

明治後期における株式市場の効率性の分析（上）

片岡 豊
丸 淳子
寺西 重郎

要 旨

本稿の課題は明治30年代前半の時点における株式市場の情報効率性の程度を分析することである。なぜ、明治時代の株式市場の効率性をこの時期に分析するのか。理由は大きく2つある。大企業は株式市場からの資金調達が大きかったが、農村を中心とする在来産業は銀行借入に依存していた明治期における株式市場の配分機能や情報機能を分析してその現代的意義を探ることである。また、成長著しいアジアでは銀行借入中心の金融システムの中で、急速に拡大している株式市場の機能・効率性を問う時の手がかりをえることである。

明治時代の株式市場の制度のもとで、実際の取引がどのように行われ、どのように価格が形成されていたかを整理する。差金決済取引が主であったことから現在以上に活発な売買があった。また、取引所と場外市場の効率的な棲み分けも行われていた。このような一見効率的にである株式市場について、価格形成から実証的に分析する。（ここまで本号）

Ⅱ章で展開されている明治時代の株式市場を情報の非対称性を軸に読み替えて、市場の情報に関する効率性を分析する。明治期の株式市場のマイクロ・ストラクチャーおよび株主構成の機能を再確認した上で、個別銘柄に関して、情報のウィーク型およびセミ・ストロング型検証を行った。ウィーク型では効率的であるが、セミ・ストロング型では効率的とはいえないという結果が得られた。（次号）

目 次

- | | |
|--------------------------------|----------------------|
| I. はじめに | 1. 株式市場のマイクロ・ストラクチャー |
| Ⅱ. 明治期の株式取引 | 2. 株主構成と情報の伝達 |
| 1. 明治の株式市場 | Ⅳ. 明治の株式市場の効率性 |
| 2. 株式取引所と場外市場 | 1. 株式市場の効率性 |
| （以下、次号） | 2. 市場の効率性：実証分析 |
| Ⅲ. 明治期の株式市場のマーケット・マイクロ・ストラクチャー | V. まとめ |

I. はじめに

本稿の課題は、明治30年代前半の時点における株式市場の情報効率性の程度を分析することにある。

明治30年代前半は、わが国の近代的金融システムが一応成立したと考えられる時期である。普通・貯蓄銀行数は1901年（明治34年）に2,334行のピークに達し、その後減少過程にはいる。同年と翌1902年にかけて最初の銀行危機が発生し59行が休業に追い込まれた。また、後に説明するように、株式市場においても1901年に才取人の組合が結成され、場外市場の組織化と取引所取引と場外市場の役割分担システムが成立したと考えられる。また同じ頃、短期金融市場が誕生している。藤本ビルブローカーが営業を開始したのは1902年であり、同年銀行間預金のかたちでコール取引が開始されている。

月次データと日次データを用いたわれわれの検定結果をあらかじめ要約すると、株価に関するウィーク型検定では株式市場は効率的であり、他方、公定歩合や企業利益率情報に関するセミ・ウィーク型検定では、必ずしも効率的でないという結論が得られた。これをどう解釈するかはむずかしいところである。銀行制度・株式取引制度は一応成立したが、他方でマネーマーケットは萌芽的で未発達であったことがかわっているのかもしれない。情報通信システムの整備も、明治初期にくらべると格段に進歩したが、いまだ十分でなく、市場の地域分断が残存していたことによるものかもしれない。われわれは、私的情報に関する検定（ストロング型検定）は行っていないのだが、さまざまなかたちで内部情報の公開に制約があったことが、

影響している可能性もある。

分析結果の十分な解釈は今後の課題としても残されており、また多くの関連する分析が今後必要とされていることは事実であるが、この分析は日本や途上国の金融・資本市場の考察のために貴重な手掛りを与えるものと考えられる。

第一に、よく知られているように、戦前期日本において、近代諸産業の大企業は広範に資本市場からの資金調達を行なったが、他方で、農業を中心とする在来産業は戦後と同じように銀行借入（およびその商人による仲介）にヘビィに依存していた。われわれの分析は、こうしたシステムがどのように株式市場の配分効率や株価の情報機能にかかわっていたかについての、ひとつの手掛りとなることが期待される。第二に、途上国とくにアジア諸国の金融システムは、さまざまな金融革新や金融自由化の進展にかかわらずおおむね銀行中心（bank-dominated）のシステムである。こうしたシステムが資本市場の効率性・非効率性にいかにかかわっているかを考えるさいにも、われわれの明治株式市場の分析結果は、有益な手掛りとなるものと思われる。

以下では、まずⅡで明治期の株式取引を取引方法、株式取引所、場外取引の機能、各種の証券業者などについて概説したうえ、株式取引所の取引・株価決定と場外取引との関係を論じる。Ⅲでは株式市場のマーケット・マイクロ・ストラクチャーを検討する。Ⅳでは、紡績業と鉄道業について明治中期の月次および日次データを用いて、株式市場の効率性の検定を行う。Ⅴで結論を要約し将来の研究課題等を述べる。

Ⅱ. 明治期の株式取引

1. 明治期の株式市場

（1）現物取引と差金決済取引

日本で最初に株式取引所に関する条例が布告されたのは、明治7〔1874〕年であった。しかしその内容は当時行われていた取引の実情とかけはなれており、この条例にしたがって取引所を設置しようとするものはなかった。結局、現実に成立していた公債取引市場を追認するかたちで、明治11年新たに株式取引所条例が制定され、これに基づいて同年東京と大阪に取引所が設立された¹⁾。その後何度かの改正はあったが、基本的にはこの条例が明治期を通じて機能する。

明治期の株式取引所における株式売買は、現物取引と差金（さきん）決済取引の2つに大別される。現物取引は現物株式の授受を目的とする取引形態であり、転売・買戻しは許されていない。それに対して差金決済取引は、決められた額の証拠金をつめば約定期間内の転売・買戻しは自由であり、その際に株券の受渡しは不要である。要するに先物取引の1つであり、江戸時代の堂島米会所において、現物取引である「正米商内（しょうまいあきない）」のリスクをヘッジするために考案された「帳合米商内（ちょうあいまいあきない）」の取引仕法を受継いだものである²⁾。

明治期における現物取引は、取引所設立当初の「現場取引」（株券即日受け渡し）に始まる。その後の条例の改正に伴い、明治20年にはこれが「直取引」（株券5日以内受渡し）にかわり、26年には「延取引」（株券150日以内受渡

し）が加わる。しかしながら、これらの現物取引が株式取引所の株式総売買高に占める割合は小さく、明治期においては多い年でも東京株式取引所で4分の1程度、大阪株式取引所では5%に満たなかった。

取引所での売買の中心は、「定期取引」と呼ばれる差金決済取引であった。「定期取引」は取引期限を3カ月以内とする3カ月限月制をとっており（明治35年7月から翌年8月までは2カ月）、毎月末に取引の最終的な決済として株券の受渡しが行われていた。3カ月限月制の採用によって、「定期取引」においては1つの銘柄について同時に3つの株価が建てられていた。4月を例にとろう。取引期限は3カ月であるから、取引所においてはある1つの銘柄について、2月1日に始まり4月末日に決済される取引（当月限）、3月1日に始まり5月末日に決済される取引（中月限）、4月1日に始まり6月末日に決済される取引（先月限）の3つが同時に行われる。そのそれぞれの取引について、転売・買戻しを通じて異なった株価が形成されるため、同じ銘柄に3つの株価が存在するということになるわけである。

現在の信用取引とは異なり、「定期取引」には現物株式の裏付けは一切なかった。そのため買占めがおこると、極端な場合には、買占めた株数が企業の発行株式数を上回るという事態も生じた。取引所の側も売買高の増大によって手数料収入が増えるため、これを抑えようとはしなかったようである。明治期の定期取引における転売・買戻しは文字通りのカラ売り・カラ買いであったと言ってよい。

このように、明治期の株式取引所には、制度上は現物取引と差金決済取引があったが、実際には両者の区別は判然としたものではなかつ

た。現物株式を大量に取得するためには、取引所の「定期取引」を利用するほうが有利な場合もあった。また、現物取引である「直取引」でも、取引所の外に設けた清算機関を利用して、「預け合い」という差金決済取引と同様な取引を同時に行うことがあり³⁾、これによって現物取引のリスクをヘッジしていた可能性もある。取引所においては、これらの取引方法が取引当事者の目的とその時々状況によって使い分けられていたと考えたほうがよいであろう。

(2) 株式取引所の性格

株式取引所は明治11年の東京、大阪両株式取引所設立以来漸次増加し、明治20年代末になると東京、大阪、京都、名古屋、横浜、神戸など主なものが6カ所、商品取引を兼業する地方の小取引所を含めると100以上を数えたが⁴⁾、売買の8割前後は東京、大阪の両取引所に集中していた。

戦前期における株式取引所の特徴の1つは、取引所自体が株式会社形態をとる営利組織であったことにある。その一方で取引の担保責任、違約に際しての損害賠償責任を負っており、ある程度の資金の留保を必要とした。取引所収入の7割から8割は売買手数料であったから、取引所の経営には売買高の大小が決定的な意味を持った。

図表1は明治29年時点での手数料率を計算したものである。株式売買を委託した客は取引所の取分である売買手数料と仲買人口銭の両方を負担する。「直取引」の手数料率は一定であるが、「定期取引」においては50円以上75円未満を除き、売買高が高額になればおおむね率はさがる。手数料率はいずれの場合も「定期取引」の方が「直取引」より高く設定されており、取

図表1 売買手数料率 (明治29年)

(単位 %)

取引形態	徴収標準	売買手数料	仲買人口銭	計(客口銭率)
直取引	1株実価	0.05	0.15	0.2
定期取引	実価10円未満	0.7	0.77	1.47
	50円未満	0.146	0.154	0.3
	75円未満	0.146	0.146	0.292
	100円未満	0.151	0.149	0.3
	150円未満	0.137	0.13	0.267
	200円未満	0.132	0.119	0.251
	200円以上 50円増す毎	0.116	0.084	0.2

〔出所〕東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』(1928年)196頁より作成。

引所の経営にとって望ましいのは現物取引よりも差金決済取引の活発化であった。

売買に際しての証拠金は明治21年に、「実価百分ノ五以上百分ノ五十迄(但此証拠金は株式の種類に由り頭取肝煎の考案を以て其額を定るものとす)」とされ、株価の変動によっては追証拠金も徴収された⁵⁾。

以下、東京、大阪の両取引所を中心に明治期の株式取引所を概観していく。

初期の取引所における売買高の構成は明治20年をさかいに性格をかえている。すなわち、公債金銀から株式取引への転換である⁶⁾。金銀貨取引の消滅は、政府紙幣の兌換開始によって、19年に金銀貨取引が禁止されたためである。公債取引の減少は、松方デフレの中で金利の低下によって公債価格が限界近くまで引き上げられ、投機としての意味を失ったことが理由としてあげられている⁷⁾。

明治20年以降、株式取引所における取引証券は大部分が株式になったが、当初は取引所株が中心であった⁸⁾。これは他に売買の対象となる株式が存在しなかったためで、売買高自体は少ない。一般企業の株式が取引の大半を占めるのは明治17年以降であり、その中心は鉄道株であった。この傾向は39年から41年にかけて実施

された鉄道国有化まで続く。注目されるのは、紡績業を含む繊維工業株の売買が少ないことである。とくに紡績業は輸入代替産業として脚光をあびた部門であり、明治20年代に関西地区を中心に数多くの紡績会社が設立され、31年末には81社を数えている⁹⁾。しかし鉄道国有化前における東京株式取引所での繊維関連株の売買高は、明治25年を除き10%にみえない。このような状況は大阪株式取引所においても同じであった。

次に取引所における売買高と受渡し高をみていこう。図表2は東京、大阪両株式取引所の現物取引、差金決済取引の売買高と受渡高を示したものである。取引の対象となった銘柄数は漸次増加していたが、それでも100をこえることはまれであった。また、そのすべてが取引所で恒常的に売買されていたわけではなく、明治31年に東京株式取引所で1,000株以上売買されたのは27銘柄、大阪株式取引所では21銘柄であっ

た。

取引所を通じての株式の移動、すなわち現物取引と定期取引の受渡し高の合計は、大阪で全売買高の1割以下、東京でも3割程度であった。取引所が「官許の賭博場」といわれたゆえんである¹⁰⁾。たしかに、株式の移動に関するかぎり、取引所の果たした役割は小さかった。たとえば関西地域の代表的な大紡績会社であった大阪紡績と尼崎紡績の株式移動は、両企業とも総株数に対して常にある程度の割合を持っていたが、取引所を通じての株式の受渡しはほとんどなかった¹¹⁾。他の紡績会社も同様で、鐘淵紡績を除き、取引所で受渡しされた紡績株は極めて少なかった。

鉄道業についての同様な資料はほとんどないが、関西鉄道の30年代における株式移動は明らかになっている。同鉄道における年間の株式移動数は総発行株式数のおおよそ2割から4割に達していたが、取引所を通じての移動は移動総

図表2 現物取引と定期取引

(単位 株)

明治	東京株式取引所			大阪株式取引所		
	現物取引	定期取引		現物取引	定期取引	
		売買高	受渡し高		売買高	受渡し高
20	249	1,278,330	69,008	—	712,185	16,912
21	50	907,669	64,191	4	1,287,767	29,197
22	37	2,038,542	132,017	—	1,709,728	61,992
23	9,907	1,629,323	142,195	661	981,717	84,166
24	3,879	1,296,410	69,927	120	478,987	56,095
25	252	1,029,389	58,473	—	407,791	53,840
26	142	2,657,146	235,375	—	1,370,555	113,158
27	1,702	1,839,918	157,689	50	1,826,099	122,588
28	1,894	2,817,766	194,678	—	2,608,746	184,144
29	995,664	3,803,146	373,092	1,042	3,742,637	289,958
30	1,642,987	3,526,321	305,918	1,474	4,217,703	296,478
31	594,247	3,817,792	295,636	47,231	2,704,462	200,158
32	1,154,594	5,400,770	507,960	14,973	4,360,704	341,274
33	1,190,795	3,680,595	364,105	145,283	5,097,262	299,370
34	597,413	2,550,285	217,605	103,486	2,304,896	176,349

〔出所〕東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』（1928年）、大阪株式取引所『大株五十年史』（1928年）

図表 3 鉄道会社の株式移動 (明治35年~38年)
(単位 株)

	株式移動数 A	受渡高 B	B/A (%)
甲武鉄道	5, 873	660	11. 2
西成鉄道	11, 580	4, 760	41. 1

(注) 株式移動数は甲武鉄道は上位 6 位, 西成鉄道は上位 8 位までの株主持株減少分合計。

〔出所〕 杉山和雄「明治30年代における鉄道業の大株主と経営者」(『成蹊大学経済学部論集』第 7 巻第 2 号, 1977年) 付表, 前掲, 『東京株式取引所五十年史』, 前掲, 『大株五十年史』

数の20%台からせいぜい30%を少し上まわる程度であった¹²⁾。図表 3 は, 甲武, 西成両鉄道会社について, 上位株主の持株減少数を最低限の株式移動数として, 取引所受渡高の占める割合を算出したものである。実際の株式移動数はこの数値よりはるかに大きかったはずで, ここでも株式移動に関して取引所の比重が小さかったことが知られる。紡績株に比べて, 鉄道株は取引所の花形であり, 売買高も圧倒的に多かった。それでも取引所を通じての株式移動は限定的であった。現物株式の移動は大半が場外の市場を通じて行われていたのである。

(3) 場外市場の展開

場外市場は株式取引所の設立当初から存在しており, 取引所の周辺で現物取引が行われていた。明治10年代の売買物件は主に公債であったが, 株式発行の増大とともに株式の売買に移っていった。

株式取引の1つのピークとなった日清戦争後の明治28年, 場外市場も活況を呈し, やがて組織的な市場の形を整えだした。取引所法規には場外市場を規制する条項はなかったから, 東京, 大阪などでは現物取引が市場化され, ついには取引所における定期取引と同様な取引まで行われようとしていた¹³⁾。このような動きに対

し政府は, 取引所側の要請もあって, 29年に現物市場の設立にも許可を要するという省令を出す。場外市場側はこの省令に基づいて許可を申請するが受け入れられず, ここで場外市場の法制化は失敗する。しかし場外市場における現物取引がこれで消滅したわけではなく, すでにみたように依然として活発に取引が行われていた。

場外市場に対する規制や摘発はその後も再三行われるが, 一時的には勢いを失ってもすぐに復活した。大正11 [1922] 年の取引所法改正によって既設取引所以外での現物市場の設置が禁止された後も, 当時最大の現物市場といわれた坂本市場では以前と変わらずさかんに取引が行われていた。場外現物市場は昭和14 [1939] 年の坂本市場の一斉検挙によって姿を消す。同市場における当時の実株取引は1日8万株といわれた。同じ年, 東京株式取引所での1日の実株取引最高売買高は7万株であった¹⁴⁾。

(4) 証券業者

株式市場にはさまざまな業態の証券業者が関わっており, 明確な区分をすることは困難であるが, 原則的には, 取引所仲買人, 現物商 (現物問屋), 才取人の3種類に大別されるといってよいであろう。

取引所内の取引に参加する権利を持つ取引所仲買人は自己勘定での売買と委託売買を業務としたが, いずれの売買についても取引所に対する賠償責任を負った。これがいわゆる相場師である。仲買業は, 大正11年の株式取引所条例改正まで条例によって法人組織による経営は禁じられており, すべて個人経営であった。

仲買人になるには, 株式取引所条例と各取引所が定められた一定の資格を満たしたうえで,

取引所に身元保証金を納めなければならなかった。開業当初の明治11年、保証金は100円以上と定められたが、改訂が繰り返される都度引き上げられ、32年には1万2,000円の高額に達する¹⁵⁾。これだけの資金を用意できる証券業者は少なく、たとえば東京株式取引所の仲買人定数は明治26年末で70名、翌27年100名に増員しているが、それもつねに定員を満たしているわけではなかった。取引所の正規仲買人は証券業者のごく一部であった¹⁶⁾。

もとより自己売買による損益は不安定であり、委託売買の手数料収入もおおよそ半分は取引所に徴収されていたため、仲買人の経営は決して安定してはいなかったと思われる。さらに営業年限は1年ごとの更新であるうえに、身元保証金は高額であったからその入れ替りは激しかった。東京株式取引所では明治30年から34年の5年間に入社は63名、退社は73名に及んでいる¹⁷⁾。

株式の流通市場であった場外市場で現物取引を担ったのが現物商であり、取引はその店頭で行われていた。彼らの前身は公債取引の両替商であった。取引所の設立に際して両替商の一部は仲買人に転身したが、資金力がないもの、あるいは身軽な立場で商いをすることを希望したものが、「現物屋」として場外に残った¹⁸⁾。これが場外現物商の始まりである。明治20年代には、現物商とはいっても専門化した業者は少なく、多くは仲買人と兼業であり、資金力は弱かった。それでも40年ごろには、竹原、黒川、高木、野村などの業者は現物商兼仲買人として有力な存在となり、彼らの店頭価格が他の業者の価格をリードするようになったと言われている¹⁹⁾。

投機を営業の中心とした取引所仲買人は概し

て浮沈が激しく、営業年数も短いのに対し、現物商や取引所仲買人のうちで現物売買に重点を置く業者は、その後有力な証券業者へと発展するものもあらわれた。野村商店（野村銀行、大阪屋商店の前身）、紅葉屋商店（神田銀行の前身）、小池商店（山一證券の前身）などがあげられる²⁰⁾。

前述のように、場外現物市場の組織化は法的には一応規制された形となったが、取引自体は増加を続けていたと思われる。その場外市場で各商店間の商いの仲次をし、価格に関する情報を伝えたのが才取人であった。才取人は仲介した業者間で現物株式の受渡しがなされないときは、連携して仲介を拒否するという「手合止め」を行うなど、場外市場の円滑化に貢献したが、その一方で取引の増大につれて彼ら自身の信用も増大していった²¹⁾。その意味で、明治34年の才取人の組合結成は、彼ら自身の組織化であると同時に、場外市場の実質的な組織化をも意味していた。

2. 株式取引所と場外市場

（1）取扱銘柄

図表4には、東京と大阪の現物商が取扱った銘柄の分類が示してある。明治23年に東京の2つの現物商（高野商店、松屋商店）が取扱った銘柄総数は72で、そのうち東京、大阪両取引所で売買されたのは5銘柄、東京株式取引所だけで売買されたのは36銘柄、大阪株式取引所だけで売買されたのは1銘柄であり、現物商の取扱わなかったものは3銘柄である。逆に言えば、72銘柄中30銘柄は場外の現物商だけが取扱っていたわけである。大阪の現物商は1店舗（芝大商店）しか示し得なかったが、取扱った銘柄数は28で、内訳は表のとおりである。33年になる

図表4 現物商取扱銘柄

明治23年 東 京	現物商 取扱銘柄数	株式取引所売買銘柄数			
		東京大阪共通	東 京	大 阪	その他
銀 行	7(2)	0	1(1)	0	0
鉄 道	22(4)	4	14(4)	1	0
紡績・繊維	10(1)	0	7(1)	0	0
海運・運輸	7(2)	0	4(1)	0	0
取 引 所	3	0	1	0	0
そ の 他	23	1	9(2)	0	3(1)
計	72(12)	5	36(9)	1	3(1)
大 阪					
銀 行	4(1)	0	3(1)	1	1
鉄 道	8(1)	4	1	6(1)	1
紡績・繊維	9(3)	0	0	6(2)	0
海運・運輸	3	0	1	2	0
取 引 所	2	0	0	2	0
そ の 他	2	1	0	1	2(1)
計	28(5)	5	5(1)	18(3)	4(1)
明治33年					
東 京					
銀 行	14	0	1	0	0
鉄 道	46(10)	10(2)	26(7)	3	0
紡績・繊維	9(6)	0	1	1	0
海運・運輸	3(1)	2	3	0	0
取 引 所	5	0	3	0	0
そ の 他	29(4)	0	13	1	2(1)
計	106(5)	12(2)	47(7)	5	2(1)
大 阪					
銀 行	29(6)	0	1	1	0
鉄 道	54(21)	10(2)	7(3)	31(6)	0
紡績・繊維	39(7)	0	1	5	0
海運・運輸	9(2)	2	1	3	0
取 引 所	11	0	2	4	0
そ の 他	44(5)	0	2	6(1)	0
計	186(41)	12(2)	14(3)	50(7)	0

(注) 1) 東京の現物商は高野商店、松屋商店、大阪は高木商店。

2) 「その他」は取引所での売買はあるが、表中の現物商は取扱わなかった銘柄。

3) () 内は新株数。

〔出所〕前掲、『東京株式取引所五十年史』、前掲、『大株五十年史』、『大阪朝日新聞』、『東京朝日新聞』、『中外商業新報』

と現物商の取扱った銘柄数は大幅に増加するが、取引所で売買されたのはその約半数であった。

要約すれば次のようになる。東京、大阪の現

物商は、それぞれ地場企業の株式を中心に取扱っており、その種類は銀行、鉄道、紡績、海運、電力、保険など多岐にわたっていた。その中で、取引所で売買されたのは鉄道を中心とす

る大企業の株式であり、東京、大阪の両取引所で共通に売買されたのは鉄道株と海運株だけであった。場外市場で売買されていた株式の種類は、取引所よりもはるかに多かったのである。

（２） 取引所内株価と場外株価

次に東京、大阪両株式取引所で形成された株価と、そこでの場外現物商の株価との関係をみていこう。

図表５は明治23年３月１日から４月14日の期間における両取引所の定期取引当月限株式の大引値（終値）と、両地域における現物商の正午の中値段（売値と買値の平均）のそれぞれについて、相関係数、各株価の平均値、不等度（タイルのU）などを示したものである。

まず両取引所で形成された株価を比較する。九州鉄道株、山陽鉄道株の両取引所における株価の相関は高く、平均値もほぼ等しい。九州、山陽の両鉄道は20年代の代表的な鉄道会社であ

り、その株式は取引所でも頻繁に売買されていた。当時、両取引所間の情報は電報で即日伝達されており、それが株価の平準化をもたらしたのであろう。関西鉄道株は大阪株式取引所での売買が少なく、そのために京都株式取引所の株価を用いたが、それも多くはない。これは、関西鉄道がこの時期にはまだ中規模鉄道であり、大阪地区に路線を持っていなかったためと思われる。

取引所で形成された株価と場外現物商の取引値段を見ると、東京、大阪とも両株価が極めて密接な関係を持っていたことがわかる。両者間の相関係数は高く、不等度Uの値も小さい。株価の平均値は取引所のほうが若干高いが、これは現物商の価格が中値段であるためであろう。しかしいずれにせよ、ほぼ等しい株価がついていたことは確認できる。ただし、この表だけからはどちらの株価が主導的であったのか、つまり取引所で形成された株価が場外株価に影響

図表５ 場外株価と取引所内株価（明治23年３月１日～４月14日）

銘柄	大阪取引所大引（X） 東京取引所大引（Y）	大阪取引所大引（X） 大阪現物商値段（Y）	東京取引所大引（Y） 東京現物商値段（Y）
九州鉄道	r = 0.943 x = 19.8 y = 19.7 n = 30	r = 0.933 x = 19.9 U = 0.004 y = 19.7 n = 33	r = 0.938 x = 19.7 U = 0.008 y = 19.6 n = 30
山陽鉄道	r = 0.962 x = 17.1 y = 17.0 n = 25	r = 0.956 x = 17.1 U = 0.006 y = 16.9 n = 31	r = 0.926 x = 17.1 U = 0.012 y = 17.0 n = 26
大阪鉄道		r = 0.997 x = 39.9 U = 0.003 y = 39.0 n = 32	
関西鉄道	r = 0.886 x = 25.8 y = 26.4 n = 21	r = 0.873 x = 25.9 U = 0.013 y = 25.5 n = 23	r = 0.892 x = 26.6 U = 0.013 y = 26.4 n = 23

（注）１） r は相関係数、U は不等度、x、y はX、Y の平均値、n はデータ数。

２） 関西鉄道株の東京株式取引所での売買はなかった。また、大阪取引所での売買がないため京都株式取引所大引価格をもちいた。大引価格が不明の時は、寄付値もしくは前場引値をこれに代えた。

３） 東京現物商は高野商店、大阪現物商は芝大商店の値段。

４） 払込金が異なるときは、払込金額に比例させて、Y の株価をX の払込金に等しく修正。

〔出所〕『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』

図表6 場外株価と取引所内株価 (明治33年4月2日～5月16日)

銘柄	大阪取引所前場 (X)	大阪取引所前場 (X)	大阪取引所後場 (Y)
	東京取引所前場 (Y)	大阪現物商正午中値段 (Y)	
九州鉄道	$r = 0.983$ $x = 53.1$ $y = 53.0$ $n = 30$	$r = 0.987$ $x = 53.3$ $U = 0.003$ $y = 52.9$ $n = 35$	$r = 0.970$ $x = 53.2$ $U = 0.005$ $y = 52.9$ $n = 35$
関西鉄道	$r = 0.973$ $x = 39.8$ $y = 39.6$ $n = 33$	$r = 0.988$ $x = 39.8$ $U = 0.004$ $y = 39.4$ $n = 33$	$r = 0.981$ $x = 39.8$ $U = 0.004$ $y = 39.5$ $n = 35$
山陽鉄道	$r = 0.974$ $x = 53.1$ $y = 53.0$ $n = 31$	$r = 0.751$ $x = 53.2$ $U = 0.013$ $y = 51.7$ $n = 35$	$r = 0.740$ $x = 53.1$ $U = 0.013$ $y = 51.8$ $n = 35$
京都鉄道	$r = 0.949$ $x = 19.2$ $y = 19.2$ $n = 26$	$r = 0.979$ $x = 19.1$ $U = 0.006$ $y = 18.8$ $n = 36$	$r = 0.940$ $x = 19.0$ $U = 0.010$ $y = 18.8$ $n = 33$
阪鶴鉄道		$r = 0.998$ $x = 27.7$ $U = 0.003$ $y = 27.4$ $n = 36$	$r = 0.987$ $x = 27.5$ $U = 0.008$ $y = 27.3$ $n = 32$
西成鉄道		$r = 0.992$ $x = 40.0$ $U = 0.004$ $y = 39.6$ $n = 26$	$r = 0.951$ $x = 39.4$ $U = 0.009$ $y = 38.9$ $n = 20$
参宮鉄道		$r = 0.997$ $x = 80.5$ $U = 0.002$ $y = 80.1$ $n = 31$	$r = 0.982$ $x = 80.5$ $U = 0.005$ $y = 80.1$ $n = 31$
大阪鉄道		$r = 0.987$ $x = 88.1$ $U = 0.002$ $y = 87.6$ $n = 33$	$r = 0.924$ $x = 88.0$ $U = 0.004$ $y = 87.6$ $n = 33$
日本紡績		$r = 0.990$ $x = 15.6$ $U = 0.005$ $y = 15.4$ $n = 34$	$r = 0.951$ $x = 15.6$ $U = 0.012$ $y = 15.3$ $n = 28$
大阪商船		$r = 0.967$ $x = 22.8$ $U = 0.006$ $y = 22.5$ $n = 36$	$r = 0.958$ $x = 22.9$ $U = 0.007$ $y = 22.6$ $n = 34$

(注) 1) 記号、株価修正は図表5に同じ。

2) 東京現物商は高木商店、大阪現物商は泉屋両換店、小布施仲買人。

3) 取引価格は前場は終値、後場は始値。

4) 阪鶴鉄道、西成鉄道、参宮鉄道、大阪鉄道、日本紡績、大阪商船は東京株式取引所での株式売買はなかった。

〔出所〕図表5に同じ。

を与えたのか、あるいはその逆であったのかはわからない。

図表6は、明治33年4月2日から5月16日の期間を対象としている。この表をみると東京と大阪の両取引所で共通に売買された銘柄は23年

と同様、両所ではほぼ等しい株価が形成されていたと考えられる。23年当時より銘柄数は増加しているが、株価の平準化は維持されていた。なお、阪鶴鉄道以下の6銘柄については、東京株式取引所での売買はなかった。

この時期の新聞広告には、本場立合（前場）と二番立合（後場）の値動きが詳細に記載されている。ここでは、大阪株式取引所における前場の終値、後場の始値のそれぞれについて場外株価との関係をみた。山陽鉄道株を除けば、場外現物商の価格はいずれとも高い相関を示しているが、午前と午後では株価にさほど大きな変動はないからこれは当然である²²⁾。むしろ注目されるのは、ここに掲げた10銘柄の場外株価は、東京、大阪とも例外なしに、前場の終値との相関係数が後場の始値とのそれより高くなっていることである。Uについても同様で、値はいずれも小さいが、おおむね前場の終値に対するUのほうが小さい。言い換えれば、場外株価は前場の終値とより密接な関係を持っていたということである。場外現物商の値段は正午の値段であるから、時間的経過を考えれば、取引所の前場の終値が場外株価を決定していたと推測してよいであろう。

公的な組織であった取引所で形成された株価が、未公認の市場であった場外市場の株価に強い影響力を持ったことは当然と言えよう。しかしながら、前述のように場外の現物商が取扱った株式の種類は取引所よりもはるかに多く、もちろんそのすべてに株価が建てられていた。株式取引所では売買されず、したがって株価も形成されなかった数多くの銘柄については、場外市場が株価形成機能を担っていたのであり、それによって現物商を媒介とする場外取引が成立し得たのである。その意味では、株価形成機能においても、取引所の果たした役割は株式市場全体からみれば限定的なものであった。

取引所で株式が売買されない株式会社の多くは、新しい産業に参入しようとした中小規模企業であり、いうなれば明治期におけるベン

チャー企業であった。場外市場における株価形成の実態は現在のところ不明であり、実際にどこでどのように株価が建てられていたのか詳細は知られていない。しかし新産業を担った企業の株価を決定し、さらにはその流通を一定程度—もちろん完全にはではないが—保証したのが場外市場であったことは確かであるといえよう。場外現物市場は新産業の資金調達場として重要な役割を担っていた。

注

- 1) 東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』（1928年）1-3頁。
- 2) 宮本又郎『近世日本の市場経済』有斐閣（1988年）222頁。
- 3) 野田正穂『日本証券市場成立史』有斐閣（1980年）271頁。
- 4) 林健久「明治期の株式会社」嘉治貞三編『独占資本の研究』東京大学出版会（1963年）213頁。
- 5) 大阪株式取引所『大株五十年史』（1928年）555-557頁。
- 6) 伊牟田敏充『明治期株式会社分析序説』法政大学出版会（1980年）20頁付表。
- 7) 伊牟田、同上書、271頁。
- 8) 野田、前掲書、231頁付表。
- 9) 村上はつ「紡績会社の証券発行と株主」山口和雄編『日本産業金融史研究紡績金融篇』東京大学出版会（1970年）86頁。
- 10) 林、前掲書、213頁。
- 11) 山口、前掲書、343頁、532頁付表。
- 12) 野田、前掲書、270頁付表。
- 13) 山一證券株式会社社史編纂室『山一證券史』（1958年）115-117頁。
- 14) 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社（1978年）154頁。
- 15) 前掲、『大株五十年史』487頁。
- 16) 前掲、『東京株式取引所五十年史』260-261頁付表。
- 17) 同上書、261-262頁付表。
- 18) 東証才取会員協会『才取史』（1975年）59頁。
- 19) 村上、前掲書、83頁。
- 20) 野田、前掲書、281頁。
- 21) 前掲、『才取史』60頁。
- 22) 山陽鉄道株は4月13日から27日まで取引所株価と場外株価が大きく離れていた。その理由は不明であるが、その期間を除くと前場との相関係数は0.996となった。

（片岡 豊 白鷗大学経営学部教授）

（丸 淳子 武蔵大学経済学部教授）

（寺西重郎 一橋大学経済研究所教授）