

戦前期の株式市場機能と短期清算取引

平 山 賢 一

要 旨

戦前期から戦時期にかけての上場企業資金調達には、株式市場等から借入金へと軸足が移行し、資本市場としての株式市場の役割が低下したとされている。また、会社利益配当及資金融通令や会社経理統制令により株式会社の配当率が抑制され、経済新体制確立要綱では企業を「資本、経営、労務の有機的一体」とするなど、株主の権限が制限されたことも、株式市場の低迷につながったとの見解が有力である。

一方、株式市場では、外部環境や企業業績の変化に応じて柔軟に反応して株価が形成されており、価格決定機能は消失していなかった可能性も指摘されており、「株価不安→株式資金供給機能低下」という因果関係が成立するかは明らかではない。むしろ産業資金供給における株式比率が高かった1930年代前半の株式リスク（株価変動率）は、1930年代後半以降よりも高かったからである。そのため、株価形成と資本市場の機能低下の因果関係を考えるには、より詳細に株価形成に関する定量データ確認をする必要があるだろう。戦時期に至る株式市場について、企業資金調達機能と価格決定機能を単純に結びつけるのは留意が必要であり、両機能の低下を以て株式市場が低迷したと一括りに論じるには無理があるかもしれない。わが国の場合には資金循環を伴わない清算取引の発展により、両機能が分化した可能性は否めないからである。そこで、わが国株式市場のユニークな特徴の一つである清算取引について、需給動向等に応じて変化する個別銘柄毎に算出されていた東京株式取引所短期清算取引の繰延料を検証し、戦時期における価格形成について考察を加えたい。

キーワード：価格決定機能、資金調達機能、短期清算取引、繰延料、差金決済比率

目次

1. 課題と先行研究
2. 戦前・戦時期の株式市場の機能
 - 2.1. 戦時期に至る企業資金調達
 - 2.2. 戦前・戦時期の株式市場
 - 2.3. 清算取引と活発な未受渡取引
3. 短期清算取引における繰延料と修正株価の推移
 - 3.1. 代行機関と繰延料
 - 3.2. 東京株式取引所新株（新東株）の繰延料推移
 - 3.3. 銘柄別繰延料と修正株価の推移
4. おわりに

1. 課題と先行研究

戦時期にかけての上場企業資金調達は、岡崎（1993）および Hoshi & Kashyap（2004）によれば、株式市場などから借入金へと移行したため、資本市場としての株式市場の役割が低下したとされている¹。また、会社利益配当及資金融通令（1939年4月）や会社経理統制令（1940年10月）により配当率が抑制され、経済新体制確立要綱（1940年12月）では企業を「資本、経営、労務の有機的一体²」とするなど、株主の権限が制限されたことも、株式市場の低迷につながったとの見解が有力である。

一方、株式市場では、外部環境や企業業績の変化に応じて柔軟に反応して株価が形成されており、価格決定機能は消失していない可能性も指摘されている³。株式市場は、利回りが半固定化された国債市場とは大きく異なり、ボラ

ティリティが保たれたため価格形成の点で好対照をなしていたからである。また、日本銀行調査局（1948）では、「日華事変以来株価がとかく不安状態に置かれていたから⁴」株式払込による産業資金供給が後退し、資本市場の機能低下につながったとしているが、「株価不安→株式資金供給機能低下」という因果関係が成立するかは不明である。むしろ産業資金供給における株式比率が高かった1930年代前半の株式リスクは、1930年代後半以降よりも高かったからである⁵。また、伊藤（1995）は、株式相場低落抑制のために増資制限を行ったことなどが企業の資金調達における株式経路を狭小化させたのではないかと逆方向での因果関係の可能性について指摘している⁶。株価形成と資本市場の機能低下の因果関係を考えるには、より詳細に株価形成に関する定量データの確認をする余地がある。つまり、戦時期にかけての株式市場について、企業資金調達機能と価格決定機能を単純に

1 岡崎（1993）、111～112頁、および Hoshi & Kashyap（2004）、84頁参照。

2 新経済体制確立要綱（1940年12月7日 閣議決定）には、「企業体制ヲ確立シ資本、経営、労務の有機的一体タル企業ヲシテ国家総合計画ノ下ニ国民経済ノ構成部分トシテ企業担当者ノ創意ト責任トニ於テ自主的経営ニ任ゼシメ其ノ最高能率ノ發揮ニ依ッテ生産力ヲ増強セシメ」とある（国立公文書館 アジア歴史資料センター）。

3 平山（2019）、153頁によれば、1927年7月から1944年11月までの短期清算取引の時価総額加重平均指数における月次リターン標準偏差（リスク）16.4％に対して、1935年以降の同水準は11％程度を維持している。また、平山（2020）、73～75頁によれば、東京大空襲後の1945年4月以降も日本郵船株、鐘淵工業新株、大日本麦酒新株、東洋レーヨン新株、帝国人造絹糸新株の実物取引（日次）は、戦況に応じた株価形成が確認されている。

4 日本銀行調査局（1948）、149～150頁参照。

5 平山（2019）、153頁によれば、1930年1月から1934年12月までの短期清算取引の時価総額加重平均指数における月次リターン標準偏差（リスク）は24.9％であった。

6 伊藤（1995）、74頁では、「実際には、株式相場低落（市場の動揺）抑制のための増資制限政策、国際情勢等の先行き不安、所得・資産配分の変化などの要因が、拡大する企業の資金調達に対する株式の比率を低下させたと考えられる」と指摘している。

結びつけ、両機能の低下を以て株式市場が低迷したと一括りに論じることには留意すべきであろう。

一般には、株式市場を介した資金循環と株式市場の価格形成は密接な関係があると考えうるが、わが国の場合には資金循環を伴わない清算取引の発展により、両者の機能が分化した可能性はある。本研究では、このような機能分化が生じた背景として、わが国株式市場のユニークな特徴の一つである清算取引の存在について考察したい。特に、短期清算取引の投機性については、需給動向等に応じて変化する個別銘柄毎に算出されていた繰延料を、売買ポジションの偏向性の代理変数と捉えて、市場の投機性の変化について時系列で整理する。価格決定機能が消失した市場では、個別銘柄の信用取引のコストに相当する繰延料は柔軟に変動することはないだろう。そのため繰延料の変化は、価格決定機能の残存を示すと考えうる。繰延料の推移に関する検証は、従来の研究で触れられてこなかったものの、市場参加者の売買ポジションの偏りを概観するために有効であると考えられる。以下では、第一に、戦時期に至る資本市場としての株式市場の位置づけの変化を資金配分の観点から整理した上で、株式市場における清算取引の位置づけを確認する。第二に、1943年まで活発に取引されていた短期清算取引の繰延料の決定過程や時系列推移を通して、戦時期に至る株式市場の投機性の変化を整理し、株式市場機能分化の背景を明らかにしたい。

2. 戦前・戦時期の株式市場の機能

2.1. 戦時期に至る企業資金調達

戦時期に至る過程で、企業の資金需要は製造業を中心に増加傾向で推移した。この需要に積極的に応えて資金供給の主役となったのは民間金融機関であり、企業の資金調達は、株式よりも借入金中心の時代に移行した。図表1は、1930年代から戦時期にかけての産業資金供給（年間）の推移であり、主に株式、事業債（社債）、民間金融機関借入金の3つの経路を介して、企業資金が調達されていたことが示されている。岡崎（1993）は、「民間非金融部門全体の金融資産の重点が株式から預貯金に移動し、株式による資金供給の産業資金供給に対する比率は1938年の50%から39年には34%に低下した⁷」としているが、むしろ株式による比率が急低下し、民間金融機関貸出比率が急上昇するのは、1944年以降である（1945年の株式による資金供給は6%、民間金融機関貸出は91%）。この資金供給を支えたのは、民間金融機関の預金増加だけではなく、日本銀行による民間金融機関への貸出急増であった。日本銀行を頂点とする全国金融統制会は、1940年代において、企業の資金調達は、金融機関による間接金融化を推進したと言ってよいだろう。この過程で、岡崎・奥野（1993）は、「日中戦争開始以来の株主の権利を制限する政策と低物価政策による利益率の低下のため、1940年以降、株式市場は低迷状態となった⁸」としている。また、Hoshi & Kashyap（2004）も「1939年までには、新規株

7 岡崎（1993）、112頁参照。

8 岡崎・奥野（1993）、25頁参照。

図表1 産業資金供給（増減）状況

年（年度）	年間産業資金供給額（百万円）				比率		
	株式	事業債	民間金融機関貸出	合計	株式	事業債	民間金融機関貸出
1931	204	108	-19	361	56.5%	29.9%	-5.3%
1932	108	-86	-268	-265	-	-	-
1933	315	-40	-409	-53	-	-	-
1934	1,186	61	-245	968	122.5%	6.3%	-25.3%
1935	816	26	370	1,199	68.1%	2.2%	30.9%
1936	996	-68	543	1,562	63.8%	-4.4%	34.8%
1937	1,986	-7	1,783	3,733	53.2%	-0.2%	47.8%
1938	2,286	357	1,975	4,598	49.7%	7.8%	43.0%
1939	2,330	750	3,655	6,930	33.6%	10.8%	52.7%
1940	2,940	609	4,213	7,653	38.4%	8.0%	55.1%
1941	3,523	1,225	3,405	8,041	43.8%	15.2%	42.3%
1942	3,930	1,362	5,019	10,518	37.4%	12.9%	47.7%
1943	3,956	1,368	6,264	12,184	32.5%	11.2%	51.4%
1944	2,303	2,098	14,655	19,225	12.0%	10.9%	76.2%
1945	3,082	325	45,826	50,405	6.1%	0.6%	90.9%

〔出所〕 大蔵省財政史室（1978）『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻，東洋経済新報社。1943年以前は暦年。

式発行は銀行借入に比べて，はるかに重要度の低い資金調達手段になっていた。終戦間近の頃には，銀行は新たな外部資金のほぼすべてを供給するようになっていた⁹』としている。これらは，戦時時期に至る過程での株式市場における資金供給機能に焦点を当てた指摘と言えよう。

ところで，この株主の権利については，すでに1930年代半ばの段階で，株主が経営参加権を行使する比率は限定されていたとの見解がある¹⁰。増地（1936）は，1934年上半期の主要企業91社支配形態を調査し，「支配が出資からほとんど完

全に分離せるものが約半分を占め，また過半数株式の所有による絶対的支配に属するものが4分の1を占めている¹¹』としており，1930年代半ばに一定程度，所有と経営の分離が進んでいた可能性がある。また，図表2右半分に示したように，1930年代半ば以降，主要企業払込資本金に占める製造工業の占める割合が急増しており，1943年上期に生産拡充体制の主軸となった3業種で過半を占めている（化学工業13.7%，機械工業20.1%，金属工業17.7%の3業種合計51.5%）ことから，主要企業は，経済新体制確立要綱の

9 Hoshi & Kashyap（2004）84頁，（日本語訳）113頁参照。

10 わが国の戦前・戦時時期における統制とコーポレートガバナンスの関係については，岡崎（1991，1994）参照。

11 増地（1936），164頁参照。同書77頁には，1930年代半ばの重要会社160社の議決権行使状態が記されている。「株主総会の決議に直接・間接参与せる株主は株主全体の41.1%であり，その所有株式の割合は62.5%である。即ち株主中の約6割，株式中の約4割は全然株主総会の決議に参与しないのである」，「参与者中の96.7%，参与株中の88.2%は委任状による間接の参与者・参与株である」，「参与株の大部分が白紙委任状を提出せるものである」とされる。

図表2 主要企業事業成績および業種別払込資本金比率推移

	払込資本金対比		当期純利益対比		会社数	払込 資本金 (百万円)	業種別払込資本金比率					
	資本 利益率	配当率	配当 性向	役員 賞与率			金融	運輸 ・倉庫	鉱業 ・石油	電気 ・ガス	製造 工業	その他
1928年上期	9.8%	8.3%	84.6%	5.1%	386	4,972	16.9%	12.7%	7.4%	22.0%	34.3%	6.7%
1928年下期	9.9%	8.6%	87.0%	5.0%	388	5,051	16.8%	12.6%	7.5%	22.7%	33.7%	6.7%
1929年上期	11.1%	8.5%	76.1%	4.3%	392	5,125	17.1%	12.8%	6.4%	23.3%	33.7%	6.7%
1929年下期	9.3%	8.3%	88.6%	4.6%	392	5,263	16.8%	13.0%	7.3%	23.1%	33.0%	6.8%
1930年上期	5.9%	6.8%	115.9%	6.2%	386	5,273	17.0%	13.2%	7.3%	23.1%	32.9%	6.5%
1930年下期	4.6%	5.9%	129.9%	6.7%	379	5,175	15.8%	14.0%	7.7%	25.0%	31.5%	6.0%
1931年上期	6.2%	5.7%	89.6%	4.5%	356	5,042	15.8%	14.1%	7.7%	24.7%	31.6%	6.1%
1931年下期	4.2%	5.4%	126.3%	5.8%	354	5,040	15.6%	14.3%	7.6%	24.7%	31.6%	6.1%
1932年上期	6.9%	5.4%	76.6%	4.1%	354	5,069	16.8%	13.5%	7.3%	24.2%	32.3%	5.8%
1932年下期	7.7%	5.5%	69.9%	3.9%	354	5,095	16.4%	13.8%	7.3%	23.7%	32.6%	6.2%
1933年上期	9.1%	6.0%	64.3%	4.0%	350	5,065	16.4%	14.0%	7.0%	24.3%	31.9%	6.4%
1933年下期	9.7%	6.2%	63.3%	3.9%	354	5,424	16.4%	13.6%	7.1%	24.7%	32.0%	6.2%
1934年上期	10.2%	6.6%	64.3%	4.1%	351	5,484	14.3%	13.6%	7.0%	24.7%	34.1%	6.3%
1934年下期	11.2%	7.1%	61.6%	3.7%	349	5,940	14.9%	12.8%	6.7%	23.5%	36.5%	5.7%
1935年上期	12.3%	7.7%	62.1%	3.7%	352	6,214	13.5%	12.6%	7.1%	23.5%	37.6%	5.7%
1935年下期	12.4%	8.1%	64.9%	4.0%	351	6,314	14.7%	12.2%	7.0%	23.2%	37.2%	5.6%
1936年上期	12.6%	8.3%	66.2%	3.6%	350	6,465	12.4%	11.6%	6.6%	23.9%	39.4%	6.0%
1936年下期	12.8%	8.2%	63.2%	3.7%	350	6,674	13.4%	11.5%	6.5%	24.1%	38.7%	5.8%
1937年上期	14.0%	8.5%	59.2%	3.4%	350	7,104	11.4%	11.1%	6.8%	23.3%	41.1%	6.3%
1937年下期	13.7%	8.6%	62.0%	3.2%	350	7,615	12.0%	10.7%	6.8%	22.9%	41.6%	6.1%
1938年上期	14.0%	8.7%	62.5%	3.2%	350	7,974	10.2%	10.9%	6.8%	21.9%	44.2%	6.0%
1938年下期	14.2%	8.8%	61.9%	3.1%	350	8,418	10.9%	10.6%	7.8%	21.0%	44.3%	5.5%
1939年上期	14.5%	9.0%	61.8%	3.1%	350	8,593	9.7%	10.6%	8.7%	19.5%	46.0%	5.5%
1939年下期	15.0%	9.1%	59.4%	2.8%	350	9,030	9.2%	10.5%	8.7%	18.7%	47.6%	5.2%
1940年上期	14.8%	8.9%	55.7%	2.5%	350	9,575	8.7%	9.9%	8.6%	18.4%	49.1%	5.2%
1940年下期	14.7%	8.3%	52.7%	2.6%	350	10,286	8.1%	9.7%	8.5%	17.4%	50.2%	6.1%
1941年上期	14.5%	8.5%	58.8%	3.2%	350	9,295	7.5%	9.9%	8.8%	16.6%	51.5%	5.7%
1941年下期	14.4%	8.5%	58.8%	3.0%	331	9,823	7.3%	9.4%	8.9%	16.0%	52.5%	5.9%
1942年上期	14.2%	8.5%	59.9%	2.9%	325	10,348	8.1%	10.1%	10.7%	2.2%	62.5%	6.4%
1942年下期	13.8%	8.3%	58.6%	2.8%	345	10,890	7.9%	9.1%	11.4%	2.1%	63.5%	6.0%
1943年上期	13.1%	8.1%	60.2%	2.8%	340	11,541	7.5%	8.8%	11.0%	2.0%	64.7%	6.0%

(注) 電力事業再編に伴う配電統合実施により、民間電力会社は全国九地区配電会社に吸収・解散したため、1942年上期以降の電気・ガスの業種比率が急低下している。

〔出所〕三菱経済研究所調「本邦事業成績分析」、および中村青志監修(2006)『戦前期本邦事業成績分析』第1巻。

影響を受け、株主の権利が相当程度抑えられたと考える。1943年10月に制定される軍需会社法では、商法に定められた株主権¹²が明示的に制限されている点からも、主たる企業の意思決定における株主の地位は低下したと言えよう。経営者と労働者の地位が上昇し、株主からの「フリーハンドを得た経営者が利潤を目的とすることが事実上容認された¹³」のである。

しかし、資金調達手段としての株式経路は相対的に低下し、さらに株主の権利は制限されたものの、利益率が上昇した点には留意が必要である。株主にとっては、戦時統制により配当率は抑制されたものの、保有する企業の利益が抑制されたわけではなかったのである。経済新体制確立要綱や軍需会社法に代表されるように、経営者と労働者の地位が上昇したものの、株主からのフリーハンドを得た経営者は、利潤を目的とした（その利潤の分配に労働者が参加する）経営に注力し、生産拡充を推進する中で企業の利益率は上昇しているのである。図表2左半分は、主要企業325～392社の営業報告書を基にした三菱経済研究所等による企業事業成績と、対象企業の業種別の払込資本金比率の推移を示したものである。払込資本金対比の配当率は、金解禁による不況の影響を受けて1931年下期に5.4%まで低下するものの1939年下期には9.1%まで上昇している。しかし、会社利益配当及資金融通令（1939年4月）や会社経理統制令（1940年10月）により、配当抑制が強化されたため、1943年上期にかけて8.1%まで低下しているのが確認できる。この戦時期の配当率の

水準は、ニューヨーク株式市場暴落による世界恐慌以前の1928年上期の8.3%より僅かに低い程度である。次に払込資本対比の資本利益率は、配当率と同じように1931年下期に4.2%まで低下するものの1939年下期には15.0%まで急上昇し、1943年上期には13.1%まで抑え込まれている。この戦時期の資本利益率の水準は、1928年上期の9.8%を上回っているだけでなく、配当率を5.0%も上回っている。ここでは、1928年上期には、約85%だった配当性向が1943年上期には約60%まで低下する中で、企業の利益率は上昇している点を見逃すべきではない。つまり、株主の配当率は低下し、配当支払いを通じた株主還元は抑制されたという点で株主の権利は制限されたものの、企業業績は堅調に推移し利益率は相対的上昇したため、株主利益が単純に低下したわけではない。株主にとって注目すべき配当率は抑制されたものの、企業の利益追求姿勢は維持されたのである。

2.2. 戦前・戦時期の株式市場

戦前期の株式市場は、複数の指標を用いてグローバル比較すると、日本市場が相対的に優位であったとされている。岡崎等（2005）は、「日本の方がアメリカより、相対的に株式市場が発達していた」とした上で、「1990年代前半の多くの国々と比較すると、戦前日本の株式市場の発達度はトップ・クラスにあった」と指摘している。1936年の上場株式時価総額／GDP（GNP）、および株式売買高／GDP（GNP）の各国比較からは、わが国株式市場の相対的優位

12 北沢（1986）によれば、1890年に制定された商法典（旧商法）は、1899年改正（新商法）、1911年改正を経て1938年改正で、所有と経営の分離を前提とした株主総会主義をとる近代株式会社法としての一応の成型（66頁）を見ており、1937年のナチス・ドイツの株式法が株主総会の権限を縮小し、取締役の権限を拡大したのと異なり、日本の商法は株主総会中心主義の姿勢を維持した（72頁）。従って商法の株主総会中心主義を維持したまま、その他の法律や閣議決定などで企業統治の修正を行ったと言える。

13 岡崎（1991）、394頁参照。

性が確認されるからである¹⁴。確かに株式金融の観点からは、米国におけるブローカーズローン残高が時価総額対比で低下する1930年代に、わが国の民間銀行による株式担保貸出残高の同比率も低下したが、長期清算取引および短期清算取引の未受渡取引額は、高位で維持されていた。特に清算取引の中でも短期清算取引は、その売買高が全国取引所の売買高の8割を占めており、長期清算取引が1日当たり4回（前場と後場の寄付値・引値の計4回）のみの値付けに対して、通時的に取引がされていたため（ザラバ取引）、株価形成の柔軟性が高かったのである。

ただし、この水準は、日中戦争以前の一時点のものであり、戦時期にかけて徐々に低下していった点は注意が必要である。わが国の場合には、戦時末期にかけてインフレ率が高まり名目GNPが上昇し、株式市場の時価総額や売買高がそれに追従できなかったからである。一方で、株式売買株式数を日米で比較すると、共に戦時末期にかけて減少基調で推移するのが確認できる。図表3は、ニューヨーク株式取引所と日本全国取引所（満州証券取引所を除く）の年間売買株数の推移を示しているが、1939年に日本がニューヨークの株式売買数を抜き、1942年には3倍を上回る451百万株となっている。太平洋戦争勃発時の戦勝期待により清算取引を軸に売買が活況になったと考えられる。産業資金の調達を行う資本市場としての機能は後退したものの、1930年代から戦時初期にかけての株式売買については、米国の減少基調に対して日本

の場合は、活発な取引が相対的に維持されていたのであった。

その活発な株式売買について寺西（2010）は、「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ズ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¹⁵」と指摘し、戦前期の株式市場は投機性が強い市場としている。しかし、この株価形成が、株式需給やモメンタムといった市場内部要因のみに依存しており、企業ファンダメンタルズを反映していなかったのかについては疑問が残る。図表3は、短期清算取引市場における株価収益率（株価／一株当たり利益；PER）と米国のS&P株式指数の株価収益率を比較したものであるが、戦時期にかけての日米の同水準に顕著な違いが確認されないことを示している。金融統制により日本の配当は抑制されたものの、株価収益率からは、日米共に利益に応じて株価が形成されていたことを示唆しているわけである。つまり、日米間での企業ファンダメンタルズ（業績等）と株価の関係に大きな格差があったとは言い難い¹⁶。また、後述するように日本銀行「調査月報」等の株式市場動向に関する記述では、1930年代半ばに企業業績に応じた株価形成の記述が増加していることから、一定程度は企業ファンダメンタルズも株価形成に影響した可能性はあると言えよう。この背景の一つとして、乏しい資金状態においても株式売買が可能な仕組みである清算取引が、取引所主導で整備されていた点を挙げることができよ

14 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄（2005）、16頁参照。

15 寺西（2010）、235頁参照。価格情報の意味では極めて効率的であったが、「その効率性が実物的な資源配分に関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」としており、株式市場機能の分化についての問題意識を本研究と共有している。

16 平山（2019）、178～181頁参照。

図表 3 株式市場日米比較

年	年間株式売買株数（百万株）		株価収益率年間平均（倍）	
	ニューヨーク株式取引所	日本全国取引所	米国株式	日本株式
1925	—	—	10.1	20.0
1926	—	—	10.1	18.9
1927	—	—	13.2	15.1
1928	—	—	15.9	14.3
1929	—	—	17.3	14.1
1930	—	—	16.7	14.7
1931	576.8	175.9	17.5	14.3
1932	425.2	220.2	14.0	15.8
1933	654.8	283.4	21.0	18.8
1934	323.9	272.7	21.1	17.0
1935	381.7	263.4	14.3	13.2
1936	496.0	251.1	17.5	12.8
1937	409.5	382.2	13.5	13.2
1938	297.5	242.1	15.3	12.3
1939	262.0	272.4	15.7	11.6
1940	207.6	315.2	10.8	10.8
1941	170.6	280.3	8.8	10.2
1942	125.7	451.3	8.6	11.0
1943	278.7	266.5	10.9	10.8
1944	263.1	132.5	13.5	10.2

〔出所〕 年間株式売買株数は、National Bureau of Economic Research, Stocks, Number of Shares Sold on the New York Stock Exchange for United States [M11002USM444NNBR] , retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/M11002USM444NNBR>, 東京株式取引所・日本証券取引所「統計月報」および「統計年報」（1944年は11月まで・満州証券取引所を除く）。株価収益率年間平均は、Robert J. Shiller, Stock Market Data Used in Irrational Exuberance, Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated, retrieved from Home Page of Robert J. Shiller; http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls および平山（2019）のデータを基に作成。

う。株式購入資金を借り入れる米国のブローカーズローンとは異なり、わが国の場合には、個別銘柄の信用取引を少額の繰延料・証拠金で容易に行えるシステムが存在していたのである。

2.3. 清算取引と活発な未受渡取引

戦前・戦時期にわが国の株式売買を支えた清算取引は、株券の移転を伴う受渡を前提とした

実物取引とは異なり、主として差金決済される取引（未受渡取引）であった。実物取引と清算取引の歴史的経緯については、寺西（2010）に詳述されているため、以下では、わが国の特徴である未受渡取引の多寡について、昭和初期（東京株式取引所）の清算取引について確認しておきたい。

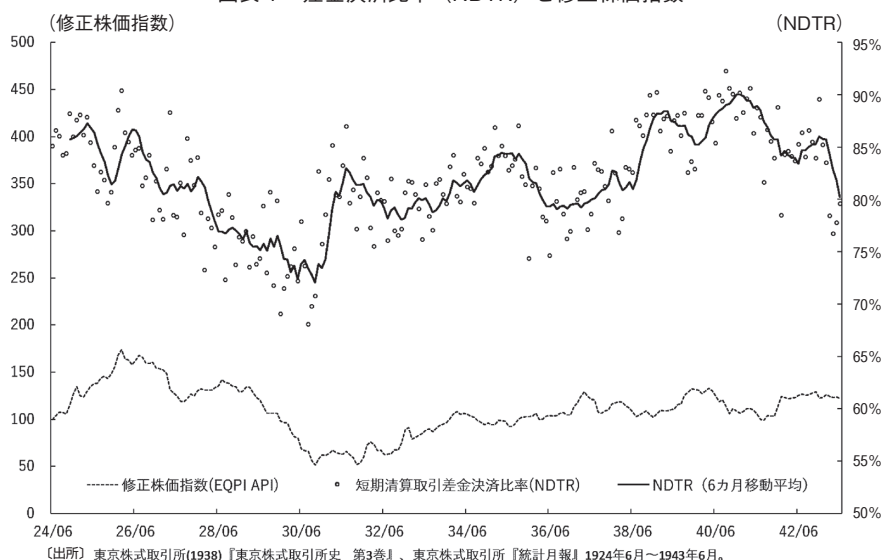
東京株式取引所で1924年6月に始まった短期清算取引¹⁷は、前記したように複数の限月が併

存する長期清算取引に比べて売買高が多かった。そしてその短期清算取引の一部は、株式受渡が行われたものの、その大部分は差金決済であった。売買成立の日より1か月以内で繰延が認められたが、期限内にバイカイ（クロス売買取引）を行うことで、実質的には無期限で繰延が可能であったため、株券の受け渡しを伴わない差金決済が中心だったのである。その繰延の末に差金決済された未受渡株数の比率である「差金決済比率 (Non Deliverable Trading Ratio)」の推移は、戦前・戦時期の株式市場の状況を確認するための指標として活用できる。1924年6月から1943年8月までの短期清算取引の売買高（株数）と受渡高（株数）から算出する差金決済比率（月次）は平均82.0%と高率であった。これは、8割超の売買が受渡を伴わない反対売買により決済されていたことを示しているが、

図表4ではその比率が68.1%（1930年8月）から92.3%（1940年9月）までの幅で変化しており、差金決済の伸縮が市場の過熱感もしくは投機性と連動していた可能性がある。たとえば、(1) 1930年、(2) 1933年、(3) 1936年、(4) 1943年には、短期清算取引の差金決済比率が低下しているが、いずれの時期も日本銀行「調査月報」¹⁸等で次に示すように株式現物保有に関する記載時期と連動している。

通期で差金決済比率は高水準で維持されたものの、(1) に至る昭和金融恐慌から金解禁観測が高まる過程では、売買高に占める受渡比率が上昇した（差金決済比率が低下した）。志村（1969）が指摘するように、(2) の1932年から1933年にかけては、重化学工業株を中心に上場銘柄数や売買高が増加すると共に、実際の受渡を伴う取引が拡大している¹⁹。日本銀行「調査

図表4 差金決済比率 (NDTR) と修正株価指数



17 短期清算取引は、1922年9月の取引所法改正時に大阪株式取引所で導入され、東京株式取引所では1924年6月から取引された。

18 日本銀行調査局による「調査月報」では、1908（明治41）年5月から1941（昭和16）年4月までの株式市場動向を月次で記載しており、当時の株式市場を左右した事項を時系列で確認することが可能である。

19 志村（1969）、346頁。

月報」でも、1932年11月に「市場の人気は主力株を主とする短期取引より雑株本位の長期及び実物取引に移る」、1933年9月に「主力株の人気喪失し不勢を辿りたるに対し、雑株に対する買気強い」と記されるように主力株である東京株式取引所新株（新東株）や鐘淵紡績新株（鐘新株）よりも雑株と記載される「他の事業株等」を購入する傾向が強まった点が指摘されている¹⁹。

また、(3)の1936年にかけては、後述するように1935年12月に「事業及び会社の優劣に応じて選択的に売買せらる傾向高まる」と記されるように、企業業績を含めた企業のファンダメンタルズに応じた選別投資の傾向が高まり、株式市場は上昇していたものの投機的な動きが抑えられていた点が確認できよう。そして、(4)の1943年にかけては、1942年12月に取引所株の上場廃止が決定される中で、株式市場全体としては（新東株を除く）、差金決済による投機的取引が後退していったものと考えうる。つまり、市場環境に応じて差金決済比率が伸縮していることから、短期清算取引における価格形成は一定程度、外部環境や企業動向が反映されるという意味での柔軟性を維持していたと言えよう。

尚、長期清算取引における差金決済比率（月次）は平均82.4%であり、65.5%（1936年4月）から93.4%（1924年11月）の幅で前後しており、概ね短期清算取引と同水準である。一方で、長期清算取引の差金決済比率が1930年前後の金解禁時に時系列で高かったのに対して、短期清算取引の場合には1940年前後の欧州大戦時が時系列で高かったという相違点が確認されるが、銘柄構成比の相違によるものと考えられる。

3. 短期清算取引における繰延料と修正株価の推移

3.1. 代行機関と繰延料

東京株式取引所で1924年6月に始まった短期清算取引は、原則として売買に際して代金と株券の授受が行われることを原則としていたが（前日後場から当日前場までの売買については当日受渡）、前節で示したように、一定の繰延料授受により受渡決済を繰延できた。そのため、日々の受渡数量に過不足が生じ、この売手の過剰株を引受けて代金支払いをする、もしくは買手の代金を受取り不足株の品貸しをして、買方と売方の受渡額不足を調整・仲介する代行機関が機能していた。代行機関は、売方全員および買方全員に代わり受渡を実行したのである。具体的には、代行機関の代引きに伴う繰延売建を代引尻、繰延買建を代渡尻と言うが、受け渡す株が過剰な時には買方のために代金を立替払いして過剰株を引き取り（代引）、受け渡す株が不足する時には、売方に代わり不足株を引き渡して代金を受領したのである（代渡）。東京株式取引所の場合には、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が代行機関として機能していた²⁰。

実際には、短期清算取引の差金決済比率が高だけでなく、売買の一方向への偏在性が繰延料を変化させたため、代行機関が決める繰延料の水準が市場全体の状況を表す指標の一つとされた。たとえば日本銀行「調査月報」でも「市場は実勢無視の悲観に走り、株価は採算無

20 詳しくは、寺西（2010）、209～211頁参照。大阪証券取引所の場合には、日本信託株式会社。

視の安値すら示現せるもの多かり（中略）短期市場における代引尻激減し、殊に鐘紡名糖等は殆ど通月代渡のため逆日歩を生じ、新東亦往々逆日歩を付する情勢にある（1935年6月）」等と記載されているように、当時の市況の動きを示すシグナルの一つだったのである。繰延料は、買方には繰延希望が多く、売方には繰延は少ないのが常態²¹であり、買方が支払う繰延料（10株当たりの銭単位での金額）は順日歩（プラスの値）であることが多かった。順日歩の場合は、買ポジションを未決済のまま繰り延べている参加者（買方）が売ポジションを未決済のまま繰り延べている参加者（売方）および代行機関に対して資金調達コストを支払っているとみなせる。一方、売方の繰延が買方を上回った時には、売方が繰延料を支払う（逆日歩）。逆日歩の場合には、売ポジションを未決済のまま繰り延べている参加者（売方）が買ポジションを未決済のまま繰り延べている参加者（買方）および代行機関に対して品貸料を支払っているとみなせるだろう。

繰延料は、市場金利等（主としてコール日歩）を基本としつつ、取引員の繰延条件、代行機関の受渡調節意思により決定されたが、特に逆日歩の場合には、順日歩よりも市場金利の影響は間接的なものになり、市場における浮動株の多寡が決定的要素となった。受渡調節意思とは、代行機関の手許資金もしくは所有株不足状況による判断だけではなく、市場参加者により代引及び代渡が一方的に累積する場合には、受

渡を円滑にするために意図的に高率にすることを指している。そのため、買方株数が急速に積み上がる局面では順日歩を高率に、売方株数が急速に積み上がる局面では逆日歩を高率にするケースが想定され、一定程度繰延料の変化が、株式売買の偏在性を表す代理変数の一つとして考えられたわけである。

ところで短期清算取引は、繰延料を支払うことで、資金不足でも買ポジションをとることが可能であり、株式未保有でも売ポジションをとることが可能であることから、買投機、売投機の対象としてポジションをかさ上げするのに都合がよい。短期清算取引では、レバレッジをかけた取引が活発に行われ、さらに、新東株の売買高が他の銘柄と比べてけた違いに多く流動性が高いため²²、短期清算取引の中でも、特に株式市場の投機のシグナルと位置付けられた。以下では、新東株と全銘柄の繰延料の推移を確認することで、時系列での市場の特性変化を確認したい²³。

3.2. 東京株式取引所新株（新東株）の繰延料推移

図表5上段左は、新東株の短期清算取引における繰延料の月中平均、月中最高と月中最低のレンジを示しており（1927年までは月中平均のみ、API（スタート時点を100とする）は同株価の追加払込等を修正して指数化したもの）、繰延料の月中平均水準は通期では順日歩20銭程度であった。

21 詳細は、向井（1934）、159頁参照。尚、休日の前日の繰延料は、休日分も加算して表示される。

22 長期清算取引の場合には、午前（前場）、午後（後場）の寄付・大引の計4回の立会に過ぎないが、短期清算取引は寄付と大引の間に接続売買として取引が継続される。そのため、相場の感受性が極めて鋭敏であり、市場情勢により刻々変化するため長期清算取引よりも投機的妙味が多かったとされている（日本銀行調査局（1932）113～115頁）。

23 野田（1980）333頁では、社会的再生産過程とは直接関連をもたない株式取引所そのものの株式を中心とした短期清算取引による過度の投機は、当時の日本における株式投機の賭博的性格を表すと同時に、金融資本成立過程の特殊性にも由来していたとしている。

図表 5 短期清算取引銘柄の繰延料推移 (1)



まず、株価と繰延料の関係を概観するために、新東株の株式月次リターンと繰延料月中平均・最高値・最低値の対応関係（1928年1月～1943年3月）を、リターンを5分位化²⁴して確認してみたい。第1分位から第5分位のリターン平均が、順に-8.8%、-3.0%、-0.6%、+2.2%、+9.1%に対して、繰延料月中平均の平均値は、8.2、13.8、21.9、21.6、26.8であり、第3分位と第4分位を除くと概ね比例関係があるのが確認できる。繰延料最高値の平均値は27.4、27.8、31.4、30.8、43.8であり、これも第3分位と第4分位を除くと概ね比例関係があるのが確認できる。そして繰延料最低値の平均値は-33.5、-11.0、6.4、8.6、10.3であり、比例関係があるのが確認できるため、総じて株式リターンの高い月には繰延料の水準も高く、株式リターンの低い月には繰延料の水準は低くなっている。特に、リターン第1分位の逆日歩およびリターン第5分位の順日歩の絶対水準は顕著に大きくなっているため、大幅な株価変動があった時点で、繰延料も対応して動いている点が明らかである。

次に昭和初期の東京株式市場短期清算取引において、新東株が逆日歩となったのは、主として以下の6回である。(A) 昭和金融恐慌により全国の銀行に金銭債務の21日間支払猶予令（モラトリアム）が設定された1927年4月及び5月、(B) 浜口雄幸新内閣（井上準之助大蔵大臣）による金解禁の政策綱領が提示された1929年7月前後（1929年6月～9月）、(C) 金解禁が実施された1930年1月以降の昭和恐慌時（1930年1月～8月）、(D) 新東株の個別要因

として、取引所売買高減少が顕著となり東京株式取引所の減益・減配懸念が強まった時期（1938年5月～8月）、(E) 対米関係の急速な悪化が顕著になり米国による対日資産凍結が発表された1941年7月、(F) 新東株の個別要因として、株式取引所株上場廃止が決定された1942年12月以降（1942年12月～1943年2月）である。特に、(D) と (F) は、東京株式取引所という個別企業の株式に対する市場参加者の見方が悪化して売ポジションが累積したものであり、市場全体への影響は軽微であったと考えられる。

逆に日歩が急上昇したのは、主として以下の4回である。(G) 1926年11月以降の久原鉱業株買占による買投機がピークを迎える1926年12月、(H) 犬養毅新内閣（高橋是清大蔵大臣）による金輸出再禁止公布される中で、新東株の追加払込が発表され（1932年3月払込）、株式市場が暴騰した1931年12月以降（1931年12月～1932年3月）、(I) 米ドル高が進行する中で日本銀行の国債引受開始（1932年11月）による資金供給観測が高まり、株式取引所は未曾有の旺盛・記録的売買高を記録した1932年12月以降（1932年12月～1933年1月）、(J) 戦前の東京株式取引所における最高売買高を記録した1937年3月以降（1937年3月～5月）である。

また、月中最高と月中最低のレンジの幅を確認すると、月中平均が逆日歩である場合の変動幅が大きくなっており、売方株数が急増していると想定される時期には、代行機関が繰延料を柔軟に操作していた可能性がある。繰延料月中平均が、逆日歩であった月の最高-最低幅の平

24 183か月の月次リターンデータのうち低い順に36データを第1分位、次の37データを第2分位、次の37データを第3分位、次の37データを第4分位、次の36データを第5分位とする。そのリターンデータ平均に対応する繰延料月中平均・最高値・最低値のデータ平均を確認した。

均は96銭だったのに対して、順日歩であった月の同平均は26銭であり、売ポジションに偏っている局面では、大幅に繰延料が引き下げられる傾向があった。一方、日歩が高率に設定された時期には、変動幅は相対的に限られているが、例外的に、1931年12月は182銭の変動幅になっており、一時的にはパニック的な買付の殺到に応じた繰延料の引き上げが実施されたと想定されよう。

さらに、1933年から1937年にかけては、繰延料は総じて安定的に推移しているのが確認される。新東株の動きとは異なるが、図表2でも示したように、1930年代半ばは、主要企業の中でも製造工業が占める割合が上昇する中で、繰延料が急騰・急落するような投機的取引よりも、企業業績に応じて株価が形成される傾向が強まった可能性がある。日本銀行「調査月報」では、「事業会社決算良好（1934年5月）」、「事業及び会社の優劣に応じて選択的に売買せらる傾向高まる（1935年12月）」、そして「増配見越し・業績楽観（1936年8月）」など、企業業績に応じて株価が変動したことが記されている。図表3の株価収益率も、1935年13.2倍、1936年12.8倍、1937年13.2倍という具合に、13倍前後で安定的に推移している。株価収益率は、株価が1株当たり利益の何倍に相当するかを示したものであるから、株価収益率が一定水準で安定していたということは、株価が利益に応じて水準変化したことを示している。つまり、昭和金融恐慌、金本位制を巡る政策変化、日米関係の悪化といった外部環境の変化だけでなく、特に1930年代半ばは、「調査月報」での記述を裏付けするように企業業績といった個別企業業績要因に応じて繰延料が反映されると共に、個別企業の権利落および追加払込修正後の株価の変動と

連動していたのである。通期で見ると、短期清算取引市場における売買が一方向に偏在化することで、各種要因に応じて価格形成が過熱した点と、1930年代半ば以降に投機熱が沈静化して企業業績に応じて価格形成されていた点が確認されよう。1930年代を通して産業資金供給の主役の座を追われていく株式市場も、少なくとも柔軟な価格決定機能は保たれていたのである。以上、繰延料の趨勢について確認したが、次に個別銘柄の特徴を9セクターに区分して確認してみたい。

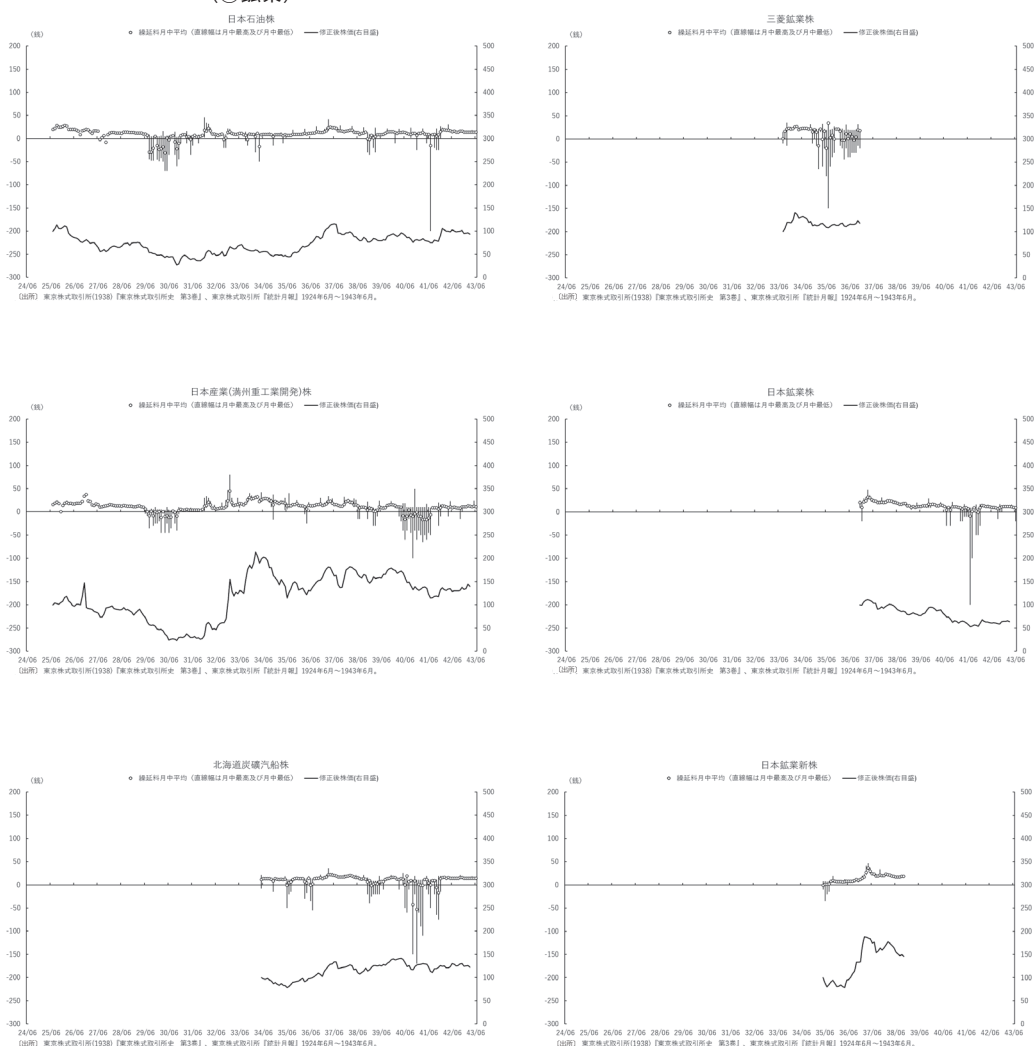
3.3. 銘柄別繰延料と修正株価の推移

第一に、図表5の①取引所セクターにあたる大阪株式取引所新株は、1942年12月に東京株式取引所と同様に短期清算取引から上場廃止されることが決定されたため、同じタイミング（F）で、繰延料が大幅に逆日歩になると共に、修正株価も軟調に転じている。同要因により同じ取引所セクターの繰延料が同時に下落しているものの、通期で繰延料の変動幅が小さかった大阪株式取引所新株は、（F）時点での繰延料の平均値もしくは月中最低値の下落幅は新東株より抑制されている。次に②交通セクターでは、（E）時点での汽船株（日本郵船株・日本郵船新株）が鉄道株（南満州鉄道株）よりも逆日歩が大幅になっている。米国による対日資産凍結のショックは、中国大陆を拠点とした鉄道株よりも汽船株の売ポジションを増加させたと考えられる。尚、汽船株の逆日歩は一時的には大きかったが、戦争拡大による軍需物資の国際輸送需要観測が高まり修正株価は堅調地合いで推移した点には注意が必要であろう。

第二に、図表6の③鉱業セクターは、日本石油株および日本産業（満州重工業開発）株に代

図表6 短期清算取引銘柄の繰延料推移 (2)

(3) 鉱業



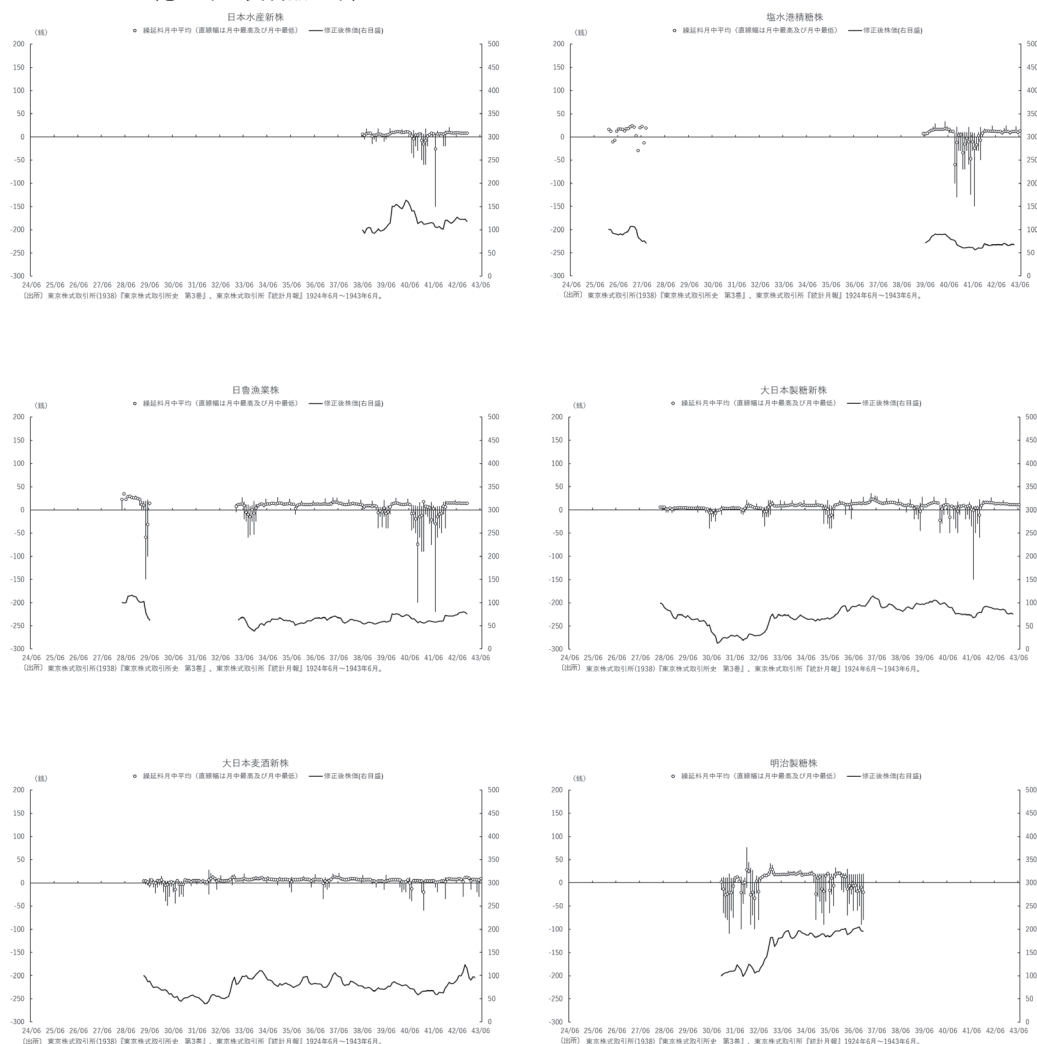
表されるように、(B) 金解禁の政策綱領が提示された1929年7月前後、(C) 金解禁が実施された1930年1月以降の昭和恐慌時には逆日歩になり、修正株価も下落基調で推移した。その後1930年代半ばの日本石油株は、日本銀行「調査月報」に「日本石油の一分増配内定（1935年4月）」とあるように好業績を織り込むように繰延料が上昇し、修正株価も堅調に推移している。

逆に、日本産業株は、1930年代半ばに日本銀

行「調査月報」において「日産配当維持困難見通し（1935年5月）」と記されるように、繰延料及び修正株価も軟調に推移するなど、同業種でも個別企業の業績に応じて繰延料や修正株価が変動した。その後、改称された満洲重工業開発株（旧日本産業株）や北海道炭礦汽船株などの鉱業セクターについては、1940年4月発表に発表された陸軍省による「軍需工業適正利潤率算定要領」が、株式市場参加者に「漸次軍需工

図表7 短期清算取引銘柄の繰延料推移 (3)

(④漁業・食料品工業)



業を初め諸産業の業績低下を懸念²⁵させ、1940年10月制定の「会社経理統制令」に至るまで、繰延料の逆日歩幅が拡大した。この影響は、鉱業セクターにとどまらず後述する金属工業セクターの日本鋼管株、そして配当抑制懸念から高配当株の代表であった鐘淵紡績株や帝国人絹製糸新株などの繊維工業セクターにも及び

逆日歩が加速している²⁶。尚、図表7の④漁業・食料品工業セクターは、通期では順日歩で安定していたものの、一時的に逆日歩の際には大幅に拡大する傾向が確認されたことから、相対的に流動性が低かった可能性がある。

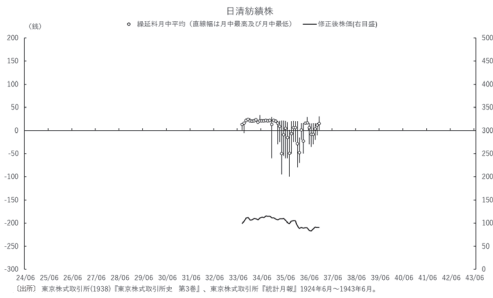
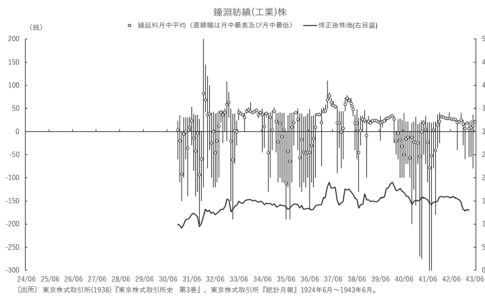
第三に、図表8の⑤繊維工業セクターは、1930年代半ばに日本銀行「調査月報」で「紡績

25 全国経済調査機関連合会編（1941），173～176頁参照。

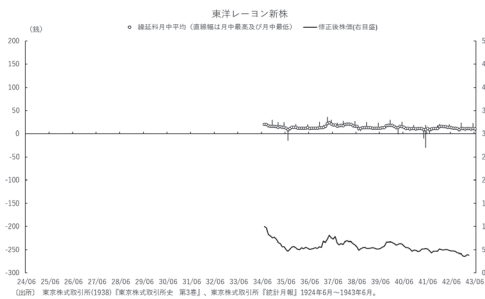
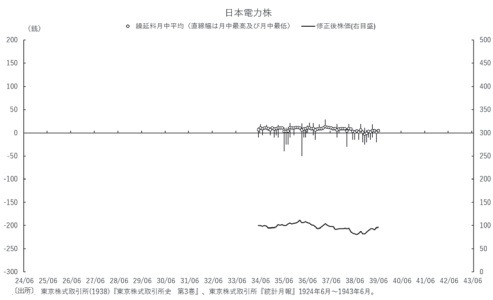
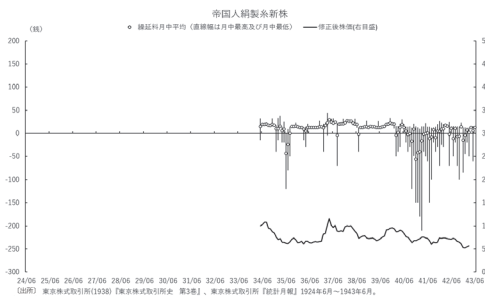
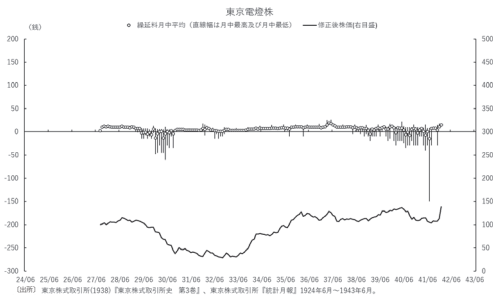
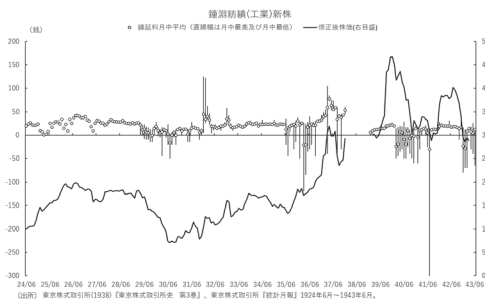
26 投機株の代表であった新東株にとっては、製造業ではないことからこの影響が大きくなかった。

図表8 短期清算取引銘柄の繰延料推移 (4)

(⑤繊維工業)



(⑥電力)



滞貨等による減配懸念（1935年7月）」と記されるように、総じて修正株価が軟調に推移するだけではなく、繰延料も逆日歩になっている。1935年の繊維工業セクターでは、企業業績の悪化に応じて株価も軟調に推移していたと言えよう。ところで、繊維工業セクターでは、鐘淵紡績株の繰延料の最低－最高幅が際立って大きいことに気がつく。鐘淵紡績株は、短期清算取引銘柄の中では最も株価が高い値嵩株であったため、10株単位での繰延料の絶対値も大きかったと考えられる。また通期で見たときに、鐘淵紡績新株（鐘新株）と比較した場合に、企業業績は同じである鐘淵紡績株が逆日歩になる頻度が多かったのは、10株当たりの売買代金が最も多く、市場独自の内部要因がはたらいた可能性も考えられる。特に鐘新株は新東株に準じる花形株（投機株）の一つであり、新株の追加払込が株価上昇要因になる局面では、株価の安い鐘新株を買い（ロング）、鐘淵紡績株を売る（ショート）裁定取引（ロング・ショート取引）が取り組まれやすく、鐘淵紡績株の品賃料が高まった（逆日歩になりやすかった）と考えられよう。この点では、短期清算取引対象銘柄の中では、最も株価が高かった鐘淵紡績株は、市場内部要因の影響が大きく、企業業績や経済環境の感応度が相対的に低かった可能性がある点は留意すべきであろう。

第四に、図表8の⑥電力セクターである東京電燈株および日本電力株の繰延料は、安定推移しており、最低－最高幅も（E）1941年7月を除くと狭小で推移している。電力セクターは、繊維工業セクターとは異なり他セクター対比で株価が低かったため、10株単位での繰延料の絶対値が小さかったことも影響しているだろう。特に、1930年代半ばの電力セクターは、日本銀

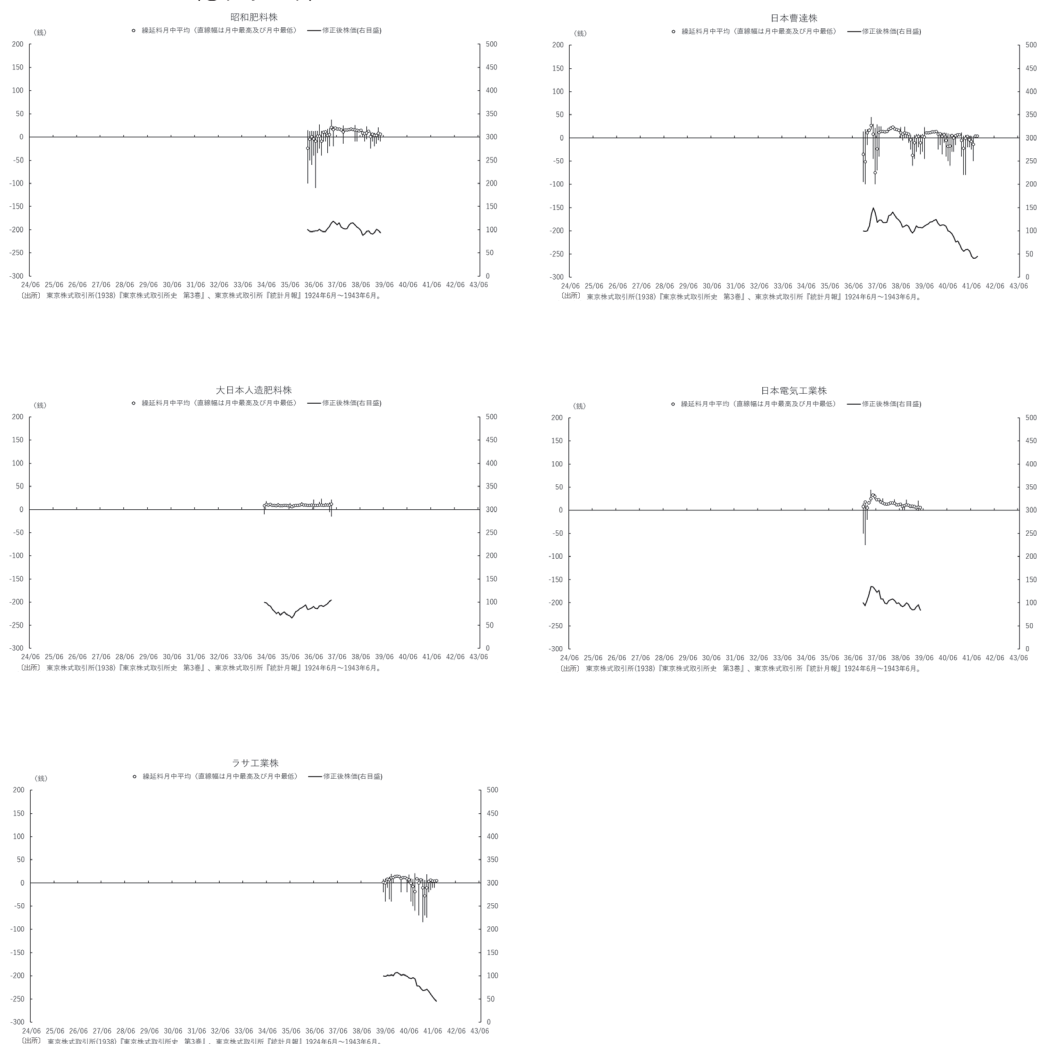
行「調査月報」に「増配見越しの電力株等に生保筋の買い（1935年3月）」とあるように、好調な業績に応じて株価も堅調に推移している。尚、前記したように、1940年後半からは電力事業再編に伴う配電統合問題により逆日歩傾向が続き、1942年1月には、民間電力会社は全国九地区配電会社に吸収され解散を余儀なくされ、東京電燈株は上場廃止になっている。

第五に、図表9の⑦化学工業セクターは、その多くが1930年代半ば以降に短期清算市場に上場（建株）したが、各銘柄の上場期間が短期間であるため趨勢を推し量り難い。日本銀行「調査月報」に「日本電工経営採算上の欠陥（1936年11月）」とあり、一旦上昇した繰延料が低下し、修正株価が下落している点からは、他セクターの銘柄同様に業績に応じた経過をたどった可能性が高い。また、図表10の⑧機械・金属工業セクターは、1930年代後半から戦時期にかけての上場株式会社の主役を演じるセクターであるが、特に三菱重工業株と日立製作所株は、追加払込を重ね、資金調達を積極化することで総じて修正株価は堅調に推移した。一方、1930年代半ばの日本鋼管株は、日本銀行「統計月報」において「日本鋼管の減配見越（1935年2月）」と記されているように、業績悪化を背景に逆日歩が拡大している。尚、⑨他工業セクターのうち、浅野セメント新株は順日歩で安定推移していたものの、該当期間では王子製紙や富士製紙新株は逆日歩になる傾向があった。

以上、セクター毎に繰延料及び修正株価の推移を概観したが、少額の繰延料の支払いにより、個別企業株式の売買ポジションをとれる短期清算取引は、一定程度、戦時期に至る過程でも企業業績や経済環境を反映した取引が維持されたと言えよう。戦時期の資金供給難に遭遇し

図表9 短期清算取引銘柄の繰延料推移 (5)

(⑦化学工業)



でも、資金を節約した売買が可能だったからである。一方で、前節の新東株で記したように、過度に投機性が強まる時期も確認され、このレバレッジ機能は諸刃の剣であり、誇張された価格形成に陥ることもあった点には留意すべきであろう。現代においても、グローバル金融危機前後のバブルとバーストに見られるように、価格形成の行き過ぎは発生しているため、戦前・戦時期のわが国の株式市場は、価格決定機能と

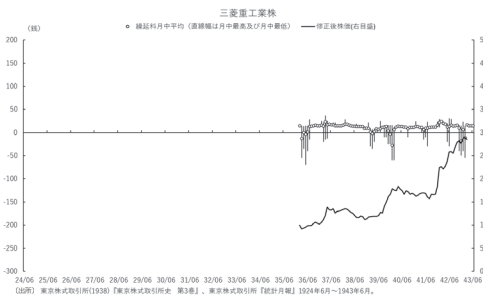
いう観点からは、決して異常な収縮・低迷状態とみなすべきではなく、むしろ現代の株式市場に通底していると言えまいか。

4. おわりに

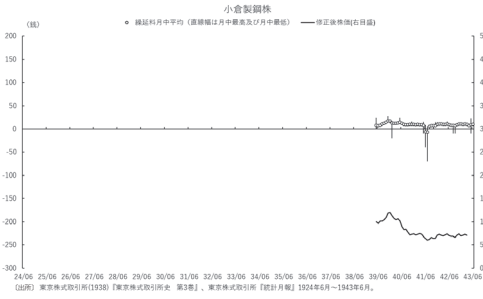
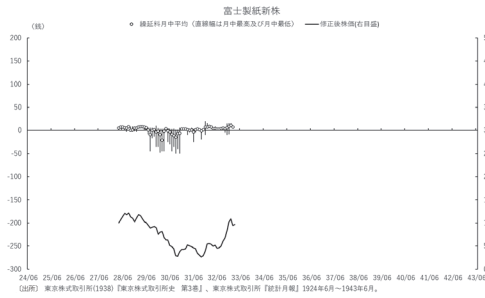
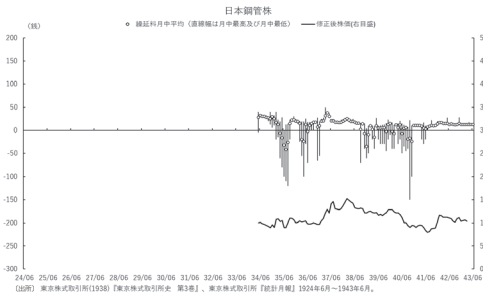
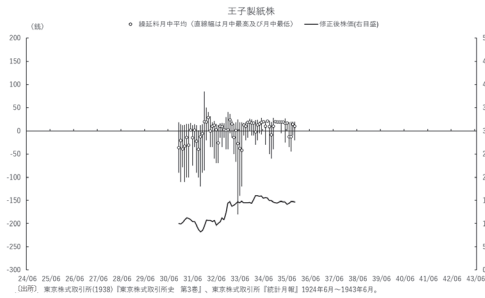
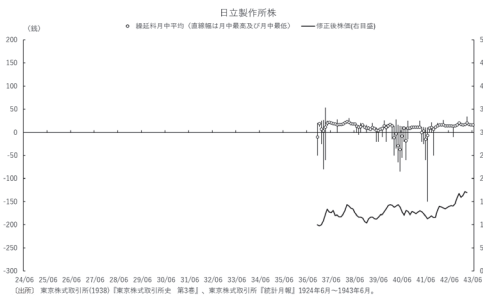
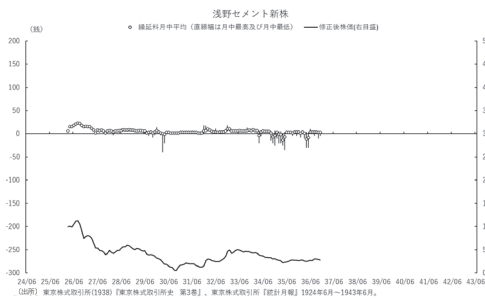
短期清算取引繰延料の変動を検証すると、昭和初期の株式市場における売買ポジションは柔軟に変化しており、新東株ではその変化が特に

図表10 短期清算取引銘柄の繰延料推移（6）

（⑧機械・金属工業）



（⑨他工業）



顕著であったことが明らかになった。検証対象を短期清算取銘柄に拡げて時系列推移を整理すると、1930年の金解禁時には、全銘柄で売ポジションに偏向したものの、1931年末から1932年にかけての金輸出再禁止時には、総じて買いポジションが加速している。一方、1933年から1937年にかけての売買ポジションの偏りは僅少となった。この間、日本銀行「調査月報」では、企業業績と株価変動の連動性が高まっているとの記載が目立つが、株価収益率も特に1935年から1937年にかけて13倍程度で安定していたことから、企業のファンダメンタルズに応じた株価形成がなされていた可能性がある。

その後、統制が強化された戦時期の売買ポジションの偏りは僅少であったが、1941年7月の米国対日資産凍結時には、売ポジションが顕著になっている。一方、株式価格統制令が施行(1941年8月)される中で、戦時金融金庫等による株式市場介入が強化された日米開戦後は、株価維持機関による株価介入により市場参加者のポジションの変更が生じにくくなった可能性がある。不安定になったとされる戦時期の株式市場であるが、むしろ売買ポジションの偏りに乏しく、株式リスクも低位で推移していることから、資本市場の機能低下の要因とされる株式市場の不安定性が生じていたわけではなかった。また、戦時期の売買ポジションは安定するものの、取引所の上場廃止という個別事象に、取引所株の繰延料は反応する一方、その他業種の繰延料は反応しなかったことから、取引所株の売買動向に多くの銘柄が左右されたとはいえない。そのため、通説的に考えられている戦時期に至る株式市場が機能不全に陥っていたという主張は、価格決定機能という側面からは必ずしも当てはまらないと言え、さらなる定量的

な検証が求められる必要があるだろう。

参 照 文 献

- 伊藤修 (1995)『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会。
- 大蔵省財政史室 (1978)『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻, 東洋経済新報社。
- 岡崎哲二 (1991)「戦時計画経済と企業」, 東京大学社会科学研究所編『現代日本社会 第4巻 (歴史的前提)』, 東京大学出版会。
- 岡崎哲二 (1993)「企業システム」, 岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
- 岡崎哲二・奥野正寛 (1993)「現代日本の経済システムとその歴史的源流」, 岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
- 岡崎哲二 (1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展: 歴史的パースペクティブ」, 『金融研究』第13巻第3号。
- 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』56巻第1号, 15~29頁。
- 北沢正啓 [1986]「株式会社の所有・経営・支配」, 矢沢惇『現代法と企業』, 岩波書店。
- 志村嘉一 (1969)『日本資本市場分析』東京大学出版会。
- 全国経済調査機関連合会編,『日本経済年誌』, 昭和14年版~昭和18年版。
- 全国経済調査機関連合会編 (1941)「日本経済年誌」昭和16年版。
- 寺西重郎 (2010)「戦前期株式市場のミクロ構造と効率性」『金融研究』第29巻第3号, 193~238頁。
- 東京株式取引所 (1938)『東京株式取引所五十年史, 東京株式取引所史第二・三巻』。
- 東京株式取引所・日本証券取引所『統計月報』1924

戦前期の株式市場機能と短期清算取引

年6月～1943年6月。

中村青志監修（2006）『戦前期本邦事業成績分析』第1巻（昭和3年～6年），ゆまに書房。

日本銀行調査局「調査月報」，1924年6月～1941年4月。

日本銀行調査局（1932）『東京株式取引所ノ概要』

日本銀行調査局（1948）「満州事変以後の財政金融史」『日本金融史資料』第27巻。

野田正穂（1980）『日本証券市場成立史』有斐閣。

平山賢一（2019）『戦前・戦時期の金融市場』日本経済新聞出版。

平山賢一（2020）「戦時末期の株式投資成果」『証券経済研究』第109号，63～85頁。

増地庸治郎（1936）『わが国株式会社に於ける株式分散と支配』，同文館。

三菱経済研究所編『本邦事業成績分析』，昭和7年上期～昭和18年上期，三菱経済研究所。

向井鹿松（1934）『取引所投機と株式金融』東京銀行集会所。

Hoshi, T., & Kashyap, A. (2004), *Corporate financing and governance in Japan: The road to the future*, MIT press. (日本語版：星岳雄・A. カシヤップ『日本金融システム進化論』，日本経済新聞社，2006年)

（東京海上アセットマネジメント株式会社）