を対象とした集計データによる検討と樺太工業のケース」『企業と法創造』第8号，pp.153-174.
齊藤直（2009）「戦間期日本企業における減資:株主主権的な企業システムの一側面」『証券経済研究』

76）「公認の賭博場」という表現については野田（1980），269頁が，「官許の賭博場」という表現については寺西（2012），100頁が，それぞれ紹介している。

77）短期清算取引が取引のほとんどを占めた大株については，寺西（2011）のいう「賭博場」に相対的に近い状況にあったと考えられる。その理由は明確ではないが，近世以来の堂島米市場で先物取引の盛行という経験が，近代における大株の特徴を規定したという説明が成立する可能性もあろう。

78）近年では，寺西（2011）のように，銀行と市場の双方を対象とした歴史研究も登場しているが，それを踏まえたうえでも，銀行に比べて市場に関する研究の蓄積は不十分であるといえよう。

第67号，pp.85–101.
齊藤直（2016）「戦前日本の株式分割払込制度：先行研究の批判的検討と新たな分析視角」『国際交流研究』第18号，pp.81–102.
齊藤直（2019）「戦間期日本における製糖業の企業金融：財務データを利用した予備的考察」富澤拓志・小林篤史・古谷眞介編『グローバル化とその反発：生活・移動・通商』大阪産業大学アジア共同体研究センター.
齊藤直（2020）「株式分割払込制度と業績不振企業による追加払込徴収：1930年前後における大日本製糖の事例」『国際交流研究』第22号，pp. 1 –29.
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.
四宮俊之（1997）『近代日本製紙業の競争と協調：王子製紙，富士製紙，樺太工業の成長とカルテル活動の変遷』日本経済評論社.
志村嘉一（1969）『日本資本市場分析』東京大学出版会.
下谷政弘（2008）『新興コンツェルンと財閥：理論と歴史』日本経済評論社.
鈴木史馬・結城武延（2022）「関東大震災と株式市場：日次・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.
東京株式取引所編（1916）『東京株式取引所史』経済新聞社.
東京株式取引所調査課編（1932）『東京株式取引所』.
成田潔英（1958）『王子製紙社史第 3 巻』王子製紙社史編纂所.
二上季代司（1990）『日本の証券会社経営：歴史・現状・課題』東洋経済新報社.
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.
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.
平山賢一（2020）「戦時末期の株式投資成果」『証券経済研究』第109号，pp.63–85.
平山勉（2019）『満鉄経営史：株式会社としての覚醒』名古屋大学出版会.
Jensen, M. and R. Ruback（1983）“The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 11（1 – 4），pp. 5 –50.