

# 1930年代日本の株式市場における<sup>1</sup> 長期清算取引の役割

－株式分割払込制度に着目した検討を中心に－

The Role of Long-Term Clearing Transactions  
in the Japanese Stock Market in the 1930s:  
An Analysis Focusing on Part-Paid Stock System

齊藤 直

Nao SAITO

## 1 はじめに

本稿の課題は、戦前日本における株式市場の実態を明らかにする作業の一環として、1930年代の株式市場において長期清算取引が果たした役割を検討することにある。具体的には、当時の日本において最大の売買高を誇っていた東京株式取引所における長期清算取引を取り上げ、その銘柄別売買高に着目した検討を行う。

この課題の背景を、先行研究の到達点を踏まえて整理すれば、以下のとおりである。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よく知られている。岡崎・浜尾・星 [2005] は数量的な指標に依拠してその点を示しており、具体的には、戦間期の日本における株式市場の規模は当時において世界最大であり、1990年代の先進諸国と比べても遜色なかったという点が同論文で示されている<sup>2</sup>。ただし、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

---

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

2 岡崎・浜尾・星 [2005]、16頁、および図2b。

において、一定の留保が必要である。ここから、当時の株式市場において清算取引が持った意味について考えることが重要な課題となる。

一方、戦前の株式取引における高い投機性を指摘する先行研究も存在し、極端な表現ではあるが、戦前の株式取引所は「賭博場」であったと表現されることもある<sup>3</sup>。齊藤 [2023a] [2023b] では戦間期の株式取引所における銘柄別売買高に関する情報が整理されているが<sup>4</sup>、そこで示された、2日間（実質的に1日間）というごく短い期間を対象とした先物取引である短期清算取引の売買高が圧倒的に大きく、しかも、東京株式取引所新株、日本産業旧株といった一部の「花形」銘柄への売買高の集中が著しかったという事実は、少数の銘柄を対象として短期的な売買が繰り返されたことを示唆しており、当時の取引所における株式取引を投機的と捉える見解と整合的であると考えられる<sup>5</sup>。

ただし、戦前の株式取引所について投機性のみを強調するのは一面的である。全国の取引所の合計において短期清算取引の売買高が大きかったのは事実であるが、最大の売買高を誇った東京株式取引所について見れば、長期清算取引の売買高が短期清算取引のそれに近い水準にあった<sup>6</sup>。長期清算取引が、投機対象としての株式取引としての位置づけとは異なり、先物取引に本来期待される価格変動リスクの回避など、何らかの役割を果たしていたと

---

3 例えば、戦前の株式取引所について、野田 [1980] は「公認の賭博場」(269頁)、寺西 [2012] は「官許の賭博場」(100頁)と、それぞれ表現している。

4 これらの両論文に先立ち、齊藤・佐藤 [2019] でも、1930年代の東京株式取引所における主要な売買対象銘柄に関する情報を提示している。

5 齊藤 [2023a]、表1、および、齊藤 [2023b]、表1を参照のこと。

6 齊藤 [2023a]、表1。株数で見れば、長期清算取引の売買高（4億0496万6610株）は短期清算取引のそれ（6億0084万9920株）の約3分の2であった。

すれば、東京株式取引所が当時の日本経済に対して大きな意味を持っていたと評価できる可能性もある<sup>7</sup>。また、当然ながら、2日間（実質的に1日間）を対象とした短期清算取引よりも、最長で3か月間を対象とした長期清算取引の方が、売買の頻度は低くなるのが自然である。売買高で短期清算取引を下回ることのみをもって、長期清算取引の市場規模を等閑視してよいということにはならないはずである。

本稿は、以上のような問題意識を踏まえ、戦前日本の株式取引において長期清算取引が果たした役割に着目する。具体的には、1930年代の株式取引所における清算取引の銘柄別売買高（月次）に関するデータから長期清算取引の特徴、特に短期清算取引と比較した場合のそれについて整理したうえで、どのような銘柄が長期清算取引における売買の対象となったのかについて検討する。それらの作業により、長期清算取引が当時の経済において果たしていた役割について考える。

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の概要を示す。第3節では、長期清算取引の実態について、短期清算取引のそれとの違いを念頭に置きつつ、取引対象となった銘柄や銘柄別売買高に着目して整理する。第4節では、株式分割払込制度に着目した検討を行うことにより、長期清算取引がどのような役割を果たしたのかを考える。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<sup>8</sup>。また、以

---

7 したがって、東京株式取引所以外の取引所における株式取引については、高い投機性を指摘することも妥当であろう。また、所有権の移転を伴う実物取引については、後出のように取引所外で行われることが多かったため、戦前の株式取引所が所有権の移転という点において持った意味は小さい。

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、それらが発行した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<sup>9</sup>。

## 2 前提：戦間期における株式取引の概要

### 2-1 株式取引の方法

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<sup>10</sup>。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、大株で1922年9月に、東株で24年6月にそれぞれ開始された。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<sup>11</sup>。

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あり、期日に売買の差にあたる金額の支払と株

---

8 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、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』）がそれぞれ刊行された。なお、煩雑化を避けるため、それらを総称する場合には「月報」と表記する。

9 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ない。

10 実物取引、清算取引は1922年に取引所法が改正されるまではそれぞれ現物取引、定期取引と呼ばれたが、煩雑化を避けるため、ここではそれぞれの呼称を実物取引、清算取引に統一している。

11 横浜取引所では長期清算取引のみが行われ、新潟米穀株式取引所、長岡米穀株式取引所では長期清算取引が行われなかった。したがって、全ての株式取引所で3種類の取引が行われたわけではなく、取引所ごとの違いもあった。

式の受渡が行われた<sup>12</sup>。

2種類の清算取引のうち長期清算取引では決済期限は最長で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期を限月と呼称するとともに、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<sup>13</sup>。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、中限、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）と引け（最後の売買）、後場（午後の取引）の寄付と引けの4回（合計12種類）形成された<sup>14</sup>。

一方、短期清算取引については、その決済期限が7日以内と規定された。ただし、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。また、繰延料を支払って受渡を繰延べることも可能であった。短期清算取引の株価については、前場（寄付、引け）、後場（寄付、引け）

---

12 次の段落からの2段落については、注記しない限り、主として齊藤・佐藤 [2019]、129-130頁による。また、参照箇所における説明は、同時代に刊行された東京株式取引所調査課編 [1932]、70-94頁に依拠している。

13 ただし、本稿の分析対象としている時期からは外れるが、1925～29年には、最長で2か月間（当限、中限、先限を20日単位で区切る）という形で限月の短縮化が図られたが、その後、最長3か月間に戻されている。煩雑化を避けるために、本文中では、1か月を限月とする場合のみを説明している。

14 前稿（齊藤 [2023a] および同 [2023b]）では、前場、後場ともに最後の売買を「大引」と表記している。これは、後段で記しているように、東株の短期清算取引においては前場の最後の売買が大引としての意味合いを持っており、それを踏まえれば前場の最後の売買についても今日における「大引」と同様の意味合いがあると考えられることから、前場、後場の双方の最後の売買を「大引」と表記する意味がある、という意図によるものであるが、双方を「引け」と表現する方が無難な用語法であることから、本稿ではそのように表記している。

に加え、ザラ場（寄付と引けの間における取引時間）の取引もあったが、受渡に適用されるのは、2日目の前場の引け（午前の終値）の株価とされた<sup>15</sup>。

## 2-2 上場制度と取引所集中義務

取引所における株式の売買について扱ううえでは、その前提として、上場のあり方について確認しておく必要がある。ここで、取引所への上場について簡単に整理しておく。

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ごく少ない。具体的には、小林 [2012] など限られた研究が存在するのみである<sup>16</sup>。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）などが加えられた。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「勝手に上場」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）

---

15 したがって、今日感覚からはイメージしづらいが、戦前（ただし短期清算取引の創設後）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。

16 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簡潔に整理している（23-25頁）。

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。この点につき、金融史分野の古典的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」と的確に指摘している<sup>17</sup>。実際、先行研究が取り上げた取引所外における実物取引の具体的な状況は、取引所外における盛んな株式売買の存在を示してはいるものの、いずれも断片的な情報にとどまっている<sup>18</sup>。

本稿では、実物取引の売買高を検討の対象とせず、清算取引の売買高に着目した分析を行うこととしている。その積極的な理由は、清算取引のうち長期清算取引が当時の経済において重要な役割を果たしていたのではないかと筆者が考えていることによるが、消極的な理由としては、上記のように、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多く行われたことで、取引所で行われた売買が実物取引の全体像を示すものではなかったという点にある。

---

17 野田〔1980〕、237頁。

18 野田〔1980〕は、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を提示したうえで、明治期における関西鉄道の事例を紹介している（270-271頁）。さらに、片岡〔1999〕は、1910年代における場外取引の銘柄数、および紡績業3社（鐘淵紡績、摂津紡績、尼崎紡績）の場外取引の規模を明らかにしている（表3および表4）。また、近年の研究成果として、1930年代における南満洲鉄道で、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事実が、平山〔2019〕により明らかにされている（320-322頁）。



## 2-3 主要な売買対象銘柄

以上の整理を踏まえたうえで、本項では、先行研究の成果に依拠しつつ、1930年代の株式取引所における主要な売買対象銘柄について確認しておく。

最初に、全国の株式取引所における売買高について確認する。第1に、取引所別の売買高では東株、次いで大株が大きい<sup>19</sup>。両取引所における売買高には、3位の名古屋株式取引所以下のそれと大きな差がある。具体的には、1931～40年の10年間の合計で、東株における売買高は株数で41.4%、金額で36.0%の構成比を占め、大株における同様の数値はそれぞれ29.7%、31.8%であった。東株、大株のみで全国の株式取引所の7割程度の売買高を占めていたことになる。両取引所に次ぐ地位にあった名古屋株式取引所における売買高の構成比は、株数で8.3%、金額で9.0%にとどまったことを踏まえれば、東株、大株における売買高の大きさが際立つ。

第2に、取引方法について見れば、短期清算取引の構成比が高く、長期清算取引のそれは限定的であった。また、取引所集中義務が存在しなかったことにより、取引所での実物取引の規模はさらに小さかった。短期清算取引の売買高は、全国の株式取引所における1931～40年の10年間の合計で、株数で76.4%、金額で85.3%という構成比を占めた。それに対して、長期清算取引については株数で18.3%、金額で12.2%、実物取引については株数で5.3%、金額で2.4%に過ぎなかった。ここから、戦前の取引所における株式取引が短期清算取引を中心としたという点は確かであると考えられる。

第3に、取引所と取引方法を組み合わせて捉えると、いささか様相が異なる。具体的には、東株では短期清算取引だけでなく長

---

19 この段落からの3段落の内容については、齊藤 [2023a]、表1による。



期清算取引の売買高も大きく、東株における売買高のうち短期清算取引が株数で54.2%、金額で68.0%であるのに対して、長期清算取引は株数で36.5%、金額で27.3%であった。対照的に、東株以外の取引所における長期清算取引の売買高は限定的であった。長期清算取引のみが行われた横浜取引所を除けば、株数で9.8%、金額で7.0%を占めた大株が目立つ程度で、それ以外の国内の取引所は、株数、金額のいずれにおいても売買高における長期清算取引の構成比は1%に満たなかった。その結果、東株における長期清算取引の売買高は全ての取引所の合計のうち株数で82.7%、金額で80.1%を占めていた。短期清算取引の売買高が最大であったという点は共通であるが、長期清算取引の売買高も相応の規模にあったという点で、明らかに東株における株式売買は他の取引所と異なる特徴を有していた。これは、東株のみが他の取引所とは異なる役割を果たしていた可能性を示唆する。

次に、売買高の構成比が大きかった短期清算取引における売買対象銘柄を見れば、一部の銘柄への売買高の集中が著しかった<sup>20</sup>。1935年における売買高（株数）について見れば、東京株式取引所新株が44.2%、日本産業旧株が17.5%、大阪株式取引所旧株が9.2%、鐘淵紡績新株が3.7%、帝国人造絹糸旧株が3.6%を占

---

20 この段落の内容については、齊藤 [2023a]、表3による。

21 齊藤 [2023a] では、紙幅の制約もあり、1935年のデータのみを提示したが、前後の年についても基本的と同様の特徴が見られる。1936年については、東京株式取引所新株が45.3%、日本産業旧株が9.6%、鐘淵紡績新株が8.6%と、上位3銘柄で売買高全体の63.5%を占めた。また、1934年については、4～12月の9か月間の合計になるが、東京株式取引所新株が34.9%、日本産業旧株が22.7%、大阪株式取引所新株が10.3%であり、この3銘柄で売買高全体の67.9%を占めた。なお、1934年の数値が4～12月の9か月間を対象としたものである点については、大株の「月報」が『月報』から『大株月報』へと改題されたタイミングで、掲載される図表にも一部変更があったことに対応し、1934年4月から「全国取引所短期売買高」が掲載されたことによる。

めた。上位2銘柄で約6割、上位3銘柄で約7割、上位5銘柄で8割弱という売買高の構成比であり、短期清算取引の売買高における上位銘柄への集中度は著しく高かった<sup>21</sup>。こうした売買高の集中度の高さは、一部の銘柄を対象とした売買が繰り返されていた事実を示唆し、先行研究が指摘した戦前の株式取引における投機性の高さという特徴に対応していると考えられる。

### 3 長期清算取引の実態

#### 3-1 当限・中限・先限の売買対象銘柄に関する検討

ここまでにも触れたとおり、売買高の数値で判断すれば、長期清算取引は短期清算取引よりも遥かに小さく、戦前の株式市場において長期清算取引が果たした役割は限定的であるとの評価が導かれても不思議ではない。しかし、そうした評価は的確なものであろうか。筆者は、決してそのようなことはなく、長期清算取引は大きな役割を果たしていたと考えている。本項では、長期清算取引が固有の役割を果たしていた可能性を指摘する。

第2節で整理したように、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期を限月と呼称するとともに、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。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、中限、先限の売買と称された。

表1に示された数値は、1934～36年の各月を対象として、東株の長期清算取引において当限・中限・先限の売買が行われた銘柄数を、価格情報が掲載されている銘柄をカウントすることにより把握したものである。売買高を把握できるのであればそれに越したことはないが、当限・中限・先限それぞれの売買高に関する情報は得られないことから、上記の方法は次善策として許容されよう。

表1 当限・中限・先限で売買対象とされた銘柄数  
(東京株式取引所、1934-36年)

	1934年				1935年				1936年			
	全体				全体				全体			
	当限	中限	先限		当限	中限	先限		当限	中限	先限	
1月	185	172	161	177	213	186	158	179	227	173	154	178
2月	189	175	172	185	216	181	160	183	227	180	160	183
3月	203	189	191	198	217	183	158	182	228	170	166	176
4月	205	191	191	183	215	176	153	173	225	176	159	172
5月	208	201	176	188	217	179	156	180	226	173	155	172
6月	198	179	168	179	220	175	155	175	225	165	153	172
7月	206	190	171	185	221	169	147	182	223	168	158	179
8月	205	183	161	178	221	170	151	176	225	170	158	171
9月	208	185	168	188	224	171	163	180	226	173	162	175
10月	209	180	165	178	226	169	157	175	222	170	165	172
11月	209	186	163	181	226	175	150	179	221	167	155	167
12月	207	174	165	179	226	170	162	183	220	167	150	160

(出所) 東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』(各号)所収のデータより作成。

(注) 全体は「月報」に記載されている銘柄数。

当限・中限・先限の数値は価格情報が記載されている銘柄数。

網掛けは売買があった銘柄数が当限・中限・先限のなかで最も多いことを示す。

同表によれば、1934、35、36年の36か月のうち、ほぼ全ての月において、当限・中限・先限で売買の対象とされた銘柄数では、中限が最小であった。具体的には、36か月のうち、中限の銘柄数が最も多かったのが1回(1934年4月、当限と同数)、2番目であったのが1回(34年3月)であり、それ以外の月には中限が最小であった。

それに対して、当限と先限の売買対象となった銘柄数は相対的に多かった。特に注目すべきは、売買の対象となった銘柄数が最も多かった月は、当限よりも先限の方が多かった点である。1934年から35年の半ばまでの時期は、当限と先限の銘柄数が拮抗し、当限の方がやや多いという状況であったが、35年後半から36年ま

表2 当限・中限・先限で売買対象とされた銘柄数  
(大阪株式取引所、1934-36年)

	1934年				1935年				1936年			
	全体				全体				全体			
		当限	中限	先限		当限	中限	先限		当限	中限	先限
1月	135	103	93	<b>133</b>	126	105	72	<b>126</b>	135	108	82	<b>135</b>
2月	136	114	97	<b>118</b>	116	107	78	<b>114</b>	122	91	91	<b>116</b>
3月	134	117	94	<b>125</b>	121	<b>114</b>	83	112	130	<b>122</b>	103	117
4月	135	<b>122</b>	103	117	118	<b>110</b>	75	107	133	<b>127</b>	94	115
5月	133	<b>127</b>	97	113	126	117	75	<b>119</b>	124	<b>119</b>	83	108
6月	127	<b>117</b>	91	116	112	103	72	<b>107</b>	127	<b>119</b>	78	118
7月	125	117	88	<b>119</b>	117	<b>114</b>	66	107	123	111	85	<b>115</b>
8月	129	120	81	<b>121</b>	115	<b>110</b>	75	105	124	<b>121</b>	88	115
9月	124	114	89	<b>119</b>	114	<b>109</b>	73	102	126	<b>117</b>	88	116
10月	122	<b>114</b>	79	111	124	108	80	<b>116</b>	133	124	96	<b>127</b>
11月	122	<b>118</b>	80	107	120	106	79	<b>110</b>	126	<b>117</b>	90	111
12月	123	111	82	<b>121</b>	132	117	82	<b>131</b>	130	118	88	<b>127</b>

(出所) 『月報』(1934年1～3月)、『大株月報』(1934年4月～36年12月)所取のデータより作成。

(注) 全体は「月報」に記載されている銘柄数。

当限・中限・先限の数値は価格情報が記載されている銘柄数。

網掛けは売買があった銘柄数が当限・中限・先限のなかで最も多いことを示す。

での時期は、ほとんどの月において先限の銘柄数が最多であり、一部の月(36年4月、5月、12月)を除いて、銘柄数で先限>当限>中限という関係が見られた<sup>22</sup>。

1934年から35年の半ばまでの時期(当限と先限が拮抗)から35年後半から36年までの時期(先限が最多)にかけての変化が、どのような理由ないし背景によって生じたのかについては、現段階では明らかではない。ここでは、1930年代半ばの東株の長期清算

22 その後、1937年夏頃から戦時経済統制が本格化し、株式市場にも何らかの影響があると推測されることから、戦時期における状況については改めて検討する必要がある。

取引では、当限・中限・先限のうち先限の銘柄数が相対的に多かった事実を確認しておくにとどめる。

なお、参考までに同時期における大株の状況についても確認しておく。東株と大株が当時刊行していた「月報」は、基本的に同じフォーマットの表で株式の銘柄別売買高を掲載していることから、大株についても表1と同様の表を作成することができる。表2には、1934～36年の各月において、大株の長期清算取引における当限・中限・先限の売買が行われた銘柄数が整理されている。

同表は、大株において東株と類似の状況が見られたことを示している。第1に、当限・中限・先限で売買の対象とされた銘柄数を見れば、中限が最小であった。この特徴については、大株においてより明確であり、1934～36年の36か月において一貫していた。第2に、当限と先限の銘柄数が中限のそれよりも大きく、先限の銘柄数が最多である月が相対的に多いという点についても、東株と共通している。大株においては当限と先限の銘柄数に大きな差はなく、先限の銘柄数が最も多いことを過度に強調すべきではないことに注意が必要であるが、さしあたり東株に関する検討結果と矛盾しない結果であると捉えることは許容されよう。

第2節で整理したように、長期清算取引は、決済期限を最長で3か月間とする先物取引であった。先限の長期清算取引は、翌々月末を受渡期限とする取引であり、まさにその制度上の最長に近い期間を対象としている。換言すれば、長期清算取引の制度上の特徴を最も反映した取引であるといえる。その点を踏まえれば、長期清算取引は固有の役割を果たしていたと考えるのが妥当であろう<sup>23</sup>。

### 3-2 長期清算取引・短期清算取引の「市場規模」

以上のように、長期清算取引は固有の役割を果たしていたと推測されることから、売買高が短期清算取引を下回るという理由の

みをもって、検討対象として取り上げるに値しないと考えるのは適切ではない。それに加えて、売買高という点に着目しても、長期清算取引を検討対象として取り上げる意味は大きいといえる可能性が高い。

ここで、短期清算取引と長期清算取引の「市場規模」について考える<sup>24</sup>。当時の清算取引においては差金決済が行われることが多く、売買において実際に必要となる資金量は限られていた。日本の証券市場史に関する通説も、経済発展の初期段階にあり、資金不足の状況にあったことで、先物取引中心の流通市場が形成されたとしている<sup>25</sup>。そのため、清算取引の売買高を集計した数値を市場規模という用語で表現することには無理がある。そうした問題があることを十分に踏まえたうえで、市場規模という用語を用いる。

そのうえで、より重要な点として、短期清算取引と長期清算取引で、売買の頻度が大きく異なり得るという点がある。制度的に最長3か月を対象とし、実際にその最長に近い期間を対象とした取引を行う先限の売買が多く行われた長期清算取引と、制度的に最長7日間を対象とし、実際には2日（実質的に1日）を対象と

---

23 ただし、表1および表2が示しているように、東株、大株のいずれにおいても、先限だけでなく当限の取引でも多くの銘柄が売買対象となっていたことから、上場銘柄数が限られている短期清算取引で売買することのできない銘柄が、長期清算取引において、短期清算取引と同様に投機的な目的で売買されたというような状況が一定程度存在した可能性は否定できない。

24 本文中で説明しているように、清算取引の売買高の数値をもって市場規模とするのには無理がある。そのため、項のタイトルおよびこの箇所では、鉤括弧を付して「市場規模」と表現している。ただし、以下では、煩雑化を避けるため鉤括弧を省略する。

25 例えば、日本証券経済研究所編〔2022〕では、「戦前期の株式取引は、投資資金の不足や銀行による信用供与が不十分であったため、定期取引あるいは清算取引と称された先物取引中心に発展」（14頁）したと説明されている。

した売買が行われていた短期清算取引では、売買の頻度が大きく異なることは自然であろう。そうした点を踏まえれば、1年間ないし1か月間といった期間を対象として集計された売買高によって、市場規模を把握することには、長期清算取引の意義を見落としがちにさせるという弊害をとまなう。そうした点を踏まえ、本項では、長期清算取引の市場規模について検討する。

最初に、長期清算取引の市場規模について検討するための前提として、短期清算取引の売買高について必要な情報を提示しておく。既述のように、短期清算取引は売買高が大きく、戦間期の株式取引において中心的な位置にあった。しかも、一部の銘柄への売買高の集中が著しかったことから、そうした銘柄の株価の動向については、投資家からの注目度が高かったと推測される。それを反映してか、短期清算取引で積極的な売買が行われた銘柄を対象として、1930年代には日次株価を収録した書籍が刊行されており、そこに日次の売買高も掲載されている<sup>26</sup>。例えば、1935年に刊行された『新東・大新・新鐘・日産・鋼管・東電短期日表』（東洋経済新報社）では、東京株式取引所新株、大阪株式取引所新株、鐘淵紡績新株、日本産業旧株、日本鋼管旧株、東京電燈旧株の6銘柄について、対象時期は銘柄によって異なるが、概ね1932～34年の日次株価および売買高が掲載されている<sup>27</sup>。同資料

26 長期清算取引については、日次の売買高に関する情報を得ることは容易ではない。

27 神原周平編『新東・大新・新鐘・日産・鋼管・東電短期日表』（昭和十年版）東洋経済新報社、1935年。なお、同資料で掲載対象として採り上げられた6銘柄につき、1935年の東京株式取引所における短期清算取引の売買高の順位と構成比を確認すれば、東京株式取引所新株1位（48.2%）、大阪株式取引所新株9位（1.8%）、鐘淵紡績新株5位（3.9%）、日本産業旧株2位（18.4%）、日本鋼管旧株4位（4.3%）、東京電燈旧株3位（5.7%）であった（齊藤 [2023b]、表1）。すなわち、同資料では、売買高の上位5銘柄と大株で売買高が大きかった大阪株式取引所新株が掲載対象とされている。



に掲載された売買高の数値については、「数字は即日取引所の発表にかゝる数字を基礎としたのであるが、之は取引所に於ても概数を発表せらるゝのであつて、その後同所に於て訂正せられる実数とは或は十株台、時として百株台辺に多少の喰違ひが出来るのは止むを得ない。(中略)併し之は僅少の誤差に過ぎないのであつて、日々の情況を探る為めの統計的価値に於ては殆んど問題視する必要はないであらうと思ふ」と説明されており<sup>28</sup>、これを利用することにもなう問題もあるが、精度を欠くとはいへ日次の売買高を把握できるという利点の方が大きい。

ここでは、同資料に掲載された日次の売買高(株数)に関する情報を利用して、売買高の変動について検討する<sup>29</sup>。表3には、上記の資料に依拠して、特に売買高が大きかった東京株式取引所新株と日本産業旧株を対象に、1934年の各月における日次売買高

表3 短期清算取引における売買高の変動(東京株式取引所、1934年)

	日数	東京株式取引所新株				日本産業旧株			
		平均	最大	最小	変動係数	平均	最大	最小	変動係数
1月	23	68,509	156,400	31,360	0.52	31,725	72,360	8,760	0.57
2月	24	69,747	183,890	35,360	0.59	38,305	77,600	14,780	0.48
3月	26	61,686	131,250	24,930	0.48	29,808	93,520	5,740	0.62
4月	23	49,127	129,040	22,490	0.58	29,979	85,780	11,000	0.61
5月	27	49,614	99,970	17,820	0.50	33,996	65,940	13,600	0.45
6月	25	71,176	304,840	17,090	0.82	31,537	67,720	12,750	0.50
7月	26	67,751	144,830	3,200	0.47	40,119	115,560	13,070	0.55
8月	27	45,954	82,940	19,080	0.45	25,667	61,660	7,730	0.57
9月	24	85,313	231,850	21,190	0.49	52,605	134,010	17,890	0.45
10月	26	68,593	152,490	20,410	0.50	43,706	122,710	15,500	0.48
11月	24	101,270	209,750	35,270	0.51	67,785	167,450	21,480	0.51
12月	23	100,753	201,920	42,730	0.46	52,683	115,100	21,280	0.49
年間	298	69,407	304,840	3,200	0.60	39,575	167,450	5,740	0.60

(出所)『新東・大新・新鐘・日産・鋼管・東電短期日表』(昭和十年版)所取のデータより作成。

(注) 東京株式取引所新株の7月の最小値はおそらく資料の誤植などによるものであるが、そのまま掲載した。

変動係数は、標準偏差を平均で除した値。

に関する情報が示されている<sup>30</sup>。具体的には、日次の売買高の月間平均値と最大値、最小値、さらに売買高の変動を表す指標として、変動係数（標準偏差を平均値で除した値）を掲載している。

同表には敢えて掲載していないが、取引が行われた全ての日において、東京株式取引所新株、日本産業旧株の売買が行われていた<sup>31</sup>。そして、同表によれば、どの日においても相当数の売買が行われていた事実が窺われる。なお、東京株式取引所新株の日次売買高の7月における最小値である3200株は、他の時期に比較して非常に小さな値であるが、これはおそらく資料の誤植などによるものであろう<sup>32</sup>。この3200株を除いた場合の同月の最小値は1万9280株であり、他の日の売買高との比較においても3200株が極端に小さな値であることがわかる。また、1万9280株は前後の月における最小値に近い値であり、7月の最小値も前後の月と同程度の数値であったと考えるべきであろう。

その点を踏まえたうえで東京株式取引所新株の売買高を見れば、どの月においても日次売買高は最低でも2万株前後に達しており、日本産業旧株についても、平均的な売買高は東京株式取引所新株のそれよりも小さいが、やはり日次売買高はどの日におい

---

28 前出資料の「凡例」（頁記載なし）による。

29 株価は日によって異なることから、株数ベースの数値を検討対象とすることは妥当であろう。

30 同表には、1934年各月において株式の売買が行われた日数が記載されているが、当時の取引所においては、原則として日曜日には売買がなく、年末年始や祝祭日（紀元節、春季皇霊祭、神武天皇祭、天長節、秋季皇霊祭、神嘗祭、明治節、新嘗祭、大正天皇祭）にも売買がなかった。また臨時の休会もあった。

31 この点は、表で取り上げていない大阪株式取引所新株、鐘淵紡績新株、日本鋼管旧株、東京電燈旧株についても同様であった（日本鋼管は資料への掲載が始まる5月以降）。

32 この「3200株」が記録されているのは7月20日である。参考までに前後の値を記せば、19日が4万6220株、21日が6万3590株であり、20日の3200株はあまりに不自然である。

ても相当の水準に達している。そこから、短期清算取引における「花形株」の売買は連日行われ、回転が非常に速かったという事実が窺われる。これは、売買高の一部の銘柄への集中度が著しく高かったという前出の事実と併せ、短期清算取引における投機性の高さを示唆するものと捉えられる<sup>33</sup>。

以上のような短期清算取引の売買高に関する特徴を踏まえたうえで、長期清算取引と短期清算取引の市場規模について考える。1934年の東株における株式全銘柄の売買高（株数）は、短期清算取引で5347万0880株、長期清算取引で4995万5980株であり、1931～40年の10年間に於ける同様の数値はそれぞれ6億0084万9220株、4億0496万6610株であった<sup>34</sup>。すなわち単純な数値の比較では、短期清算取引の売買高は長期清算取引のそれを上回った。しかし、前出の議論が示すように、短期清算取引では同一の銘柄が非常に速い回転で繰り返し売買されることも多かったと推測される。これは、制度上の最長期間である3か月に近い期間を対象とする先限の売買が相対的に多かった長期清算取引とは大きく異なる特徴である。その点を考慮に入れば、短期清算取引と長期清算取引の実質的な市場規模の差は、上記の数値が示すほどには大

---

33 一部の銘柄を対象として売買が繰り返されたことは、必ずしも投機性の高さを意味しないという批判もあり得よう。短期清算取引は、対象期間が短いだけであり、その期間における価格変動リスクに対応することが可能であるという点においては、長期清算取引と変わらないと考えることもできる。とはいえ、短期清算取引の上場銘柄は長期清算取引のその部分集合と比べてよく、短期清算取引に上場された銘柄は、長期清算取引にも必ず上場されていた（岡崎・浜尾・星 [2005]、19頁）。また、短期清算取引においては、繰延料を支払うことで、受渡を繰延べることも可能であったが、それであれば最初から長期清算取引を利用すればよいはずである。それにもかかわらず、短期清算取引での売買が繰り返されていたことは、価格変動リスクへの対応とは異なる目的による売買が行われていたことを示唆すると捉えるべきであろう。

34 齊藤 [2023a]、表2による。

きくなく、東株においては長期清算取引の方が実質的な市場規模が大きかった可能性すらあろう。これは、本稿が長期清算取引を検討対象にする理由の1つとなっている。

### 3-3 小括

売買高の数値で判断すれば、長期清算取引は短期清算取引よりも遥かに小さく、その限りにおいては、戦前の株式市場において長期清算取引が果たした役割は限定的であるとの評価が導かれ得る。しかし、本節での検討結果が示唆するように、長期清算取引は短期清算取引とは異なる固有の役割を果たすとともに、短期清算取引との売買の頻度の違いを考慮すれば、長期清算取引の実質的な市場規模は決して小さなものではなかった可能性が高い。

それでは、長期清算取引が果たした固有の役割とは何であろうか。それは、至極当然ではあるが、保有する資産の価格変動により損失を受けることを回避するという、先物取引に期待される本来の役割であろう。もちろん、短期清算取引でも価格変動リスクへの対応という効果を期待することはできるが、法制度上の上限で7日間、実際の取引においては2日間（実質的に1日間）を対象とした先物取引では、それを上回る期間における株価変動リスクに対応することは不適切である<sup>35</sup>。長期清算取引では、実際に制度上の最長期間である3か月に近い期間を対象とした先限の売買が多かったが、それらのなかには価格変動リスクに対応するための売買が多かったのではないかと推測される<sup>36</sup>。

---

35 手数料を負担して繰延べることは可能であるが、より長期の価格変動リスクに対応したいのであれば、最長3か月を対象とした長期清算取引を利用すればよいはずである。

36 この点については、既に齊藤 [2023a] で示唆している。本稿には、同論文を受けて、分析をさらに一歩進めるといふ意味合いがある。

## 4 株式分割払込制度に着目した分析

### 4-1 株式分割払込制度に着目する意義

ここでは、前節での推論が妥当であるか否かを確認するために、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<sup>37</sup>。

戦前の日本では、企業金融に関する重要な制度として株式分割払込制度があり、当時の企業は株式を発行する際に、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<sup>38</sup>。同制度の存在を前提とすれば、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ることになり、実際、創立直後の時期や既存の株式の全てが全額払込となった直後の時期などの一部の時期を除いて、複数の株式が存在するのが一般的な状況であった。そして、株式市場では、同一企業が発行した払込済金額の異なる株式は、異なる銘柄と認識され、全額払込済みの株式は旧株、未払込部分が残る株式は新株と呼ばれた<sup>39</sup>。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れた。

この旧株、新株に着目することの利点は、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

---

37 本項と同様の分析視角の提示は、既に齊藤 [2023a] 第4節の後半で行っている。そのため、本項では要点のみを簡潔に説明している。

38 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。

39 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ような場合は除く。

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将来の業績に関する予想、配当率などの利益分配に関する指標<sup>40</sup>、さらには、マクロ経済環境や産業に固有の経営環境などの条件も、同じ企業が発行する株式であることから当然ではあるが、旧株と新株で同一ということになる<sup>41</sup>。

しかし、旧株と新株には違いもある。新株には、旧株とは払込済金額が異なっていることによって、より詳細には、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、という点が最も重要な違いといってよい。この追加払込徴収は、その実行に株主総会の承認を必要とせず、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捉えるのが通説である<sup>42</sup>。株主からすれば、予期せぬタイミングで追加的な支出が発生する可能性があるということであり、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<sup>43</sup>。すなわち、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。実際、旧株と比較して、新株の方が株価の

---

40 旧株、新株に対する配当は、原則として払込金額に比例する形で支払われた。したがって、配当率（配当／払込資本金）は旧株と新株で同一ということになる。なお、優先株が発行されている場合には事情が異なるが、優先株を発行していた企業は多くないこともあり、ここでは優先株については考慮しない。

41 それらに加えて、ほとんどの企業が旧株と新株が存在することから、多くの企業を分析対象とすることができるという、実際に分析を行ううえでの利点もある。

42 齊藤 [2016]、84頁。

43 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、重要な研究課題であるが、研究が十分に進展しているとは言い難い。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（福井県立大学）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」で暫定的な見解を提示した。

変動が大きかったことを示唆する先行研究も存在する<sup>44</sup>。

以上の理解を踏まえ、同一企業の旧株、新株のうちいずれが長期清算取引で相対的に多く売買されていたのかを検証することで、長期清算取引が果たしていた役割について推論できると期待される。

#### 4-2 旧株・新株の比較

前項で整理したように、全額払込済の旧株とは異なり、未払込部分が存在する新株に対しては、追加払込徴収が行われる可能性があり、しかも追加払込徴収を行ううえでは株主総会の承認を必要としなかった。そのため、追加払込徴収の実施がアナウンスされると、新株の株価が大きく変動することになると予想される。したがって、同一企業の旧株、新株のうち新株が長期清算取引で相対的に多く売買されていたとすれば、長期清算取引が株価変動リスクへの対応としての役割を果たしていた可能性があると考えることができる。

そうした分析視角を踏まえ、以下では同一企業の旧株と新株の売買高に着目した分析を行う。具体的には、追加払込徴収が行われる可能性がある新株は、価格変動リスクがあることから、そのリスクに対応するために、旧株よりも売買高が大きくなるのではないか、という仮説を想定している。ここでは、1934～36年の長期清算取引における同一企業の旧株と新株について、それらの売買高の大小関係を確認する。

表4から表6にかけて、1934年、35年、36年のそれぞれの年において、旧株と新株の双方が東株の長期清算取引で売買されてい

---

44 野地・葛西・三和 [2018]。同論文は、旧株と新株の収益率（月次）を比較し、新株の収益率の標準偏差が旧株のそれよりも大きいことを示したうえで、「新株がハイリスクな商品として取引されていた」と主張している（同論文、111頁）。



た企業について、旧株と新株のうちいずれの売買高が大きかったのかを確認した結果が示されている。ここでは、毎月の結果を示すだけの紙幅の余裕がないことから、売買高において旧株>新株であった月と、旧株<新株であった月の数をカウントするとともに、月次の売買高（具体的には月次の売買高／発行済株数の数値を12倍して1年あたりの数値に換算したもの）の平均値も掲載している<sup>45</sup>。なお、旧株と新株の双方が売買されている月の数が10か月以上の企業を対象としている。その結果、1934年、35年は58社、36年は57社が検討の対象となった。

それらの表からは、同一企業が発行する旧株、新株のうち、新株の売買高が大きいとはいえないことが明らかである。1936年については、旧株よりも新株の売買高が大きいのが、差が小さいことから、新株の売買高の大きさを殊更に強調することは適切でなく、また、34、35年については、むしろ旧株の売買高が相対的に大きいという結果が得られている。その限りにおいては、本項で想定している仮説、すなわち旧株に比較して新株の方が長期清算取引の売買高が大きかったという仮説について、それを支持する結果は得られなかったということになる。

---

45 ここで発行済株数は旧株、新株それぞれの発行済株数を意味する。

表4 旧株・新株の売買高の比較（東京株式取引所、1934年）

企業	月数	売買高の大小		売買高の平均値	
		旧>新	旧<新	旧株	新株
北海道電燈	11	3	8	0.24	0.29
鬼怒川水力電気	12	12	0	0.72	0.29
東部電力	12	9	3	0.26	0.21
矢作水力	11	11	0	0.09	0.03
大同電力	12	9	3	0.48	0.46
東京瓦斯	12	0	12	0.07	0.11
富士身延鉄道	11	4	7	0.38	0.48
西武鉄道	10	10	0	0.69	0.32
青梅電気鉄道	12	2	10	0.50	1.08
金剛山電気鉄道	10	10	0	0.37	0.19
東京地下鉄道	12	11	1	1.00	0.74
北海道炭礦汽船	12	11	1	0.74	0.51
九州炭礦汽船	12	2	10	1.27	1.44
磐城炭礦	12	6	6	3.82	3.86
入山採炭	12	8	4	3.64	1.87
日本石油	12	12	0	0.42	0.26
北樺太石油	12	8	3	0.52	0.47
三菱鉱業	12	0	12	0.39	0.69
戸畑鑄物	12	3	9	3.31	4.05
富士瓦斯紡績	12	2	10	0.53	0.62
鐘淵紡績	12	1	11	0.39	0.50
日清紡績	12	0	12	0.62	1.01
東洋紡績	12	1	11	0.05	0.09
帝国人造絹糸	12	4	8	1.01	0.98
倉敷絹織	12	10	2	1.84	1.13
帝国製麻	12	12	0	1.48	0.56
大日本製糖	12	5	7	0.31	0.40
塩水港製糖	12	12	0	0.55	0.12
台湾製糖	12	0	12	0.23	0.45
新高製糖	12	9	3	0.88	0.52
帝国製糖	12	10	2	1.30	1.20
明治製糖	12	0	12	0.26	0.48
大日本麦酒	12	0	12	0.13	0.38

企業	月数	売買高の大小		売買高の平均値	
		旧>新	旧<新	旧株	新株
日清製粉	12	0	12	0.07	0.45
王子製紙	12	1	11	0.06	0.10
大日本人造肥料	12	11	1	2.25	1.89
日本窒素肥料	12	9	3	0.21	0.20
電気化学工業	12	11	1	1.16	0.89
昭和肥料	12	10	2	0.96	0.80
日本セメント	12	11	1	1.52	1.01
浅野セメント	12	12	0	0.65	0.16
磐城セメント	12	11	1	1.88	1.55
東京製綱	12	4	8	2.25	2.83
秋田木材	12	3	9	2.93	3.21
三越	12	5	7	0.11	0.14
東京建物	12	6	6	0.18	0.20
日本活動写真	12	12	0	4.86	1.89
松竹キネマ	12	12	0	1.59	0.53
日本郵船	12	11	1	0.25	0.15
大阪商船	12	12	0	0.09	0.04
浦賀船渠	12	0	12	2.40	3.48
函館船渠	12	10	2	2.21	1.52
日魯漁業	12	12	0	2.37	1.53
東洋拓殖	12	12	0	0.92	0.25
東亜煙草	12	6	6	1.91	1.93
東京米穀商品取引所	12	2	10	1.29	1.45
大阪株式取引所	12	0	12	0.00	0.16
東京株式取引所	12	0	12	2.38	4.66
合計		380	308		

(出所) 東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』(各号)所取のデータより作成。

(注) 旧株と新株の双方が10か月以上売買の対象となっている企業を取り上げた。

月数は、旧株と新株の双方が売買の対象となった月の数を示す。

売買高の大小は、旧株、新株のそれぞれについて、売買高が相対的に多い月数を示す。

売買高の平均値は、旧株、新株の売買高の月次データの単純平均値を示す。

売買高の数値は、発行済株数に対する売買高(株数)の比率を示す。

売買高の数値は、12を乗じることで、年率に換算してある。

表5 旧株・新株の売買高の比較（東京株式取引所、1935年）

企業	月数	売買高の大小		売買高の平均値	
		旧>新	旧<新	旧株	新株
鬼怒川水力電気	12	12	0	0.21	0.08
東信電気	11	9	2	0.02	0.01
東部電力	11	7	4	0.05	0.04
大同電力	12	10	2	0.34	0.22
東京瓦斯	12	8	4	0.02	0.01
南満洲鉄道	12	3	9	0.02	0.02
西武鉄道	12	12	0	0.22	0.04
東京地下鉄道	12	12	0	0.36	0.28
北海道炭礦汽船	12	9	3	0.31	0.29
九州炭礦汽船	12	7	5	0.58	0.55
磐城炭礦	12	1	11	1.79	2.50
入山採炭	12	7	5	1.84	1.27
日本石油	12	12	0	0.33	0.16
北樺太石油	12	10	2	0.40	0.28
三菱鉱業	12	0	12	0.15	0.34
日本鋼管	12	10	2	4.98	3.91
戸畑鑄物（国産工業）	12	0	12	1.76	3.09
富士瓦斯紡績	12	2	10	0.22	0.08
鐘淵紡績	12	6	6	0.46	0.61
日清紡績	12	2	10	0.32	0.50
東洋紡績	12	5	7	0.01	0.02
帝国人造絹糸	12	11	1	1.06	0.67
倉敷絹織	12	12	0	2.28	0.79
帝国製麻	12	12	0	0.65	0.19
東洋モスリン	12	12	0	1.14	0.40
東京モスリン紡績	12	11	1	0.35	0.16
大日本製糖	12	8	4	0.40	0.41
塩水港製糖	12	12	0	0.65	0.10
台湾製糖	12	0	12	0.11	0.29
帝国製糖	12	11	1	0.90	0.78
明治製糖	12	0	12	0.09	0.28
大日本麦酒	12	0	12	0.03	0.20
日清製粉	12	0	12	0.10	0.40

企業	月数	売買高の大小		売買高の平均値	
		旧>新	旧<新	旧株	新株
古河電気工業	10	8	2	0.01	0.00
王子製紙	12	1	11	0.02	0.06
大日本人造肥料	12	3	9	0.90	1.04
日本窒素肥料	12	8	4	0.06	0.05
電気化学工業	12	11	1	0.76	0.61
昭和肥料	12	7	5	0.52	0.59
合同油脂	12	12	0	3.14	2.00
日本曹達	12	11	1	2.11	0.80
日本セメント	12	11	1	0.87	0.43
浅野セメント	12	12	0	0.41	0.10
磐城セメント	12	4	8	0.71	0.85
東京製綱	12	0	12	1.31	1.79
秋田木材	12	5	7	1.37	1.26
三越	12	10	2	0.04	0.03
日本活動写真	12	11	1	2.65	1.34
松竹キネマ	12	12	0	0.82	0.23
日本郵船	12	12	0	0.50	0.27
大阪商船	12	12	0	0.14	0.08
浦賀船渠	12	0	12	1.18	2.00
函館船渠	12	11	1	0.56	0.41
日魯漁業	12	12	0	1.50	0.98
東洋拓殖	12	12	0	1.20	0.34
東亜煙草	12	5	7	0.51	0.64
東京米穀商品取引所	12	0	12	0.62	0.90
東京株式取引所	12	0	12	2.05	4.84
合計		423	269		

(出所) 東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』(各号)所取のデータより作成。

(注) 旧株と新株の双方が10か月以上売買の対象となっている企業を取り上げた。

月数は、旧株と新株の双方が売買の対象となった月の数を示す。

売買高の大小は、旧株、新株のそれぞれについて、売買高が相対的に多い月数を示す。

売買高の平均値は、旧株、新株の売買高の月次データの単純平均値を示す。

売買高の数値は、発行済株数に対する売買高(株数)の比率を示す。

売買高の数値は、12を乗じることで、年率に換算してある。

表6 旧株・新株の売買高の比較（東京株式取引所、1936年）

企業	月数	売買高の大小		売買高の平均値	
		旧>新	旧<新	旧株	新株
大日本電力	12	6	6	0.07	0.10
鬼怒川水力電気	12	12	0	0.42	0.22
東信電気	12	1	11	0.01	0.03
東邦電力	12	7	5	0.07	0.06
大同電力	12	3	9	0.18	0.32
東京瓦斯	12	5	7	0.03	0.03
南満洲鉄道	12	1	11	0.03	0.05
西武鉄道	12	12	0	0.72	0.13
東京地下鉄道	12	11	1	0.44	0.34
北海道炭礦汽船	12	0	12	0.40	0.77
九州炭礦汽船	12	0	12	0.13	0.74
磐城炭礦	12	4	8	3.55	3.92
入山採炭	12	6	6	1.56	1.38
日本石油	12	8	4	0.98	0.99
北樺太石油	12	10	2	1.80	1.31
三菱鉱業	12	0	12	0.09	0.46
日本鉱業	12	6	6	0.50	0.58
日本産業	10	4	6	0.75	0.85
日本鋼管	12	5	7	2.70	2.68
富士瓦斯紡績	12	9	3	0.24	0.20
鐘淵紡績	12	1	11	0.42	0.69
日清紡績	12	8	4	0.34	0.37
東洋紡績	11	2	9	0.00	0.01
帝国人造絹糸	12	7	5	0.73	0.58
倉敷絹織	12	12	0	1.38	0.54
帝国製麻	12	9	3	1.60	1.17
東洋モスリン	12	12	0	1.35	0.52
東京モスリン紡織	12	12	0	0.44	0.20
大日本製糖	12	1	11	0.45	0.59
塩水港製糖	12	12	0	1.47	0.39
台湾製糖	12	0	12	0.11	0.29
帝国製糖	10	5	5	1.44	1.19
明治製糖	12	0	12	0.12	0.26

企業	月数	売買高の大小		売買高の平均値	
		旧>新	旧<新	旧株	新株
大日本麦酒	12	1	11	0.09	0.26
日清製粉	12	0	12	0.07	0.27
古河電気工業	12	5	7	0.15	0.14
日本窒素肥料	12	4	8	0.17	0.22
電気化学工業	12	3	9	1.57	1.77
昭和肥料	12	1	11	0.59	1.00
合同油脂	12	5	7	2.57	2.64
日本セメント	12	12	0	1.07	0.48
浅野セメント	12	12	0	0.43	0.09
磐城セメント	12	8	4	0.92	0.81
東京製綱	12	0	12	1.11	2.81
秋田木材	12	7	5	1.58	1.57
三越	12	4	8	0.08	0.15
日本活動写真	12	12	0	7.29	4.36
松竹キネマ	12	12	0	1.34	0.57
日本郵船	12	10	2	0.30	0.22
大阪商船	12	12	0	0.10	0.05
浦賀船渠	12	8	4	5.03	4.46
函館船渠	12	4	8	4.00	4.10
日魯漁業	12	10	2	1.40	1.25
東洋拓殖	12	12	0	1.18	0.72
東亜煙草	12	0	12	0.57	1.58
東京米穀商品取引所	12	1	11	0.42	0.50
東京株式取引所	12	0	12	2.09	5.43
合計		334	345		

(出所) 東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』(各号)所取のデータより作成。

(注) 旧株と新株の双方が10か月以上売買の対象となっている企業を取り上げた。

月数は、旧株と新株の双方が売買の対象となった月の数を示す。

売買高の大小は、旧株、新株のそれぞれについて、売買高が相対的に多い月数を示す。

売買高の平均値は、旧株、新株の売買高の月次データの単純平均値を示す。

売買高の数値は、発行済株数に対する売買高(株数)の比率を示す。

売買高の数値は、12を乗じることで、年率に換算してある。



### 4-3 産業ごとの違い

上記のように、同一企業が発行する旧株、新株の売買高の比較からは、新株の売買高が大きいとはいえ、旧株に比較して新株の方が長期清算取引の売買高が大きかったという仮説は支持されなかった。しかし、必ずしもそうは言い切れないと筆者は考えている。

以下のように手掛かりとして着目すべき点がある。表4から表6までを大まかに見れば、旧株・新株のいずれで売買高が大きいかは、産業ごとに決まっているのではないかと考えられる。これは、産業ごとの事業リスクと、その結果として生じる株価変動リスクを踏まえ、投資家が売買を行っていた可能性を示唆している。より具体的に説明すれば、以下の通りである。

新株の売買高が相対的に大きい企業は、事業リスクが低かったと想定される分野に多く見られる。例えば、既に高い国際競争力を確保し、経営業績も高収益で安定的であった紡績業の有力企業（鐘淵紡績、東洋紡績）、1930年代半ばまでには分厚い内部留保を実現し、利益率や配当も安定していた製糖業の上位企業（台湾製糖、明治製糖、大日本製糖）、内需を対象とした消費財産業であり、技術的な不確実性も低い食品産業の大手企業（大日本麦酒、日清製粉）、富士製紙、樺太工業との3社合併により独占的な地位を確立した王子製紙などが該当する。あるいは、検討対象に含まれる企業は限られるが、安定的な経営を行っていたとされる三大財閥系の企業、表4～表6の対象企業でいえば三菱鉱業なども、同様である可能性がある。

旧株と新株の比較という論点はいったん措き、株式を発行している企業間の比較ということでは、当時の株式市場においては、上記の企業が発行する株式は最もリスクの低い株式であったと想定される。そうした企業について、旧株と新株が存在したとすれば、追加払込徴収が行われる可能性がある新株の株価変動

リスクが投資家にとっての最大のリスクであると捉えられたとしても不思議はない。それらの企業で、旧株よりも新株の売買高が大きいという結果は示唆的である。直面する事業リスクが大きな企業であれば、追加払込徴収が行われる可能性があることにともなう新株の価格変動リスクの重要性は相対的に小さくなるであろう。その場合には、新株の売買高が相対的に大きくなるとは限らない。以上の推論を踏まえれば、長期清算取引が株価変動リスクへの対応という、先物取引に本来期待される役割を果たしていた可能性を否定するのは早計であろう。

#### 4-4 銀行にとっての担保としての旧株・新株

前項のような推論が仮に成立するとしても、それは旧株の売買高が新株のそれよりも大きくなることに対する積極的な説明にはなっていない。仮に事業リスクが大きな企業であったとしても、その企業が発行した旧株と新株を比較すれば、新株のみに追加払込徴収が行われる可能性があり、新株には旧株よりも相対的に大きな株価変動リスクがあるはずである。それを踏まえれば、一定割合の企業において新株よりも旧株の売買高が大きかった理由について説明する必要が生じる。

現段階で確言することはできないが、銀行の貸出行動、より具体的には、貸出に際しての株式担保のあり方を考慮することで、長期清算取引における旧株の売買高が大きくなった理由を説明できる可能性がある。株式担保金融が戦前期における金融システムの重要な特徴の1つであったことは、金融史研究の分野では通説的な理解となっている<sup>46</sup>。株式担保金融は、株式を担保として銀行が株主に融資する形の金融を意味するが、その際、あらゆる株

---

46 例えば、志村 [1969] や野田 [1980] といった、金融史分野の古典的な文献でも株式担保金融の重要性が指摘されている。

式が担保となるわけではない。経営業績や財務面の健全性が担保としての採否に影響を与えることは時期や地域を問わず普遍的な現象であろうが、戦前の日本であれば、旧株・新株の違いも担保としての採否に関する銀行の判断に影響を与えていた可能性が高いと考えられる。

本節の第1項で説明したように、株式分割払込制度の下においては、全額払込済の旧株だけでなく、未払込部分が残る新株が存在し得る。そのため、新株に対してのみ、追加払込徴収が行われる可能性がある。この追加払込徴収は、株主総会の承認なしに実行することが可能であり、株主が払込に応じない場合は失権することが規定されていた。また、失権した株式については競売に付されることも規定されていた。そうした制度面の特徴を前提とすれば、銀行は新株を旧株に比較して融資の際の担保として適切ではない株式と捉えていたはずである。あるいは、この点も本節第1項で触れたとおりであるが、新株は旧株よりも価格変動リスクが高かったことから、その意味でも銀行は融資の際の担保として旧株を新株よりも選好した可能性がある。

そのうえで、銀行が担保としている株式の株価低下から損失を受けることを回避するために取り得る方法として<sup>47</sup>、長期清算取引を利用することが考えられる<sup>48</sup>。このように考えれば、株式担保金融を行う際に、銀行が旧株を担保として選好したとすれば、

---

47 「担保としている株式の株価低下から損失を受ける」についてより具体的に説明すれば、株価が低下することで融資可能額が小さくなり、それにもなって、融資先（担保となっている株式の株主）に対して融資の返済か追加的な担保の提供を求めることになるが、融資先がそれに応じることができなかった結果として、融資が不良債権になる、ということである。

48 実際、同時期の文献では、長期清算取引は担保価値が毀損することに伴うリスクを回避したい銀行が利用することが多かったと指摘されることがある。この点については、別稿での検討を予定している。

長期清算取引で旧株の売買高が大きかったことにも納得がいく。これが、本項の冒頭で、銀行貸出に際しての株式担保のあり方を考慮することで、長期清算取引において旧株の売買高が大きかった理由を説明できる可能性がある」と記した意図である。

もっとも、以上の説明は、現段階では仮説的なものに過ぎない。銀行の貸出行動について担保の選択を含めて詳細に検討することで、戦前の株式市場において長期清算取引が果たした役割についてよりの確な理解を得ることができると期待される。

#### 4-5 小括

以上、本節では、株式分割払込に着目して、戦前日本の株式市場において長期清算取引が果たした役割について検討してきた。同制度の下で存在していた、同一企業が発行した旧株と新株の違いに着目した分析では、想定したような、株価変動リスクが大きいと考えられる新株の方が旧株よりも売買高が大きという事実は観察されなかった。ただし、産業別に旧株と新株の売買高の大小を確認すれば、株価変動リスクが大きな新株で長期清算取引の売買高が大きくなるという仮説が成り立たないと、現段階で言い切ることは早計であろう。また、銀行貸出に際しての株式担保のあり方を考慮することで、旧株の売買高が大きかった事実の背景を説明できる可能性があり、さらなる研究の進展が必要である。

### 5 おわりに

本稿では、戦前日本における株式市場の実態を明らかにする作業の一環として、1930年代の株式市場で長期清算取引が果たした役割について検討した。

第3節では、長期清算取引の実態について、当限・中限・先限のそれぞれで売買対象となった銘柄数を調査し、制度上の最長期間である3か月に近い期間を対象とする先限の売買が相対的に多

かったことを示した。さらに、短期清算取引との売買の頻度の違いを考慮すれば、長期清算取引の実質的な市場規模は決して小さくならなかったことが示唆された。さらに、第4節では、株式分割払込制度に着目した検討を行った。同一企業が発行した旧株と新株の違いに着目した分析では、仮説として想定した、株価変動リスクが大きいと考えられる新株の方が旧株よりも売買高が大きという事実は観察されなかった。ただし、産業別に旧株と新株の売買高の大小を確認すれば、上記の仮説が成立する可能性は残る。また、旧株の売買高が大きかった理由としては、銀行貸出に際しての株式担保のあり方に着目した仮説的な説明を提示した。

冒頭でも記したように、戦前日本の株式市場については、「賭博場」と表現されることもあるように、投機性の高さが大きな特徴として認識されている。東京株式取引所新株などの一部の「花形株」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、そうした印象は妥当な面がある。ただし、投機性という特徴のみで戦前の株式市場を捉えるのは一面的であり、適切とはいえない。

長期清算取引では、制度上の最長期間である3か月に近い期間を対象として、株価変動リスクに対応するための売買が行われていたものと推測される。これは先物取引に期待される本体の役割である。本稿でも確認したように、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、売買の頻度の違いを考慮すれば、実質的な市場規模はむしろ長期清算取引の方が大きかった可能性すらある。少なくとも東株に限れば、株式市場が「賭博場」とは大きく異なる役割を果たしていたと評価すべき面がある。ただし、その長期清算取引でどのような銘柄が売買対象となってい

---

49 例えば、日次株価を用いて、関東大震災（1923年）前後の株式市場の機能について分析した鈴木・結城〔2022〕などが挙げられる。

たのかという点については、現段階で明確なことを主張できるだけの状況にはない。

近年、戦前日本の株式市場を対象とした研究成果が厚みを増しつつある<sup>49</sup>。とはいえ、それはいまだ十分な水準に到達していない。さらなる研究の進展により、戦前における株式市場の実態を解明し、さらには株式市場が日本経済に対して果たした役割を明らかにしていくことが重要である。

---

## 引用文献

- 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄[2005]「戦前日本における資本市場の生成と発展：東京株式取引所への株式上場を中心として」『経済研究』第56巻第1号、pp.15-29.
- 片岡豊[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.
- 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[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[2023a]「1930年代における株式取引：東京株式取引所の銘柄別売買高に関する検討を中心に」『立教経済学研究』第76巻第3号、pp.1-33.
- 齊藤直[2023b]「1930年代の東京株式取引所における取引銘柄」『国際交流研究』第25号、pp.55-78.
- 齊藤直・佐藤秀昭[2019]「証券業」伊藤修・齊藤直編『産業経営史シリーズ11：金融業』日本経営史研究所.
- 志村嘉一[1969]『日本資本市場分析』東京大学出版会.
- 鈴木史馬・結城武延[2022]「関東大震災と株式市場：日次・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.
- 東京株式取引所調査課編[1932]『東京株式取引所』.
- 日本証券経済研究所編[2022]『図説日本の証券市場 2022年版』日本証券経済研究所.

- 
- 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卷第3号、pp.99-113.
- 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.