

戦前期株式市場のミクロ構造と効率性

てらにしじゅうろう
寺西重郎

要旨

本稿の目的は、戦前期におけるわが国の株式市場のミクロ的な構造と効率性との関係を、1893年に施行された取引所法に関連づけて考察することにある。この取引所法は、清算取引に関してのみ取引所への取引集中義務を定めたこと、取引所の地域独占と営利性を認めたこと、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ことなどで、戦前期証券市場のあり方を強く規定するものであった。取引所法が証券市場の機能に対して持った影響は、同じ年に施行された銀行条例が銀行業界に対して持った影響に匹敵する大きなものであったと思われる。効率性は以下の4点に関して検討される。第1に、株式取引所および場外市場での株式所有権の移動が十分活発に行われたか否か、第2に、株式取引所および場外取引で決定された株式価格が過去の価格情報を十分反映する形で決まっていたかどうか、第3に、株式価格が企業の収益にかかわる公開情報を十分反映する形で決まっていたかどうか、第4に、株式取引所での売買に伴う資金需給がマクロ金融市場の需給と十分な関係を持っていたかである。最初の2点については肯定的な結論が得られ、第4点についても次第にそうした傾向が強まったと考えられる。しかし第3点については、肯定的結論は得られなかった。これは取引所法のもとで一種の逆選択による仲買人の質の劣化が進み、彼らが十分な企業情報を入手しうるだけのレピュテーションを持たなかったことにもかかわっている可能性がある。

キーワード：株式取引所、現物市場、先物取引、情報効率性、資本市場、戦前期、株式

本稿は、2009年2月23日に開催された日本銀行金融研究所・金融史ワークショップ「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」において筆者が報告した「戦前期株式市場のミクロ構造と“投機性”」を、当日のコメント・議論を踏まえて改稿・改題したものである。ワークショップの指定討論者伊藤正直氏(東京大学)、南條隆氏(日本銀行金融研究所)並びに、石井寛治氏(東京大学)をはじめとする参加者の方々からの貴重なコメントに厚く感謝する。また宇都宮浄人氏(日本銀行金融研究所)からは個人的に有益な助言を得た。匿名レフェリーからも有益なコメントを頂戴した。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

寺西重郎 日本大学商学部教授 (E-mail: teranishi.juro@nihon-u.ac.jp)

1. はじめに

本稿の目的は、戦前期におけるわが国の株式市場のミクロ構造と効率性との関係を、1893年に施行された取引所法に関連づけて考察することにある。効率性は4点に関して検討される。第1に、株式取引所および場外市場での株式所有権の移動が十分活発に行われたか否かを検討する。株式会社システムの機能は、株主の無限責任制と共に、企業に対する持分権の分割譲渡可能性に依存する。株式所有権の移転の程度は、株式会社制度の資源配分への効果にとって基本的に重要なメルクマールである。第2に、株式取引所および場外取引で決定された株式価格が過去の価格情報を十分反映する形で決まっていたかどうかを検討する。すなわち価格形成が追加的な裁定の余地を残さないようになされているか否か、Fama [1970] のいう弱効率性が成立していたか否かを考察する。第3に、株式価格が企業の収益にかかわる公開情報を十分反映する形で決まっていたかどうか、すなわち Fama [1970] の意味で準強効率性が成立していたか否かを検討する。第4に、株式取引所での売買に伴う資金需給がマクロ金融市場の需給とどの程度関係を持っていたかを検討する。戦前の株式取引は必要資金量の少ない清算取引が中心であり、マクロ的な資金需給とは相互の影響が限られていたという通説を検討する。これらの諸問題は、すでに野田 [1980] や片岡 [1987]、片岡・丸・寺西 [2004] などによって検討が加えられてきたものであるが、本稿の狙いは、そうした研究で指摘された効率性にかかわる分析結果が1893年の取引所法の性格に密接にかかわっていることを指摘することにある。この取引所法は、清算取引に関してのみ取引所への取引集中義務を定めたこと、取引所の地域独占と営利性を認めたこと、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ことなどで、戦前期証券市場のあり方を強く規定するものであった。取引所法が証券市場の機能に対して持った影響は、同じ年に施行された銀行法が銀行業界に対して持った影響に匹敵する大きなものであったと思われる。いわゆる株式市場の“賭博性”、“投機性”という特質もこの制度設計に深くかかわっていたと考えられる。

戦前期の金融市場に関する近年の研究では、株式市場の企業金融・マクロ経済に果たした役割が強調されている。例えば、Hoshi and Kashyap [2001]、岡崎 [1993]、岡崎・浜尾・星 [2005] などは、大企業による積極的な資本市場の利用が戦前期の金融市場の重要な特質であることを明らかにした。また安達 [2004]、岩田 [2004]、原田 [2005]、原田・鈴木 [2007] などは1930年代の回復期に株式市場を通ずる金融が大きな役割を果たしたことを主張する。南條・粕谷 [2009] は、さらにその際株式の分割払込という制度的特質がかかわっていたことを示した。こうした、大企業金融や1930年代を中心とするマクロ経済での資本市場の果たした大きな役割はおそらく事実であろう。筆者も藤野・寺西 [2000] でこうしたことを確認している。しかし、戦前期経済における株式市場ないし資本市場の役割を評価するには、そのミクロ的な効率性評価を避けて通ることはできない(寺西 [2006])。例えば戦前期の

資本市場研究の代表的文献である志村 [1969] は、大企業金融における株式市場の重要性を明らかにするとともに、ミクロ的にはそこでの金融方式が地縁・血縁などに頼るところの大きいある種の閉鎖的な性質を持っていることを明らかにした。筆者はかつて Teranishi [1990]、寺西 [1991] において戦前期の金融システムを戦後のシステムと比較し、後者が政府による規制によって特徴づけられるのに対し、前者は自由な市場メカニズムによって特徴づけられると主張したが、その際資本市場のミクロ的機能については改めて検討が必要であるとした。それは志村などの業績を踏まえてのことであった。

以下では、まず 2 節で、1893 年取引所法の成立までの過程を手短に概説する。3 節では、取引所のシステム・仲買人や現物商の行動・市場での取引方法などについてマイクロ構造を要約する。4 節では、株式市場の機能を、株式の移動、ヘッジング手段の提供、情報効率性、マクロ金融市場との連動関係を中心に検討する。5 節では戦前期の株式市場のいわゆる“投機性”について、以上の検討から導かれる仮説を提示する。最後の 6 節では、分析の含意を取りまとめる。

2. 法制の変遷

わが国の株式取引所行政は 1874 (明治 7) 年の太政官布告第 107 号で施行された株式取引条例に始まるが、この条例では取引所の設立要件などが厳しかったこともあって、株式取引所が設立されることはなかった。最初の株式取引所は、1878 (明治 11) 年 5 月 4 日太政官布告第 8 号により施行された株式取引所条例に基づき、6 月 1 日東京に、8 月 15 日大阪に設立された。現在の東京証券取引所、大阪証券取引所の前身である東京株式取引所、大阪株式取引所がそれである。株式取引所条例は株式取引所条例の改訂版であり、1876 (明治 9) 年施行の米商会所条例の影響を強く受けたものであった (株式取引所条例は株式取引所条例の布告と同時に廃止された)。しかし株式取引所条例でも取引所の営業年限はさしあたり 5 年間とされており、この条例自体暫定性の強い立法であった。その理由は、以下の 3 つの問題を巡る論争ないし利害の調整が完全にはクリアされていなかったことにある。

第 1 は取引所の組織の問題である。株式取引所条例、米商会所条例、株式取引所条例では、いずれも取引所の組織を株式会社としていたが、これは取引所の公共性と営利性のバランスをどうとるかという根本的な問題にかかわることであり、必ずしも株式取引所条例の段階で決着したことはなかった。株式取引所条例では、取引所は出資などの面では株式会社組織とされていたが、運用面では、ロンドン株式取引所の影響を強く受けていて、社員 (仲買人) による会員制度での運営を目指していた (上嶋 [1928])。株式取引所条例では取引所が株式組織であることは当然視され、運営面でも営利企業としての性格が強くなるが、これは渋沢栄一と共に東京株式取引所の設立に当たった洋銀取引業出身の今村清之助などの仲買人の利害を反映してのことであり、渋沢などは必ずしもベストな組織形態とは考えてはいなかった。1887 (明治

20) 年成立の取引所条例（ブルス条例）では、一転して、会員組織とすることが定められるが、これはその後の 1893 年成立の取引所法では、会員組織と株式組織の選択性に切り替えられ、株式組織が再び認められることとなる。

第 2 は、取引所で取引に当たるものにブローカー業務だけでなくディーラー業務をも認めるか否かという問題であった。この点について米商会所条例の第 8 条には「自己ノ売買取引ヲ為シ又ハ社外人ノ依頼ヲ受ケ仲買人ト為リ」とあり、また株式取引所条例でもその 15 条で「仲買人ニ於テ仮令他人ノ依頼ヲ受ケ売買セシモノト雖モ取引所ニ於テハ仲買人ノ売買シタルモノト看做スヘシ」として、自己売買すなわちディーラー業務は当然許されるものとしていた。しかし、1882 年 5 月 24 日の太政官布告第 26 号で米商会所条例が改正され「仲買人タルモノハ他人ノ依頼ヲ受クルニアラサレハ売買取引ヲナスコトヲ得ス」とされ、自己売買は禁止されることとなった¹。この方針は、こののち 1887（明治 20）年のブルス条例すなわち取引所条例、1892（明治 25）年に提出された取引所法の政府案でも踏襲されていたが、取引所法では否定された。

第 3 は、取引所での取引に伴い債務不履行などの問題が生じた場合の賠償責任の所在の問題がある。この点について株式取引条例では、発起人の中から選ばれた 5 人以上肝煎の連帯責任を定めていたが（第 18 条第 2 節）、米商会所条例はあえて触れず、株式取引所条例では株主の連帯無限責任（第 13 条）としていた。これに対して、1882 年の米商会所条例の改正では第 9 条第 6 節で、「会所ニ於テ違約人ヲ処分スルハ其違約ニ拠リ会所ノ取引上ニ於テ失ヒタル利得ト蒙リタル損害トヲ其者ノ証拠金及身元金ヲ以テ償ハシメ其者ヲ除名スルニ止ルヘシ而シテ仍ホ損失ヲ償フコト能ハサルトキハ会所ニ於テ其責ニ任スヘシ」として、取引所の強制的な担保責任を導入し、また、株式取引所条例についても、1882 年 12 月 27 日の太政官布告第 64 号で、米商会所条例の改正とほぼ同文の第 33 条を導入し、株式取引所の強制的な賠償責任を定めた。この取引所の賠償責任の規定は、1887 年の取引所条例（ブルス条例）では取り払われたものの、1893 年成立の取引所法において、その政府原案の段階で再び導入され、そのまま承認された。

以上の 3 論点を巡って、株式取引所条例公布の後 15 年間にわたり、監督官庁である農商務省と取引所に依拠する利害関係者の間で激しい抗争が行われた。1887（明治 20）年に成立した農商務省と渋沢などの銀行家による理想主義的な取引所条例（ブルス条例）の制定はそのハイライトである。ブルス条例は取引所の経営組織を会員組織とし、仲買人による自己売買を禁止し、取引所の賠償責任を否定した画期的なものであった。しかし、ブルス条例に対しては政府部内でも現状無視という理由で強い反対があり、農商務省は結局 1892 年に折衷的な取引所法の政府案を上程する。しかし、これもまた取引所利害関係者の圧力によって大幅に改定され、1893 年

1 ただし、同年 12 月 27 日太政官布告第 64 号で株式取引所条例が改正されたときは、自己売買の禁止はなされなかった。島本〔1961〕は、「当時の取り引きは公債と金銀貨が中心で株は少なく、米ほどには弊害が多くなかったからであろうとしている（227 頁）。

表 1 1893 年取引所法に至る法制の変遷

| | 株式取引所条例 1878 年 (明治 11 年) | 取引所条例 1887 年 (明治 20 年) | 取引所法 (政府案) 1892 年 (明治 25 年) | 取引所法 1893 年 (明治 26 年) |
|------------|--------------------------------|------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|
| 取引所の経営組織 | 株式会社 | 会員組織 | 株式会社/ 会員組織 | 株式会社/ 会員組織 |
| 仲買人の自己売買 | 可能 | 不可 | 不可 | 可能 |
| 取引所の強制担保責任 | なし | なし | あり | あり |

表 2 株式取引所制度の国際比較

| | 日本 | アメリカ | イギリス | フランス | ドイツ |
|------------|-----------------|------|------|------|-----|
| 取引所の経営組織 | 会員組織または 株式会社 | 会員組織 | 会員組織 | 公営 | 公営 |
| 仲買人の自己売買 | 可能 | 可能 | 不可 | 不可 | 可能 |
| 長期清算取引 | あり | なし | なし | あり | あり |
| 取引所の強制担保責任 | あり | なし | なし | あり | なし |

3 月 4 日の取引所法の公布に至る。この間の変遷は表 1 のとおりである²。

結局、1893 (明治 26) 年の取引所法 (10 月 1 日施行) が、株式取引所について、1943 (昭和 18) 年に日本証券取引所法と切替えが行われるまで、戦前期の流通市場のミクロ構造を規定する基本法となった。同じ年に公布された銀行条例が 1928 年の銀行法施行までの銀行に関する基本法となったのと同様である。その特徴は、第 1 に、取引所の組織形態を会員組織または株式会社とすることにより、営利企業としての株式会社組織の取引所を最終的に認めたことであり、第 2 に、仲買人に委託売買と共に自己売買を行うことを認め、欧米流のブローカーとディーラーの間の分業システムを否定したことである。さらに、第 3 に、実物 (現物) 取引と共に転売買戻しによる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、第 4 に、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) を確定したことである。これらの初期制度設計上の特徴は、取引所と仲買人の単独ないし共同による利潤最大化を目的とする制度の進化過程をもたらすことになり、良くも悪しくも株式の流通市場のミクロ構造の機能と効率性を規定した。また、いわゆる「官許の賭博場」といわれた株式取引所の投機的性格の醸成にも大きなかわりを持つこととなった。

制度の国際比較は本稿の目的とするところではなく、また諸説があり、正確な国際比較は容易でないが、当時の諸外国の株式取引制度とわが国の制度を比較すると表 2 のようになる³。

2 以上の制度の変遷の政治経済学的過程は別稿寺西 [2007] で分析されている。

3 商品取引所の制度は対象にしない。向井 [1932] によればイギリスの取引所の経営組織はもともと株式組織であったが、会員組織に移行したとされる。ただし、その移行が完全になされていたかどうかについては諸説あるようである。ここでは、当時の通説に従いほぼ完全に移行したものとみなした。

株式会社組織を認めているのは日本だけであり、仲買人による自己売買はアメリカでも認められているが、アメリカ・イギリスには長期清算取引はないし取引所の強制担保責任も認められていない。フランスやドイツでは長期清算取引はあるが、取引所は公営でありフランスでは仲買人の自己売買は許されていない。1893年取引所法のもとで成立した、委託売買だけでなく自己売買も行いうる仲買人集団が、取引所の強制担保責任という共通の傘に守られつつ、仲買人からの手数料収入を収入源とする取引所と手を携えて、利潤の極大を目指すシステムは、国際比較的にもかなり特異なものであったことがわかっていく。

しかしながら、取引所法によって取引所はきわめて有利な事業となった。各地に取引所設立を出願するものが続出し、政府もこれをほとんど認可したから、その後取引所は一大産業となっていった。設立数は、1893年の37に始まり、1899年までに合計155であった（島本 [1942] 262頁）。そのうち、会員組織をとったものはわずか9であり、残りの146は株式会社であった。取扱品目は、株式を取り扱うもの4、残りの多くが米穀中心であり、塩、油、金属、綿糸なども取引された。

取引所法を改正する動きは特に官僚組織からその後幾度も生じたが、上記4点の基本性格は変更されることはなかった。農商務省は特に長期清算取引の限月を短期化することに努力を傾注し、これに反対する取引所関係者との激しい対立が、少なくとも1929年まで続いた。この点については後に詳しく検討する。また、1922（大正11）年の改正では、限月問題だけでなく、当初かなり抜本的な改正が意図されたが、実現されたものはわずかにとどまった。このとき、取引所政策では初めて調査会（取引所制度改正調査会）が設置され、その調査会の答申を受けて政府改正案を作成するという手続きがとられた。調査会の構成は農商務次官を委員長に農商務省関係者6人、学者5人、銀行関係者3人、大蔵省関係者1人の15人の委員からなっていた。調査会は①取引所を会員組織とする、②会員を自己売買専門、委託売買専門および両方を行うものの3種類とする、③売買取引の最長期間を証券については1ヵ月とする、④取引所の強制担保を廃止し相対任意担保とする、⑤法人会員を認めるなどを中心とする抜本的な改正案を取りまとめたが、第44議会で提出された政府案は、かなり後退したものとなった（小林 [2000]）。第1に、取引所の組織は従来通り株式会社組織を認めた。ただし会員組織を選びやすいようにするため、会員が自己売買だけでなく委託売買も行いうることができることなどの改正を行った。第2に、取引所の強制担保制度を廃止して、売買当事者の任意担保を本旨とした。第3に、売買取引の最長期間を2ヵ月とした。また、取引所令（1922年7月29日発布の勅令第353号）によって、取引所の売買取引は実物取引と清算取引の2種類とされ、清算取引には履行日を7日以内、1ヵ月以内の繰延べ可能な短期清算取引が導入された。第4に、仲買人の呼称を取引員と改め、法人の会員または取引員を認めた。改正案は、政府案をベースに、1922（大正11）年3月25日第45議会において両院で可決され、1922年4月20日法律第60号として公布、1922年9月1日付で施行された。ただし限月に関する部分は1925年4月1日施行された。

このうち強制担保については、任意担保を原則としながらも、実質の必要がある

ときには農商務大臣の認可を受けて取引所が担保責任に任ずることを認めたため、事実上強制担保からの変化は生じず、実際は従来と同じこととなった（向井 [1932] 411 頁）⁴。また、株式取引所の組織も従来通り株式会社組織にとどまった。限月の短縮についても、この改正では最長 2 ヶ月とされたものの、反対は根強く、1929 年 3 月 29 日公布の法律第 29 号により再び 3 ヶ月に戻された（施行は 5 月 1 日）。後述するとおりである。すなわち、戦前期の株式取引制度の基本は 1893 年取引所法によって規定されたのである。

3. 株式取引のミクロ構造

戦前期の株式流通市場のミクロ的基本構造を、取引所法の施行後を中心に概観しよう。主要なプレイヤーは、株式取引所、取引所内で清算取引を中心に営業する仲買人、および取引所外で実物の売買に従事する現物商である。また、後の議論の準備の意味もあり、当時の取引仕法についても要点をまとめておこう。

(1) 株式取引所

株式取引所の中では逸早く創立された東京株式取引所（創業明治 11 年、1927 年末時点の資本金 47 百万円）と大阪株式取引所（同明治 11 年、45 百万円）が、規模も大きく株式取引の中心的存在であった⁵。株式と共に国債、地方債、外国債、外国国債、社債などの公社債が上場され⁶、取引に伴って仲買人から支払われる売買手数料が主要な収入源であった。表 3 は東京株式取引所の収入と利益金処分の様子を示している。収入の 80% 程度が売買手数料であること（かつその大部分が清算取引によること）がわかっていよう。取引所は地域独占企業であり⁷、高利潤率が保証されていた。配当率は初期には非常に高く 1890 年では 50% である。この高率配当は 1890 年代には常態であったようである（山一証券株式会社社史編纂室 [1958] 115 頁）。また

4 1893 年の取引所法第 22 条は「株式会社組織の取引所は売買取引の違約より生ずる損害に付き賠償の責に任ずべし。ただし直取引及延取引の違約より生ずる損害については定款をもって別段の規定をもうけることを得」として、清算取引について強制担保責任を定めていたが、1922 年の改正後は「取引所は農商務大臣の認可を受け売買取引の違約より生ずる損害に付賠償の責に任ずることを得」とのみ定めた。すなわち任意担保である。これを受け東京株式取引所では定款の第 8 章第 53 条、第 54 条に、(7 日以内の期限を履行日とする清算取引、すなわち短期清算取引以外の) 清算取引について取引所が担保責任を負うことを定めた（東京株式取引所 [1928] 96 および 508 頁）。実物取引については担保責任を負うことはなく、違約取引員の納めた身元保証金・売買証拠金の範囲内で、取引員に代わって弁済することとした。これは以前の直取引についても同じであった。

5 1927 年の時点で、ほかに横浜（同明治 27 年、6.5 百万円）、名古屋（同明治 26 年、6 百万円）、広島（同明治 26 年、0.5 百万円）、福岡（同明治 17 年、1.5 百万円）に有価証券の取引所があり、京都、神戸、新潟、長岡に有価証券と米穀取引を兼営する取引所があった。

6 明治前期では公債に加えて金貨銀貨の取引が多く行われた。

7 取引所法第 2 条で、一地区に 1 ヶ所のみ設立が許された。

表3 東京株式取引所の収入と配当

| 年度 | 1890 | 1900 | 1910 | 1920 | 1930 |
|---------------|------|-------|-------|--------|--------|
| 売買手数料 | 156 | 473 | 2,689 | 4,613 | 3,524 |
| 清算取引 | — | — | 2,379 | 4,575 | 3,367 |
| 実物取引 | — | — | 310 | 38 | 157 |
| 総収入 | 187 | 577 | 3,180 | 5,714 | 5,003 |
| 利益金 | 130 | 356 | 1,490 | 4,603 | 2,835 |
| 配当金 | 100 | 288 | 1,322 | 2,076 | 2,291 |
| 払込資本金 | 200 | 1,250 | 8,000 | 26,250 | 33,500 |
| 配当性向 (%) | 77.0 | 80.7 | 88.5 | 45.1 | 80.5 |
| 配当率 (%) | 50.0 | 23.0 | 16.5 | 7.9 | 6.8 |
| 利潤率 (%) | 64.9 | 28.5 | 18.6 | 17.5 | 8.5 |
| 売買手数料/総収入 (%) | 83.4 | 82.0 | 84.6 | 80.7 | 70.4 |

備考：単位、千円。

利益金は前年からの繰越しを含む。1920年度は下期の利益に公募株式額面超過金を含む。

資料：東京株式取引所 [1928, 1938]

配当性向がきわめて高いことが注目される。常に利潤の80%程度が配当に回されていたのである⁸。

取引所での取引は大別して実物取引と差金決済による清算取引からなっていた。1893年取引所法では、実物取引は直取引と呼ばれ、売買成立後5日以内に受渡しによる決済がなされる決まりであった⁹（同時に150日以内受渡しの延取引が導入されたが、これについては後述）。清算取引は、あらかじめ暦のうで定められた日に決済を行う定期取引であり、転売と買戻しによる差金決済が可能であった¹⁰。従来は2ヵ月ないし3ヵ月以内という長期での決済のみであったが、1922年の取引所法の改正（4月19日公布、9月1日施行）で、7日以内受渡し（実際には翌日受渡し）の短期清算取引が導入され（東京では1924年6月より、大阪では改正法施行と同時に、実施）、従来の清算取引（長期清算取引と呼ばれるようになった）との2本立てとなった。

表4から東京株式取引所について各種の有価証券などの売買規模の状況がわかる。明治前期では国債の取引が大きなシェアを占めているが、その後は株式の取引が中心であることがわかっていく。また、実物取引と清算取引を比べると後者が圧倒的に大

8 1920年は、反動恐慌による株式大暴落で日本銀行資金（日本興業銀行経由）による救済を受けた年であり、さすがに配当性向は45.1%にまで下がっている。

9 東京では、1878年6月から1893年8月までは現場取引、1893年9月から1918年8月までは直取引、1918年9月から1922年8月までは現場取引と呼ばれた。1922年9月からは実物取引と呼ばれ、受渡しは売買日から起算して15日以内とされた。なお、1887年のブルス条例では直取引と呼ばれたが東京株式取引所はそれ以前の1878年の株式取引所条例に依拠していたためこれは適用されなかった。

10 東京では、清算取引は、1878年6月から1922年5月までは定期取引、1922年6月から1924年5月まで清算取引、1924年6月から1933年2月までは長期清算取引、1933年3月以降は清算取引と呼ばれた。

表4 取引所における売買金額（東京株式取引所）

| 年度 | 1885 | 1895 | 1905 | 1915 | 1925 | 1935 |
|------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 金銀貨 | 123 | | | | | |
| 債券（実物取引） | | | | | | |
| 国債 | | 16* | 1,972* | 38,903* | 197,125 | 190,981 |
| 外国債 | | | | | 8,909 | |
| 外国国債 | | | | | | 7,300 |
| 地方債 | | | 4* | 18 | 5,709 | 11,363 |
| 社債 | | | 3* | 59 | 31,807 | 35,472 |
| 債券（長期清算取引） | | | | | | |
| 国債 | 18,025* | 17,123* | 10* | | 16,151 | 440,004 |
| 外国債 | | | | | 1,302 | 200,143 |
| 地方債 | | | | | 458 | |
| 社債 | | | | | 3,040 | |
| 株式（実物取引） | | 114 | 99,245 | 67,146 | 301,940 | 672,673 |
| 株式（長期清算取引） | 4,359 | 216,123 | 473,201 | 1,442,430 | 3,064,450 | 3,759,052 |
| 株式（短期清算取引） | | | | | 2,298,865 | 9,386,598 |

備考：単位、千円。*印は額面金額。初期の売買金額の詳しいデータは二上 [1986] 84 頁にある。また 1895 年度、1905 年度の株式実物取引、1885 年度、1895 年度の株式、長期清算取引は原資料には株数のデータしかない。このため実物取引については 1915 年度の 1 株当たり代金 60 円、長期については、1905 年度の 1 株当たり代金 76.7 円を適用して金額を換算して示した。

資料：東京株式取引所 [1928, 1938]

きく、戦前期の株式取引所が清算取引主体であったことがわかる。この命題は、株式の実物取引に、ジキ取引といわれる事実上の繰延べを認める清算型の取引が少なからぬ規模で含まれていたことによりいっそう強く成立する。ジキ取引とは預け合いとも呼ばれ、ひそかに日歩を受払い、実物売買の決済を将来に繰り延べる取引技法であった。この取引技法は 1911（明治 44）年にジキ取引禁止命令¹¹が出てジキ取引が場外に移るまで、取引所内の実物取引（直取引）を利用して行われたのであるが、取引所側では表面上は受渡しがあったものとみなし、また預け合いの計算も当事者間に委ねて関与しない態度をとっていた。したがって、少なくとも 1911 年までの株式実物取引金額はそのまま株式の受渡額とみるわけにはいかない。ジキ取引が横行したのは、直取引の扱いであったため、売買証拠金が不要であり、また売買手数料も正規の清算取引のものより安い直取引のものが適用されたためであった（野田 [1980] 258～259 頁）。

いま取引所でのジキ取引の取扱いの歴史を振り返ると次のようである。まず、1893 年の取引所法では、実物取引である直取引に「預け合い」を黙認する形で、

11 松下軍治という新聞社社長による東京株式取引所株の買占めという事件が起こり、受渡しのごたごたからジキ取引の社会的弊害が問題となり、ときの農商務省大臣・大浦兼武が 1911 年 5 月禁止命令を出した。表 5 にみられるように 1911 年以後の 2、3 年実物取引は激減している。

表5 東京株式取引所における株式売買高

| 年度 | 清算取引 | 実物取引 | 合計 | 年度 | 清算取引 | 実物取引 | 合計 | |
|------|------------|-----------|------------|------|------------|------------|------------|-------------|
| 1878 | 171 | 82 | 253 | 1908 | 9,638,520 | 1,609,539 | 11,248,059 | |
| 1879 | 8,176 | 3,613 | 11,789 | 1909 | 11,388,390 | 3,867,433 | 15,255,823 | |
| 1880 | 6,189 | 1,771 | 7,960 | 1910 | 10,891,210 | 6,678,790 | 17,570,000 | |
| 1881 | 9,422 | 0 | 9,422 | 1911 | 10,834,630 | 3,155,647 | 13,990,277 | |
| 1882 | 3,601 | 0 | 3,601 | 1912 | 12,391,350 | 353,857 | 12,745,207 | |
| 1883 | 5,701 | 0 | 5,701 | 1913 | 9,850,790 | 444,098 | 10,294,888 | |
| 1884 | 104,088 | 0 | 104,088 | 1914 | 8,469,640 | 513,439 | 8,983,079 | |
| 1885 | 56,833 | 0 | 56,833 | 1915 | 19,565,580 | 1,176,800 | 20,742,380 | |
| 1886 | 703,333 | 53 | 703,386 | 1916 | 31,707,560 | 1,829,358 | 33,536,918 | |
| 1887 | 1,278,330 | 249 | 1,278,579 | 1917 | 24,441,800 | 2,467,080 | 26,908,880 | |
| 1888 | 907,669 | 50 | 907,719 | 1918 | 25,241,340 | 1,988,500 | 27,229,840 | |
| 1889 | 2,038,542 | 37 | 2,038,579 | 1919 | 40,873,410 | 5,456,727 | 46,330,137 | |
| 1890 | 1,629,323 | 9,907 | 1,639,230 | 1920 | 35,730,770 | 5,047,300 | 40,778,070 | |
| 1891 | 1,296,410 | 3,879 | 1,300,289 | 1921 | 39,724,120 | 9,683,968 | 49,408,088 | |
| 1892 | 1,029,389 | 252 | 1,029,641 | 1922 | 29,895,830 | 10,777,478 | 40,673,308 | |
| 1893 | 2,657,146 | 142 | 2,657,288 | 1923 | 31,446,080 | 9,089,862 | 40,535,942 | |
| 1894 | 1,839,918 | 1,702 | 1,841,620 | | 長期清算取引 | 短期清算取引 | 実物取引 | 合計 |
| 1895 | 2,817,766 | 1,894 | 2,819,660 | 1924 | 25,239,160 | 8,733,940 | 6,575,991 | 40,549,091 |
| 1896 | 3,803,146 | 995,664 | 4,798,810 | 1925 | 38,474,490 | 23,341,630 | 6,606,354 | 68,422,474 |
| 1897 | 3,571,211 | 1,642,987 | 5,214,198 | 1926 | 48,264,340 | 34,094,920 | 8,141,185 | 90,500,445 |
| 1898 | 3,731,794 | 600,717 | 4,332,511 | 1927 | 36,390,540 | 22,934,500 | 7,499,378 | 66,824,418 |
| 1899 | 5,399,235 | 1,154,594 | 6,553,829 | 1928 | 28,196,170 | 20,029,510 | 7,447,536 | 55,673,216 |
| 1900 | 3,941,155 | 1,190,795 | 5,131,950 | 1929 | 21,267,230 | 25,087,110 | 5,290,411 | 51,644,751 |
| 1901 | 2,550,285 | 597,413 | 3,147,698 | 1930 | 31,442,870 | 30,167,080 | 4,732,011 | 66,341,961 |
| 1902 | 2,941,790 | 73,998 | 3,015,788 | 1931 | 25,471,280 | 45,683,290 | 3,744,655 | 74,899,225 |
| 1903 | 1,934,220 | 1,117,751 | 3,051,971 | 1932 | 41,928,300 | 54,627,950 | 7,106,003 | 103,662,253 |
| 1904 | 3,242,300 | 795,320 | 4,037,620 | 1933 | 50,823,720 | 60,605,340 | 7,588,888 | 119,017,948 |
| 1905 | 6,658,910 | 1,748,300 | 8,407,210 | 1934 | 49,956,010 | 53,470,880 | 9,861,051 | 113,287,941 |
| 1906 | 12,820,670 | 2,081,903 | 14,902,573 | 1935 | 33,811,780 | 59,606,310 | 6,741,742 | 100,159,832 |
| 1907 | 12,013,120 | 2,431,557 | 14,444,677 | 1936 | 44,693,610 | 53,576,240 | 10,084,524 | 108,354,374 |
| | | | | 1937 | 56,219,000 | 86,970,680 | 12,636,996 | 155,826,676 |

備考：単位、株。

資料：東京株式取引所 [1938]

取引所内でのジキ取引が可能な形にされた。次に、1896（明治29）年には、農商務令第1号で場外の現物市場を許可制としたため場外のジキ取引が大挙して場内に移ってきた（東京証券取引所 [1963] 総41頁）。このため、表5¹²にみられるように、取引所での実物取引（現場取引）が大幅に拡大した。さらに1906（明治39）年には、勅令をもって、直取引に清算（定期）取引と同じ競売買（後述）を許可し、これを受けて、東京・大阪の取引所では専業の直取引の取引員制度を導入（1907年）したため場外現物商が大挙して仲買人になった（1908年）。いわばジキ取引を制度化したわけで取引所の実物取引は急拡大した。表5で、1911年にジキ取引禁止がなされ

12 この表は東京株式取引所のものであるが、同じような動きは大阪株式取引所についても明瞭にみられる（二上 [1986]）。

表6 東京株式取引所の長期清算取引における主要銘柄の位置（1937年）

| | 売買代金（千円） | 受渡代金（千円） | 資本金（公称、百万円） | 受渡し/売買 |
|-----------|-----------|----------|-------------|--------|
| 全銘柄 | 4,451,737 | 711,597 | 15,396 | 0.160 |
| 主要銘柄 | 1,702,178 | 217,592 | 2,392 | 0.128 |
| (内訳) 東京電燈 | 121,105 | 23,830 | 429 | |
| 南満州鉄道 | 12,709 | 4,329 | 800 | |
| 日本石油 | 140,343 | 23,139 | 80 | |
| 日本産業 | 274,020 | 33,802 | 225 | |
| 鐘淵紡績 | 274,293 | 30,659 | 60 | |
| 台湾製糖 | 29,896 | 7,219 | 63 | |
| 大日本麦酒 | 21,246 | 4,252 | 94 | |
| 日清製粉 | 13,504 | 3,477 | 25 | |
| 王子製紙 | 20,245 | 5,967 | 300 | |
| 浅野セメント | 3,176 | 1,223 | 106 | |
| 日本郵船 | 82,149 | 12,748 | 106 | |
| 日魯漁業 | 51,667 | 8,401 | 54 | |
| 東京株式取引所 | 657,825 | 58,546 | 50 | |
| 主要銘柄のシェア | 0.382 | 0.306 | 0.155 | |

備考：新株・第二新株などを含む全ての上場株式の合計の取引高。

資料：主要銘柄は東京株式取引所 [1933]、取引高などは同 [1938]。

るまで取引所の実物取引が増大していることが読み取れよう。1911年以後、ジキ取引は場外に移ったが、1922年の取引所法の改正で短期清算取引が導入され、場内でのジキ取引が、事実上再び制度化されるに及んで、最終的にジキ取引は取引所内に取り込まれたことになる。この動きを受けて表5の東京株式取引所の実物取引売買高は1919年ごろから再び増加している。これは法改正の動きがこのころから明らかとなったためであるとみられる¹³。1922年ないし短期清算取引が東京で実施された1924年以後の実物取引の数字は受渡額を表すものとみてよいであろう。

取引所における株式取引のいまひとつの大きな特徴は、特定株式に取引が集中していたことである。ちなみに、1893年以降の各年の最多売買銘柄¹⁴をみると、1893～95年と1897年が北海道炭鉱鉄道、1896年と1899～1907年日本郵船、1898年九州鉄道第1新株、1908～33年東京株式取引所新株¹⁵、1934～36年東京電燈、1937～42年東京株式取引所新株という状況であった（東京証券取引所 [1963] 総30、53、76頁）。また、短期清算取引でも東京株式取引所新株の取引が圧倒的なシェアを占めていた。株式取引所は地域独占企業であり、安定した大企業であったが、その収益源は取引の場提供の対価としての株式売買手数料であり、株式取引所自身の株が花形株として売買されたことは、いささか違和感を与えよう。ちなみに、表6は1937年

13 1918年に（後述の）才取人の場内取込みがあり、1919年に法改正のための取引所制度調査会が農商務省に設置された。

14 1914年以降は長期清算取引のみ。

15 ただし、1917年と1920年は東京株式取引所株。

時点で長期清算取引におけるいわゆる花形株の売買をみたものであるが、東京株式取引所が飛び抜けて多く、ついで鐘淵紡績、日本産業、日本石油、東京電燈などとなっている。13社27銘柄（合計公称資本金2,392百万円）が全158社236銘柄（合計資本金15,396百万円）の年間売買に占めるシェアは38.2%であった。この値は社数のシェア8.2%、銘柄数のシェア11.4%、資本金のシェア15.5%よりは明らかに高い。花形株中心の売買構造は戦前期を通じて一貫していた。

(2) 仲買人（取引員）と現物商

取引所内で顧客の委託や自己の計算で株式などの売買を行うのが仲買人である¹⁶。免許制¹⁷で、各取引所は定款でその人数を定めていた。例えば1926（大正15）年時点の東京株式取引所では、一般取引員81人、短期取引員および実物取引員各100人、国債取引員50人以上とされている¹⁸。当初は個人仲買人のみであったが、1922年の取引所法改正で法人取引員も認められるようになった。当初、仲買人の多くは中流の両替商や横浜の洋銀取扱業者が転換したものであった。

取引員になるには、取引員組合の審査をパスし、身元保証金を取引所に納めねばならない。身元保証金も定款で定められるのだが、政府はたびたびこの増額を取引所側に要請してきた。東京株式取引所の例をみると、一般取引員について10年ごとの年末値で、1880年300円、1890年400円、1900年12,000円、1910年12,000円、1920年150,000円であった（東京株式取引所〔1938〕203～204頁）¹⁹。1890年から1900年までの増加倍率は30倍であり印象的である。山一証券株式会社社史編纂室〔1958〕（69頁）は「ちょうど国債取引が衰え、株式取引が活発になってくる時期からそれは急激に引き上げられている。これはインフレーションの影響もあるけれども、この時期にはすでに国債取引の衰微で取引所の国策的色彩が薄くなり、従来の助成方針が後退していたことも原因になっている。また、企業勃興に伴う株式売買の増加で取引上の危険が多くなり、これを回避すると共に、とくに薄資仲買人の整理が企図されたこともあげなければならぬ」としている。また、1910年から1920年にかけても10倍以上の増加となっている。この時期は株式市場の価格変動が激しく大暴落により公的資金による救済などの生じた時期であった。

取引所で取引するに当たって、委託売買の場合、仲買人は顧客から委託手数料を

16 1922年の取引所法改正以後は取引員と呼ばれた。戦後は1948年の証券取引法実施で証券業者、1965年の同法改正以後は証券会社と呼ばれている。

17 1880（明治13）年取引所条例改正以後免許制となる。

18 現員は、1925年下期で一般取引員74人、短期取引員78人、国債取引員11人、実物取引員0であった。なお、国債取引員は1920年創設、実物取引員は1922年創設。短期取引員は1924年創設、同時に実物取引員は全員廃業した。

19 大阪では、1880年末が200円、1890年末が1,000円で後は東京と同じ。詳しくは大阪株式取引所〔1928〕487頁。なお、東京でも大阪でも1920年9月の15万円への引上げ以降一般取引員の身元保証金に変更はない。

受け取り、取引所に取引手数料と取引税²⁰を支払う。その差が仲買人のブローカーとしての収益である。島本 [1925] によれば、その当時、大阪株式取引所で長期相場 125 円の株を 10 株売買すれば、委託手数料は 2.75 円、取引手数料は 0.37 円、取引税 0.317 円となり差引き、約 2 円 (2.063 円) が仲買人の収入となる。仲買人が店舗を維持していくための月々の経費 (店員の給与、通信費など) を 1,000 円とすると、これをまかなうには 1 日 200 株、月にして 5,000 株の売買を行わねばならず、中流の仲買人にとって月 5,000 株の取引は容易でないとされる。このため、多くの仲買人は、ディーラー業務すなわち自己売買に収入の途を求めた。自己売買は、金利裁定、ヘッジ、投機などさまざまな形態がありうるが、その過程で違法な呑み行為²¹など不正取引も生じがちであったといわれる。ちなみに、1914 年の取引所税の導入で呑み行為がなされると取引所税の脱税になることになり、税務当局がモニターを強め厳重に制裁が加えられるようになった。このためその後は呑み行為にいわゆるバイカイ²²をつけるようになった。これは適法行為とされた。

清算取引に当たっては、仲買人は、また、取引所に売買証拠金を納めねばならない。仲買人に対しては顧客が委託証拠金を納入した。売買証拠金は仲買人がその建玉に対して取引所に差し入れる売買履行の保証金であり、委託証拠金は顧客から仲買人に差し入れる委託契約履行の保証金である。通常、売買証拠金は約定売買高の 5% 程度であり (日本銀行営業局 [1956] 161 頁)²³、委託証拠金はその倍程度であった。このため、仲買人の中にはこの差額を自己の取引に流用するものが少なからずあったといわれる (岡田 [1927]、向井 [1934])²⁴。また、これらの証拠金は売買の清算がなされると返却されるものであったが、株の買占めなどのときにはその額 (追証拠金) が巨額にのぼり、銀行などからの資金調達力が買占めの成否を決めることになったといわれる²⁵。

20 1914 (大正 3) 年の取引所税法で、取引所は手数料収入の一定割合の取引所営業税 (それに加えて府県市町村の付加税) を支払い、仲買人は清算取引について取引税を納めることとされた。それ以前は定期取引について取引所が納める取引所税 (約定代金の一定割合) のみであった。この税が手数料として、仲買人に、さらに仲買人から顧客に転化されていたといわれる (島本 [1925])。

21 顧客の注文の委託に対して仲買人が自身で売り買いの相手方となり、取引所で売買せずに顧客に対しては、売買成立したと報告して取引所に支払うべき売買手数料を取得する行為。この不正行為防止のためにさまざまな政策がとられたがその根絶は容易でなかった (島本 [1925] 321~330 頁参照)。

22 バイカイ (売買) と書く。仲買人が同一銘柄同一株数について同一値段で売り買いの注文を出すこと。売買手数料、取引税は正規分徴収される。

23 売買証拠金は取引所の理事会の決定事項であり、上限が定められていた。

24 仲買人の一部は呑み行為、証拠金の流用だけでなくさまざまな形で違法まがいの行為をしていたといわれる。顧客の注文を利用した鞆取り、顧客の売買の先回り、顧客の注文による思惑、顧客の注文の食合せによる手数料の取得などである。詳しくは島本 [1925] 313~330 頁参照。例えば、顧客の注文を利用した鞆取りは次のようにしてなされる。ある株を 300 円で買ってほしいという顧客の注文があるとする。相場は寄付で 300 円とついていたが仲買人は寄付に間に合わず、大引で買ったのが 298 円だったとする。このとき仲買人は寄付に客の注文数だけのバイカイを付けておき、顧客には 300 円で買ったと報告する。バイカイの売りは仲買人の思惑売りで、大引の買いはその買戻しである。仲買人は結局 2 円の利鞘を得る。

25 買占めに当たっての資金としてはこれ以外に差金決済のための費用がある。これらを十分に調達できないときは、買い方、売り方のいずれかがいわば軍門に下り、正規の差金決済を棚上げにして一定の値段で差金決済を行うこととなる。これを解合 (とけあい) という。

表7 仲買人の開業数と廃業数（大阪株式取引所）

| 年 | 開業数 | うち3年以内に 廃業などの数 | 廃業率 |
|-----------|-----|-------------------|------|
| 1878～1880 | 194 | 93 | 0.48 |
| 1881～1890 | 226 | 183 | 0.81 |
| 1891～1900 | 183 | 103 | 0.56 |
| 1901～1910 | 49 | 6 | 0.12 |
| 1911～1920 | 104 | 44 | 0.42 |
| 1921～1925 | 16 | 3 | 0.19 |

備考：対象は一般取引員。

3年以内に廃業などとは、例えば1922年中に開業したもののうち、1925年の年末までに廃業（死亡・除名を含み短期取引員への転業と満期は除く）したものの数。

資料：大阪株式取引所 [1928]

仲買人の営業の浮き沈みにははなはだしいものがあつた。向井 [1932] の計算では東京株式取引所の一般取引員の営業継続年数は、1914年1月において、取引所の創業からその時点までに廃業したものの822人の平均で2.7年、その時点で営業していた96人の平均で7.4年であつた。大阪株式取引所 [1928] は開所以来の全ての仲買人について免許交付時期と廃業時期の記録を載せている。表7は、これに基づき期間ごとの開業者数とそのうちで3年以内に廃業したものの数を調べたものであるが、3年以内廃業者の割合は、1878～80年²⁶で48%、1881～90年で81%、1891～1900年で56%、1901～10年で12%、1911～20年で42%という高さであつた。これは仲買人の免許が1年ごとの更新制であつたことによるところもあるが、それにしても極端に低い定着率であつたといえよう²⁷。ちなみにこの低い定着率は、それ自体単独の事実としては、仲買人の競争が激しく、競争と淘汰による質の改良プロセスと解釈することが可能である²⁸。しかし、このことを呑み行為などが横行していたという事実と重ね合わせるならば、資金力の乏しい業者が一攫千金を夢見て参入していた状況を反映するものとして解釈することも可能である。

仲買人が取引所内での取引に従事したのに対し、現物商は取引所の外で店頭での売買に従事した。当初、その多くは公債取引・古金銀取引の小両替商から転じた零細業者であつた。免許制²⁹はなく自由営業同然であり、東京についていえば1917年時点で、仲買人の数は76人であつたが、その数倍の数の現物商がいたといわれる（生形 [1967] 127頁）。大阪でも北浜だけで300軒余りの現物商があつた。仲買人の中

26 この期間については1880年4月に仲買人が免許制になり、それまでに開業していたものはいったん全部やめて改めて開業したことの影響を加味して評価せねばならない。

27 免許を何度も取り直したのも少なからずあることにも注意が必要である。例えば大阪の竹原友三郎は1927年までの間に5回、黒川幸七は3回、野村徳七は2回一般取引員の免許を取っている（森 [1973]）。

28 北村行伸氏のご指摘による。

29 ただし、1938年の有価証券業取締法で、取引所によらない有価証券の売買またはその媒介をなすものは有価証券業者と呼ばれ、主務大臣の免許を要することとなつた。

には例えば小池国三商店のように別会社（小池合資会社）に現物商を担当させるものも多くあった。1900年前後から、会社設立ブームが再燃し、未上場の新設会社の株式取引が拡大したことなどから、現物商自体も経営規模が拡大し、仲買人を資力において上回るような現物問屋が出現し始めた（東京才取会員協会 [1975] 64～65頁）。現物商の仕事は、現物の売買であり、その傍らでジキ取引も幅広く行っていた。取引所での取引には売買手数料がかかること、また、取引所法には売買の取引集中義務は定期取引についてしか定められていなかったこと（第25条）が、現物商の活動の背景をなした。片岡 [1987] の検討によれば、東京・大阪双方について、現物商の売買価格（正午の取引値段）は取引所での価格（定期取引当月限の大引値）と密接な関連を持って決定されていた。現物商が扱うのは主として小口の売買であり、高額取引は取引所でなければ無理であったが、現物商は多くの地場の非上場銘柄についても取り扱った。また、各地の現物商や仲買人との同業者売買を通じて、地方の資産家の注文をとり、彼らによる中央株の取得を可能にしたのは現物商の重要な機能であった。

現物商の店頭売買は、東京では、才取といわれる仲立ち業者が注文の中継ぎを行うことによって円滑化した。才取³⁰は各現物商を連絡する場外での組織網を形成しており、自己の信用で、現物商の間の取引を仲介した。大阪では、その役割を株友会（しゅゆうかい）という会員組織の現物取引市場が担った（二上 [1986]）³¹。1918年当時において、株友会の出来高の70%が当日あるいは3、4日以内に受け渡す現物売買で、残りの30%が預け合いによるジキ取引であったといわれる。大阪の方がジキ取引は盛んであったから、東京の現物商では70%以上現物の受渡しがあったとみてよいであろう。

(3) 取引仕法概説

清算取引（1917年までは定期取引、1924年から1933年は長期清算取引）と1924年に導入された短期清算取引の取引仕法を概説しておこう³²。

戦前の清算取引³³は、限月というあらかじめ暦のうえに定められた一定の日に決済すなわち契約の履行を行う先物取引である。3ヵ月3限制の場合、売買の行われた月の月末、翌月の月末および翌々月の月末のいずれかに決済がなされる決まりであった。1925年4月から1929年4月まで行われた2ヵ月3限制決済の場合は、2ヵ月を20日ごとに区切り、偶数月（すなわち2、4、6、8、10、12月）は5日と25日、

30 才取は後に組合を結成しその組織力を強めた。さらに1914年より取引所入場の権利を認められ、さらに実物取引員、ついで短期取引員となった（東京証券業協会 [1951] 150頁）。

31 リーダーは野村・竹原・黒川といった一流の現物商であり、定員は80人であり、17,000～20,000円の入会金を取った。

32 以下に概説する取引仕法の詳細については向井 [1932] および日本銀行営業局 [1956] を参照されたい。

33 短期清算取引に上場されたのは株式だけであったが、清算取引（定期取引、長期清算取引）には公社債も上場された。したがって、以下の清算取引に関する叙述で株式という表現は証券と読み替えることができる。

奇数月（1、3、5、7、9、11月）は15日が決済日とされた³⁴。いずれの場合も最初の決済日を当限（とうぎり）、次の決済日を中限（なかぎり）、3番目の決済日を先限（さきぎり）と呼ぶ。同一銘柄について、毎日3つの価格が市場で決まるわけである（向井 [1932] 248頁）。また、取引は相対でなく³⁵競争売買方式で、複数の売り手と複数の買い手が売りは売りの中で買いは買いの中で競り合いながら値段を形成していくものであった。技法的には、いわゆる「板よせザラバの折衷方式による単一値段競争売買³⁶」方式がとられた。すなわち取引員の間で個々に仮約定を締結させていき、最終的に単一の値段に引きなおして売買を成立させる方法である。

清算取引の決済は次の3方法のいずれかで行われた（いずれの決済方法でも決済は取引所を相手になされる）。第1は、差金決済による決済であり、期限内すなわち先限までに、転売・買戻しすなわち売り契約なら買い、買い契約なら売りを行い、約定値段と決済日の帳入値段（後場の引値）との差を取引所に（損失の場合）差し入れ、または（利益の場合）取引所から受け取る³⁷。第2は、現物の受渡しによる決済であり、期日に買いなら現金、売りなら株式を取引所に差し出すことで契約履行がなされる。第3は、繰延べであり、期日に転売・買戻しを行うと共に、新たに同じ銘柄でもとと同じ取引（売りまたは買い）を行う。

現物の決済の場合、期日以前に現物を受渡したいということが起こりうる。このため1924年6月から早受渡制度が導入された³⁸。この制度のもとでは、買い手が取引所に現金を提供して期日より早く株式を入手したいときは、売り手がすでに株式を提供してある分に限り期日前に約定株式を交付する（早渡）。逆に売り手が早めに現金を入手したいときには、期日前に株式を受け取り、取引所は売買契約成立時の値段を手形金額としその銘柄の受渡し予定日の翌日を支払日とした約束手形をその売り手に交付する（早受）。この約束手形は取引所の発行するものであり、非常に信用度が高く、また通常は期間が40~50日であり、各銀行は格好の短期投資物件と

34 東京の場合、1878年6月~1879年3月の間1ヵ月1限制、1879年4月~1880年10月の間2ヵ月2限制、1880年11月~1902年6月の間3ヵ月3限制、1902年7月~1903年8月の間2ヵ月2限制、1903年9月~1925年3月の間3ヵ月3限制、1925年4月~1929年4月の間2ヵ月3限制、1929年5月から3ヵ月3限制であった。

35 明治初期は相対方式であった。1899年ごろから現物取引に単一値段競争売買方式が導入され、1901年に清算取引も単一値段競争売買となった（東京才取会員協会 [1975] 289~295頁）。

36 板寄せとは、一定の時間帯での取引員の売買注文を、銘柄別、値段別、会員別に帳簿（板）に全て記載し、需給が最もうまく一致する価格を探し、これをアナウンスし売買を成立させる方法である。ザラバとは、売り手買い手が個々にかつ継続的にその時々々の価格で、売買の仮約定を締結していく方法である。売買の注文条件の一致したもから順次約定がなされる。ただしこの仮約定はいわば「社会に対しての」約定であって誰と仮契約したかは意味を持たない。最終的な均衡価格が確定した後取引所との間で決済が行われる。詳しくは、東京才取会員協会 [1975] 279~289頁参照。

37 取引員の既存の建玉の一部のみの転売・買戻しがなされることを小口落としという。このとき清算取引では、短期清算取引と違って、建玉の値洗いを行わないため、どの建玉の反対売買かが問題となる。同じ3月中に売買がなされた先限ものでも、3月のいつの時点で売買がなされたかにより価格が異なり、5月末の決済日の引値との差に大小が生じる。東京株式取引所では取引員に有利な方法（利益落）をとることにしていた（日本銀行営業局 [1956] 135頁）。

38 それ以前は例えば証拠金を返してもらいたい売り方のために株式の預り証を発行していた（向井 [1934] 167頁）。

して直ちに割引に応じた（日本銀行営業局 [1956]）。株式の所有者は所有株を担保に銀行から借入をする場合（株式担保金融）、時価の 60～80% の借入しかできないが、この早受制度を用いれば 100% の借入が可能であった³⁹。こうした理由から早受手形の発行量は急増し、取引所では発行額をその資本金以内に抑えるなどの措置をとった（1926 年 3 月より）。ちなみに、清算取引の売買額に対する早受手形の発行額の比率は表 8 に示されている。1924～27 年で 5.0%、1928～32 年で 7.7%、1933～37 年で 7.2% である。この比率はさほど高くないが、清算取引の受渡額に対する比率はきわめて高い。すなわち、1924～27 年で 44.0%、1928～32 年で 59.7%、1932～37 年で 44.0% である。

次に、1924 年に導入された短期清算取引もまた、決済時点をあらかじめ定めた定期の清算取引であった。法的⁴⁰には受渡履行日を 7 日以内とされており、その範囲内で各取引所は業務規定で決済日を定めていた。東京では、前日の後場と当日の前場をひとまとめにし⁴¹、この間になされた全ての取引を当日の午後 2 時に決済することにしてた。大阪では、当日行われた全ての取引を翌日午後 1 時に決済する決まりであった（向井 [1932] 503～504 頁）。取引技法は、当時の他の取引と同じ、板寄せとザラバの折衷方式による単一値段競争売買方式であった。また、受渡しを希望しない場合は、1 ヶ月以内は繰延べが可能であることも規定されていた。しかし、日々の繰延べの時点で差金の授受を行い、1 ヶ月目にはバイカイで売り買いの両方向の取引を行い、さらに 1 ヶ月前と同じ取引を繰り返せば、売買手数料を支払うのみでいつまでも繰延べが可能であった。

短期清算取引の決済は次の 3 方法のいずれかでなされる（東京の場合を念頭におこう）。第 1 は、前日の決済までの繰延べ分で当日受渡決済を希望するものは、当日の市場で決まる受渡標準値段（当日前場の大引値）でそれぞれ現金と現物によって受渡決済がなされる。第 2 に、前日の決済までの繰延べ分で当日差金決済を希望するものは、売りなら買い、買いなら売りの反対売買⁴²を行い、当日の市場で決まる受渡標準値段と前日の受渡標準値段との差金が取引所を通じて授受される。すなわち前日までのものは全て前日の標準値段に引きなおして（値洗いして）差金が計算された。第 3 に、前日の決済までの繰延べ分でさらに翌日への繰延べを希望するものと、当日新規売買で翌日への繰延べを希望するものは、繰延べ売りと繰延べ買いをつき合わせて受渡標準値段で決済する。

以上の決済のうち第 2 のものは需給一致の必要がないが、第 1 のものと第 3 のものは、最終的に売りと買いが各銘柄ごとに、繰延べ分と受渡し分のそれぞれについて一致しなければならない。しかし売買時間の終了後、それぞれの銘柄について売

39 ただ、いわゆるボロ株の所有者による金融手段に用いられるという弊害も生じた。

40 取引所法第 18 条で有価証券の最長売買期限は 3 ヶ月とされ、第 19 条で詳細は勅令によるとされた。勅令第 353 号として 1922 年 7 月に交付された取引所令では、その第 11 条に「有価証券ノ清算取引ニ於ケル売買取引ニシテ 7 日以内ノ期限ヲ以テ履行日ト為スヘキ取引ニ属スルモノニ限り受渡其ノ他ノ決済ハ業務規定ノ定ムル所ニ拠リ売買成立ノ日ヨリ一箇月以内之ガ繰延ベヲ為スコトヲ得」と定められた。

41 これ、すなわち全ての取引に共通する整理時間を、1 計算区域という。

42 長期清算取引では転売・買戻しといい、短期清算取引では反対売買という（向井 [1932] 505 頁）。

表8 早受手形と短期の代行

| 年 | a | | b | c | | c/a | c/b | d | | e | f | g | f/(d+e) | g/(d+e) |
|------|------------|-----------|-----------|----------------|----------------|-----|-----|---------|-----------|---|-----------|-------|---------|---------|
| | 長期売買代金 | 長期受渡代金 | | 早受手形 手形発行代金 | 早受手形 手形発行代金 | | | 短期受渡高 | 平均繰延高 | | | | | |
| 1924 | 2,000,540 | 151,891 | 16,776 | 0.008 | 0.11 | | | | | | | | | |
| 1925 | 3,153,278 | 351,486 | 140,704 | 0.045 | 0.4 | | | | | | | | | |
| 1926 | 4,624,163 | 555,634 | 282,199 | 0.061 | 0.508 | | | | | | | | | |
| 1927 | 2,991,254 | 399,168 | 201,522 | 0.067 | 0.505 | | | | | | 20,506 | 382 | | |
| 期間合計 | 12,769,235 | 1,458,179 | 641,201 | 0.05 | 0.44 | | | | | | 20,506 | 382 | | |
| 1928 | 2,517,284 | 457,480 | 321,783 | 0.128 | 0.703 | | | | | | 92,368 | 28 | | |
| 1929 | 1,545,495 | 257,393 | 165,735 | 0.107 | 0.644 | | | | | | 21,680 | 548 | | |
| 1930 | 1,829,074 | 152,572 | 53,376 | 0.029 | 0.35 | | | | | | 10,743 | 553 | | |
| 1931 | 1,932,117 | 165,405 | 81,748 | 0.042 | 0.494 | | | | | | 50,681 | 104 | | |
| 1932 | 2,457,252 | 295,374 | 169,712 | 0.069 | 0.575 | | | 38,476 | 606,004 | | 115,151 | 53 | 0.179 | 0 |
| 期間合計 | 10,281,222 | 1,328,224 | 792,354 | 0.077 | 0.597 | | | 38,476 | 606,004 | | 290,623 | 1,286 | 0.451 | 0.002 |
| 1933 | 3,521,051 | 578,141 | 248,738 | 0.071 | 0.43 | | | 40,590 | 730,471 | | 183,575 | 94 | 0.238 | 0 |
| 1934 | 3,646,693 | 609,941 | 261,005 | 0.072 | 0.428 | | | 31,588 | 795,488 | | 240,899 | 36 | 0.291 | 0 |
| 1935 | 2,395,163 | 383,502 | 187,239 | 0.078 | 0.488 | | | 33,696 | 815,941 | | 133,335 | 353 | 0.157 | 0 |
| 1936 | 3,051,010 | 496,974 | 226,813 | 0.074 | 0.456 | | | 37,823 | 873,125 | | 206,281 | 642 | 0.226 | 0.001 |
| 1937 | 4,451,737 | 711,597 | 300,139 | 0.067 | 0.422 | | | 53,549 | 1,177,185 | | 484,569 | 258 | 0.394 | 0 |
| 期間合計 | 17,065,654 | 2,780,155 | 1,223,934 | 0.072 | 0.44 | | | 197,246 | 4,392,210 | | 1,248,659 | 1,383 | 0.272 | 0 |

備考：a、b、cは千円、d、e、f、gは一日平均株数、年次。ただし代引の1927年の数字は7～12月の平均、早受の1924年の数字は6～12月の合計。

資料：東京株式取引所 [1938]

りと買いの希望を帳簿上に集計（板寄せ）した場合、それらが一致する保証はない（ザラバで個々の売買については仮約定がなされているから、受渡しと繰延べを合計した売りと買いは一致している）。なぜなら、東京株式取引所では当日受渡しを希望するものはその希望数量をその日の前場大引までに申告する決まりになっているからである（向井 [1932] 506 頁）（申告のないものは自動的に繰り延べられた）。場立ちの個々の取引では売りか買いの数量が決まるだけで、当日の受渡しとそれとも明日以降に繰延べかを決めて取引が成立しているわけではないのである。この場合、受渡しによる売りと買い、繰延べ売りと繰延べ買いの希望が一致した部分については、取引員当事者間で相対による決済がなされるが、超過需要や超過供給の部分については、代行機関と呼ばれる特別の組織が無条件で引き受ける、すなわち代行することになっていた。代行機関の役割は、(i) 当日現株を受け渡したいと希望する売り手から株を買い取り、(ii) 現株を入手したいと希望する買い手に株を売り渡すこと、そして (iii) 買いの決算を繰り延べたいと希望する買い方に代わって代金を出し株を預かる（代引）ことと、(iv) 売りの決算を繰り延べたいと希望する売り方に代わって株を渡して代金を預かる（代渡）ことであった。ちなみに、全ての取引は決済に当たってあらかじめ帳簿のうえで相殺されるから、同一銘柄について、上記の (i) と (ii) を同時に代行機関が行うことはなく、また (iii) と (iv) を同時に行うこともない。

代行業務は、東京では 1927 年までは中央証券株式会社、その後は、東株代行株式会社に委嘱された。代引に要する資金は、代行機関の自己資金、銀行借入およびコール取入れでまかなわれた。代行会社はまた、代渡のため現株の必要なときは主として短期取引員などから借株を行った⁴³。

繰延べは信用の授受であり、繰延べに同意した代償として買い方は売り方に利息を払う必要がある⁴⁴（貸し株による繰延べでは利息は売り方から買い方に支払われる）。この利息を繰延料という。日歩とも呼ばれた。取引員当事者間で相対で繰延決済がなされる部分については、当事者間で繰延料の授受が生じ、代行機関によって繰延べがなされる部分については、代行機関と売り方ないし買い方の間で繰延料の授受が生じた。代行機関は、銀行に支払う金利や借株料を繰延料収入によってまかになった。

表 8 によれば代行機関が貸し株をする代渡は金額的にきわめて少ないが、繰延べのために株を引き取る代引は相当行われていたことがわかる。1933～37 年の平均繰

43 東京では当初は、中央証券会社という資本金 1,000 万円（払込 700 万円）の会社が当たった。この会社は、大阪野村銀行と機関銀行の徳田銀行からの借入とコールの取り入れにより買取り資金を調達していたが、1927 年不良貸付により破綻をきたした。このため、東京株式取引所と短期取引員組合の代表者が中心になり新たに東株代行株式会社が設立され、業務が委譲された。この会社は資本金 1,000 万円（払込 250 万円）であり、住友銀行東京支店、野村銀行東京支店、第三銀行、七十七銀行東京支店からの借入とコールによる資金調達で業務を行った。大阪では日本信託株式会社という企業が代行機関であった。資金は大阪株式取引所の保証のもとに手形を振り出して調達したとされる。

44 現株の受渡しで売り方の提供する株数が買い方の希望する株数より大きいとき、繰延べでは売りの繰延べ希望が買いの繰延べ希望より少ないから、買い方から売り方に利息（繰延料）が支払われる。このとき、繰延べ分については代行機関は売り方に立ち繰延料を受け取る。逆は逆である。

延高（および受渡高）に対する代引の割合は27%に達している。

4. 株式流通市場の機能と効率性

取引所と現物市場からなる株式市場が効率的に機能していたか否かを、第1に、株式（企業所有権）の移転、ヘッジングや金利裁定の手段の提供などの機能を十分果たしていたかどうかという点を中心に検討する。第2に、株式市場がさまざまな情報を十分効率的に処理していたかどうか、あるいは株価が過去の価格情報・企業収益情報・政策情報などを十分に反映する水準に決まっていたかどうかを検討する。第3に、取引所や現物商の株式需給がマクロ的金融市場の資金需給と十分連関していたかということを検討する。

(1) 株式所有権の移動

株式の流通市場の果たすべき機能は第1に株式の所有権の移転⁴⁵である。これがスムーズになされることによって、投資家は、個人的には流動性不足に陥り株を手放すことがあっても、投資家層ないし市場全体としては、企業に長期性の資金を供給することができる。また、株主はvoiceに加えてexitという手段で企業統治に意思表示ができ、新たな所有者による企業価値の増加が可能になりうる。

戦前の株式取引所の取引は差金決済による清算取引が中心であった。表9にみられるように売買高に占める実物取引のシェアは10~20%程度でしかなく、1920年ごろからはそのシェアも低下傾向にあった。また、清算取引の中でも短期清算取引のシェアが増加傾向にあることも知られよう。戦後の信用取引と違って、差金決済による清算取引は現物株式の裏づけのまったくない取引であった。そのため、極端な場合は買い占めた株数が企業の発行済み株式を上回るという事態も生じた⁴⁶。（現物取引におけるジキ取引の問題を無視して）実物取引と清算取引による受渡高を取引所における株式所有の移動だとみなすと、その量は株式売買高の20~30%程度であった。

表10には大阪の2つの紡績会社の株式の移動数と移動における取引所の関与度が示されている。取引所での移動数は大阪株式取引所の数字である。株式の所有の移動はかなりの規模で生じている⁴⁷がそのうち取引所での受渡し（長期清算取引）の割

45 ミクロ行動的には移転、事後的・マクロ的には移動と表現する。

46 例えば、大阪の相場師・石井定七が1921年新鐘紡の買占めを策したとき（高知商業銀行などからの借入を用い、兜町や北浜の仲買人を総動員して買い出動したといわれる）、実株は16万株しかないのに21万株も買い占められるという珍事態が生じた（生形 [1967] 89頁）。

47 1904年に大阪紡績の移動割合が急上昇し1905~06年に至っては100%を超えている。これは停滞していた業績が上向いてきたため復調の兆しをみて売り逃げるものが続出したためではないかとみられている（高村 [1970a] 346頁）。

表9 株式の売買と受渡し（東京株式取引所）

| 年度 | 実物取引 | | 長期清算取引 | | 短期清算取引 | | 売買高 | 受渡高 |
|-----------|-------------|--|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| | 売買高 (= 受渡高) | | 売買高 | 受渡高 | 売買高 | 受渡高 | 合計 | 合計 |
| 1878~1882 | 5 | | 28 | 7 | | | 33 | 12 |
| 1883~1887 | 0 | | 2,148 | 136 | | | 2,148 | 136 |
| 1888~1892 | 14 | | 6,901 | 467 | | | 6,915 | 481 |
| 1893~1897 | 2,642 | | 14,644 | 1,267 | | | 17,286 | 3,909 |
| 1898~1902 | 3,611 | | 18,391 | 1,720 | | | 22,002 | 5,331 |
| 1903~1907 | 7,284 | | 35,752 | 3,505 | | | 43,036 | 10,789 |
| 1908~1912 | 15,856 | | 55,226 | 4,841 | | | 71,082 | 20,697 |
| 1913~1917 | 6,262 | | 93,790 | 9,584 | | | 100,052 | 15,846 |
| 1918~1922 | 32,329 | | 170,086 | 22,014 | | | 202,415 | 54,343 |
| 1923~1927 | 38,067 | | 180,180 | 24,459 | 86,393 | 13,695 | 304,640 | 76,221 |
| 1928~1932 | 27,417 | | 141,826 | 23,184 | 170,179 | 30,126 | 339,422 | 80,727 |
| 1933~1937 | 47,513 | | 239,234 | 44,864 | 312,997 | 58,150 | 599,744 | 150,527 |

| 年度 | 受渡高/売買高 | 売買高における 短期/(長期 + 短期) | 受渡高における 短期/(長期 + 短期) | 実物取引の売買高 合計に占めるシェア |
|-----------|---------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|
| 1878~1882 | 0.364 | | | 0.152 |
| 1883~1887 | 0.063 | | | 0.000 |
| 1888~1892 | 0.07 | | | 0.002 |
| 1893~1897 | 0.226 | | | 0.153 |
| 1898~1902 | 0.242 | | | 0.164 |
| 1903~1907 | 0.251 | | | 0.169 |
| 1908~1912 | 0.291 | | | 0.223 |
| 1913~1917 | 0.158 | | | 0.063 |
| 1918~1922 | 0.268 | | | 0.160 |
| 1923~1927 | 0.25 | 0.324 | 0.359 | 0.125 |
| 1928~1932 | 0.238 | 0.545 | 0.565 | 0.081 |
| 1933~1937 | 0.251 | 0.567 | 0.564 | 0.079 |

備考：単位、千株。1898（明治31）、1903（明治36）年度に若干の円取引があるがここでは無視してある（東京株式取引所 [1928] 第15章15頁）。

資料：志村 [1969] による。原資料は東京株式取引所 [1928] および [1938]。

合は（尼崎紡績の日露戦争後の時期を除くと）10~40%程度であることが知られる。しかし、まったく取引所を経由せず所有の移動が生じている時期もかなりあるがこれは必ずしも特殊事例ではないようである。日露戦争ごろまでの明治30年代は紡績株一般の取引所取引が停滞していたといわれる（高村 [1970a, b] 346頁）。両株式についてみると売買も非常に低調で受渡ししがゼロの年が続いている（大阪株式取引所 [1928]）。ちなみに、片岡・丸・寺西 [1989] はさらに3社の鉄道会社について株式移動数における取引所のシェアを示している。データは1900年初めに限られているが、ここでも取引所を経由する割合は10~40%である。

表 10 株式移動と取引所

| 年度 | 大阪紡績 | | 尼崎紡績 | |
|------|-------|-----------|--------|-----------|
| | 株式移動率 | 取引所での移動割合 | 株式移動割合 | 取引所での移動割合 |
| 1890 | 0.223 | 0.311 | na | 0 |
| 1891 | 0.338 | 0.143 | na | 0 |
| 1892 | 0.196 | 0.375 | 0.511 | 0.219 |
| 1893 | 0.257 | 0.298 | 0.481 | 0.115 |
| 1894 | 0.12 | 0.068 | na | 0 |
| 1895 | 0.223 | 0.125 | na | 0 |
| 1896 | 0.2 | 0.027 | na | 0 |
| 1897 | 0.117 | 0 | na | 0 |
| 1898 | 0.138 | 0 | na | 0 |
| 1899 | 0.168 | 0 | na | 0 |
| 1900 | 0.111 | 0 | na | 0 |
| 1901 | 0.117 | 0 | na | 0 |
| 1902 | 0.114 | 0 | 0.368 | 0.001 |
| 1903 | 0.156 | 0 | na | 0 |
| 1904 | 0.625 | 0 | na | 0 |
| 1905 | 1.068 | 0.241 | 0.174 | 0.19 |
| 1906 | 1.442 | 0.213 | 0.466 | 0.573 |
| 1907 | 0.788 | 0.424 | 0.326 | 0.838 |
| 1908 | 0.565 | 0.556 | 0.481 | 0.479 |
| 1909 | 0.473 | 0.52 | 0.188 | 0.625 |
| 1910 | 0.47 | 0.406 | 0.101 | 0.39 |
| 1911 | 0.252 | 0.323 | 0.237 | 0.214 |
| 1912 | 0.289 | 0.341 | 0.135 | 0.002 |
| 1913 | 0.208 | 0.287 | 0.19 | 0 |
| 1914 | 0.189 | 0.327 | 0.074 | 0.008 |
| 1915 | | | 0.195 | 0.005 |
| 1916 | | | 0.391 | 0.102 |
| 1917 | | | 0.329 | 0.117 |

備考：取引所での移動数は大阪株式取引所における移動数である。尼崎紡績については 1914～18 年について東京でも受渡しが記録されているが（東京株式取引所 [1938] 諸統計 186 頁）、これは含まれていない。ただし比率的にはわずかである。大阪紡績は東京株式取引所 [1938] には売買記録は記録されていない。大阪紡績は 1914 年三重紡績と合併して東洋紡績となる。尼崎紡績は 1918 年日本紡績・摂津紡績と合併して大日本紡績となる。大阪株式取引所 [1928] によると、1897～1904 年大阪紡績、1894～1901 年、1903・04 年の尼崎紡績では取引所売買高はきわめて低調で、また受渡高はゼロ。

資料：片岡・丸・寺西 [1989] および高村 [1970a, b]。

以上の断片的データにより仮に取引所での株式移動率が 10～40% であったとすると、残りの 60～90% の株式移動は現物市場でなされたことになる。現物市場の主要なプレイヤーである現物商の一流どころは、財界有力者、都市と地方の富裕な商人・地主・財閥・華族・宮家などを顧客として盛んに株式の所有権移転を行っていた（二上 [1986]）。

片岡 [1987] は次のようにして、現物商の株式販売価格と取引所の価格が密接な

表 11 株式取引所と場外市場の株価の相関係数（1900年4月2日～5月16日）

| | 大阪取引所前場 引値と東京取引 所前場引値 | 大阪現物商正午 値段と大阪取引 所前場引値 | 大阪現物商正午 値段と大阪取引 所後場引値 | 東京現物商正午 値段と東京取引 所前場引値 | 東京現物商正午 値段と東京取引 所後場引値 |
|------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 九州鉄道 | 0.948 | 0.987 | 0.962 | 0.98 | 0.946 |
| 関西鉄道 | 0.973 | 0.988 | 0.967 | 0.979 | 0.923 |
| 山陽鉄道 | 0.974 | 0.751 | 0.746 | 0.896 | 0.877 |
| 京都鉄道 | 0.949 | 0.979 | 0.937 | 0.985 | 0.945 |
| 阪鶴鉄道 | | 0.998 | 0.986 | | |
| 西成鉄道 | | 0.992 | 0.947 | | |
| 参宮鉄道 | | 0.997 | 0.976 | | |
| 大阪鉄道 | | 0.987 | 0.897 | | |
| 日本紡績 | | 0.99 | 0.938 | | |
| 大阪商船 | | 0.967 | 0.947 | | |

資料：片岡 [1987]

連関関係にあることを示した。表 11 を参照されたい。この表では、東京、大阪の取引所の定期取引当月限価格（大引値すなわち終値）と東京、大阪の現物商の取引値段（正午の価格）を大阪朝日新聞、中外商業新報などの新聞からとり、1900年4月2日から5月16日の価格の相関係数を計算している。まず、東京と大阪で共通に取引されている銘柄、九州鉄道から京都鉄道までの4銘柄について前場（午前の本場立会）の価格の相関をとると、いずれの銘柄でも相関係数は非常に高く、両者が密接な関連をもって形成されていることが知られる。東京、大阪の地域間裁定はほぼ完全であった。次に、東京と大阪のそれぞれについて取引所の前場と後場（午後二番立会）の価格と地元の現物商の取引価格の間の相関をみると、東京においても大阪においても前場の価格の方が現物商価格との相関が高いことがわかる。これは取り上げられている全ての銘柄について成立する。このことは現物商の価格がその地域の取引所の前場の終値を参考にして毎日定められていたことを示すと考えられる。「公的な組織であった株式取引所で形成された株価が、いわば「未公認」の市場であった場外市場において、株価に強い影響力を持ったのは当然」（片岡 [1987] 32頁）であるともいえるが、さらに重要なことは、現物商は取引所よりはるかに多数の銘柄を取り扱っていたことである。表 12 を参照されたい。いま 1890年の東京を例にとると、小布施などの現物商が取り扱っていた銘柄は72であり、このうち東京株式取引所で取り扱っていたのは41銘柄（うち5銘柄は大阪取引所でも売買）にすぎない。取引所のシェアは58.3%である。取引所で売買されているのに、現物商で扱われていなかったのは3銘柄でしかない。また、この年に東京株式取引所に上場されていた銘柄数は58銘柄であり、58銘柄のうち実際に売買されたのは、41銘柄であることもわかる。残りの17銘柄は上場されていても1年間一度も取引されなかったということである。同様な観察が大阪においても可能である。1900年以後になると、取引所でも現物商でも取扱い銘柄数が増えるが、現物商によ

表 12 取引所と現物商の取扱い銘柄数

| 年 | 現物商取扱い銘柄数 | 左のうち取引所（定期取引）売買銘柄数 | | | 取引所のみ取扱い銘柄数 | 取引所のシェア (%) | 上場銘柄数 | |
|------|-----------|--------------------|----|----|-------------|-------------|-------|-----|
| | | 東京・大阪 | 東京 | 大阪 | | | | |
| 1890 | 東京 | 72 | 5 | 36 | 1 | 3 | 58.3 | 58 |
| | 大阪 | 28 | 4 | 5 | 18 | 4 | 96.3 | — |
| 1900 | 東京 | 106 | 12 | 47 | 5 | 2 | 60.4 | 113 |
| | 大阪 | 186 | 12 | 14 | 50 | 0 | 40.9 | — |
| 1910 | 東京 | 120 | — | 79 | — | — | 65.8 | 142 |
| | 大阪 | 227 | — | — | 64 | — | 28.2 | — |
| 1914 | 東京 | 138 | — | 92 | — | — | 66.7 | 199 |
| | 大阪 | 220 | — | — | 97 | — | 44.1 | — |

備考：現物商は 1890 年は東京（松屋商店、高野商店）、大阪（芝大商店）。1900 年は東京（小布施仲買、泉屋両替店）、大阪（高木商店）。1910 年は東京（福島商会）、大阪（黒川商店ほか 1 店）。1914 年は東京（仲買人玉塚栄二郎）、大阪（黒川商店ほか 3 店）。

資料：片岡 [1987, 1999]。東京の 1910 年と 1914 年の取引所（定期取引）売買銘柄数は東京株式取引所 [1928] による。上場銘柄数は東京株式取引所 [1928] による。

る場外取引のカバレッジがはるかに大きいということは変わらない⁴⁸。株式の所有権の移動に関しては、現物商の店頭市場がきわめて重要な役割を果たしたことが確認される。

取引所内での現物の受渡しと場外の現物商の店頭市場での活発な現物の売買の組合せは、ほぼ必要にして十分な量の株式所有権の移動を行っていたと思われる。その理由は、取引所法第 26 条の 2 で、現物市場の設立は禁止されていなかったにもかかわらず、新たに現物市場を設立する動きは生じなかったことである。1918 年から 1919 年にかけて、問屋兼現物取引を営業目的に掲げる市場類似機関⁴⁹が各地に設立され、その一部は既存の取引所を脅かすような存在となったが、これらが行っていたのは表向きの業務と違い差金決済による取引であった（生形 [1967] 130 頁）⁵⁰。すなわち「営業目的は、有価証券の問屋業、交互計算による受渡決済、有価証券担保金融であったが、実際には差金決済の有価証券取引市場を形成していた」（山一証券株式会社社史編纂室 [1958] 164 頁）のである。言い換えると、差金決済では取

48 片岡 [1999] は現物商による取扱い銘柄数に対する取引所で売買された銘柄数の比率が、時間を追って低下しているとしているが、これは表 12 の取引所のシェアの数字の推移をみる限り必ずしも成立しない。片岡は 1914 年について、現物商の取扱い銘柄数とそのデータがとられた 5 月 13 日における東京取引所での売買銘柄数を比較しているが（片岡 [1999] 142 頁）、他の年次については取引所での売買銘柄数は特定の 1 日ではなくて 1 年間に少なくとも売買があれば取引所の売買銘柄としてカウントされているのであって、この比較は妥当でない。

49 1896 年の農商務省令で場外でのジキ取引を規制するために場外の現物市場が許可制とされた。市場類似機関はこの法令による許可を受けていた。

50 その中で最も強力であったのは 1919 年 11 月資本金 1,000 万円で創立され茅場町で営業を始めた東京証券交換所であり、会員は 300 人にのぼった。最終的には東京株式取引所は増資を行いこの交換所を買収することで決着した。

引所は地域独占の地位を保持しており（したがってむしろ実質的には参入の余地があり）、実物取引ではかなり競争的な均衡が生じていたといえよう。なによりも現物商の店頭市場の機能がそれだけ強力であったということである。ちなみに、市場類似機関の設立は取引所法の1922年の改正で禁止され（第4条の2⁵¹）、また場外のジキ取引は短期清算取引となって取引所内に吸収された。

(2) ヘッジング手段の提供

取引所での株式取引が差金決済による清算取引であったことからすれば、株式市場の第2の主要な機能は先物市場として投機・金利裁定・ヘッジングの機能を提供したことにあるはずである。長期の清算取引では、個人投資家だけでなく仲買人や現物商による投機で大量の仮需要が導入されたため、金利裁定やヘッジングのツールとして機能したとみられる。

ヘッジングを行ったのは主として金融機関と株式在庫を抱える現物商であった。まず銀行は初期においては巨大な株式保有機関であった。これは株式担保金融の担保流れの株式を保有していたことと共に、企業設立ブームの時期に多くの銀行が設立に直接参加したことによっている（小林 [1995]）。普通銀行についてみると、1900年の段階で預金総額437百万円、有価証券保有額102百万円、そのうち株式は43百万円であった。預金の9.8%、所有有価証券の実に42.1%が株式であった⁵²。銀行はその所有株の価値を維持することと株式担保金融での担保物件の価格保全のために清算取引でヘッジングを行った。例えば、政府が1902年に清算取引の限月を2ヵ月に短縮したとき、反対運動には銀行業も加わった⁵³。理由は「手形の期限が60日であるのに、取引所の売買が二ヶ月になっては、随時担保品を売捌くのに差支える」（西村 [1939] 181頁）ということであった。この「売捌く」は、ヘッジをかけて価値を保全しつつ売るといふ意味にとる必要があるだろう。すなわち3ヵ月限月制の当限と先限間の60日が顧客の株式担保借入や銀行によるそのヘッジ操作に便利であったので銀行業も限月短縮に反対したのである。また、日露戦争直後の1905～06年にかけて相場師・鈴木久五郎が大規模な株の買占めを行ったとき、安田銀行は彼に投機資金を供給する傍ら、盛んに自ら所有する株を売りつないでいた（すなわちヘッジしていた）といわれる。しかも、鈴木は買い投機が支えきれなくなったとみると逸早く融資を断ったのは安田銀行であった。安田銀行はその傘下の銀行群を動員してし

51 有価証券を売買する市場は全て取引所とされ、取引所法で規制されることとなった。

52 後藤 [1970] 123頁による。有価証券における株式のシェアはその後10～20%程度に下がっている。1910年16.9%、1920年12.6%、1929年11.8%である。

53 限月短縮の勅令は1902年6月3日の官報に交付され、激しい反対運動が生じた。この年の11月には東京株式取引所の仲買人組合が東京銀行集会所に反対運動への協力を要請した。銀行集会所の渋沢栄一会長は、他の団体の請求により決議運動をしたことがないとして、請求を謝絶したが、その後も七十七、八十九、中井、四十一などの20～30行の中堅銀行は、たびたび会合を開き、集会所に反対の意向を表明した（中外商業新報第6261号1902年11月30日、第6287号1903年1月1日、東京経済雑誌第46巻1161号1902年12月6日）。

ばしば大規模な株式取引を行った。例えば、1920（大正9）年の反動恐慌時の株価の暴落は、（株価低下を見越しての）安田グループによる大量の先物売りが引き金になったといわれる（1921年9月29日、東京日日新聞）。

一流現物商はその在庫調整と在庫リスク管理の手段として清算取引を利用していったといわれる。二上〔1986〕は、このための方法として短期清算取引が用いられたと主張する。すなわち「短期清算取引は特に大阪で盛行をきわめ、玄人筋（自己売買および地場受け）中心の投機色の強いものであったが、ここで行われる投機がなければ、東京、大阪の一流現物商は個人資産家層および地方同業者の現株需給を適合させ得なかったであろう」と論じている。おそらく、日々の在庫管理には、きめ細かいポジション判断で1日ごとに繰延べのできる短期清算取引が格好のヘッジングのツールとして機能したのであろう。

ヘッジングには、清算取引に同一銘柄があれば最も便利であるが、現物商は清算取引に上場されていない多数の株を売買していた。そうした株のヘッジングには、東京証券取引所株などが指標銘柄として取引された。先に触れた取引所での取引が少数の花形株や当所株に集中したという現象は、このことがかかっていると思われる。

金利裁定には、主として長期の清算取引が用いられたものと思われる⁵⁴。これは銀行の株式担保貸出のサイトが60日程度（日本銀行営業局〔1956〕178頁）であり、限月間の裁定取引に適合していたことによる。例えば、3ヵ月限月制ならば、先限価格/当限価格-1が60日の金利より高い場合は（手数料を考慮して）確実に裁定で利益が上げられるし、逆なら損失である。向井はヨーロッパなどと違い、わが国では金利裁定に自己資金を運用する資産家が少ないことと仲買人に対する信頼が十分でないことから、自己資金による裁定取引は十分でないとしている（向井〔1934〕123頁）。自己資金が十分でない場合、金利裁定は株式担保などによる銀行借入が利用可能でなければできない。すなわち、当限で買い、先限で売りの裁定を行うためには、当限の受渡し日に現金を借入、その現金で株式を受け取り、他方先限の決済日に先に入手した株式で先限の売建を決済し、代わり金で当初の借入金を返済することが必要になる。こうした裁定取引は、銀行と取引のある仲買人やいわゆる玄人筋の投資家でなければ十分には行いえなかったであろう。隔地鞘取りといわれる、地域間の価格差を狙った金利裁定は、資力のある仲買人たちによって盛んに行われたが、これは特に収益が高かったようである。例えば、1915年の年末ごろには東京の株式取引所で東京株式取引所新株の現物を300円で買い、同時に大阪の取引所で先限を売るといって鞘取りで100円の利益があった。60日で33%であるから年利にして200%にもなる取引であり、ある仲買人は東京の立会会場内と大阪の連絡店の間で電話をかけっぱなしでそうした取引を行った、という逸話が残っている（紅葉会〔1953〕178頁）。

以上要するに、戦前期の株式市場における株式所有権の移動は場外の現物市場の機

54 ただし、短期清算取引でも繰延料と市中金利の差を利用したバイカイで、金利裁定が可能である（この場合、鞘取り機会は代行機関の繰延料決定行動に依存する）。

能に負うところが大きい。現物市場が有効に機能するためには、取引所での株価が場外株価に対してシグナル機能を持つこと（片岡 [1987]）と共に、現物商の在庫管理にヘッジングの場を提供すること（二上 [1986]）が不可欠であった。十分なヘッジング機能が発揮されるためには、金利裁定と投機により仮需要が大量に供給される必要がある⁵⁵。仮需要の源は、いわゆる玄人筋や仲買人による裁定取引と投機取引であったのであろう。

(3) 情報効率性

片岡・丸・寺西 [1989, 2004] は、株式市場が情報効率的に機能していたか否かを、すなわち株価が過去の価格情報に含まれる情報・政策情報・企業収益情報などを十分に反映する水準に決まっていたかについて検討した。すなわち 1900（明治 33）年 1 月 5 日から 12 月 29 日の鉄道会社 28 社・紡績会社 25 社・その他 7 社の日次データと 1898（明治 31）年 1 月から 1903（明治 36）年 12 月までの鉄道会社 27 社・紡績会社 14 社・その他 1 社の月次データを用いて次のような結果を得た⁵⁶。

イ. 価格情報

1900（明治 33）年中の各銘柄の日ベースの株価について過去の価格との相関すなわち自己相関があるか否かという検定を行った。回帰分析は株価にはトレンドがあるため、株価の変化率に関して行われた。結果は、自己相関は概ね有意でなく、株式市場はこの意味では効率的である⁵⁷ということであった。すなわち、表 13 にみられるように、大阪株式取引所の紡績・鉄道株では、1 期前の株価の有意なものは 51 銘柄⁵⁸中 19 銘柄、2 期前の株価では 51 銘柄中 6 銘柄であった⁵⁹。また場外株価では 1 期前の株価が有意なものは 21 銘柄中 4 銘柄、2 期前で 4 銘柄であった。また 1 期前の係数が有意であるといってもその係数の値はきわめて小さく⁶⁰、取引コストを考えると実際には 1 期前の価格の動きをみて利益の上がる取引を行うことは無理であると判断される。この結果は、1970 年前後のデータによって同様な分析を行った

55 いわゆるティアン・ゾーメンの外国為替相場決定の部分均衡モデルによる。これは、投機需要、金利裁定需要、ヘッジング需要の 3 つのタイプの為替需要を前提とする部分均衡分析により直物為替レートと先物為替レートの同時決定を説明するものである。詳しくは小宮・須田 [1983] 参照。

56 検定の方法は Fama [1970] による。イ. はウィークフォームの検定、ロ. ハ. はセミ・ストロングフォームの検定といわれる。

57 過去の価格と自己相関があれば、過去の価格情報を用いて利益を上げることができる。すなわちある時点の株価は、その時点までに利用可能な全ての情報を取り込んで定まっている、という意味での情報効率性の条件を満たしていない。

58 株価は 1 つの株式について当限、中限、先限の 3 種類が決まる。この 3 つの価格をそれぞれ別の銘柄とみなして銘柄という表現を用いている。

59 片岡・丸・寺西 [2004] には大阪株式取引所についての系列相関係数の表が脱落しているようである。この表は同じ著者の一橋大学経済研究所ディスカッション・ペーパー片岡・丸・寺西 [1989] に収録されている。

60 取引所で -0.074 、場外で 0.072 。

表 13 株価変化率の系列相関係数

| 対象銘柄数 | 過去の価格が有意な銘柄の数 | | | | | 1期前の価格の有意なもの係数 | | | | |
|------------------|---------------|--------|--------|--------|---------|----------------|--------|-------|-------|--------|
| | 1期前の価格 | 2期前の価格 | 3期前の価格 | 5期前の価格 | 10期前の価格 | 平均値 | 標準偏差 | 最大値 | 最小値 | |
| 1900年1月～12月 | | | | | | | | | | |
| 大阪株式取引所 | 51 | 19 | 6 | 4 | 3 | 3 | -0.074 | 0.185 | 0.221 | -0.36 |
| 大阪の場外取引 | 21 | 4 | 4 | 2 | 2 | 3 | 0.072 | 0.14 | 0.172 | -0.135 |
| 1969年3月～1974年12月 | | | | | | | | | | |
| 東京証券取引所 | 47 | 37 | 16 | 7 | 5 | 2 | -0.102 | 0.063 | 0.119 | -0.187 |

資料：小峰 [1975]、片岡・丸・寺西 [1989]。

小峰 [1975] で、1期前の自己相関が有意であるものが47銘柄中37銘柄、2期前で47銘柄中16銘柄であることと比較すると、驚異的ともいえる。すなわち明治の方がこの分析でみる限りはるかに情報効率的なのである。加えて株式取引所より場外の方が効率性の面で劣っていないことも注目される。これはまさに「生き馬の目を抜く証券現物商」⁶¹の証左といえるであろう。

ロ. 政策情報

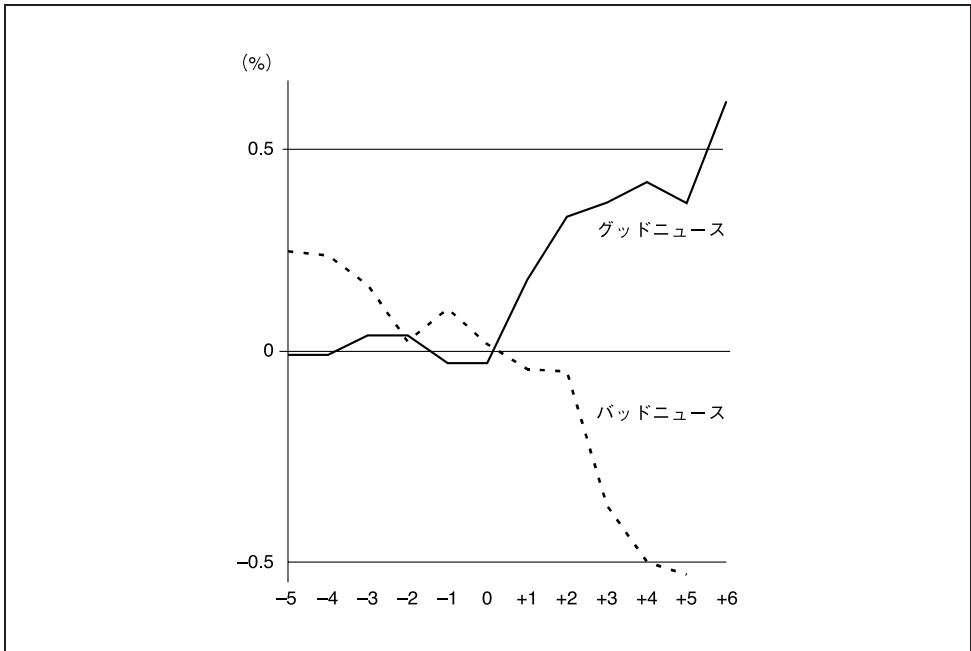
これについては1900（明治33）年中の日ベースのデータにより公定歩合変更への株価の反応を検定した。1900年中の株価のトレンドを除いた変動がこの年の3月20日、4月18日、7月18日の3回の日本銀行公定歩合引上げに対して直ちに反応しているか否かを分析した結果、株価の反応は公定歩合引上げ情報の開示直後だけでなくそれ以前にもまたその後も継続して生じていることなどから、必ずしもこの点では効率性は十分でないと判断される。ただし、この検定には公定歩合情報がすでに織込み済みであるとうまく出ないし、また公定歩合の引上げ幅が不十分であると市場が判断した場合も反応が遅れるなどの問題点がある。ちなみに公定歩合への反応に関して小峰 [1975] はわれわれが明治期に得たのと類似の検討結果を得ている。このことはこのような公定歩合の性格を反映するものであるといえよう。また公定歩合が企業収益などを通じて株価に影響する経路とは別に、引締めが証券業者の資金繰りをタイトにしそれが株価に影響するというルートも考えられるが、明治のこの時期では金融市場と株式市場の連動関係はいまだ十分でなかったと思われるから、この点でも明治では特に公定歩合への反応が遅れた可能性がある。

ハ. 企業収益情報

これについては1898（明治31）年1月から1903（明治36）年12月までの42銘柄の月次データにより、企業の利益増加の決算情報（グッドニュース）と利益減少

61 1919年大蔵省が国債流通市場を取引所内に開設することを計画した際の日本銀行への問い合わせに対する日本銀行の答申の中の表現（日本銀行審査部 [1991] 1204～1205頁）。

図 1 明治時代の純利益に関する累積平均残差



資料：片岡・丸・寺西 [2004] 図表 12

の決算情報（バッドニュース）が株価にどのように反映されるかを検討した。データは月初めの場外現物商の株価である。まず各株価の変化率（株式収益率）を一種のマーケット・ポートフォリオ⁶²の収益率に回帰し、回帰の残差を求め、その累積値を情報発表5カ月前から発表後6カ月について計算する。次に利益以外の企業固有な要因を除去するために個別銘柄の累積残差の平均値を求める⁶³。こうして求められたいわゆるAPI（abnormal performance index）をグッドニュースの銘柄とバッドニュースの銘柄に分けてそれぞれについて図示したものが図1である。0時点が決済時すなわち利益情報公表時である。これによると、利益情報の公表の後になだらかに株価に影響が出ており、情報の広がりには緩やかであることがわかる。また情報公表以前には目立った株価の動きはなく、それ以前にさまざまな情報が織込み済みになっている可能性は少ない。このことは1970年代について同様な分析を行った久保田 [1981] の結果と対照的である。すなわち久保田の分析では、利益情報のかなり以前から⁶⁴株価が動き始めており、決算発表時には増益・減益情報はすでに織込み済みとなっており、さほど株価の反応が生じていないからである（久保田 [1981]

62 分析に用いた紡績株と鉄道株の平均値をマーケット・ポートフォリオの収益率とした。

63 すなわち $R_i(t) = \alpha_i + \beta_i R_m(t) + u_i(t)$ を計測する。ここで $R_i(t)$ は i 株式の t 時点の収益率、 $R_m(t)$ はマーケット・ポートフォリオの平均収益率である。これから得られる u_i の推計値から残差の累積値の平均値 (API) を次の式で求める。 $API = (1/N) \sum_{i=1}^N \prod_{t=-5}^6 u_i(t)$ 。ここで N はグッドニュースまたはバッドニュースの銘柄数、 $T = -5, -4, \dots, 0, \dots, 6$ である。

64 グッドニュースのときは公表3ヵ月までに、バッドニュースのときは遅くとも公表前に織込み済みとなる。

95～100頁)。

すなわち「企業純収益のような公開情報は過去1年間の間に徐々に形成されるものなので、情報分析機関の発達している現代ではほとんどの投資家の知るところであり、株価は発表時以前から情報を織り込んでいる。これに対して、明治期ではこのような情報に関して、株価の反応は発表時以降に大きくなっている。多くの投資家は発表時以降に知ることとなったとみることができよう」(片岡・丸・寺西 [2004] 80～81頁)。

(4) 金融市場との連携

株式市場がマクロの資金需給と十分な連携をとっていたかどうか、あるいは株式の需給が金融市場の需給構造に有効に組み込まれていたかどうかの問題には2つの側面がある。第1の側面は投資家の資金需給と金融市場の需給との関係である。投資家の行動が金融市場から影響を受け、またその行動が金融市場に影響することにより、企業の資金調達、設備投資に影響が及ぶ側面である。この点では、株式投資資金を銀行借入市場で調達する投資家の行動が問題の焦点となる。株式担保金融はその代表的なものであり、それが大きな広がりを見せていたことは、日本の株式市場が金融市場から強い影響を受けつつ機能していたことを示す。第2に、取引所や現物市場といった株式市場における活動にかかわる資金需給(例えば決済資金の調達)がマクロの金融市場に影響を与えていたかどうかという側面がある。日本の株式市場では仲買人の資金力が脆弱であり、この面での金融的連関が弱かったとみられる。しかし、1920年代以降は、株式業者の法人化が進展し、金融市場への影響度も徐々に高まったといわれる。このことを、取引所における決済とコール資金需要との関係によって確認することにしたい。

『銀行通信録』に、各地の組合銀行週報という記事があり、毎週土曜日の銀行組合加入銀行のコールローンの残高が1923年7月7日から与えられている。これから東京組合銀行の数字を用いる。コールだけでなく、貸出、預金、金銀在高のデータも利用可能である。ただ、このデータは1923年8月26日から11月30日の期間関東大震災のため欠けているので、実際に使えるのは1923年12月1日以降である。また、1927年の3月以降になると金融恐慌の影響があるのでそれ以前と連続的に用いることには問題がある。したがって、以下では1923年12月1日から1927年2月26日までの172個からなるサンプルを使用する。

以下で行う分析は岡田[1926]の分析の改良版である。岡田は、1925年4月1日から清算取引の限月が2ヵ月3期制となったことに着目して、同年5月30日から1926年3月20日の週末のコール残高の動きを分析して次のように論じた。すなわち、新しい限月制のもとでは、偶数月の5日と25日、奇数月の15日が清算取引の決済日となった。決済に当たっては、差金の支払いや現金による株の買取りがあるため、仲買人によるコールの取入れが増加する可能性がある。当時のコールは最も

金利の低い翌日物が用いられるのはもちろんだが、1週間据え置き普通物が相当用いられている⁶⁵。もし金融市場に影響を及ぼすほどのコール取入れがあるとすると、受渡し日の直後の土曜日の組合銀行のコール残高は、他の土曜日に比べて有意に大きいはずである。ただし25日が決済日のときはこの日は月末に近く、月末には各種の取引の決済が集中するから、明確な変化がみられないかもしれない。約1年間のデータを観察した結果、岡田は「コールローンは株式受渡し資金が平均二千四五百万円であったに対し、五日および十五日の後に至って、二千数百万円増加せる実情は、それが受渡資金となり後回収されてそれが増加したものであると、推論してたいした誤りはないと信ずる」（岡田〔1926〕222～223頁）と主張した。すなわち、株式受渡しが東京組合加盟銀行全体のコール資金供給に無視できない影響を与えていると結論したのである。以下ではこの岡田の結論が統計的に有意であるか否かを検討する（ここで、コールが「後回収されて」という文言は少し理解に苦しむが、ここでは一応無視しておこう）。

われわれのデータをもとにまず、期間を、2ヵ月3制限の1925年4月以後の時期（後期）とそれ以前の3ヵ月3制限の時期（前期）に分け、それぞれの期間について、次のような計算を行った。組合銀行の貸出（コールは含まない）、コール、金銀在高の前の土曜日からの増加分を求める。次に、サンプルを、5日、15日の直後の土曜日、25日の直後の土曜日、その他の土曜日の3つに分割し、そのうえで3つのサンプルの間で、貸出・コール・金銀在高の増加分の平均値の差が有意に異なるか否かを検定した。

以下では偶数月、奇数月、土曜日などという言葉を省略して、偶数月の5日、奇数月の15日の直後の土曜日とはいわず、単に5日、15日ということにする。表14をみられたい。まず、表14のパネル(1)で、貸出、コール、金銀在高の対先週増分の大きさをみよう。両期間において貸出は5日、15日に若干の減少、月末の25日に大きく増加、その他の日に小さな増加という動きを示している。金銀在高も、25日には大きな増加を示している。これに対して、コールの動きは両期間で明確に異なっている。まず、5日と15日は増加しているがその大きさは後期において断然大きい（前期14.63百万円に対し後期は29.04百万円）。25日は両期間で減少しているが前期の減少額（33.13百万円）に比べて後期の減少額（55.83百万円）は非常に大きい。これからみる限り、コールの動きは、2ヵ月3制限への移行に伴って変化したといえそうである。5日、15日は前期に比べて後期では平均的に14.42百万円コールへの運用が増えている。25日にはコールの引揚げ幅が、26.79百万円増加している。パネル(2)によると、このコールの流れの変化が有意であるという仮説が棄却される確率は、それぞれ16.2%と11.1%である。この値はさほど小さくはないが、他の変数のp値に比べると明らかに小さい。次にパネル(3)ではそれぞれの期間ごとに、資産の増加率の大きさに、3つのサンプルの間で有意な差があるか否かを検定している。

65 同時に行ったコールレートの変動の分析では、翌日物より普通物の方が受渡し日後により明瞭な変化がみられるようであるとしている（岡田〔1926〕222～229頁）。

表 14 コール市場と株の受渡し

| | 貸出増分 | コール増分 | 金銀在高増分 |
|---------------------------|-------|--------|--------|
| (1) 平均値 | | | |
| 1922年12月1日～1925年3月28日（前期） | | | |
| 5日、15日 | -0.44 | 14.63 | 0.19 |
| 25日 | 19.25 | -33.13 | 16.63 |
| その他の日 | 2.5 | 2.4 | 0.08 |
| 1925年4月4日～1927年2月28日（後期） | | | |
| 5日、15日 | -7.7 | 29.04 | -1.87 |
| 25日 | 18.83 | -55.83 | 22.33 |
| その他の日 | 2.91 | 0.79 | -3.17 |
| (2) 2時期での差の検定（p値） | | | |
| 5日、15日 | 0.384 | 0.162 | 0.066 |
| 25日 | 0.953 | 0.111 | 0.667 |
| その他の日 | 0.983 | 0.817 | 0.472 |
| (3) 同時期での差の検定（p値） | | | |
| 1922年12月1日～1925年3月28日（前期） | | | |
| 5日、15日と25日 | 0.002 | 0.001 | 0.008 |
| 5日、15日とその他の日 | 0.258 | 0.137 | 0.983 |
| 25日とその他の日 | 0.008 | 0.002 | 0.019 |
| 1925年4月4日～1927年2月28日（後期） | | | |
| 5日、15日と25日 | 0.01 | 0 | 0 |
| 5日、15日とその他の日 | 0.772 | 0.008 | 0.83 |
| 25日とその他の日 | 0.753 | 0 | 0.009 |

備考：(1) の平均値の単位は百万円、(2) および (3) の値は平均値の差の t 検定の p 値（平均値が異なると仮説が棄却される確率）を示す。サンプルサイズは前期 69、後期 103。

まず、前期をみると、5日、15日と25日では、貸出・コール・金銀在高のいずれの資産の変化についても、明らかな違いがある。25日とその他の日についても同様である。しかし、5日、15日とその他の日の間にはいずれの資産の変化においても有意な差がない。すなわち、3ヵ月3制限の時期には、月末の25日にだけ特異な変化が生じたのである。これには株の受渡しの影響もあるであろうしその他の月末支払いの影響によるところもあるであろうが理由は特定できない。次に後期、すなわち1925年4月からの限月が2ヵ月3制限に変わって以後の期間をみよう。5日、15日と25日では、資産の増加分に以前と同じように明らかな違いがみられる。25日とその他の日についても、貸出の増加分の平均値を除いて⁶⁶明らかな違いがある。すなわち、この期間においても月末に近い25日は特殊な時期である。また、この期間でも、貸出と金銀在高については5日、15日とその他の日の間で違いはみられない。しかし、コールについてだけは、5日、15日とその他の日の間で明らかな違いが生じている。すなわち、前期では p 値が 0.137 で平均値の差は有意でなかったのに対し、

66 このこと理由は不明である。

表 15 仲買人の銀行取引 (1930 年)

| | 所得税額 | 平均所得税 | 人数 | 銀行取引の記載してある者の数 |
|-----|----------------|----------|-----|----------------|
| I | ～283 円 | 143 円 | 21 | 3 |
| II | 303～1,209 円 | 704 円 | 21 | 6 |
| III | 1,263～3,543 円 | 2,156 円 | 21 | 7 |
| IV | 3,566～8,419 円 | 5,619 円 | 21 | 8 |
| V | 8,718～32,289 円 | 15,195 円 | 21 | 8 |
| 不詳 | | | 15 | 7 |
| 合計 | | | 120 | 39 |

備考：複数記載しているものが多い。また「各銀行」とのみ記してある者が 2 人。銀行別では、第三 28 人、安田 21 人、野村 17 人、三井 8 人、三菱 6 人、第一 4 人、第四 4 人、第百 4 人、住友 3 人、長岡 1 人、徳田 1 人。

後期の p 値は 0.008 で 2 つのサンプルの平均値の間に有意な差が生じている。このことはおそらく限月制の変更によるものであろう。

ちなみに後期において 5 日、15 日のコールの増分が 29.04 で、その他の日では 0.79 であり、その差が 28.25 百万円であるのは、日本銀行 [1933] で 1926 年 3 月末の証券会社筋によるコール取入れを 20 百万円としているのにかなりうまく対応している⁶⁷。同じ時点での東京手形交換所銀行のコール残高は 192 百万円であったから、証券にかかわるコール需要は全体の 10% 程度であったが、清算取引の決済時にはコール市場の需給にある程度の影響を与えたということであろう。しばしば日本の株式市場が金融市場一般とは断絶した存在であったといわれてきたが、そうした状態は大正期から昭和期にかけて次第になくなりつつあったことを示している。すなわちこのころから株式市場の活動はマクロの金融市場の資金需給と相互依存関係を持つに至ったのである。

金融市場と株式市場の活動との連関の高まりは、このころから仲買人や証券会社で銀行と取引関係を持つものが増えたことを反映していると思われる。次節で分析に用いる渋谷 [1988] に収められている商工人名録には 1930 年の東京株式取引所の仲買人について取引銀行の記載がある。この情報を整理した表 15 によると、取引銀行を持っている仲買人の数を仲買人の所得税の階層別にみると、最下層の 21 人の仲買人でも 3 人が銀行と取引を持っていることがわかる。もちろん高い所得税を払っている階層では銀行取引を行っているものの数が多い。こうした仲買人との取引の多い銀行は、野村銀行、三井銀行や安田銀行、第三銀行などであった。

67 日本銀行 [1933] 1076 頁。この 20 百万円という数字は月末値の推定値（当局調）である。

5. 株式市場の“投機性”

(1) “実物化” 政策の混乱

政府は、1893（明治26）年の取引所法では既存の取引所業界の意向を大幅に取り入れざるを得なかったが、その後の政策では一貫して取引所取引を政府なりの基準で“健全化”すること、具体的には“実物化”し、現物取引中心のものに切り替えることを目指した。そのために政府がとった方法は清算取引の限月を短縮化することであった。政府の考えは、取引所の“投機的”性格は、第1に世界に類をみない3ヵ月という限月の長さ⁶⁸にあり、第2に、清算取引と現物取引という二元的取引制度にあるというものであった。限月を短くし、取引方法を現物に一元化し、そこで差金決済もできるようにすれば、投機的目的の取引は縮小すると考えられたのであった。しかしながら、再三の挑戦にもかかわらず、この政策は成功しなかった。表9にみられるように売買高に占める実物取引の割合は、第一次大戦前の1908～12年の22.3%がピークであり、その後1933～37年にかけて低下している⁶⁹。失敗の原因は、政府側の戦略のまずさと共に取引所の営利企業としての反対行動にある。

政府は1893年の取引所法で、実物取引の中に、5日以内受渡しの直取引と並んで150日以内受渡しの延取引を導入し、現物取引を使いやすいものにするを試みた。しかし期待に反して延取引の利用はほとんどなくこの試みは失敗した⁷⁰。

次に政府は、1902年6月の勅令第158号で、定期取引の限月を3ヵ月から2ヵ月に引き下げた⁷¹。これに対して取引所側は激しい反対運動を展開し、結局農商務大臣・平田東助の辞任問題にまで発展し、後任の清浦奎吾は、1903年8月限月を元の3ヵ月に戻さざるを得なかった（勅令第127号、実施は9月）。この案を強硬に推し進めたのは農商務省商工局長・木内重四郎であり、反対勢力の中心となったのは東京株式取引所理事長・中野武堂であった。木内はこの改正を極秘のうちに進め、改正勅令を1902年5月20日に閣議にかけ、6月3日に公布し、7月1日施行するな

68 ロンドンでは2週間、ベルリンでは1ヵ月、ニューヨークでは翌日であった（向井〔1934〕109頁）。わが国では、江戸時代、諸侯が米をその領地から大阪の堂島市場まで廻送するのに最長で3ヵ月かかったことから帳合い米取引では3ヵ月限月となっており、1878年の株式取引所条例でこれをそのまま踏襲したとされる（向井〔1932〕232頁）。ただし、帳合い米取引の慣行はこのとき突然株式市場に取り込まれたのではなく、1871年に堂島の米会所で採用され、洋銀取引を経て公債取引所にかなりの程度定着していた（野田〔1980〕33頁）。

69 1939年以後は実物取引の割合が急激に高まっている（東京証券取引所〔1963〕総75頁）。しかしこれは戦時資金動員の特殊事情による。

70 その後限月短縮のため沈滞した株式取引対策として、1903年4月に農商務省令第3号により延取引に転売・買戻しのできる差金取引を許可した。延取引の利用は一挙に増えたが、定期取引にのみ取引所税がかかる決まりであったため、取引所税が激減し、限月復旧と共に取引は見合わされた。延取引は結局1922年の取引所法の改正で実物取引に変更され事実上廃止された（東京株式取引所〔1928〕、諸統計60頁）。

71 加えて株式会社組織の取引所で利益配当が1割を超えるときは配当を差し引いた残り分の2分の1を賠償責任準備金として（資本額に達するまで）積み立てることなどを規定した。こうしたことから取引所側ではこの勅令を“取引所打壊令”と呼んだ。賠償責任準備積立金制度は1906年6月勅令第174号で廃止となった。

どの異例のスピードで実施するなどした。しかし、木内の動きは4月ごろには取引所側に漏れており、勅令公布後2日目の6月5日には、早くも全国取引所同盟連合会が結成され、これに仲買員組合や東京商業会議所が加わり、猛烈な反対運動が展開された。議会では憲政本党が反対運動を支援した。限月短縮により株式市場は沈静化し、対露関係が切迫する中で政府内ではこの問題で混乱が続くことを警戒する動きが強まった。1904年4月に遂に政府は農商務省令第3号をもって先の勅令の趣旨を変更することとなった。すなわち延取引に差金決済を認めかつ各取引所に延取引の期間を3ヵ月とする規定を設けさせることにより、定期取引限月2ヵ月の不便を補うこととしたのである。しかしこの措置は、事実上省令でもって勅令の趣旨を変更したこととなり、違法かつ違憲のおそれがあるとの批判が憲政本党から出され、政友会もこれに賛同した。このため木内局長は5月に辞職、平田農相も7月辞任せざるを得ないこととなったのである。

さらに、1922年の取引所法の改正で政府は、実物化政策の切り札として、限月の再度の短縮化と共に短期清算取引を導入した。前者は1925年4月、後者は1924年6月から実施された。これにより、次第に米国式に翌日決済の一元式取引で現物取引と清算取引の両方を行うシステムに移行することを目指したのである(向井[1934]147頁)。短期清算取引については「7日以内の期限をもって履行日となすべき」と定められており、この履行日における受渡しその他の決済については、当初1ヵ月1回以上の「総決済日」を設けてその日まで繰延べしうるものとされた(取引所令第11条)。したがって、政府の読みでは、総決済日が近づくにつれて、繰延べの期間が短縮化し、最後には現物取引化するはずであった。しかしながら、政府のこうした意図と異なって、短期清算取引は、取引所側からは場外のジキ取引を取引所内に取り込むための格好の手段として迎えられた。このため、取引所は差金決済の余地を狭める総決算日の規定に対して反対運動を繰り広げ、結局1923年取引所令第11条は改正され、「売買成立の日より1ヶ月以内」繰延べが可能と改められたのである(東京証券取引所[1963]総58~60頁)。これにより、先に記したように、バイカイを行うことによりいくらでも繰延べが可能なシステムとなったのである。ちなみに、長期清算取引の限月も再び取引所側の反対を受けて1929年5月に元の3ヵ月制に戻された。

先物取引が可能な限り投機はできるわけだから、単に先物の期限を短縮して投機を減らそうというのはかなり無理な政策であった(向井[1934])⁷²。したがって、当初の単に限月を短縮するだけの政策は必ずしも有効でなかった。ただし、1922年の取引所法の改正において政府が導入しようとした総決算日の規定はヘッジングや金利裁定の実効を難しくするから、その限りで有効に効いた可能性がある。しかし、取引所は転売、買戻しなど複雑な取引がなされるほど売買手数料が入るわけだから、差金決済を伴う清算取引の縮小は取引所の死活問題であり、反対運動が生じたのであ

72 向井は、(1)全ての取引日に共通の受渡し期日を定めていること、(2)売買単位が一定(10株)に定められていること、(3)売買方法が競売であることを挙げ、実現した短期清算取引は長期清算取引と根本においてまったく変わらないことを指摘している(向井[1932]503~504頁)。

る（大阪株式取引所〔1928〕86～90頁）。取引所を営利組織とした初期の制度設計がここで再び大きな影響を持ったのである。

ちなみに、1922年以後、ジキ取引が短期清算取引として公式化されることになり、短期の清算取引は長期の清算取引をしのぐほどに活性化した。これはひとつには、政府が短期取引振興のため税率を大幅に引き下げたことによるが、いまひとつの重要な理由として、次の点に注意せねばならない。すなわち従来のジキ取引は、全て取引者間で相対になされるため、個々の取引員の資金調達能力の限界によってその量に限界が生じたが、1922年以後のシステムでは、代行会社はその信用力⁷³で資金を調達したため繰延べがいつそう容易になったことである。先に述べたように、個々の取引員はこの制度のもとでは、ザラバでは単に売買の仮約定を行うのみで、受渡し繰延べかを決める必要がなく、資金調達力とは無関係に売買を行えたからである。

ただわれわれは、先物投機は、戦前期の株式流通市場では、ヘッジングや金利裁定を可能にするために必要なアクティビティであったと考えている。いわゆる“投機性”の問題は、先物投機という行動の是非の問題ではなく、もっと別の要因にかかわっているのではないだろうか、というのがわれわれの考えである。当時の政府の問題意識とは、多少視点が異なるが、以下にこのことを説明しよう。

(2) 仲買人の質

先物による投機はヘッジングや金利裁定を可能にし、ヘッジングは場外市場での現物商による在庫管理を容易にした。取引所での受渡しと場外市場での現物売買の組合せは必要にして十分な株式所有の移転を引き起こした。前節では概略以上のような議論を展開してきた。それでは、このような論脈において、戦前の株式市場についてしばしば指摘される“投機性”という特徴はいかに説明すべきであろうか。このことを考えるための1つのヒントは、ヨーロッパの取引所における取引員との比較である。ヨーロッパの取引所では、日本と同じように差金決済の長期清算取引が盛んに行われており、金利裁定・ヘッジング・投機が取引員の主要アクティビティであり、この点では日本とまったく異なることはない。しかしながら、ヨーロッパの取引員は投資家に深く信頼される存在であり、自ら短期金融市場から資金を調達する資力を持っており、責任を持って委託された取引を完遂せしめるレピュテーションを持っていた。日本でもこうした取引員がいなかったわけではない。自己売買をほとんどせず、金融機関や富裕層などの優良な顧客の委託取引だけで十分な収益を上げる仲買人もいたし、初期にはかなり危ない投機を行ったものの、その後は堅実な委託と引受業務で順調に業績を上げてきたものもある。しかし、日本ではそうした業者はいわば多数の仲買人の中で例外的に優れた存在であり、仲買人の主流ない

73 東株代行会社は東京株式取引所が4万株出資（東京株式取引所〔1938〕510頁）しており、住友銀行の東京支店、野村銀行の東京支店、七十七銀行、第三銀行などから資金を調達した。また大阪の日本信託株式会社は大阪株式取引所の保証のもとに手形を振り出し、資金調達を行った。

し代表的存在になることはなかった。以下ではいわゆる株式市場の投機性といわれる特質が仲買人の質に密接にかかわっているのではないかということを示唆したい。具体的には、1893年取引所法以後の株式市場には優れた仲買人を選抜する機能がなく、逆に優れた仲買人が退出する傾向があった可能性を指摘したい。

日本の取引員・仲買人の存在形態はきわめて多様であった。島本によれば、「取引員と言っても百万長者もあれば、借金を山ほど背負っている者もある、客の注文を専門に取り扱っている取引員もあれば、自己の思惑専門の仲買もある。現物と鞘取りとをやる仲買もあれば、他の有力な仲買の手先となって働いている仲買もある。また世間で一般に仲買とか株屋とか言っている者のうちには取引所の取引員でない現物屋をもふくんでいる」（島本〔1925〕279頁）というふうであった。そして代表的な仲買人の一般的なイメージは、第1に開廃業がきわめて頻繁で不安定な営業、第2に不正行為や表立った不正とはいわなくとも常にモラルハザードを犯す可能性のある信頼性の欠如、第3に自己売買が収益の支えであり、思惑取引に“憂き身をやつす”存在、ということであり、このイメージは戦前期を通じて変わることはなかった。ここで注意すべきことは、それにもかかわらず、仲買人の構成ないし中身はダイナミックに変化していた。特に、仲買人の中の成功者が次々と仲買人グループから離脱していったことが注目されねばならない。すなわち、日露戦争以後、現物商となってきわめて高い成長を示すグループが出てきた。例えば、東京の山一（1897年小池国三仲買人免許）、紅葉屋商会（1896年神田らい蔵仲買人免許）、大阪の野村徳七商店（1907年野村実三郎仲買人免許）、竹原商店（1882年竹原友三郎仲買人免許）などいわゆる現物団を組織して、公社債業務に進出したり、小池国三、神田らい蔵や野村徳七などは銀行業（小池銀行1917年、神田銀行1918年、野村銀行1917年⁷⁴）、に乗り出して行っている。これに対して、最後まで仲買で通した業者は概ね戦後になっても伸び悩んでいる。例えば、東京の小布施（小布施新三郎1883年仲買人免許）大阪の加賀慶（1880年加賀新七仲買人免許）などである。また、戦後の大手証券の母体となったものは、例外なく仲買人から公社債業者に転進したものであった⁷⁵。

仮に、優秀な仲買人がグループから離脱し、不良な仲買人のみ新たに参加してきたという傾向、すなわち一種の「逆選択」（adverse selection）⁷⁶が事実ならば、それをサポートする事実は十分に存在した。第1に、1893年取引所法では違反行為についての担保責任を取引所に負わせたことである。このことは仲買人の資力や信用を取引所が代位したことを意味する（島本〔1961〕235～236頁）。顧客にとって損害賠償に関しては、各仲買人それぞれが同等の資力を持っていることと同値であり、顧客は

74 小池はかつて買取していた商栄銀行を1917年小池銀行と改称。神田は、神田銀行の前に1911年には、紅葉屋銀行を開業。

75 「大手証券の母体となった野村、藤本ビルブローカー、小池、旧日興の4社は戦時統制時代に入るまで公社債専業であったし、また山一、川島屋も兜町の有力な株式仲買人であると同時に有価証券引受業法に基づき免許を得た公社債業者であることからわかるように、4社は例外なく戦前の公社債業者なのである」（二上〔1986〕）。

76 ただしこの場合の逆選択では、平均的価格の設定が、情報の非対称性によるのではなく一種の身内の平等意識によって生じている。この違いを示すためにカッコつきにしてある。

仲買人を選別するインセンティブを持たないことになる。この場合、資力もあり信頼のおける仲買人といえども高い委託手数料をとることができなくなり、優秀な業者は仲買人市場にエントリーすることをためらう結果となる。第2に、1924年に開始された早受手形の制度がある。これは取引所の信用を利用して、株式受渡しの資金を市場に導入したものであり、この制度のもとでは、あらゆる仲買人が受渡しに関して同一の資金調達力を持つことになる。したがって、資力と信用のある仲買人が安いコストで資金調達を行うメリットは減殺されざるを得ない。第3に、1915（大正4）年の不況以降、株式不況が起こると、決済⁷⁷のために公的救済資金を、仲買人シンジケートを通じて導入する仕組みが定着してきたことである。第一次大戦中の1916年にはドイツが講和を提議したとの情報で、株式ブームが一転して大暴落になり、日本銀行の了承のもとで、日本興業銀行が東京取引所に1,500万円、大阪の取引所に1,000万円を限度とする決済資金の融資を行った。1920年の3月に始まる反動恐慌でも同様の措置がとられ、1934年にも増税（臨時利得税）にまつわる不安心理から大暴落となり、日本興業銀行資金が導入された（こうした公的債務は仲買人の連帯責任とされた）。公的救済は優良な取引員がシェアを広げるチャンスをつぶすわけであり、その参加インセンティブを引き下げざるを得ない。第4に、上述の短期清算取引における代行会社の機能がある。これらの会社は株式取引所の信用をバックに金融市場から資金を導入できるようになっている（脚注73参照）。このことは短期清算取引を活性化させることにはなったが、他方で個々の取引員の資金調達力の差異が効かない仕組みを導入する結果になったのである。

1930年代初めに問題となったマラソン金融問題は取引員の質の劣化を象徴しているように思われる。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、概略次のような方法で、取引所の信用を変則的に利用する方法である。取引員は自ら買い手となり知り合いの取引員からその株式を購入する。取引所は売り手の取引員に、株式と引き換えに取引所振出の小切手を渡す⁷⁸。買い手となった取引員は取引所から株式を受け取る。支払いは（預金の裏づけのない）自己振出の小切手である。こうしたうえで、2人の取引員は、手にしている株式と取引所振出の小切手を交換する。資金繰りに苦しむ買い手側の取引員は、取引所振出の小切手を直ちに現金化して短期の金融をつける⁷⁹。自ら振出した小切手は手形交換所に決済されると不渡りになってしまうが、交換に回るまでには2、3日あるから、その間は問題がない。したがってこの取引を

77 ブームのときには取引高が過度に増大する。受渡し日が迫ると、売り方は現株、買い方は現金の手当てを行うか、それができないときは反対売買を行って差金決済による手仕舞いを行わねばならない。このとき市場心理が悪化すると、反対売買のための買いに対して、容易に新規の売りが出てこないことになる。当初の売り方は、価格を極度に高めて新規の売り方の出現を図らねばならず、そうすると差金の額が多額にのぼり、決済不能の事態となる。逆に、反対売買の売りを行おうとしても新規の買いが出てこないときは、価格を極端に下げなければならなくなり、差金決済の額がふくらみ決済が困難になると共に、株価の暴落が生じる。

78 先に述べたように全ての取引は取引所との間で決済される。ここでの例は実物取引の例であるが、短期・長期の清算取引でも同様な金融がなされた（向井 [1934] 208、211 頁）。

79 取引所の手形は信用があるからどの銀行でも直ちに現金化できる。

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(向井[1934]206頁)。ちなみに、株式の売り手となる取引員は、買い手となる取引員から品貸し料を受け取る。また、取引所は結果的には事実上の貸付を行うわけであるが、金利の代わりに売買手数料を受け取ることができる。すなわち、マラソン金融のメカニズムはそれぞれの参加者のインセンティブに整合的であった。

こうした変則的金融取引は1920年代半ばから行われるようになり、1930年代に入って広く取引員の間に採用されていたようである。当時の監督官庁である商工省は、このことを重くみて、1933(昭和8)年東京株式取引所あてに通達を発し、マラソン金融の改善を要請している。これに対して取引所は、増資を行いその資金で取引所自ら証券金融を行うことによって対応しようとしたが、その利用はほとんどなく、マラソン金融を根絶することは容易ではなかった。少なくとも東京株式取引所史第3巻の出た1938年時点では実効性のある手段はとられていない^{80,81}。志村はこの過程を詳しく分析し、この問題は「基本的には株式仲買人と呼ばれるこれら取引員の資金力が極端に乏しいことに原因していた。取引員の中には身元保証金すら納入できないものが居たのである」と述べている(志村[1969]375頁)。重要なことは、この種の資金繰りは、ほぼ取引所創立のころから行おうと思えば可能であったことである。それが明治大正期になされなかったのは、取引員・仲買人の質がまだそれほどには劣化していなかったことによるものであろう。農商務省の通牒で仲買人の質に触れたものは、おそらく1914(大正3)年のものが最初と思われる。通牒の内容はその後エスカレートし、1922年には資産額や負債額を偽って免許を得るものがあることを警戒すべしという通牒さえ出されている(東京株式取引所[1928]488~491頁)。このころになると銀行からまったく相手にされないような取引員が多数を占めてきたのである。ちなみに、取引員の身元保証金は一般取引員については1920(大正9)年に、それまでの5万円から15万円に引き上げられたが、追加された10万円の払い込みには分割払いの方法がとられ、当初1922(大正11)年3月までに満額払込みと定められたが、その後期限は3回延期され、完納されたのは1925(大正14)年3月であった(東京株式取引所[1928]241~243頁)。また1924(大正13)年から始まった短期取引の取引員については身元保証金が10万円と定められ、当初半額の5万円は1930(昭和5)年3月までに8回の分納、残り5万円は1930(昭和5)年以降毎年1万円を下らない額での分納と定められたが、1933(昭和8)年12月に至っても6万1,000円が未納であった。この時点で、残額は最大17回の分納と定められたが、その後この納期は再三にわたって延期されており、東京株式取引所史第3巻の出る前年の1937(昭和12)年に至っても1万6,000円が未納と

80 金融研究所のワークショップ「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性(II)」(2009年2月23日)で伊藤正直氏はこの点に触れ、証券金融などの制度導入がその後の証券市場の効率化につながったのではないかと指摘した。この点の検討は今後の課題として残されている。

81 東京株式取引所[1938]92頁。マラソン金融に関する政策対応過程については志村[1969]373、377頁参照。

なっている（東京株式取引所 [1938] 201～203 頁）。おそらく 1924 年以降短期取引員となったものの中には資金力の面でかなり問題のある者がいたのである⁸²。

仮に、1893 年取引所法のもとで仲買人の「逆選択」がシステムに組み込まれ、1910 年代以降の公的救済、代行業社、早受手形など諸措置がそれを強化したとすると、それ以前の仲買人はそれ以後の仲買人に比べて資産面などで良質であった可能性がある。1912 年に出版された『兜街繁盛記』にはその時点での 137 人の仲買人について、収益力、資産力、取引方法上の特色などについてキャジュアルな講評を載せている。137 のうちには特に新しく仲買人になった人について「評なし」として何も書いていないものがあるが、古くからの仲買人に関してはかなり詳しい講評が与えられている。いま、明治 40 年すなわち 1907 年までに免許を取得して 1912 年時点で仲買人を営業している 36 人を取り上げると、そのうち資産額、納税額などについての記載のあるものは下記の 17 人である。半田庸太郎（直接国税 2,400 余円）、津田七五郎（営業税 1,350 円）、村上太三郎（諸株式 7、8 万円）、阿部鉄之助（直接国税 940 円）、富倉林蔵（財産 50、60 万円）、栗生武右衛門（1 年の取引所に納める手数料 10 万円以上）、松村辰次郎（財産 100 万円以上）、高井治兵衛（国税 600 円）、鈴木圭三（直接国税 1,354 円）、山中清兵衛（直接国税 2,400 余円）、加登実蔵（営業税 400 余円）、川北徳三郎（直接国税 820 余円）、古沢鉄太郎（直接国税 1,000 余円）、近田三郎（直接国税 700 余円）、竹中音次郎（営業税 830 余円）、長谷川薫（財産 30 万円）、村上定吉（直接国税 4,000 円）。このほかには、小池国三、小布施新三郎などといった証券界のリーダーの名前もみられる。必ずしも十分とはいえないものの、このことは初期においてかなりの人物が仲買人となっていたことをうかがわせる。

最後に渋谷 [1988] に収められている商工人名録により、1898（明治 31）年、1914（大正 3）年、1930（昭和 5）年の 3 ヶ年における東京の株式仲買人（取引員）の税額の分布を検討することによって「逆選択」が生じたか否かを検討しておこう。表 16 を参照されたい。各年について税額の記載のない仲買人がいるもの（「不詳」⁸³）かなりのカバレッジで情報が得られる⁸⁴。例えば、1930 年については一般取引員・短期取引員・国債取引員を合わせて上期で 130 人、下期で 125 人の取引員がいたが、このうち 120 人の情報が載せられている。

各年について税額のわかっている仲買人を税額の小さいほうから並べ、第 I 分位、第 II 分位、…、第 V 分位というふうに関人数からなる 5 つのグループに分類し⁸⁵、それぞれのグループに属する仲買人の税額を合計し、5 グループの税額の合計に占

82 一般取引員は改めて身元保証金を支払わなくとも短期取引員を兼任できた。

83 「不詳」の理由は 1914 年については、税額未調査または 30 円以下のものとされている（他の年次については説明がない）。しかし実際には仲買人については 30 円以下の者も 10 人の情報が与えられており、統一されていないようである。

84 1914 年については、株式仲買人以外に有価証券仲立業という項がありそこに 24 人の現物商の名前が出ている。このうち半田庸太郎は仲買人でもあるのでこれは株式仲買人として扱った。また、小池合資会社と小池国三、小布施新三郎と第二商店は税額を合計してそれぞれ一人の仲買人とみなした。

85 人数が 5 で割り切れない場合が、1898 年の所得税・営業税と 1914 年の営業税について生じた。これらのケースでは、われわれの仮説に不利なように第 I 分位の人数を減らすことにしてある。

表 16 仲買人の納税額の分布（東京株式取引所）

所得税

| | 1898年 | | 1914年 | | 1930年 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 人数 | 税額シェア | 人数 | 税額シェア | 人数 | 税額シェア |
| 第Ⅰ分位 | 13 | 1.6 | 11 | 0.7 | 21 | 0.6 |
| 第Ⅱ分位 | 14 | 4.5 | 11 | 2.4 | 21 | 3 |
| 第Ⅲ分位 | 14 | 9.8 | 11 | 7.4 | 21 | 9.1 |
| 第Ⅳ分位 | 14 | 19.7 | 11 | 18.1 | 21 | 23.6 |
| 第Ⅴ分位 | 13 | 64.4 | 11 | 71.4 | 21 | 63.8 |
| 合計 | 68 | 100 | 55 | 100 | 105 | 100.1 |
| 不詳 | 31 | | 31 | | 15 | |

営業税

| | 1898年 | | 1914年 | | 1930年 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 人数 | 税額シェア | 人数 | 税額シェア | 人数 | 税額シェア |
| 第Ⅰ分位 | 15 | 4.7 | 16 | 2 | 22 | 1.2 |
| 第Ⅱ分位 | 16 | 11 | 17 | 6.7 | 22 | 4.2 |
| 第Ⅲ分位 | 16 | 16.3 | 17 | 11.7 | 22 | 9.1 |
| 第Ⅳ分位 | 16 | 23.3 | 17 | 22.9 | 22 | 20.4 |
| 第Ⅴ分位 | 16 | 44.7 | 17 | 56.7 | 22 | 65.1 |
| 合計 | 79 | 100 | 84 | 100 | 112 | 100 |
| 不詳 | 20 | | 2 | | 8 | |

備考：仲買人（取引員）の現員数は、1898年〈上期〉90人・〈下期〉97人、1914年〈上期〉95人・〈下期〉88人、1930年〈上期〉130人（うち一般68人、短期55人、国債7人）・〈下期〉125人（うち一般69人、短期57人、国債9人）。現員数は東京株式取引所〔1928, 1938〕による。1898年は合計と不詳を合わせると仲買人の現員数を少し超えてしまうが、これはこの前後に廃業したものを含むためとみられる。

資料：日本全国商工人名録（第二版）、日本全国商工人名録（第五版）昭和五年版大日本商工録による。いずれも渋谷〔1988〕に収められている。

めるシェアを計算する。所得税について計算した結果が上方のパネルに、営業税について計算した結果が下方のパネルに示されている。これからわかることは、第Ⅰ、第Ⅱ分位の税額シェアが年を経るに従って明瞭に減少していることである。1898年と1930年を比べると、所得税の第Ⅰ分位のシェアは1.6%から0.6%に、第Ⅱ分位のシェアは4.5%から3%に減っている。営業税についても、第Ⅰ分位のシェアは4.7%から1.2%に、第Ⅱ分位のシェアは11%から4.2%へと減少している。この2つのグループのシェアの減少傾向は、1898年から1914年にかけての16年間のほうが、1914年から1930年にかけての16年間に比べて急速であるようである。例えば、第Ⅰ、第Ⅱ分位を合計したシェアは、所得税について1898年には6.1%であったのが、1914年には3.1%へと半減し、1930年には3.6%と若干上昇している。営業税については、1898年の15.7%から1914年の8.7%へと同じく半減し、その後5.4%へと緩やかに減少している。このことは、1893年取引所法における取引所の

賠償責任の規定が基本的な重要性を持ったことを意味しているのかもしれない。これにより、個別の仲買人の資産と信用は機能しない仕組みが、わが国の株式市場システムに組み込まれたわけであり、その後の早受手形、代行会社、救済融資などはこの仕組みを強化していく役割を果たしたと解釈される。ちなみに、この数値データでは、第Ⅴ分位のシェアもまた増えており一種の仲買人の二極分解現象ともみることができるかもしれない。しかし第Ⅴ分位が増えたのは、取引所の役員になったり、また取引所での情報が経営上必要であるなどの別の動機によるところが大きいのではないかと考えられる。

取引所の担保責任は先に脚注4で記したように清算取引（1922年以後は長期清算取引）について定めたものであり、仲買人が違約処分の対象となった場合、その引き起こした損害について無条件・無制限に賠償責任を負うものであり、取引所にとってもその潜在的負担は甚大であった。わが国の株式取引の取引額が当時の諸外国に比べてきわめて大きな額になったのは、この制度の存在が大きい（向井 [1932]）。取引所はこうして、違約に伴うリスクを負担することで仲買人を保護しつつ、仲買人の納める手数料で巨大な利益を上げていたのである。

ちなみに以上の分析に関して、市場が効率的であればそれで十分であり、仲買人の質をわざわざ問題にすることは必要ないという考えもありうる。しかし、こうした仲買人の質の悪さが、レピュテーションの点から彼らによる独自の企業情報の入手を妨げ、市場の効率性を引き下げた可能性があることも無視すべきではないであろう。また、この分析では、取引員の法人化の問題に触れていない。しかし1922年の取引所法改正によって法人取引員が認められ、その後の証券業者の発展の基礎ができたことは事実であろう。この点を分析に取り入れることが今後の課題として残されている⁸⁶。

6. 結語

以上の分析結果は、戦前期株式市場の主要な特質を示し、かつそれが1893年取引所法などの制度設計に密接にかかわったものであることを示している。

第1に、取引所と場外市場の組合せは、ほぼ必要にして十分な株式所有の移動、すなわち会社持分権の再配分を可能にした。これには、清算取引については取引所への取引集中義務を規定したが実物取引に関しては自由に任せたことが効いている。現物商による活発な株式売買は現物商が公社債市場に進出するに及んで、現物問屋ひいては証券会社の発展を促した。

第2に、戦前期の株式市場は価格情報の意味ではきわめて効率的であった。これは1893年の取引所法のもとで株式売買の活発化を最優先し、仲買人と取引所の共同利潤を最大化する仕組みができたことに対応している。資産制約等にとらわれるこ

86 第1点は北村行伸氏、第2点は伊藤正直氏のご指摘に負う。

となく、価格に含まれる情報を用いてあらゆる裁定機会を追求する行動が、戦後をも上回る株式市場の効率性をもたらしたのである。その場合、株式取引所自体の発行する株式が花形株として売買され、価格裁定の基準としての機能を果たしたのであり、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とみられる。

第3に、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。野村が株式情報誌『大阪野村商報』や『株式年鑑』を刊行したことからわかるように、一部の証券業者は企業情報を積極的に集める能力を持ち、そうした努力を怠らなかった。しかし、多くの一般の仲買人や現物商は情報を集める努力をしなかったか、信頼しうる企業情報を集めるだけのレピュテーションを持っていなかったことがこのことにかかわっていたと思われる。以上の分析結果はいわゆる情報効率性にかかわる結論であったが、このことから、取引所での仲買人であれ、場外の現物商であれ、企業のファンダメンタルにかかわる情報⁸⁷についてはなおさらのこと無関心であったという結論が系として得られる。すなわち公開の企業情報、例えばある企業の期末利益に影響を与える公開情報に無関心であったということは、新製品開発などといった将来収益全体の流れに関する情報ないし企業価値に影響を及ぼす情報に関しても無関心であったことを意味するからである。戦前の株式市場は、価格情報に関して高度に効率的であったが、その効率性が実物的な資源配分にかか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。

第4に、現物商の成長と共に、大正期以後は仲買人（取引員）や証券会社による銀行との取引も活発化し、株式取引による資金需給がコール市場に有意な影響を持つまでになった。しかし売買高の極大化を重視し、そのために取引所には優秀な仲買人を選抜するインセンティブが不足していたため、仲買人の「逆選択」が進行し、質の劣化が生じた。初期制度設計の特質とその後の制度変化が、優良な取引員の取引員市場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がある。株式取引所の“投機性”、“賭博性”などといわれる戦前期株式市場の特質はこの点にかかわっているものと思われる。ただし上でも述べたように、1922年の取引所法の改正により法人取引員が認められたことなどにより、成長してきた法人形態の証券業者が取引員になったことは、他方でこうした仲買人の質を高め、その劣化を押しとどめる効果を持ったものと考えられる。表15にみられる1930年代における銀行との密接な取引関係の成立はその1つの証左であった⁸⁸。

87 トービン (Tobin [1984]) は資本市場の効率性の基準として次の4つを挙げている。情報・裁定効率性 (information-arbitrage efficiency)、ファンダメンタルの評価効率性 (fundamental-valuation efficiency)、完全保険効率性 (full-insurance efficiency)、組織機能効率性 (functional efficiency)。ファーマの方法による効率性の検討はこのうちの第1のものにかかわるものであり、資本市場の効率性全体にかかわるものではないことに注意が必要であろう。

88 この点レフェリーのご指摘に負う。

参考文献

- 安達誠司、「昭和恐慌期における不良債権問題と金融システムの転換」、岩田規久男編『昭和恐慌の研究』、東洋経済新報社、2004年
- 生形 要、『兜町百年』、東洋経済新報社、1967年
- 岩田規久男、「昭和恐慌の教訓」、岩田規久男編『昭和恐慌の研究』、東洋経済新報社、2004年、277～302頁
- 上畠益三郎、「日本最初の取引所立法」、『法政大学五十周年記念講演集』、法政大学、1928年、41～88頁
- 大阪株式取引所、『大株五十年史』、大阪株式取引所、1928年
- 岡崎哲二、「戦間期の金融構造変化と金融危機」、『経済研究』第44巻第4号、1993年、300～310頁
- ・浜尾 泰・星 岳雄、「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、2005年、15～29頁
- 岡田純夫、『証券金融と短期資金』、文雅堂、1926年
- 、『資本市場としての証券取引所』、文雅堂、1927年
- 片岡 豊、「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、1987年、25～47頁
- 、「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、1999年、33～154頁
- ・丸 淳子・寺西重郎、「明治後期における株式市場の効率性の分析」、Discussion Paper Series (A) No. 191、一橋大学経済研究所、1989年
- ・——・——、「明治後期における株式市場の効率性の分析（上）（下）」、『証券経済研究』第47号、2004年、53～63頁、第48号、2004年、69～81頁
- 久保田敬一、『ポートフォリオ理論』、日本経済評論社、1981年
- 後藤新一、『日本の金融統計』、東洋経済新報社、1970年
- 紅葉会、『風雲六十三年 神田鐮蔵翁』、1953年
- 小林和子、『株式会社の世紀—証券市場の120年』、日本経済評論社、1995年
- 、「証券関係元老院・帝国次回審議録（一）解題」、『日本証券史資料』戦前編第1巻、日本証券経済研究所、2000年、4～17頁
- 小峰みどり、「フェア・ゲーム・モデルによる株式市場の効率性の検定（1）」、計測室テクニカル・ペーパー No. 35、日本証券経済研究所、1975年
- 小宮隆太郎・須田美矢子、『現代国際金融論：理論・歴史・政策（理論編）』、日本経済新聞社、1983年
- 渋谷隆一編、『都道府県別資産家地主総覧（東京編1、3）』（覆刻版）、日本図書センター、1988年
- 島本得一、『北浜と兜町』、文雅堂、1925年
- 、『本邦証券取引所の史的研究』、文雅堂書店、1942年

- 、『証券取引慣行論』、ダイヤモンド社、1961年
- 志村嘉一、『日本資本市場分析』、東京大学出版会、1969年
- 高村直助、「大阪紡績会社」、山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融編』、東京大学出版会、1970年 a、325～392頁
- 、「尼崎紡績会社」、山口和男編『日本産業金融史研究・紡績金融編』、東京大学出版会、1970年 b、524～576頁
- 寺西重郎、『工業化と金融システム』、東洋経済新報社、1991年
- 、「戦前期日本の金融システムは銀行中心であったか」、『金融研究』第25巻第1号、日本銀行金融研究所、2006年、13～40頁
- 、「株式取引所と取引所法の成立過程」（未定稿）、2007年
- 東京株式取引所、『東京株式取引所五十年史』、東京株式取引所、1928年
- 、『東京株式取引所史』第2巻、東京株式取引所、1933年
- 、『東京株式取引所史』第3巻、東京株式取引所、1938年
- 東京才取会員協会、『才取史』、東京才取会員協会、1975年
- 東京証券業協会、『東京証券業協会十年史』、東京証券業協会十年史編纂委員会、1951年
- 東京証券取引所、『東京証券取引所10年史』、東京証券株式取引所、1963年
- 南條 隆・粕谷 誠、「株式分割払込制度と企業金融、設備投資の関係について：1930年代初において株式追加払込が果たした役割を中心に」、『金融研究』第28巻第1号、日本銀行金融研究所、2009年、47～71頁
- 二上 清、「本邦証券会社史論序説（1）」、『証券経済』第156号、1986年、65～91頁
- 西村真次編、『村上太三郎』、九曜社、1939年
- 日本銀行、「関東震災より昭和二年金融恐慌に至る我が財界」、『日本金融史資料 明治・大正篇』第22巻、1933年、737～1112頁
- 日本銀行営業局、『本邦株式取引仕法の概要と問題点』、1956年
- 日本銀行審査部編、『日本銀行沿革史』第2輯第3巻（2）、クレス出版、1991年
- 野田正穂、『日本証券市場成立史』、有斐閣、1980年
- 原田 泰、「昭和恐慌期のマネーと銀行貸出は、どちらが重要だったか」、『経済分析』第177号、内閣府経済社会総合研究所、2005年、1～22頁
- ・鈴木久美、「昭和恐慌からの回復に対する貸出と資本市場の寄与」、ESRI Discussion Paper No. 174、2007年
- 藤野正三郎・寺西重郎、『日本金融の数量分析』、東洋経済新報社、2000年
- 向井鹿松、『総合取引所論』、日本評論社、1932年
- 、『取引所投機と株式金融』、東京銀行集会所、1934年
- 森 泰博、「株式現物問屋の社債・株式引受」、『大阪大学経済学』第23巻2・3号、1973年、191～203頁
- 山一証券株式会社社史編纂室、『山一証券史』、山一証券株式会社社史編纂室、1958年
- Fama, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *The Journal of Finance*, 25 (2), 1970, pp. 383–417.

- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press, 2001. (鯉淵 賢訳『日本金融システム進化論』、日本経済新聞社、2006年)
- Teranishi, Juro, “Financial System and the Industrialization in Japan,” *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No. 174, September, 1990.
- Tobin, James, “On the Efficiency of the Financial System,” *Lloyds Bank Review*, No. 153, 1984, pp. 1–15.