

ワークショップ

「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性(Ⅱ)：戦前期日本を事例として」の様相

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、2009年2月23日、「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性(Ⅱ)：戦前期日本を事例として」と題するワークショップを開催した(プログラムは以下のとおり、参加者〈ラウンド・テーブル着席者〉リストは別紙)¹。

座長： 武田晴人 東京大学教授

セッション1. 戦前期株式市場のミクロ構造と“投機性”

論文報告： 寺西重郎 日本大学教授

コメント： 伊藤正直 東京大学教授

南條 隆 日本銀行金融研究所企画役補佐

セッション2. 第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革

論文報告： 永廣 顕 甲南大学教授

コメント： 岡崎哲二 東京大学教授

粕谷 誠 東京大学教授

両報告に関連するコメント

コメント： 石井寛治 東京大学名誉教授

全体討論

本稿に示された意見はすべて発言者ら個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。

1 文中における各参加者の所属ならびに肩書きはワークショップ開催時点のものである。

本ワークショップでは、戦前期日本の資本市場のうち、特に株式市場と国債市場の効率性や制度改革について明らかにするとともに、その今日的インプリケーションについて議論が行われた。以下では、プログラムに即して、セッションごとに議論の概要を紹介する（以下、敬称略。文責：日本銀行金融研究所）。

2. セッション1. 戦前期株式市場のミクロ構造と“投機性”

(1) 論文報告 寺西重郎（日本大学教授）

寺西は、戦前期におけるわが国の株式市場のミクロ構造を、“投機性”といわれる特質を中心に、1893年に施行された取引所法に関連づけて、次のような報告を行った²。

戦前期の株式取引は、差金決済による清算取引が中心で、株式の所有権移転における取引所のシェアは10~40%と必ずしも高くなかったが、取引所内での現物の受渡しと場外の現物市場の組合せで必要十分な株式の所有権の移転が行われ、ヘッジングや金利裁定の機能を有していた。また、1900年の鉄道・紡績会社の株価の日次リターンには自己相関が観察されず、株式市場ではFama [1970]のウィークフォームの効率性が成立しており、株式市場とマクロ的金融市場の連関もみられる。

もっとも、株式取引所は、地域独占と営利性が認められており、仲買人による自己売買を許容し、取引所の強制賠償責任を定めた取引所法により強く規定されていた。株式市場には“賭博性”、“投機性”という特質があるとされ、農商務省は清算取引の限月の長さを変更するなどの対応を行ったが、そうした特質はなくならなかった。その理由として考えられる仮説は、取引所法の制度設計が、優良な取引員の取引所への参加意欲を抑え、劣悪な取引員の参加意欲を高めた可能性である。1893年取引所法における取引所の賠償責任規定によって、個別の仲買人の資金力や信用は機能しない仕組みが株式市場に組み込まれ、1916年以降の救済融資、1922年改正でできた早受手形制度、短期清算市場における代行会社の機能は、仲買人の逆選択の仕組みを強化していく役割を果たしたと解釈される。ミクロの仲買人の質の劣化によって、戦前期資本市場の流通市場は、金融市場との効率的連関が年々機能不全化し、株式市場は、もっぱら玄人筋の投機の場として展開したと考えられる。

(2) 指定討論者 伊藤正直（東京大学教授）のコメント

伊藤は、寺西報告が、戦前期資本市場の役割に対する最近の積極的評価に対して、従来の「戦前株式市場の“賭博性”、“投機性”」という見方を、資本市場のミクロ的機能に着目して検討したものであるとしたうえで、取引所の制度改革の歴史を補足しつつ、以下のコメントを行った。

.....
2 寺西 [2009] を参照。

- 1922年の取引所法改正でできた早受手形制度については、取引所が賠償責任を負っていた関係から、一流手形として取り扱われ、特にコール市場と証券市場を結ぶパイプとなった。また、マラソン金融の問題も、1933年の取引所制度の改正で、証券金融が制度として組み込まれた³。こうした制度設計が、証券市場と金融市場の連繫を大きくし、市場が効率化・円滑化したということもいえるのではないか。
- 株式市場の仲買人については、1922年の取引所法改正によって、法人取引員を拡大したが、仲買人の法人化をどのように位置づけるかという問題が残されている。この法改正は、第二次大戦後の4大証券体制への出発点として評価することはできないのか。かなりの数の法人が一般取引員となっているが、その多くが質の劣った法人と評価してよいのか。

(3) 指定討論者 南條 隆（日本銀行金融研究所企画役補佐）のコメント

南條は、戦前期株式市場の機能、役割や効率性を評価する傾向がみられる近年の金融史研究において、寺西報告は投機性に新しい解釈を加えることにより戦前期株式市場の抱える問題を再検討した研究であると位置づけたうえで、以下のコメントを行った。

- 報告では、投機性が仲買人の質の問題と関連していたと主張しているが、そこでの投機性の定義が必ずしも明確でない。投機については、例えば戦間期の東京株式取引所は「ある危険を賭して、ある収益をおさめんとする行為」と定義したうえで、投機性について論じており、これ以外の意味で用いることは妥当か。
- 投機性が仲買人の質の劣化と結びついていたとしても、それが直ちに株式市場や株式取引所にとって問題となるわけではない。東京株式取引所は、自らの使命として取引面と価格形成面における迅速確実な取引、公定相場の作成、価格の平準作用など5つを掲げており、この使命遂行に支障が出なければ、投機性は問題にはならないとも考えられるのではないか。
- 報告では、所有権の移転機能が十分に発揮されていたことが指摘されており、東京株式取引所は取引面の使命を果たしていたことが示唆される。また、価格形成面の機能をみるため、戦前期の代表的銘柄であった東京株式取引所株（旧株）の1899～1936年における株価データを基に株価の効率性をチェックすると、Fama [1970] のウィークフォームの効率性が満たされ、仲買人の質の劣化

3 早受手形とは、株式の売り手が売却代金を決済日前に入手したい場合に、取引所から交付を受ける「売買契約成立時の値段を手形金額としその銘柄の受渡予定日の翌日を支払日とした約束手形」（寺西 [2009] 12 頁）であり、「各銀行は格好の短期投資物件として直ちに割引に応じた」（同上）ことが指摘されている。また、マラソン金融とは、「銀行信用を十分利用できず、資金繰りに苦しむ取引員が株式を持っている別の取引員の協力を依存して、……、取引所の信用を變則的に利用する方法」（同 27 頁）を指し、「この取引を 2、3 日ごとに繰り返していけば最初に振り出された取引所小切手分だけは金融を受けたのと同じことになる」（同 28 頁）とされている。詳しくは寺西 [2009] を参照。

に対応した経時的な変化もみられないとの結果が得られており、大きな問題はなかったと考えられるのではないか。

(4) リジョインダーおよび討論

寺西は、指定討論者（伊藤、南條）からのコメントに対し、以下のようなりジョインダーを行った。

- 1922年以降、仲買人の法人化が進んだことによって仲買人の機能が変化したのではないかという点については、今後の検討課題としたい。
- 早受手形や代行の制度が創設されるプロセスに関しては、米国のように自己責任で金融市場での取引ができる資産家が仲買人にならなかった結果として生じたものであり、証券金融の効率化に役立ったとは必ずしも評価できないと思う。
- 投機性の定義については、仲買人の質の劣化が投機性そのものであり、賭博的な行為をする人が仲買人になったり、資産の少ない人が仲買人になることが投機性だと考える。
- 株価形成の効率性については、取引所は価格に関する情報を最大限に活用する仕組みになっており、仲買人の質の劣化とは関係がなく、戦前を通して効率的であったと考えている。ただし、これはウィークフォームの効率性に関してであり、セミストロングフォームの効率性に関しては仲買人の質の劣化につれて、効率性が低下したかもしれない。すなわち、戦前期には企業の決算発表を受けて株価が変動するケースが多いが、これは事前に企業業績の情報が株価に十分に織り込まれていないために起きたことであり、仲買人が企業の利益情報を収集したり、株価に反映させたりすることがなかったことがその一因であると思う。仲買人の質の劣化によって、こうした情報生産機能が低下し、戦前期株式市場に非効率が生じていた可能性が考えられる。

3. セッション2. 第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革

(1) 論文報告 永廣 顕（甲南大学教授）

永廣は、第一次大戦中から戦後にかけての国債政策の変化と制度設計をめぐる政策主体間の論議を踏まえ、1920年の国債市場開設と、1925年の国債長期清算取引導入について次のような報告を行った⁴。

.....
4 永廣〔2009〕を参照。

第一次大戦後、国債発行残高が累増し国債価格が低迷するなかで、対応策として流通市場の整備の必要性が認識されるようになった。大蔵省は「国債の民衆化政策」の観点から、また、国債価格の維持を目的とした国債売買に関しては消極的であった日本銀行も公開市場操作による金融政策の実現という観点から、それぞれ流通市場の整備に積極的であった。

1920年の国債市場開設後、翌1921年までは取引所における取引高は増加したが、その後停滞し、それを解決するための方策として1925年に入った後、国債取引員を中心に国債清算市場開設運動が展開された。これに対応するかたちで、大蔵省・日本銀行は長期清算取引の開始を決定するに至ったが、長期清算取引を認めた理由としては「国債の民衆化」促進のほか、大蔵省・日本銀行とも取引所市場における自由な国債取引の拡大が国債価格の安定をもたらすと認識していた点が挙げられる。また、1925年時点では、大蔵省・日本銀行が従来懸念していた長期清算取引の導入による国債取引の投機化について、その可能性は低いと判断するようになったことが明らかとなった。

(2) 指定討論者 岡崎哲二（東京大学教授）のコメント

岡崎は永廣報告について、国債市場制度改革プロセスのディテールを解明したものであり、政策主体の認識や意見を資料に基づいて明らかにすることを通じて、制度改革の背景や戦前日本における国債市場の役割や意義に関する知見を引き出そうと試みたものと位置づけたうえで、以下のコメントを行った。

- 報告において取り上げられた政策論議に参加した主体としては、大蔵省、日本銀行、国債仲買人の三者があるが、当時国債の最大の保有者であった銀行を中心とする民間金融機関の認識あるいは意見はどのようなものであり、それは制度改革においてどのような役割を果たしたのかを検討する必要がある。
- 1920年代は日本の金融システムに非常に大きな変化があった時期であり、戦前の銀行の退出数や、国債利回りと銀行貸出金利のスプレッド等のデータからは1920年代に金融システムが不安定化したことが示唆される。1920年代に国債市場の制度改革が議論された背景には、金融機関の破綻の増加により国債というリスクフリーの資産が存在することの意味が高まった面があったとの解釈も可能であろう。

(3) 指定討論者 粕谷 誠（東京大学教授）のコメント

粕谷は、1920年代に行われた国債市場の制度改革の背景を、大蔵省と日本銀行の政策構想にまで踏み込んで考察したのが永廣報告の貢献であるとしたうえで、当時の国債市場の実態を踏まえて、国債取引の取引所への集中および実物取引の推進を

骨子とする制度改革構想の妥当性や実現可能性について以下のコメントを行った。

- 一般に国債は銘柄が非常に多く、取引所への取引集中にはなじまない面がみられるほか、1910年代における国債の実物取引においては、場外市場が相応に機能しており、投資家、現物商の双方にメリットが存在したのに対し、取引所では取引が円滑に処理されないケースが報告されている。また、コール市場や外為市場では、取引所での集中取引は行われておらず、ブローカー経由で取引が行われていた。こうした状況で、国債の実物取引について、取引所への取引集中を進めようとしたのはなぜか。また、実現可能であったのか。
- 1910年代以降に行われた国債の中期化や銘柄の多様化などの措置は、国債流通市場の育成を企図したものと考えられているが、1930年代の低金利期に入ると超長期債が多量に発行されるようになる。当局は、1910年代、1920年代においても、流通市場の育成というよりは財政上のニーズを重視しており、高い金利で長期固定の債務を負うのを避けたというのが実態ではないか。

(4) リジョインダーおよび討論

指定討論者（岡崎、粕谷）からのコメントに対し、永廣は、以下のようなリジョインダーを行った。

- 岡崎コメントのうち、銀行を中心とする金融機関の国債流通市場の整備についての認識や意見等は、現時点では不明であるが、国債償還資金の繰入れ停止に伴う価格低迷を受け、1922年に全国手形交換所連合会が国債償還資金繰入れの復活を政府に建議したという事実がある。また、日本銀行は流通市場整備に当たって、公開市場操作による金融政策の実現という構想を持っていたが、その際に債券類の保有高が大きく、資金力のある銀行などに国債仲買人としての役割を求めていることをうかがわせるような資料がある。
- 1920年代における金融システムの不安定化が国債市場制度改革に与えた影響については、1927年の金融恐慌後には、おそらく国債はリスクフリー資産として位置づけられ、金融機関の国債投資が急増したと考えられる。ただし、報告で取り上げた1920年代前半については、企業への資金供給を通じた銀行による経営支援が意識されていた時期であり、金融機関は国債よりも社債投資に積極的だった可能性がある。したがって、この時期に限れば金融システムの不安定化は国債市場改革にはあまり影響がなかったのではないかと考えている。
- 粕谷コメントのうち、取引所への集中をなぜ推進しようとしたかという点については、当時、実際に店頭市場から取引所市場に売買を集中させる必要があるという議論があったことは間違いない。この背景には、国債の保有者が拡大していくなかで国債流通市場の価格公示機能を高めるという要請が強かったことがあると考えられる。価格の透明化に関して、ある程度の取引量がないと価格

は透明化されないとの政策的判断が背後にあったのではないか。

- 各種の国債の中期化等の措置は財政上のニーズに基づくのではないかとこの2点目の指摘については、むしろ国債の需要者である銀行側の要請に応えたという側面があるのではないか。すなわち、第一次大戦後、民間の資金需要が増加するなかで、銀行の預金準備としての国債保有においては、償還期限が短期で流動性が高い銘柄が消化されやすかったという事情を反映したのではないかと考えられる。

4. 両報告に関連するコメント 石井寛治（東京大学名誉教授）

石井は、1920年代から1930年代にかけての取引所の制度改革が、中小の個人投資家を取り込むもの、あるいは支えていくものであったのかという問題意識を提示し、次のようなコメントを行った。

まず、1930年前後の大企業4社の株主構成から、大規模株主層においては法人株主が優位を占めるものの、全体としては個人株主が依然として優位を占めていることを示し、1930年代における株式ブームは、新たに出現した少数の有力法人投資家とともに、1910年代に増加した多数の中小個人投資家によって支えられていたとした。また、個人投資家の株式や国債の売買の実態について、大地主である岡山県の服部和一郎家、大阪府貝塚町の肥料問屋廣海惣一郎家、愛知県半田町の有力肥料問屋（兼醤油醸造業）の小栗三郎家の事例を説明し、これら投資家が、取引所ではなく、場外での取引を中心に実物取引を行っていたと指摘するとともに、山一証券の株式売買においても取引所での実物売買に比べて場外取引の比率が圧倒的に高いという粕谷〔2008〕の研究を引用し、戦前期の有価証券投資に関しては、場外取引のメカニズムの立ち入った分析も必要であるとコメントした。

5. 全体討論

(1) 市場の効率性と投機性

植田（東京大学教授）は、投機には市場価格の安定化や効率化という効果があるが、戦前の株式市場には、一部の銘柄に取引が集中し、個別銘柄のマーケットの流動性が低いという問題があった可能性があると指摘した。そのうえで、戦前の株式市場では流動性供給が不完全であるなか、清算取引などの派生市場が、少ないキャッシュで大きなポジションをとれる機会を提供する場となっており、レバレッジを高めることで投資家の流動性制約を緩和するという効果があったのではないかとこの見方を示した。これに対し、寺西は、市場参加者は流動性制約に直面していたが、それを緩和する仕組みとして、取引所という組織が代表して、いわば日本的な集団主

義で流動性の供給を行っており、その結果、資金調達において個々の市場参加者の能力、信用力、情報処理能力等が反映されなくなった点が問題だと答えた。

北村（一橋大学教授）は、決算情報公開後に株価が変動するという事は、情報管理が厳格になされてインサイダー取引が行われない市場との解釈が可能であるほか、仲買人の参入退出が多いことは自由競争の市場における自然淘汰の結果であれば望ましいと考えられると論じたうえで、質の悪い仲買人が退出を迫られないのはどういうメカニズムに基づくのかと質した。これに対し、寺西は、質の悪い仲買人は、共同責任制のもとで、質のよい仲買人の負担において生き残っており、納税額データでみる限り、所得水準の低い仲買人が増加していることが仲買人の質の劣化を示していると考えられると答えた。次いで、北村は、投資家に損害を与えないかたちでの仲買人の廃業は悪いことではなく、また仲買人の二分化は、後の大手証券会社の発展につながるポジティブなものとして捉えることもでき、マーケット全体としては仲買人の劣悪化を指標化するのには難しいことを指摘し、株価形成が効率的であれば、仲買人の質を問題視しなくてもいいのではないかとの見方を示した。これに対し、寺西は、仲買人による違法まがいの行為が数多くみられていた事実も踏まえると、仲買人の劣悪化の問題は深刻であり、納税額のデータはその傍証になると考えていると答えた。

高橋（亘）（日本銀行金融研究所長）は、戦前株式市場において、実物取引と清算取引の株価形成がそれぞれ効率的であったとされているが、いま1つの効率性のメルクマールとなりうる直先間の裁定も働いていたのか、また国債市場改革に関しては、戦後の国債市場の自由化において議論されたように財政当局の負担への影響や、他の金利への影響の観点も取り上げられたのかと質した。これに対し、寺西は、片岡豊氏の研究によれば、現物株価と先物株価の相関は非常に高いとの結果が報告されていると答えた。また、永廣は、戦後の国債市場改革は、規制があるために流通市場での自由な売買ができないという状況を前提にして議論が行われているが、戦間期には、そもそも流通市場が整備されていないという状況であったと答えた。

鎮目（日本銀行金融研究所企画役）は、国債市場改革について、店頭市場における不透明な価格形成を改め、明治期にみられた厚みのある取引所取引を復活させるものと位置づけられるのではないかと述べるとともに、株式市場については、江戸時代の米先物市場の伝統から続く合理性があったのではないかとの見方を示した。これに対し、伊藤は、堂島の米先物取引や幕末維新期の洋銀取引、公債取引は必ずしも効率的ではなかったと論じたうえで、東京株式取引所の創立当初に取引の大部分を占めた公債取引には、不正行為ぎりぎり、ないし不正行為そのものといえる取引が多く、1893年の取引所法改正前には大阪で大量の検挙者を出すという事件があったことなどを受けて、農商務省は規制を導入しており、明治のある時期までは、清算取引が流動性供給のための合理的な仕組みであったとは考えにくいとの見方を示した。また、寺西は、1916年の株価暴落の時に公的資金の投入によって、失敗した仲買人を含めて救済措置をとったが、仲間内全体で問題を解決するという日本的な対応策が、後年の早受手形制度や代行制度にもつながり、非効率を生み出したと考

えられると答えた。

武田座長は、投機性という言葉が同一の概念で使われておらず、不法行為や資格欠如などのネガティブな意味と、取引拡大やリスクテイクなどのポジティブな意味の2つを表していると指摘したうえで、市場参加者の資質の問題から規制が必要であるとの議論と、市場での価格形成が効率的であるとの議論は整合的となりうるとの見方を示した。植田は、よい意味での投機があるマーケットと投資家保護が不十分なマーケットとの表現を用いれば、投資家保護が不十分なマーケットでも価格形成のウィークフォームの効率性は成立するものであり、その場合の弊害は、長期で安定的な資金が市場に入らなくなり、発行市場での資金調達に悪影響を及ぼすという点であると述べた。寺西は、発行市場では、澁澤栄一や安田善次郎が率いた中央の投資グループに加え、地域ごとに詳しい企業情報を有する投資家グループが存在し、彼らは企業の将来利益の割引現在価値を的確に評価して株式を引き受けていたのに対して、流通市場では、仲買人は株価をみて、株価の時系列な変化を利用して利益を上げようとしており、企業の将来利益を反映しないかたちで株価が形成されていたと主張した。この点について、植田は、2つの株価の裁定が行われていない非効率な状態であるかもしれないとの見方を示し、寺西も、流通市場の株価は、Fama [1970] のウィークフォームの効率性の意味では非常に効率的であるが、企業の将来利益の割引現在価値を評価していないという問題があるとの見解を述べた。この点に関連して、南條は、戦前の株主は払込金を株式担保金融で調達することが多く、その場合の担保価値は時価、すなわち上場企業であれば取引所の株価がベースとなったため、流通市場の株価が上昇すると発行市場での引受けも円滑に進むことになり、流通市場と発行市場は密接に関連していたとの見方を示した。

白塚（日本銀行金融研究所参事役）は、発行市場と流通市場の投資家は異なるのかと質したのに対して、武田座長は、明治の終わりくらいから発行市場と流通市場の両方に参加し、有利な市場で株式を購入する投資家が出てくるが、市場による投資家集団の違いはその後も残ったと答えた。白塚は、参加者の顔の見える競争が行われる市場であれば、仲買人に、継続的取引によって利益を得ようとするインセンティブが働き、詐欺まがいの行為を抑制する力が働くのではないかとの見方を示した。寺西は、仲買人は、財閥や華族などを顧客に持つものと、そうした優良顧客を持たないものに二極分化していたと述べた。次いで、北村が、共同責任のもとで、優良な仲買人が劣悪な仲買人のリスクやロスを負担する合理的な理由、例えば優良な仲買人は劣悪な仲買人に何らかの面で依存しており、結託があったなどの理由はないのかと質したのに対し、寺西は、結託ではないが、取引所の価格情報が現物商としての仕事に役立つなど別の目的があって優良な仲買人が退出しなかった可能性があるかと答えた。

靄見（法政大学教授）は、明治期には取引所取引の株式取引全体に占めるウエイトは小さく、マイナーな部分であることを認識する必要があると述べたうえで、上場株式で日々取引が行われるのは限られた銘柄であり値がつかない銘柄も多かったこと、非上場株式の価格は取引所の株価とは別にローカルな市場で形成されていた

ことを指摘し、株式市場全体でみた場合の株価形成の効率性に疑問を呈した。これを受けて、伊藤は、取引所に焦点を当てた場合には、株価が適正に形成され、取引が円滑に遂行されていけば、仲買人の質は問題にならないが、株式市場の効率性は、場外取引を含めた流通市場全体で考える必要があり、その場合には、現物商など取引を仲介する者の質が問題になりうると主張した。これに対して、寺西は、株価はセミストロングの効率性を満たしておらず、取引所取引においても何らかの非効率があったと考えていると述べた。

株式取引所における所有権の移転については、霧見が、現物取引では、現物商が取引を仲介する店頭取引と地方を中心として仲買人の仲介なしに行われる相対取引という2種類の場外取引が中心であり、取引所が所有権の移転面で果たした役割は小さかったとの見解を述べた。

(2) 資本市場の制度設計と取引所改革

武田座長は、資本市場の制度設計というワークショップのテーマとの関係で、投資家の選択を増やすための多様な商品提供の意義や金融市場全体における株式市場、国債市場の位置づけなどをどう考えるかとの問題提起を行った。

永廣は、戦間期の国債流通市場については、取引量の拡大を企図するとともに、国債の民衆化を進めるうえで、価格公示が必要であるとの視点が強かったと述べた。国債の民衆化について、北村が、小口投資家への国債販売はコストが嵩み、政府のメリットは小さかったのではないかと質したのに対し、永廣は、当時の所得水準からすると小額国債の額面は大きく、保有できる階層は限られており、それはコスト面を勘案した結果である可能性もあると答えた。また、神山（明治学院大学教授）は、日清・日露戦時の戦費支出に起因する過剰消費が投機やブームにつながったとの意識を1920年代に国債市場改革を進めた高橋蔵相などは強く持っており、国債の民衆化や取引所改革、市場整備の背景には、国債の安定消化を図ると同時に不生産的な資金需要を吸収するという景気調整的な観点が含まれているのではないかとの見解を述べた。これに対し、永廣は「投機性」の問題に関しては、国債取引の場合は、株式との比較で議論されることが多く、価格変動の大きさなど絶対的な基準で評価されないとして、株式との相違点を指摘した。高橋（亘）は、国債市場改革によって、価格発見機能のほかに、実物取引と清算取引の組合せが可能となることや、取引所取引では決済の安全性が高まるなどのメリットが考えられていたのではないかと指摘した。これに対し、永廣は、価格公示機能については、特に国債市場創設時に重視された点であり、取引を円滑化させるようなメリットの存在を指摘する議論が、市場関係者からは出されていたと補足した。

宇都宮（日本銀行金融研究所企画役）は、戦前期には株式担保金融が重要な役割を果たしていた面を考慮しても、資本市場の役割は大きかったと指摘したうえで、永廣報告が明らかにしたように、日本銀行は国債の長期清算市場の開設において「金融

市場トノ関係ヲ一層密接ナラシム」ことを重視しており、政策当局が金融市場の連関を意識しながら市場整備を行っていたことが、資本市場の機能向上につながっていたのではないかとの見解を述べた。この点に関連して、霧見は、国債利回りと社債利回りの関係や金利の期間構造など戦前の金利体系において国債の果たした役割について質した。これを受けて、永廣は、長期清算取引の創設時には、長期清算取引を用いて資金の短期運用が可能になるため、コール市場と国債市場の連関が高まるという議論がみられたと答えた。また、鎮目は、1921年から日本勧業銀行が、国債、地方債、社債、株式の利回りの公表を開始しており、この時期にポートフォリオを意識した投資が行われる環境が整いつつあったと指摘したうえで、1920年代の株式市場、国債市場の改革は、そうした環境整備の一環と捉えられ、これらが1920年代後半以降の有価証券投資の隆盛につながったと考えられると論じた。粕谷は、現在債券市場の利回りデータの整備を進めており、それによると利回りは国債が一番低く、満鉄債・東拓債、特殊銀行債、一流企業社債の順に高くなっていくほか、データの制約はあるものの、大まかなイールドカーブを描くことができると報告した。そのうえで、戦前期には格付機関による格付けがなく、債券間の利回り格差の変動が、信用リスクの変化と期間構造の変化のどちらに起因するのか判別できないという問題があるため、単に利回りの連動をみるだけでは国債市場と社債市場の連関を判断できない難しさがあると述べた。武田座長は、株価の見方や営業報告書の読み方に関する書籍や各種の年鑑が出版されるようになるのは、第一次大戦期からであり、投資に必要な情報が広まるのは1920年代よりは早いとの見方を示した。

畑瀬（日本銀行金融研究所企画役）は、戦前の株式市場が「官許の賭博場」とも表現されるとおり、公的部門が市場の取引ないし制度整備の面で関与することが前提とされていると述べたうえで、政策当局の関与と投機がどのような関係にあったのかを質した。これに対し、寺西は、株式市場の監督官庁であった農商務省と取引所・仲買人の間には市場のあり方について考え方の激しい対立があり、農商務省が自己の判断基準で市場の正常化を進めたのが適切でなかったとしたうえで、激しい政治抗争の結果として生まれた1893年取引所法は、初期制度設計における失敗であったとの見解を述べた。また、永廣は、国債は政府の債務であるため、本来的に大蔵省や日本銀行がかかわるといふ側面を有しているものの、1920年代については市場での自由な取引というものが強く意識されており、それが変化するのは金融恐慌以降であるとの見方を示した。

(3) 座長総括

武田座長は、資本市場の効率性に関する議論について、価格形成の効率性に関しては概ね共通する理解が得られた一方、効率的な価格形成と投機性の問題の関係や取引所を中心とした個々の金融商品の市場取引がマクロ的な資金配分に与えた影響などについては多様な考え方がみられたと整理したうえで、寺西報告が取り上げた

仲買人の質の劣化については、それによって投資家の選択の自由度にどのような制約が生じたのかなどを解明することが今後の検討課題であると指摘した。また、市場の制度設計に関しては、歴史的経験から現代的な意味を直接引き出すことは難しいと留保しつつ、近世以来の自生的・自律的な取引慣行や取引形態の発展と国が作る近代的な法制度の枠組みとの間には何らかのコンフリクトや矛盾が生じるほか、制度設計は多様な関係者の利害調整の結果として行われるものであり、制度の持つ現実的な意味に焦点を当てた分析を行う必要があると論じた。そのうえで、制度設計のあり方を検討するためには、時代状況を考慮する必要がある点を指摘し、1920年代は、第一次大戦後における商品市場、株式市場のバブルとその崩壊を経験した時期であり、永廣報告が取り上げた国債市場改革は、投機が非常に悪いイメージを持っているなかで行われた議論であること、また株式市場については、民間設備投資が低迷するなかで、株式による資金調達にあまり政策的関心が持たれていなかったことを踏まえる必要があると論じ、今後は、1930年代に国債の大量発行が始まり、同時に民間部門の設備資金需要が高まった際に、1920年代に整備された資本市場の制度がうまく機能したのか、それとも新たな改革を余儀なくされたのかを検証することが課題であるとの総括を行った。

別紙. 金融史ワークショップ参加者（ラウンド・テーブル着席者、
五十音順、敬称略）

石井寛治	東京大学名誉教授
伊藤正直	東京大学教授
植田和男	東京大学教授（日本銀行金融研究所特別顧問）
宇都宮浄人	日本銀行金融研究所企画役
永廣 顕	甲南大学教授
大貫摩里	日本銀行金融研究所主査
岡崎哲二	東京大学教授
粕谷 誠	東京大学教授
神山恒雄	明治学院大学教授
北村行伸	一橋大学教授
香西 泰	日本経済研究センター特別研究顧問
鎮目雅人	日本銀行金融研究所企画役
白塚重典	日本銀行金融研究所参事役
高橋英行	日本銀行金融研究所参事役
高橋 亘	日本銀行金融研究所長
武田晴人	東京大学教授
谷本雅之	東京大学教授
鸛見誠良	法政大学教授
寺西重郎	日本大学教授
南條 隆	日本銀行金融研究所企画役補佐
畑瀬真理子	日本銀行金融研究所企画役

（以上 21 名）

参考文献

- 永廣 顕、「第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革」、IMES ディスカッション・ペーパー No. 2009-J-23、日本銀行金融研究所、2009 年
- 粕谷 誠、「戦前期における山一証券の経営動向」、科学研究費補助金研究成果報告書、『日本における資本市場の形成と構造—歴史分析と国際比較—』研究代表者伊藤正直、2008 年
- 寺西重郎、「戦前期株式市場のマイクロ構造と効率性」、IMES ディスカッション・ペーパー No. 2009-J-17、日本銀行金融研究所、2009 年
- Fama, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, 25 (2), 1970.