

# 戦前日本の株式取引所制度の形成と商人の対応

李 明 輝\*

## I. 問題提起

経済組織の行為と成果は制度によって制約され、規定されると同時に、制度の実質を変化させ、内容を規定する。制度が内生的に形成されず、導入・移植されたとき、組織はどうなるだろうか。西洋から経済制度を導入して移植した日本の伝統組織は異質な制度に対してどのように対応したであろうか。

「西洋から学んで国を守り、一日も早く先進国の仲間入りをしよう」というのが明治の主導勢力が掲げたスローガンだった。しかし、制度を導入したからといって先進国の成果に追いつけるというものではなかった。成功するかどうかは制度を運用する組織の力量にかかっていたからである。それ故に、明治期には法令が公布されたものの実情に合わず死文化した事例がしばしば見られた。既存の経済組織に同意を求め、それらの伝統的な慣行を尊重しながら、新しい制度のなかへ融けこませるか、それとも伝統組織を一掃して官製組織として運用するか。戦前の日本政府はこうした選択に直面していたし、土着経済組織もまた生存のための適応方式を探さなければならないという状況にあった。

本研究の目的は、日本の株式取引所の設立過程においてあらわれた制度と組織の相互作用を分析することによって、資本市場の制度的特質と歴史的起源を明らかにすることにある。取引所はリスクと期待がいち早く反映される市場であり、数多くの戦乱と恐慌とに点綴された戦前期の不安定な環境変化にもっとも敏感に反応した空間であった。したがって、本研究は取引所を通じて古い伝統をもつ商人組織がいかにして生存の方式を見つけ出し、制度を

\* 梨花女子大学校経済学科講師

変形していくかを見てみようとするものである。

戦前の取引所研究は、「取引所論争」をはじめとして多様で深く突っ込んだ研究がおこなわれたが、戦後にはそれに続く研究が見られない。これは戦前の取引所を資本市場と認めるよりは投機・賭博場、未熟で奇形的な市場と見る否定的認識によるものだった。その結果、戦前の経験は克服の対象であり、反面教師として記憶されるに過ぎず、学問的研究の対象として大きく取り上げられるには至らなかった。そうしたなかでも、志村嘉一の『日本資本市場分析』は、金融史で空白としてこのこっていた証券史の領域を開拓した先駆的研究成果である。また最近『日本証券史資料』が発刊されて、資本市場研究において基礎資料を提供している。特に2004年3月に発刊された「株式取引所の歴史」(前掲書 戦前編第3巻所収)は、日本特有の制度が強固に維持され、存続し得た要因を明らかにするのに貴重な資料を提供していると思われる。最近発刊された帝国議会議事録、明治期論争の記録、株式取引所関連資料<sup>1)</sup>を検討してみると、戦前の取引所を一個の投機・賭博場と見るこれまでの見解では、次のような疑問に対する解答を提示するのは困難だと思われる。

まず、日本国内に11カ所、朝鮮、満州などの植民地を合わせて13カ所の取引所が65年間運営され、毎日の株式相場と取引量が天気予報のように公示されていたのは何を意味するのか。株価が主要経済指標として認定されていたとすれば、取引所を賭博場と見るのは無理ではないかということである。

第二に、明治時代から活躍してきた証券業者は、1926年頃にはニューヨーク、ロンドンに進出し、野村証券などはロンドン証券取引所の取引員登録をするまでになっている。山一証券の出張所は植民地である満州・朝鮮をはじめ、ヨーロッパ・米国にまで広がっている。彼らの成長を賭博師の成功だと言えるのかという疑問である。

第三に、全国的に公募された鉄道株式と地方取引所で流通していた株式、国公債の発行・流通はどのようにして可能だったのだろうか。その流通はどのようにおこなわれ、市場価格はどのように決定されたのだろうかという

点である。

そのため、本研究はこうした問題意識でもって、明治維新と開港、鉄道建設、戦争という衝撃に対して、旧来の商業組織がどのように反応するか、それに伴って制度がどのように変化するかを追跡しようとしたものである。

## Ⅱ．取引所制度の導入と伝統的取引制度との衝突

### 1．堂島米商会所における先物取引

取引所とは実際に商品が交換される市場ではなく、標準物の見本を見て契約し、信用で決済が終了する特殊な卸売市場をいう。ここでは決められた時間にだけ取引がおこなわれ、特定の標準物だけを取引対象とし、一定の資産と専門能力等の資格をもち、立ち会いを許可された専門商人だけが取引に参加することができる。競りで決定された価格は公示価格となって全国に公表され、各地現物市場の基準価格となる。すなわち、取引所は卸売市場のもっとも発達した形態で、堅実な商人組織と蓄積された商人資本、安定した信用機構があってはじめて稼動し得る組織なのである。そのなかでも、証券取引所は巨大規模の商取引が集中し、遠隔地交易をおこなえるだけの能力をもち、莫大な商業資本を蓄積した大商人が組織されていて、安定的な信用取引が活性化している国際金融の中心地アムステルダムで出現した。同時期の17世紀、大阪でも会員制の取引所が出現し、先物取引を通じて全国的な米穀取引がおこなわれた。当時の大阪には、それだけ、豊富な物流と発達した商人組織、信用取引を可能にさせる安定的な金融機構など、取引所成立の基礎が発達していたことが分かる。世界最初の先物市場が大阪堂島米市場で始まったことは、これを立証してくれる事例だということができる。

取引所は、歴史的に卸売商人間の定期的会合が組織化されるなかで出現した。西ヨーロッパでは、遠隔地間貿易商人が特権的な商業組織を駆逐していくなかで、取引所が登場した。この過程で自由な市場が拡大され、資本移動

のリスクを最小化する多様な装置が考案された。取引所を通じて金融市場は商品市場から独立した独自の領域をもてるようになり、商品取引所から分化した証券取引所は、先物取引から脱皮して現物取引で運営される最初の取引所に発展した。証券取引所の登場で、非生産的資本移動、高利貸的蓄積を遮断し、金融費用を最小化し、生産資本を安定的に調達することができた。

このような西欧の発展パターンとは異なり、日本の取引所は領主の年貢米商品市場、租税穀流通構造のなかから出現した。参勤交代制は地方領国、畿内、江戸を基軸とする交換経済を構築した。すなわち、地方領国は年貢米を畿内に販売して手工業品と貨幣需要を充足し、畿内は手工業品を販売して農産物を購入し、消費地である江戸は貨幣を供給して流動性を提供する循環構造である。これを通じて全国の商品流通構造が形成され、市場が拡大して都市が成長した。なかでも大阪は、日本全域の商品価格を決定する「建値市場」として成長し、「天下の台所」、「物資流通の急所」と呼ばれるほどになった。大名は年貢米を大阪に集中して地域卸売商人に販売（納屋米）したり、蔵屋敷において蔵米として運用した。蔵屋敷は藩が直接派遣した官吏や、蔵元・掛屋などの現地商人に委託して、販売、送金などを管理するようにした。蔵屋敷の管理商人は年貢米を担保に領主に貸付をおこなったり、米価変動による損益を利用して富を蓄積しもした。彼らのうち、両替商として専門化した商人は、江戸への送金費用を減らすために手形を発行して流通させ始めた。彼らが発行した蔵米流通を担保とした手形は、流動性の不足を緩和する決済手段、信用貨幣となった。

幕府は年貢米の安定的需給と価格規制を通じて収入を増やそうとしたが、米価の規制はかえって特産品の相対価格を上昇させ、財政は悪化した。それだけでなく、市場統制に伴う費用は増え、商人組織との摩擦も絶えなかった。年貢米を販売して手工業品を購入しなければならなかった藩は、財政収入が減り、武士階級も貧困化した。しかしこの機に乗じて窮乏した大名に莫大な貸付をおこない、高い利子収入をあげる金融業者（札差）は莫大な富を蓄積した。

やがて米手形は広く流通するようになり、幕府の貨幣独占が侵害されるにつれ、問題が続出した。貨幣需要に充当するために、代替決算手段としての手形の流通と商業金融が盛んにおこなわれたが、これを防ぐ手段はなかった。幕府は米穀手形の流通を強力に禁止したものの、ほとんど無為無策だった。すでに商人同士の契約と取引上の便宜のために、多様な形態の貨幣証券が発行され、流通していたからである。莫大な資金を大名に貸し付けていた商人の経済力を認めざるを得なかったのである。やがて蔵屋敷周辺には、商業手形を流通させる市場であり、信用取引を中心とする専門市場もあらわれた。そのうちの代表的なものが北浜の淀屋米市だった。蔵屋敷から貯蔵米価格の3分の1に当たる代銀を支払い、それを証明する証書を発行したのだが、この証書が流通し始めた。倉庫に到着しない米穀に対しても証書が発行され、帳簿上の取引あるいは証書取引も広がっていった。

1716年には、帳簿上の差金授受によって取引が完結される「帳合米取引」も始まった。これは銘柄を決めて少額の着手金を出し、一定期限以内に先物取引をおこなう方式である。差金決済は当事者間だけでおこなわれるのが原則だったが、取引が頻繁になり、買入、売渡が複雑になると、専門的な清算機関が登場し、帳合米商内という規則も決められて帳簿取引が広く一般化した。米穀証券の流通規則も精巧になった。本来は着手金を払い込めば、米穀に対する権利が認められるのであって、現物に交換してしまえば流通が停止されるのが原則だったが、30日の期限内ならいくらでも転売買が可能になった。かさの多い米を直接取引するよりは証書の授受によって所有権の移転が可能だったから、米穀証券は広く流通し、保管証書としての米穀証書（米切手）は価値貯蔵の機能と交換の媒介機能まで代替しつつ、信用貨幣として公信力を確保するようになった。米穀証券と先物取引が盛んだった大阪には、藩札、手形、切手の発行と流通が集中し、流通量において幕府の正貨を凌駕するほどになった。

1730年になってはじめて、これまで合法化されないまま盛んにおこなわれていた先物取引市場が、公式に認められた。禁圧措置の実効性がないだけで

なく、幕府の財政が商人資本の経済的な支援なしには立ちゆかなくなっただからである。結局、武士階級と藩財政の窮乏を解決するために先物取引を認めるが、投機は禁止するという条件で、堂島米会所が公認された。ここでは帳合米取引が中心だった。春、夏、秋と三期に分けて、各期間で蔵米の代表銘柄を選定し、それを売買した。直接、米の買入、売渡や、証書と現金の授受がおこなわれぬまま、取引の事実だけを帳簿に記録し、期末に差額を清算する方式で取引が完結した。取引を開始するための保証金と手数料さえ支払えば、参加することができたので、大量取引、投機取引、ヘッジ取引などすべてが可能な先物取引が本格的に始まったのである。

このように規則、制度が整備され、公認された堂島米会所は各地域の取引を連結して取引所網を構築した。当時、富商達にとって米証券はもっとも安全な投資先であり、これを担保にとった大名貸しこそ幕府から資産を守る安全な方式だった。こうした効用価値が認められるなかで、商人達の取引所を中心とした金融取引が広がり始めた<sup>2)</sup>。先物取引の発達によって、仲買人や取引業者は「相場業者」として登録されて、特殊商人に専門化し、大阪を本拠地として相当な富を蓄積した。

要するに、幕府の租税穀流通の一角を担当した商人達は専門性を確保し、流動性を掌握しながら取引所に組織化された。彼らは弱体化していく封建階級を相手に両替、貸付などの金融業に業種を拡大していくとともに、米穀証券を流通させるなかで強力な組織力と経済力を確保した実体的勢力として浮上してきた。

## 2. 証券取引所の出現と取引所法

### 1) 取引所論争と商人組織の対応

1730年に設立されてから明治維新に至る130年間、堂島米会所を中心とした全国的取引所網はひとつの価格決定機構として機能していた。明治維新で

幕藩体制の年貢米を基盤とした流通体系は崩壊し、堂島米会所も解体された。しかし、建値市場をなくすことはできず、歴史的に長期にわたって発達してきた取引所体系を崩壊させるのは不可能だった。明治政府は堂島米商會所を賭博場と判定して閉鎖命令を出したが、米価を決める市場の閉鎖は混乱を助長するばかりだった。

結局、1871年、取引所の再開が許容され、既存の取引所組織は取引組織を改編して変身し始めた。年貢米流通機構の一部分だった取引所は、一般商品としての米穀を取り扱う納屋米問屋を中心に変貌した。民間の需要を基礎に現物市場と連携しながら、全国14カ所の米商會所が設立されたが、これらは株式会社組織に改編された。これは江戸時代の地域取引網が株式会社組織の商會所として復活したのだと言っても差し支えなかった。

他方、蔵屋米を担保に発行された米穀証券を取引していた両替商達は外国為替取引に活路を見いだした。開港以後、外国との交易量が増大して洋銀の需要が増えると、外国為替を安定的に決済し得る機構が要求された。こうして、金銀の価格変動に伴うリスクを最小化し、単一の価格を公表し得る洋銀取引所が設立された。外国為替取引が繁盛していた横浜では、貿易商の実需要を基盤として外国為替銀行(横浜正金銀行 1879)が設立され、株式と外国為替を同時に取引する取引所が出現した。

明治政府が発行した国公債を取引する市場もあらわれた。秩禄公債と金禄公債の受患者は50余万名に達し、生活苦に悩む下級武士達は両替商に公債を預けて借金したり、公債を売り渡したりした。はじめは公債の売買と譲渡は禁止されたが、国有財産の払い下げ代金や国立銀行の設立資金として公債による払い込みが認められると、経済的価値が急騰した。明治維新の経済政策に必要な資金が公債発行によって調達されたために、公債の流通は不可避だった。銀行設立資金のうち80%が公債で払い込まれ、こうして設立された銀行が発行した銀行券がさらに通貨として流通する体系だったのである。

公債による取引が増えて個別・分散的な取引による弊害が増えると、注文を集めて競売買によってひとつの価格を決め、集団的な取引をしようとする

動きがあらわれた。米穀証券の先物取引がすでに定着しているだけでなく、実質的な取引所が運営されていたから、両替商にとっては、公債とは蔵屋米を担保として発行した米穀証券と特に異なるところはなかった。したがって、以前に米穀証券を取引した方式どおりに、公債も取引された。やがて公債を専門に仲介する商人達も登場し、なかには公債を安く引き受け、その資金で銀行を設立した銀行業者（安田、三井など）も登場する。中下層の商人のなかには、貿易商に変身したり、貿易業務に関して新しい商圈を開拓するものもいた。これらの貿易商はある程度富を蓄積するや、再び証券業に進出したが、野村証券、山一証券などの母胎となる株式商店の創業者もこれらのなかのひとつだった。

自然発生的な取引所の設立が推進されるや、すでに株式取引条例を公表し、株式会社組織の取引所設立を禁止していた明治政府は、この問題を公然と論じ始めた。明治政府の構想は西欧の発達した証券取引所をモデルにしたものだった。1874年、ロンドンの取引制度を導入した「株式取引条例」はこうした構想の決定版だった。これは政府側の方案を条例として宣言したものだったが、立法組織である元老院も創立(1875)される以前だったので、何の実効性もなかった。すでに実質的な取引所が設立され、運営されていたので、こうした状態が広がるのに備えて、政府側の立場を明らかにしておく目的で公表されたものだった。

しかし、1876年、国立銀行条例が改訂され、公債の売買はさらに増大した。公債仲介業者達は「公債売上所」という看板を掛けて公債専門市場を開設したが、東京だけで100余カ所に及んだ。そのうち、横浜組と東京組の商人達はそれぞれ別々の場所を決めて公債の集団売買を始めた。横浜組は横浜で洋銀を売買していた両替商が中心だった。彼らは横浜金穀相場会所の主要会員である今村清之助、岡本善七、土屋清太郎を代表として、藤田熊太郎の倉庫を立会場に1877年から公債の集団取引をおこなった。また別の組織だった東京組は、東京の下層両替商を中心としたが、やはり公債の集団売買をおこなった。これらは隔日制の現物取引と15日を一仕切りとする3限制の定期取引の



形で公債を取引した。このように多様な商人グループが自ら規則をつくって公債取引を始めるや、仲介商の代表格だった今村清之助は第一国立銀行の代表だった洪沢栄一を説得して証券取引所の設立を推進した。

東京株式取引所（資本金20万円）設立を出願して積極的な広報と説得作業を展開したのも両替商をはじめとした商人組織だった。これはすでに公表された取引所条例を無用のものとし、株式会社組織による取引所の設立を推進した。また伝統的な米の取引方法である帳合米の取引制度を援用した取引制度を採択した。

このように、証券取引所はその設立過程からして、伝統的商人組織によって自発的につくりあげられ、設立された市場組織だった。封建領主の蔵屋米を担保に発行された米切手取引市場が近代財政の政府信用を基礎として発行された公債市場を變形させて、新制度の導入に対応したものだ。こうしたいきさつで、大阪堂島米会所の組織と取引方式を受け継いで先物取引がおこなわれたのである。西洋の証券取引所が、先物市場である商品取引所から脱皮して現物取引所として定着したのとは異なり、日本の証券取引所は商品取引所の性格を抜けきれないままの状態で維持されたことが分かる。

また、日本の証券取引所の主要な特徴のうちのひとつは、株式会社組織として設立されたという点である。当時、西洋の取引所は会員制で設立され、非営利組織として運営されていた。すなわち、取引所の目的は市場をつくりあげることであって、自ら営利を追求できないようにして公共性を維持したのである。しかし、日本の証券取引所は株式会社として設立されたことによって、営利組織として利潤追求が可能であり、自社の株式を取引所に上場させて取引することができるようになったのである。明治期、株式会社が導入された直後、一番早く株式会社組織への変身に成功したのが取引所の商人組織だったと思われる。

## 2) 取引所公認と取引所法の制定

ついに1878年、東京と大阪に株式取引所が設立されたが、封建体制の解体過程で発行された秩禄公債・金禄公債の流通市場という胎生的制約をもっていた。それはすなわち、資本の蓄積と資本需要の拡張のなかで出現した資本市場ではなかったのである。したがって、西洋の発達した市場のモデルを移植しようとした明治政府の構想とは不可避免的に摩擦が起こった。政府は取引所創立のために、1878年5月4日、「株式取引所条例」を公布した。この法令の公布をめぐって、元老院と政府、当事者である取引所商人、学界までも加わった「取引所論争」が起こった。論争は、1876年の「米商会所条例」、1878年の「株式取引所条例」によって設立された既存の株式会社組織の取引所が正当なものかという所から始まった。取引所とは何か、その営業行為が果たして正当なものか、正常的なものかをめぐって激烈な論争が繰り広げられた。取引所を通じて得た利益は保障さるべきか、賭博とどこが違うのかという基本認識からして、業界と官界・学界の視角の差が相当に露わになった。いわゆる「正業論」と呼ばれるこの論争は、当時の知識人と明治主導勢力の経済観をよくあらわす興味ある論争だった。例えば、元老院議員だった津田真道は、「娼妓を禁止するのが不可能なように、両取引所の営業は正業ではないが、許可を与えて重税を課するのが妥当である」と述べた。公娼を黙認する代わりに人身売買禁止法を公布したように、取引所営業行為も許容はするが、投機行為禁止法を通じて弊害を最小化しようという主張だった。禁止不可能な人間の投機的本性を禁止すれば、さらに大きな弊害をもたらすので、認可はするが厳格に管理しようというものだった。これらはみな、取引所を経済組織として認定しないばかりか、長期的には廃止さるべきだという一般の共感のなかで、効率的な取締りをおこなおうとしたのである。

他方、公債発行を通じて政府資金を調達していた明治政府は、西欧式モデルによる健全な資本市場を育成しようとした。政府は英国人顧問を迎えて各国の取引所制度を比較分析し、改革の必要性を鼓吹させるために街頭演説を

おこなうなどして取引所商人と国民を説得した。東京株式所の発起人であり、改革主体だった渋沢栄一との合意の下で、ドイツのベルリン取引所をモデルに決め、1887年、これにならって再び「取引所条例」が公布された。その主な内容は、商品と有価証券の取引所を会員組織に改編しようとするものだった。この条例に従おうとすれば、すでに公布された条例を廃棄するか、三つの取引所条例が並立することになるかいずれかだった。

この問題をめぐって元老院と政府の間に議論が再開されたが、これがいわゆるブルース (bourse) 論争である。争点は既存の株式会社組織の取引所を廃棄して新たに取引所設立を推進するか、現在の取引所組織を改革して投機性を減らし、安定的な経営をするように誘導するかということだった。すでに取引所は設立されてから10余年間も営業を続けてきたため、正業論は無意味な論争となり、ほかの次元の争点が浮上してきたのである。取引所の存在意義を認めたいうえで、弊害を最小化する望ましい取引所像を模索しようとするのが主な内容だった。米国の株式取引所のように、真の資本市場の姿を身につけるためには、政府が直接管理して資本を動員できる構造に改編しなければならないというのが政府の提案だった。これに対して、当時議会の代表だった箕作麟祥などは「株式会社組織の取引所が必ずしも悪いものではない」、「必ずしも株主がその商業に従事する必要のないほかの事業と同じである。株式会社組織を会員組織に換えたからといって、賭博行為が一扫されるとは思えない」と言いつつ、むしろ既存組織を維持・改善すべきことを主張した。

福沢諭吉をはじめ、田口卯吉、天野為之なども、株式会社・資本市場・取引所組織の導入と定着の方式について論争をおこなった。政府の会員制への改編案と議会の株式会社存続論との対立のなかで、帝国議会は「従来の取引所業は実に数百年の沿革を有しており、その長い習慣からして、もし廃止することになればその混乱は甚だしく、激しい反発が予想される」として、現実を認めることを主張した。

結局、政府は江戸時代以来の伝統的な商品取引所の実際を承認し、慣習との調和、伝統組織の承認、混乱の最小化などを提唱して、1893年、「取引所

法」を制定したが、この法は1943年まで存続し、戦前証券取引所の基本制度となり、西欧の制度を導入して先進的な資本市場を育成しようとした政府の構想はついに撤回された。結局、伝統的商人組織の自生的市場組織が外生的な制度の導入に立ち向かって自らの利害を貫徹させたものといえることができる。

### 3. 鉄道と地域取引所

#### 1) 地域取引所の設立

東京と大阪の両取引所が設立された後、各地域に取引所が設立され始めた。幕藩体制下の江戸と大坂の流通網が復活されるなかで、この組織が稼動した。株式取引所が設立された地域の分布はこれをよく示してくれる。株式取引所の所在地はみな米穀取引所の所在地と一致していた（<付表1>）。京都、長岡、神戸、新潟は米と株式を同時に取引していた。取引員の人的構成と帳簿記入方法、取引立会場の構造も米穀取引所と同一だった。

明治維新以後、株仲間は廃止されたが、地域商人、両替商などは伝統的な商人組織を基礎として、扱う商品の種類を証券にまで拡大した。本来、地方取引所の経済的機能は、各地域の資産家と地主を株主として吸収し、株式資本の流通を保障してやることだった。このような流通市場、すなわち地方取引所の設立のために、地方商人達は組織化されて結集力をもつようになり、利益団体の性格が一層強化された。政府による取引所の整理、統合の事案を前にして自分たちの利益を貫徹させたのである。

1878年、東京と大阪の両大取引所が設立されたことによって、公式的な取引所市場が発足するうち、各地域にも取引所設立運動が起こり、株式会社組織の取引所が乱立した。戦間期になると、これは<表1>のように整備されるが、関東の東京株式取引所（以下東株と称する）と関西の大阪株式取引所（以下大株と称する）が国債と株式を取引し、そのほかの地方取引所は株式

<表1> 日本全国株式取引所の状況 (1933年)

取引所名	売買物件	方式	手数料(円)	売買高(円)	受渡高(円)	受渡率(%)
1 東京株式	株式	長期	4,429,629.900	3,521,051,295	578,141,755	16.4
		短期	2,859,106.140	8,803,670,472	1,533,124,905	17.4
		実物	202,410,660	611,675,293	—	—
	債権	長期	89,135.000	660,489,989	152,820,690	23.1
		実物	32,451.820	276,958,015	—	—
	計			7,612,733.520	13,873,845,064	2,264,087,350
2 大阪株式	株式	長期	397,678.780	573,224,856	101,271,540	17.7
		短期	3,210,495.920	10,627,072,809	816,005,490	7.7
		実物	32,819.000	86,456,392	—	—
	債権	長期	3,694.640	71,168,181	236,130	0.3
		実物	6,835.808	170,457,678	—	—
	計			3,651,524.148	11,528,379,916	917,513,160
3 名古屋株式	株式	長期	8,889.800	15,181,475	2,897,630	19.1
		短期	1,052,353.640	3,207,946,781	363,107,928	11.3
		実物	394.700	658,364	—	—
	計			1,061,638.140	3,223,786,620	366,005,558
4 京都	株式	長期	10,613.340	10,348,820	3,952,540	38.2
		短期	814,009.700	2,598,311,219	206,727,140	8.0
		実物	63.430	274,037	—	—
	計			824,686.470	2,608,934,076	210,679,680
5 博多株式	株式	長期	15,957.840	17,025,773	1,424,970	8.4
		短期	718,353.930	1,910,792,223	75,932,570	4.0
	計			734,311.770	1,927,817,996	77,357,540
6 広島株式	株式	長期	3,414.000	8,007,357	73,100	0.9
		短期	465,654.160	1,860,628,716	89,554,950	4.8
		実物	1,845.980	5,646,228	—	—
	計			470,914.140	1,874,282,301	89,628,050
7 神戸	株式	長期	1,373.500	2,097,264	30,150	1.4
		短期	424,310.100	1,452,240,784	103,468,510	7.1
	計			425,683.600	1,454,338,048	103,498,660
8 長崎株式	株式	短期	71,539.600	160,722,518	9,737,260	6.1
9 新潟米穀株式	株式	短期	39,536.780	139,138,221	21,380,660	15.4
		実物	186.900	294,345	—	—
	計			39,723.680	139,432,566	21,380,660
10 長岡米国株式	株式	短期	1,555.900	1,410,311	776,220	55.0
		実物	6,535.240	64,046,137	—	—
	計			8,091.140	65,456,448	776,220
11 横浜	株式	長期	33.600	10,881	—	—

資料：『東京株式取引所年報』1933年度版より作成。

と米穀を同時に取引する体系が備わった。地方取引所では、設立初期、国債取引の比重が高かったが、1890年代、企業設立ブームが起こって株式発行量が増加するとともに、株式取引量も増大した。地域に基盤をおいた企業設立

が増え、地域取引所における流通がおこなわれたからである。1880年代末、新規設立会社は平均資本金10万円未満の地方所在農業経営会社が大部分だった。1888年、東京株式取引所の長期取引上場会社62社の業態を見ると、銀行・保険業23社、鉄道運輸17社、繊維7社となっている。大阪株式取引所の場合も類似の構成を見せているが、それ以外の地方取引所で上場された銘柄のなかには地域所在企業が相当数含まれていた。1890年代、企業設立ブームの影響で、地域の株式取引所は、地方所在企業の株価を決定する市場の機能を担当したのである。大規模な資本動員が要求される重工業が台頭していない状態だったので、地方所在の企業は、小規模紡織、食品、農業経営会社が主流をなし、地域取引所は地域の資本を集中して株式を流通させる地域資本市場としての機能を、制限的であれ担当していたと見ることができる。(＜付表2＞参照)

地域株式取引所で株式取引が活気を帯びたのは、1887年以後、鉄道会社の設立増加とそれによる鉄道ブームによるものだった。政府は鉄道敷設に伴う莫大な資本を調達するために、多少強制的に発行市場を形成させた。しかしこの過程で、株式の分割払込、部分払込主義、取引所への上場許容など、日本の実情に合った株式会社制度が定着した。1881年、日本鉄道の設立以後、各地の鉄道敷設は1886-89年、1895-97年、1906年に至る三回の「鉄道熱」で広がっていった。株式会社平均資本金が10万円にも満たなかった当時において、日本鉄道596万円、関西鉄道300万円、山陽鉄道550万円、九州鉄道750万円、北海道炭鉱鉄道650万円の株式が発行されるや、株式市場は鉄道株式を中心に改編された。国立銀行と取引所が唯一の市場性をもった株式だった当時としては、鉄道株の登場は日本の資本市場形成にとってよい機会となった。1887年、株式会社平均払込資本は3万円未満だったし、株主数も平均60名内外で大部分が株式非公開企業だった。株式市場に供給される株式の供給量は少量に過ぎなかったのである。しかし、鉄道敷設が始まってから、状況は大きく変わった。1879年、東京と大阪の両取引所で2万株内外に過ぎなかった株式取引量が、1880年には200万株に増加し、1889年には370万株以上が取引

された。1年の間に、取引量は100倍に拡大したのである。1882年には9社だった上場銘柄が、1887年には34社に、1900年には117社に増大し、銘柄の中心も商業、銀行株から鉄道、紡績などに高度化された。

## 2) 勅令反対運動

鉄道株のブームによって、各地方ごとに取引所設立ブームが相次いで起こり、商業会議所の取引所設立請願が引きも切らずにおこなわれた。前章で述べたように、1893年、取引所法が制定されるや、取引所が乱立してその被害が続出した。そこで、1899年には、現物取引を強制して監督を強化し、取引所の新設を禁止する措置が公表された。現物取引を全くおこなわないか、その比重の少ない場合には、強制的に解散させる措置だった。1902年には、限月短縮、設立時最低資本金の引上、配当金の制限、取引所会員及び仲買人身元保証金の国庫供託などの緊急措置が公布された。

強力な規制によって、乱立した取引所は整理されたが、限月、取引方式などをめぐる政府と取引所商人組織との対立は激化した。全国的に勅令反対運動が広がり、各地域取引所は団結して強力に対抗した。この運動を通じて、地域取引所間の連携が固まり、地域の利益を越えて取引助成策全般について政府と一戦を交えて利権を守り抜いた。結局、緊急措置は撤回され、これを契機に地域商業会議所をはじめとした取引所側の組織力が強固になった。取引所組織を会員組織に改編して現物取引を強制する政策が非現実的だったため、勅令の撤回は不可避だった。事実、取引所で発生していた問題の主要な要因は、投機的で不法な取引を扇動する商人にあるというよりは、株式資本自体の構造的脆弱性に起因するところが大きかった。株式を担保にして信用貸付がおこなわれ、銀行が株式を多量に保有することによって流動性をもった株式自体が市中に絶対的に不足したことが本質的な問題だったのである。

勅令反対運動で取引所側が確保したもうひとつの利権は、場外取引の合法化だった。暗黙のうちに認められていた場外取引が許容されるにしたがって、

株式流通市場は現物取引の場外市場と先物取引の取引所市場に分離された。しかし、ふたつの市場は独立・競合的關係ではなく、相互補完的な關係をなしていた。株式取引所で形成された価格は、場外市場の価格指標となり、取引担当者も両市場を出入りした。取引所市場の銘柄は場外市場でも取引されたが、場外では取引所そのものの株式は取引されず、同一銘柄でも先物取引は取引所市場、現物取引は場外市場でおこなわれる場合が多かった。場外市場の合法化は証券業者の成長を牽引し、公債の流通にも主要な役割を果たした。取引所の仲買人は委託手数料収入の3分の2を取引所に支払わなければならなかったから、安定的な収入を期待し難く、収益率も低かった。反面、場外現物取引商は1906年頃、組合を結成して積極的な活動を開始しながら、取引所の仲買人と場外の取引を兼営した。さらに1930年代になると、場外市場は単純な現物株の流通だけでなく、新設企業の株式引受業務にも進出して現物引受団というシンジケートを構成し、発行機構としての役割も担当した。

社債市場も鉄道債の発行と関連して成長した。元来、株式会社の社債依存度は、株価が高く、増資が容易なときには社債発行も低調だが、不況期に企業の資金調達状況が悪化すると高くなるのが一般的である。日本でも、株式会社の社債発行は1890年の恐慌以後始まった。社債発行は企業熱を主導した鉄道産業で始まったが、1890年に大阪鉄道会社が始めて以後、紡績、電灯などの製造業がこれに続いた（<表2>参照）。しかし、商法上、社債の規定が曖昧で、記名式で流通しにくいために、市場取引が本格化したのは1893年に商法が改正され、1898年に社債が東京株式取引所で上場された後のことだった。当時、社債発行は地方鉄道会社、紡績、電灯会社の資本調達と関連しておこなわれ、直接募集の私募が中心だった。大阪鉄道・和歌山鉄道の募集過程を見ると、すべて縁故募集の形式で、知り合いや家族、既存の株主の間だけで募集された非公開募集だった。ところで、北海道炭鉱鉄道が幹線鉄道の社債発行で最初に公募を実施してから、株式だけでなく社債も公募で資本を調達するようになった。またこの過程で、銀行、保険会社など機関投資家の社債引受が始まった。



<表 2> 日本全国の株式取引所の営業実績 (1932年)

	設立時期 (年)	資本金 (万円)	配当率 (%)
東京株式	1878	5,000 (4,250)	8.4
大阪株式	1878	4,500 (2,950)	5.5
横浜	1894	650 (650)	6.0
名古屋株式	1894	600 (425)	10.0
京都	1893	500 (350)	12.0
神戸	1896	350 (312.5)	9.0
博多株式	1893	150 (127.5)	15.0
広島株式	1893	50 (26.6)	25.0
長崎米穀株式	1894	102	8.0
長崎株式	1894	500	越
新潟米穀株式	1877	200	17.0

注：括弧内は払込資本金である。

資料：野村商店調査部『株式年鑑』1933年度版より作成。

社債発行市場を襲った鉄道熱は恐慌を経た後、1893年から、今度は株式発行市場に押し寄せた。金利は低く、紡績・鉄道企業の営業実績は改善されるなど、内部的好材料に加えて日清戦争特需が重なり、証券市場には楽観的期待があふれた。ついに、発行・流通市場双方の均衡的成長を通じて、健全な資本市場を形成させる絶好の機会を迎えたのである。渋沢栄一などが発起人として参加した資本金370万円の北越鉄道が盛況裡に起債に成功するや、政府は国有鉄道払い下げに一層拍車をかけ始めた。日清戦争が勃発するや、戦時中の軍需品輸送と関連した特需で、鉄道株式の人気は急上昇した。鉄道会社を中心に発行市場が拡大するなかで、株式会社の新設、増資に有利な環境もととのえられた。公募条件も改善され、中小鉄道会社だけでなく、紡績・食品などの産業でも、資本市場を通じての資金調達が容易になった。

要するに、明治維新の渦中で、財政資金調達のために発行された国公債流通市場が次第に民間の資本需要中心に底辺を拡大していったと見ることができる。1897年になると、鉄道と紡績など、産業資本の需要と関連した社債と株式市場が拡大し、資本市場の基本的枠組みが完成されたのである。

### 3) 鉄道国有化と市場の分離

地方取引所が資本市場としての機能を担当し得ないまま、東西両大取引所の地方分所に衰落したのは鉄道国有化の影響だった。日清・日露戦争を通じて鉄道の戦略的重要性が大きくなるにつれ、全国的な民営鉄道建設ブームに伴う混乱を收拾し、幹線鉄道の新設を目標として鉄道国有化政策が施行された<sup>3)</sup>。1906年3月、鉄道国有法が制定されて17の鉄道会社が国有化された。鉄道株を軸として運営されていた証券市場は、大きな衝撃に見舞われた。

鉄道国有化に伴って、政府は4億5600万円にのぼる鉄道買収公債を交付した。17社の鉄道会社の株式は公債に換えられて消滅した。1905年に37鉄道会社の払込資本金は約2億2300万円だったが、1907年には鉄道会社20社の払込資本金は約2400万円に急減した。この間に、約2億円の莫大な鉄道株が一挙に消滅し、その影響は甚大だった。米国をはじめとした先進証券市場が、鉄道株式を中心に基盤を整えた後、生産財産業の株式に広がっていくなかで、資本市場に成長したことを勘案すると、鉄道国有化は日本資本市場の成長を遮断する大きな障害物になったことを認めないわけにはいかない。

鉄道株ほど安全性と収益性を備えた株式はなかったから、資産の一部を鉄道株で運営していた保険会社と個人投資家の資金は浮遊し、投機性資金は新たな投資先を求めて市場を去り始めた。投機対象として適当な株式は価格変動幅が大きく、市場性の高い銘柄である。安定的で高収益を保障してくれる株式として、電力株、紡績株に対する関心が高まった。電力は地域独占の性格が強く、需要が持続的に増加する安定的な株式だったし、紡績業は原料と製品に対する海外市場の影響力が大きいので、株価の変動幅が高く、投機の対象に適していた。しかし、これらの銘柄も鉄道株の空白を埋めることはできなかった。

結局、それに代わったのが取引所株、いわゆる当所株と呼ばれる銘柄だった。鉄道ブームで膨張した株式流通市場は、代替株式として取引所株式、すなわち自社株式（当所株）の取引を始めた。取引所が取引所株式を取引する

奇形的な状況は、流通すべき株式量が絶対的に不足していた状況に対する不可避的な対応だったのである。それだけでなく、鉄道国有化は証券市場が取引所市場と場外市場に分離することになる決定的な契機となった。取引所は発行市場と分離されて、現物株式取引と分離された先物取引中心の投機市場となり、場外市場は公債と株式の発行と結びついた実質的な資本市場に成長した。取引所から離れて、相対的に自由な取引が可能だった場外市場では、多様な株式と公債が制約なしに取引され、引受業務をはじめとした発行市場との連関性も増大していった。

### Ⅲ. 戦争と株式市場

#### 1. 自社株式の取引ネットワーク

鉄道国有化以後、取引所では取引所自体株式の先物取引の比重が高まり、公債と株式の現物取引は主に場外市場でおこなわれた。これによって、取引所は発行市場と分離された形式的な資本市場となり、場外市場は小企業の資金調達窓口として機能し始めた。取引所内の先物取引は短期取引という名前でおこなわれた。〈表1〉で見るように、横浜を除く日本全域の取引所が短期取引中心の取引をおこなっていた。短期取引とは最長1カ月を限月とする定期取引のことを言うが、大阪株式取引所では短期取引の比重が全売買高の94%を占めた。短期取引の主要銘柄は、東京株式取引所株式（東株）と大阪株式取引所株式（大株）に集中していた。全売買高の内、東株は37%、受渡額では55%、大株はそれぞれ31%、22%を占め、両大取引所株式の集中率が高かった。東京の全取引量のなかで、自社株式の取引量は全取引量の29.5%、売買額の47.2%を占め、短期取引のなかでは48.2%、63.3%を記録した。大阪では、東株と大株が全取引量の80%以上を占めた。言い換えれば、東株と大株を取引する全国的市場が取引所だったと言っても過言ではない。〈表3〉を見ると、取引所自体株式である東株が短期取引の1位銘柄であり、日

本国内だけでなく、朝鮮、満州でもこうした現象があらわれていることが発見できる。

<表3> 東西株式取引所の銘柄

	東京株式取引所			大阪株式取引所		
	長期	短期	実物	長期	短期	実物
上場銘柄数	222	26	781	192	26	269
1位	東燈	東株	東鋳	日産	東株	日鋳
2位	日産	日産	東殖	大株	日産	阪船
3位	東株	東電	大電	東株	大株	郵船
4位	大電	日魯	日産	日鋳	帝人	大電

資料：『東京株式取引所年報』、『大株月報』より作成。

それにもかかわらず、営業実績は良好だった。<表2>を見ると、全取引所が創業以来65年の営業期間にわたってずっと、市場利子率を上回る配当率を恒常的に維持しており、恐慌期である1927-1931年度にも、東京8-10%、大阪4-5%、名古屋9%、京都7-12%、神戸5-11%、博多8-15%、広島15-25%の高い配当率を記録していた。

<表4> 取引所の自社株取引の現況 (1935年)

	取引所の株式数			売 買 額 (円)		
	総株	東株	比率(%)	総売買	東株額	比率(%)
短期	59,606,310	28,713,670	48.2	6,829,664,745	4,322,633,502	63.3
長期	33,811,780	821,650	2.4	2,395,162,531	114,781,114	4.8
実物	6,741,742	16,005	0.2	183,523,889	2,350,396	1.3
合計	100,159,832	29,551,325	29.5	9,408,351,165	4,439,765,012	47.2

資料：『東京株式取引所年報』1935年度版

&lt;表5&gt; 日本全国の株式取引所の売買高構成単位：%

年	銀行	鉄道	水運	紡績	その他	取引所
1890	1.7	82.9	1.3	5.1	9.7	[1]
1905	0.6	60.8	26.6	3.1	8.9	[7]
1906	1.0	43.7	12.6	22.1	20.6	[10]
1907	1.2	24.5	9.6	23.7	41.0	[18]
1908	0.3	18.0	8.5	32.5	40.7	[21]
1909	0.0	20.2	5.3	21.9	52.5	[29]
1910	0.4	20.3	6.1	15.4	57.7	[29]
1911	0.4	12.8	7.5	12.2	67.2	[20]
1912	0.9	9.3	7.8	14.4	67.6	[20]
1913	0.9	5.2	6.7	9.2	78.0	[29]
1914	0.6	5.4	5.9	3.9	84.2	

注：括弧内は東京株式取引所の売買高のうち取引所株が占める比率であり、1890年は東京株式取引所の定期取引の銘柄別構成である。  
資料：『東京株式取引所五十年史』より作成。

こうした株式取引システムは何を意味するのだろうか。先に見たように、19世紀末、発行市場と流通市場の均衡的成長が鉄道産業を中心に周辺産業に広がっていったのに、戦間期にはこれがなぜ持続し得なかったのであろうか。結論から先に言えば、主な要因として、中心銘柄が、1880年代中盤までは公債、1900年代初めまでは鉄道、それ以後には取引所へと移動したことにあった。それにもかかわらず、どうしてこうしたシステムが長期にわたって存続し、10%以上の配当率を維持し得たのであろうか。両大取引所株式に対する依存度が高かった理由は何だったのであろうか。日本全域の取引所間の価格決定メカニズムの特殊性によるものだった。

これは場外市場との有機的関連のなかでのみ説明できることである。実質的な資本市場である場外市場の基準となる価格を公示し、決定してやったのが取引所だったのである。こうした体系の下で、各取引所はそれぞれに異なる役割を果たした。例えば、大阪株式取引所は短期取引の中心地として、植民地株式市場を連結する環としての役割を担当した。短期取引が集中したところが大阪であり、ここで決定された価格が基準となって全地域の短期取引

がおこなわれたのである。そのほかに、大阪は関西を中心に活動していた企業の株式価格を決定する役割も担当し、これは場外市場との連携のなかでおこなわれた。

そのほか、独特な位置を占めていたのが名古屋株式取引所（以下名古屋と略す）だった。資本金、取引株式において3位を占めていた名古屋は、「サヤトリ」という一種の裁定取引を中心とする市場だった。名古屋の上場銘柄のなかには、地方企業の株式がほとんどなく、各市場の価格差を利用した裁定取引が大部分だった。全国株式価格の差異を商品とした独特な市場だったのである。そのほかの地方株式取引所は、明治期鉄道建設に必要な資金を集中させる拠点の役割を果たしたが、鉄道国有化以後には、地方銀行と幹線鉄道建設において、地方の地主および商人の資本を集中させ、地域株式の流通をおこなったが、その規模はきわめて小さかった。

## 2. リスク・期待の商品化と短期清算取引

### 1) 戦争と楽観的期待の形成

証券取引所が先物清算取引市場として運営された例は、歴史的に見て日本だけである。米穀取引所の影響のためだったが、65年間もこのような取引方式が維持されてきたのには、不安定な政治経済的状况の影響が大きかった。取引所市場が企業の投資資金調達のための仲介市場としてよりは、未来の株式価格を予測し、これを商品化する市場になったのは、長期にわたる戦争、政変、恐慌という特殊な条件の制約によるためだった。取引所が開設された1878年から日本証券取引所として国営化された1943年に至る期間は、戦争、地震、恐慌、政変が続き、こうした衝撃を吸収し、利用して、相場の差益を実現する余地もそれだけ大きかった。リスクを期待と結びつけ、予測を組織化して価格の騰落を通じた先物取引市場を造成したのは商人だった。明治維新以後、相次ぐ戦争と政変が経済変数として市場にどのように影響を及ぼす

か、価格にどの程度反映されるかを主な事件を通して調べてみることにしよう。

まず第一の契機は日清戦争だった。証券市場の出現期に決定的な影響を及ぼした日清戦争は、その直前の時期である1893年、取引所法の施行によって定期取引制度が緩和されて、出兵説が流されたときは株式価格が下落したが、戦争が終わった後の価格は最高値を記録したことで、取引参加者の期待に大きな影響を及ぼした。事態が戦争に向かって進んでいるさなか、日本郵船株は軍用船需要に対する期待を反映して大幅に上昇し、ひとたび宣戦布告がおこなわれると、全株価が上昇した。1895年、戦勝が確定したが、株価は下関条約で急落し、日本銀行が公定歩合を引き下げると再び急騰した。このような騰落のなかで、証券市場は騰落幅を商品化する先物市場として定着する契機を迎えることになった。例えば、大阪株式取引所の株式（大株）は1001円、東京株式取引所の株式（東株）は820円の史上最高値を記録し、業種を問わず、すべての株価が上昇した。この時期には、「戦争なら株式市場だ」という言葉が流行するほど、戦争に対する楽観的期待が蔓延した。そのほかにも、<表6>を見れば、戦争は株価を上昇させると同時に、株式市場を拡大させ

<表6>開戦と株価単位：円

			北海道炭礦汽船	日本郵船	東株	鐘紡
日清戦争	開戦前	1894年5月1日	79.00	68.30	298.00	60.00
	開戦後	1894年8月16日	58.20	52.00	159.00	33.60
	戦争中	最安値	64.40	62.50	189.00	37.30
	戦後	1896年の最高値	113.00	117.00	658.00	78.40
日露戦争	開戦前	1904年1月	72.10	79.30	164.00	36.90
	開戦後	1904年3月	63.70	69.90	141.00	30.30
	戦争中	1904年9月	67.30	74.75	164.00	43.00
	戦後	1907年1月	172.80	149.90	780.00	296.00
第一次大戦	開戦前	1914年7月発会寄付	28.65	112.20	132.50	99.90
	開戦後	1914年8月3日	25.05	103.35	103.90	87.50
	戦争中	1918年の最安値	86.30	180.70	142.00	212.00
	戦後	1920年の最高値	109.90	251.30	549.90	574.00

資料：上田正矩『証券市場機構論』白楊社、1940年、259-263頁より作成。

たことを確認することができる。

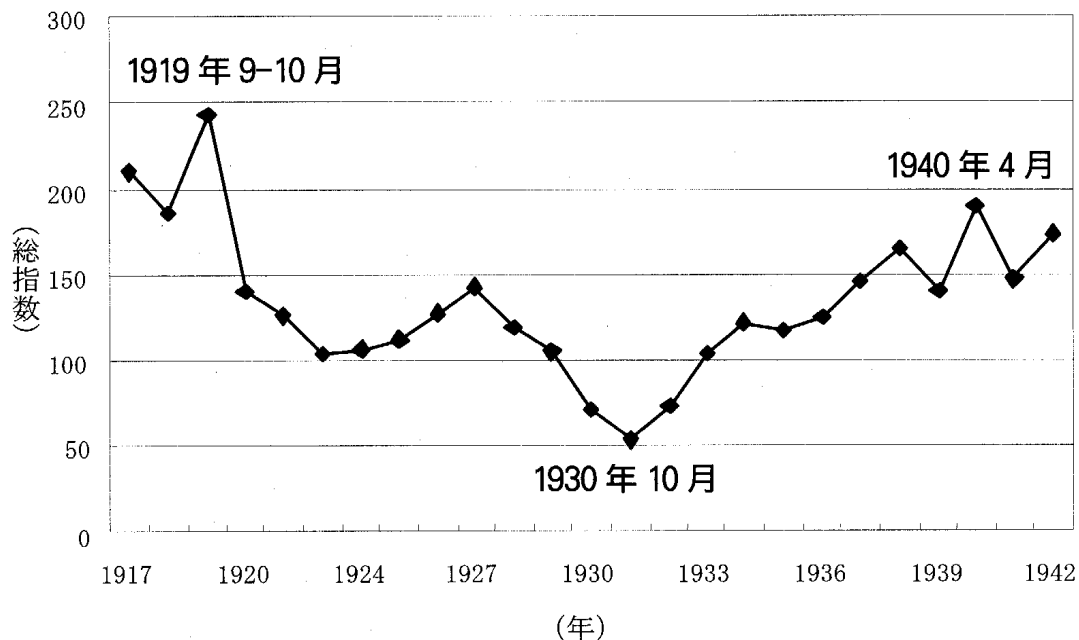
日露戦争も同様にして市場参加者の期待を形成した。開戦当時、東京株式取引所の上場株式は112銘柄、資本金3億9000万円で、日清戦争期の約4倍ほどの規模で取引がおこなわれていた。戦争が始まるや、株価は一斉に上昇し、1905年、戦勝の影響でまた急騰して、125円だった東株が274円に上昇し、売買高は前年比2倍以上増加した。このような急騰勢は、戦争という衝撃が株式市場を拡大させる好材料として作用したことを示している。

戦前期、もっとも大幅に株価が上昇したのは第一次世界大戦期だった。第一次大戦の影響は、1915年2月から株価上昇としてあらわれはじめた。日本郵船、鐘紡、東洋精糖、日石、満鉄などの時局関係株及び東京株式取引所株（東株）の価格が急騰し、1915年150円だった東株は、300円に急騰した。前回とは異なり、この時期の株価上昇は発行市場にも影響を及ぼした。株式会社設立ブームが起こって株式供給量が急激に増えた。上場条件を満たしていない株式は場外市場で取引され、株式会社の設立・増資と関連した引受団には、間接的な形態であれ、株式業者の参入が増えた。急激に膨張した株式量を受け入れる余裕のなかった場外市場では、空売り空買いが激しくなり、投機が荒れ狂った。取引所を通さずに高額の注文を直接仲買人に出す呑行為による弊害も増大した。1917年から1942年までの株価指数の動向を<図1>で見ると、株価指数がもっとも高かった時期は、1919年9-10月の243.3、その次は1940年189.2、1942年174、1938年164となっている。戦争の最中にも株価は楽観的な期待を反映して、それ以前に比べて上昇し、騰勢が完全に終わった時点では、2倍以上の上昇率を示す銘柄が多かった。1919年、花形株と呼ばれた人気銘柄の価格は40%以上、東株は2倍以上価格が上昇した。取引所市場だけでなく、場外現物取引と権利株に対する売買熱も過熱して、3年後に設立が予定されていた日本水力の公募に、募集額の3700倍に達する申込みが殺到するほどだった。業種別では、電気・ガスの価格上昇幅が大きく（<図2>参照）、軍需産業株に該当する銘柄が戦争銘柄だということで、株価上昇の勢いを主導した。これらの株式が第一次大戦、欧州戦争、第二次大戦、



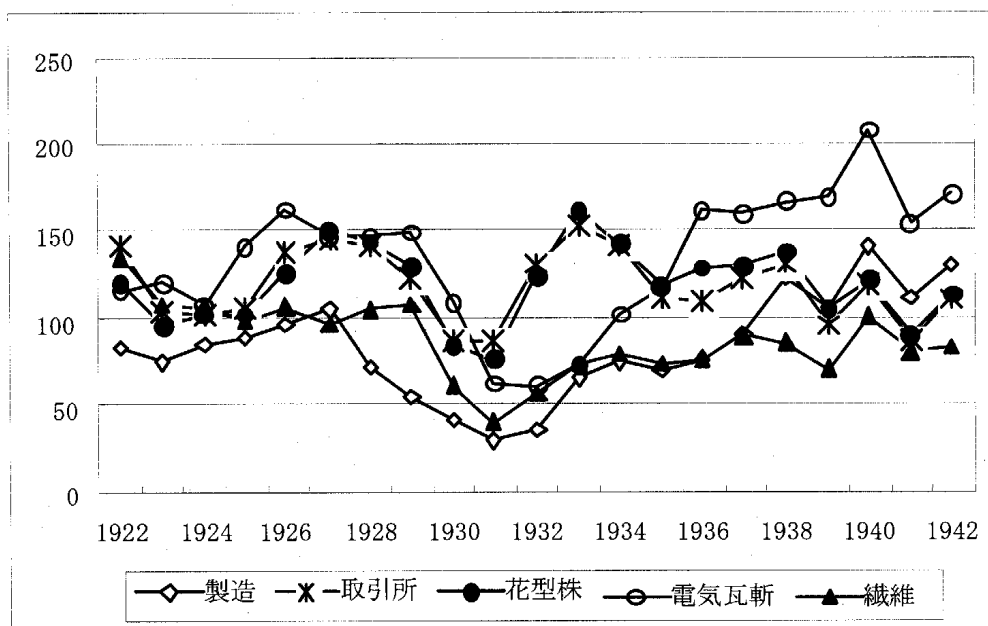
日中戦争の各時期に株価上昇を牽引したと見ることができる。

<図1> 株価指数の動向 (1921年=100)



資料：『東洋経済新報』、『東京株式取引所年報』、『株式会社債年鑑』各年度より作成

<図2> 業種別の株価指数 (1921年=100)



注：電気瓦斯は1937年までは37社の公益業者であったが、その後8社になった。繊維は8社、取引所は9社である。製造は41社あり、そのうち花形は日本郵船、大阪商船、東株、大株である。

資料：<図1>と同じ。

## 2) 短期清算取引制度の定着

こうした株価の急騰は市場の膨張と仲買業者の成長、株式に対する大衆的認知度の上昇を刺激したが、以後、バブルがはじけて価格が下落すると、多くの仲買人の破産が相次いだ。バブル景気がつくられる過程で、証券市場の膨張が成立したとすれば、バブルがはじける過程で制度的補完がおこなわれた。1919年のバブル収束の過程で、1920年3月15日に発生した株価暴落という事態は、大阪の増田ビルブローカー銀行を破産させ、市場全般を梗塞させた。16-17日には東京株式取引所、4月7日には大阪株式取引所、次いで名古屋株式取引所と立会停止が相次ぎ、全国的に広がる気配を見せるや、日本銀行は救済金融措置を通じて危機を收拾した。これまで、商人組織の思うとおりに証券市場の組織と取引方式が決定されてきたが、今度こそは政府の意志を貫徹させる絶好の機会だった。政府は大々的な株式市場整備措置を断行し、日本銀行は各地の仲買人とその取引先銀行にそれぞれシンジケートを組織させ、これを通じて総額6000万円の特別融資を断行した。東京株式取引所の例をあげれば、日本銀行→十六銀行シンジケート→取引所→四銀行→仲買人シンジケート→仲買人の段階で融資がおこなわれた<sup>4)</sup>。制度の整備については、これまで推進しようとしても、商人組織の強力な反発で実行できなかった取引所組織と取引方法に重点が置かれた。やがて1922年、政府は30年間運用されてきた取引所法を改正する「取引所法改正案」を発表した。改正の主な内容は、取引所組織の会員化、強制担保制度の廃止、長期清算取引の限月短縮、短期取引制度の新設、取引所類似施設の禁止など五点だった。このうちもっとも重要なのは、短期清算取引の許容だった。空売り、空買いが盛んにおこなわれて、ヤミの先物清算取引が広がるのを正すために、借金決済を承認したものだ。短期清算売買が許容された主要な契機は証券交換所だった。取引所では、清算取引が自由にできないとなると、仲買商人達は、東京証券交換所、大阪証券交換所などを開業して安い手数料と差金決済で大きな利益をあげた。規制が強化されるとまた別の取引所があらわれて、市場の主導権

を握ることを憂慮した政府は、交換所を吸収・合併する条件で短期清算取引を許容したのである。これによって、1922年9月1日、短期清算取引が大阪取引所で開始され、すぐに取引の中心となった。1927-1941年、全国株式取引所の売買高33億2000万株の内、25億4000万株が短期取引で、76.5%の占有率を占めるほどだった。

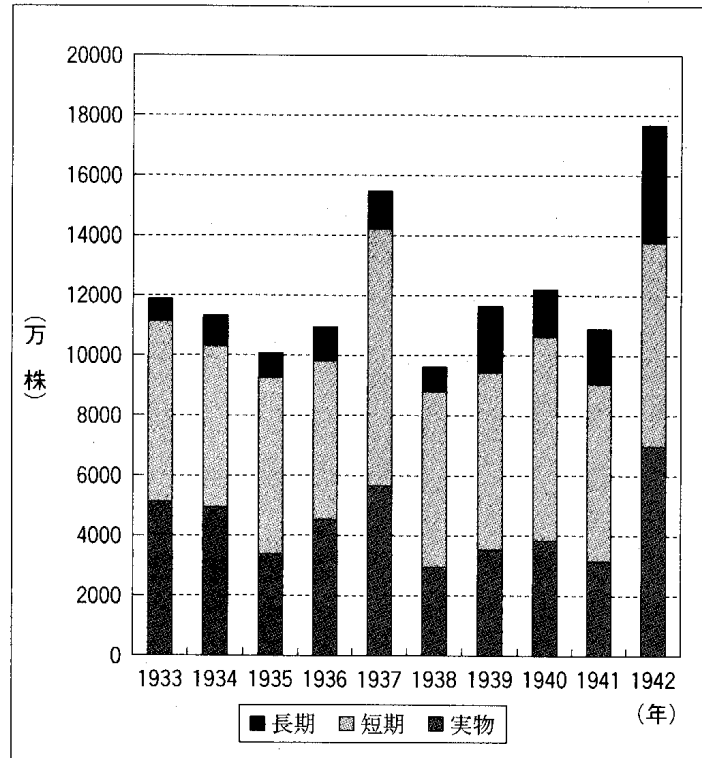
短期取引が株式取引所市場の中心的取引方式として定着した理由は何であろうか。これまでの支配的な見解は、資本市場としての役割を担当し得なかった取引所の組織的限界と先物取引の慣行などが主な要因として指摘されてきた。しかし、株式市場が現物取引所として定着し得なかったのは、株式供給量の不足が決定的な理由だった。企業の株式公開率が低く、大衆株主を確保できるだけの大企業が出てこなかったからである。先にも見たことだが、鉄道会社設立期に見られた爆発的な株式市場の拡張が、鉄道会社の国有化によって成長の可能性が遮断されたからだった。結局、国公債から株式中心に改編された株式取引所の外郭では、国公債と中小企業の株式が流通しているという二重の市場構造が固着したのである。定期取引の制度的整備が不十分な状態で、可能な限り現金回転率を高め、価格変動幅による差金決済の利益を増やすための取引方式が繁盛し、これが認められないとなると、類似取引所を設立して先物清算取引をおこなうことになる。これを推進したのが短期清算取引の許容だったのである。

### 3) 証券業者の成長と植民地進出

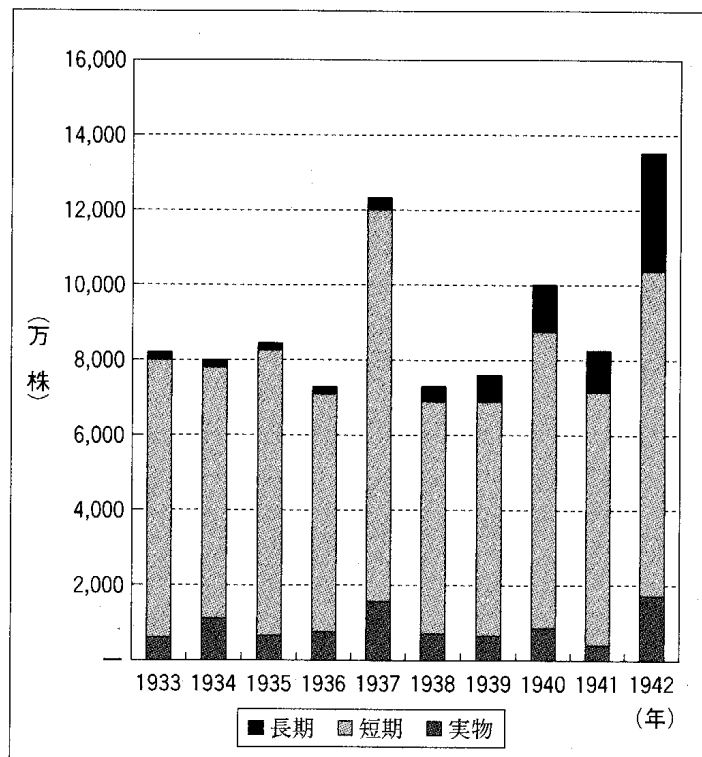
制度整備の成果は1920年代の恐慌期に真価を発揮し、取引規模は増加し、株価の変動幅も調整された。場外では現物商間の競争が熾烈になるなか、新たに浮上した専門業者が登場してきた。そのなかで、東京の兜町、大阪の北浜には植民地と株式取引をおこなう仲介商人も増加した。特に大阪では、植民地朝鮮と満州の工業株が活発に取引されるなか、円ブロック全域の株式が場外現物市場を通じて流通し、現地に直接進出して取引する商人もあらわれ

<図3> 東西取引所の取引方式別売買高

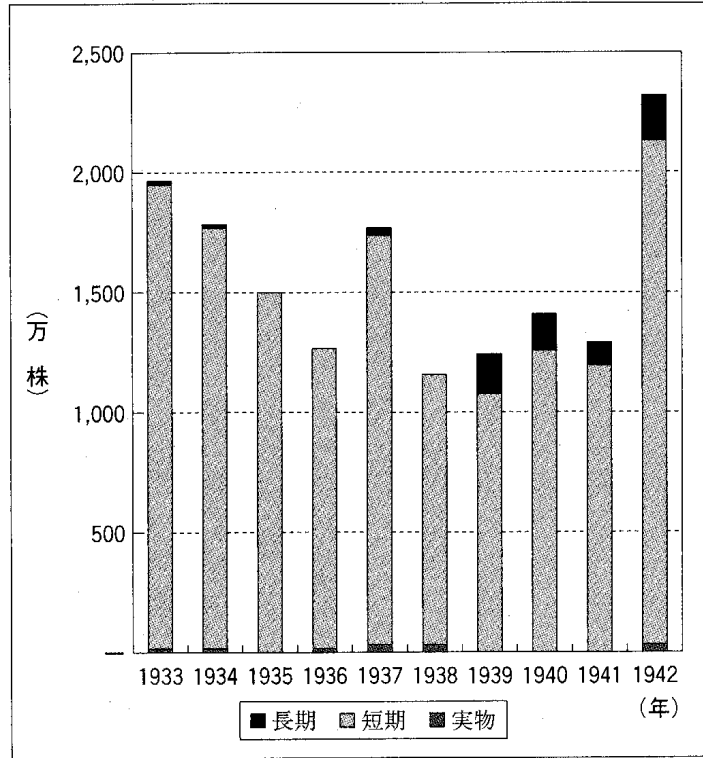
(東京株式取引所)



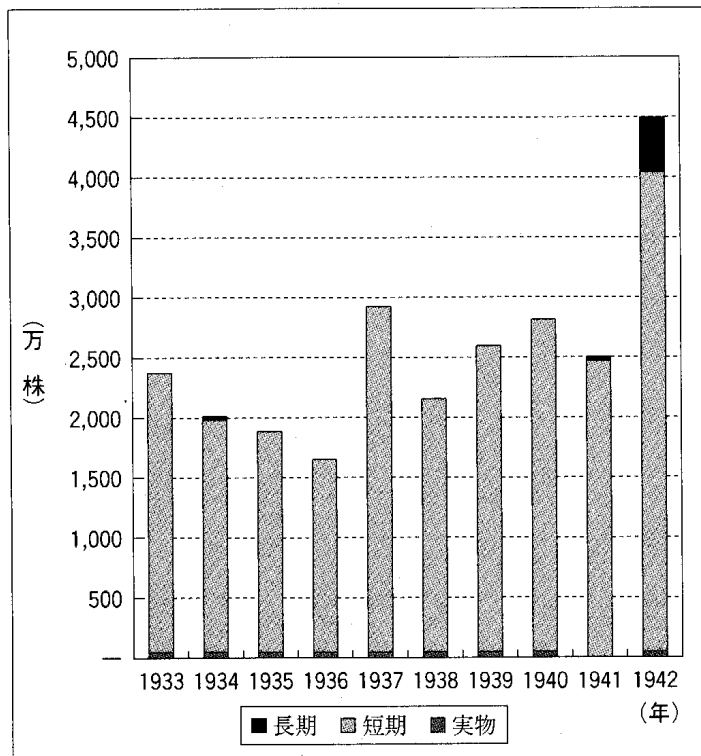
(大阪株式取引所)



(京都)



(名古屋)



た。例えば、大阪の北浜には、野村系の株式商人が大阪商店という名前で、場外で主に国債の取引をやっていて、現物株式の引受と新設会社の株式流通を担当しながら、大いに成長した。野村系は1925年には株式会社に組織を改編し、1927年にはニューヨークに出張所を開設して、新設企業の株式と増資株を引き受けて流通させるなど、多様な営業分野を開拓しもした。野村、山一など代表的な証券会社の初期営業の中心は場外での債権取引で、1920年代後半頃には植民地に支店を設置した。

1922年、短期取引方式が導入されるなかで浮上した種目は、新東株という一種の指数株式だった。〈図3〉を見ると、東株は1929年から短期優位の市場を形成して、取引比重が50-60%を占め、実物は6-8%を占めていたが、大株は短期取引への集中度がより高く、全売買高の9割以上を占め、実物取引も1-2%に過ぎなかった。このような傾向は地域取引所においても同じだった。

短期取引が承認された後、銘柄の中心は急速に新東株と呼ばれた東京株式取引所の4分の1払込新株に集中した。新東株は景気の予測変数として売買高全体の30-50%を占め、地方取引所では50%以上、満州と朝鮮など植民地の取引所では80%近くの占有率を記録した。新東株の人気が高かった理由は何だったのであろうか。一般的な株式がそれぞれの産業や企業の生産条件による影響を受けて株価が形成されるのに対して、新東株は戦争の危機、金輸出問題、景気循環など、全般的な経済環境の変化を反映する指数先物の性格をもった株式だったからである。〈図1〉で見ると、1930年代の株価指数の変化は新東株によって牽引されたものだということが分かる。1931年12月、犬養内閣が出現して、金輸出が再禁止されるとともに、株価は急上昇し、12月12日には短期取引が爆発し、13日には買注文が殺到して立会が難しくなるほどだった。新東株は景気先行指数として、内地だけでなく、植民地居住日本人の期待をつなぐ商品だったし、大阪はその中心として定着した。

1930年代株式市場の安定と成長を牽引したのも満州事変と日中戦争だった。1933年には、三井・三菱・住友などの既成財閥は、株式を公開して戦時重化

学工業のための資本動員に乗り出すに至った。当時の反財閥的社会風潮をなだめるために始められた財閥の株式公開と新興財閥の積極的な株式市場の活用で、1930年代後半には、製造業、特に満州関連株式を中心に、取引所内でも実物（現物）株式取引の比重が次第に増大した。製造業、満州関連株式の株価も安定的な上昇傾向があらわれ、そのほか日本の取引所市場で、植民地工業化関連株式の上場も活発に進められた。

満州と朝鮮に進出した日本の商人達は、内地と同じく取引所設立を推進した。1913年大連取引所、1916年開原、長春、1919年公主嶺、四平街、第一次大戦以後には、奉天、安東など多くの地域で取引所が設立された。1923年には奉天商品証券交易所が満州取引所に改編されて米穀と株式などを取引した。満州の取引所は株式会社組織で設立され、その株主の大部分は日本国内で募集した。

反面、朝鮮では取引所設立資金が朝鮮居住日本人と朝鮮人によって調達された。また朝鮮の取引員が開港場から勢力を伸ばしてきた商業組織と朝鮮人資産家達から構成されていたのに対し、満州の取引所は日本の証券業者達の活動が目立った。

満州取引所と朝鮮取引所の取引銘柄を見ると、新東株を中心に日産、鐘紡、大阪株式及び自社株が主銘柄だったという点は同一である。しかし、1930年代後半から、朝鮮取引所では実物取引が拡大し、植民地工業化と関連した製造業の株式が活発に取引された点が注目される。1939年頃には、日本の全国取引業者大会が京城で開催されて朝鮮の工業株価が大々的に宣伝されるなど、朝鮮取引所に対する関心が高まった。

1930年代後半には、日本国内の地方取引所は地域企業との関連性が減少し、次第に中央への集中度が高まる一方で、朝鮮取引所と満州取引所は次第に地域内工業企業の資金調達に影響力を増すようになり、日本の主要株式取引所でも上場された。

#### IV. 結 論

1730年、堂島米商会所が公認されるずっと以前から、近世日本では先物取引を通して米穀が取引されていた。明治主導勢力をはじめとした指導層は、西欧的な資本市場を定着させるために、会員制組織の現物取引制度を導入しようとしたが、論争が激化しただけだった。伝統的な商人組織は明治維新で崩壊した組織を立て直しながら対応し、伝統的な米取引所を株式会社に転換させた。鉄道敷設に伴って資金需要が急増するや、株式供給量が増加し、これを機会に、地域取引所は現地鉄道会社の株式流通を担当した。鉄道ブームによる株式市場の膨張は、鉄道国有化によって一瞬のうちに消え去り、取引所は自社の株を取引きするネットワークに縮小した。

こうした条件のなかで、戦前の日本には、国内11カ所、植民地を含めて約13カ所の株式取引所が同一の取引方式で連結されており、各地域の株価を決定・公知する建値市場として存在した。日清戦争以後数次にわたる戦争と政変を経て、市場はリスクと期待を商品化する先物取引市場として定着した。今日のような普通・現物取引は場外市場が担当した。

一方、場外市場を中心に公債取引を通じて成長した証券業者達は、証券の流通だけでなく発行機構にも参与し、専門会社に発展した。これらは満州・朝鮮に進出して現地株式の引受団に加わり、支店と出張所を設立しながら資本市場の底辺を広げていった。

要するに、先物市場としての戦間期日本の取引所は、不確実でリスクの多かった時期を活用しようとして、地域の商人組織が考案した合理的な市場組織の一環だったと見ることができる。国内の資本需要を基礎に資本市場が発達した代表的事例は、米国だといえよう。そのほか、ヨーロッパの資本市場が、国際金融市場の地域拠点として国際的な資本移動の窓口の役割を担当したことは周知の事実である。そのような意味で、日本の取引所は、鉄道国有化でその発展の道を遮断されてからは、リスクを商品化する独特な市場構造を形成したと見ることができる。一方、外郭では、中小企業の株式と公債、



社債などの実物証券の取引がおこなわれて、場外と取引所は同一の商人が行き来しながら、相互補完的な市場構造を形成するに至った。

#### 注

1) 日本証券経済研究所編『日本証券史資料 戦後編 第4巻 証券史談1』(1984); 加藤福太郎編『取引所史料一元老院会議筆記抄(1876.7.8)』(財政経済学会1936); 島本得一『本邦証券取引所の史的 연구』(文雅堂書店1942); 領木芳徳『明治の取引所論』(白桃書房1998); 小林和子「証券取引所—日本における制度論と歴史」『証券経済研究』第24号(2000.3); 小野友次郎『ブルス(全)』(交詢社1892).

2) 島本得一『本邦証券取引所の史的 연구』(文雅堂書店1942) pp.51-55.

3) 1881年に『鉄道政略に関する議』が出て鉄道国有化が主張され、第二回帝国議会で鉄道公債法案、私設鉄道買収法案が審議されたが通過せず、結局、第三回帝国議会に再提出されて可決された。日清・日露戦争以後、鉄道の統一が必要だと考えた政府、財界、軍部は、1906年、反対派を抑えて、鉄道国有法案を可決させた。買収対象となったのは、日本鉄道、山陽鉄道、九州鉄道、阪鶴鉄道を含む17社に達した。私鉄は東武鉄道、南海鉄道など営業距離50km以下の短い路線だけ残された。

4) 有沢広巳監修『日本証券史』1(日経文庫1995) p.107.

#### 参考文献

##### (1) 一次資料

大阪株式取引所『大株五十年史』(1928).

大阪株式取引所調査課『大株月報』1934-1939年.

大阪市参事会編『大阪市史』(1911).

大阪堂島米穀取引所『大阪堂島米商沿革』(1903).

大阪堂島米穀取引所『株式会社大阪堂島米穀取引所沿革』(1912).

関東庁大連取引所『大連取引所関係諸規則』(1934).

京都取引所『京都取引所五十年史』(1935).

札幌証券取引所『札幌証券取引所30年史』(1981).

商工省鑑理局『取引所一覽』(1940).

全国取引所同盟聯合会幹事会編『取引所法・取引所税法制定及び改正議會速記集』上卷

(明治25年12月—大正3年3月), 下卷(大正10年3月—昭和4年3月), 1929.

東京株式取引所『東京株式取引所法規編纂』(1894).

東京株式取引所『東京株式取引所沿革及統計: 自明治十一年至明治四十年』(1908).

東京株式取引所『東京株式取引所史』(1916).

東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』(1928).

東京株式取引所『東京株式取引所史』第2卷(1928-1932), 第3卷(1933-1937).

東京株式取引所調査課『株価指数』no.1(1928.6)-no.38(1931.7).

東洋經濟新報社『株界二十年』1934-1940版.

名古屋証券取引所『名古屋証券取引所30年史』(1980).

日本証券取引所『日本証券取引所調査月報』第1—4卷(1943).

日本証券經濟研究所『日本証券史資料 戦後編 第4卷 証券史談1』(1984).

満州国実業部臨時産業調査局『満州取引所の現況』(産調資料42, 1937).

満州日日新聞社『満州年鑑』1937-1942年版.

南満州鉄道『在満日本取引所に関する諸問題』(満鉄調査資料 第97編 1929).

南満州鉄道株式会社經濟調査会『満州における取引所並取引所信託会社方策』(立案調査書類 第7編 第2卷 第1号, 1936).

南満州鉄道株式会社社長室調査課『内地取引所関係法規の改正と在満州日本取引所』(1922).

南満州鉄道株式会社庶務部調査課『満州における日本取引所』(満鉄調査資料 第86編 1928).

山一証券株式会社『株式社債年鑑』1934-1940年版.

## (2) 研究文献

有沢広巳編『日本証券史』第1卷(日本經濟新聞社1995)

岡田純夫『資本市場としての証券取引所』(文雅堂 1927).

小野清造『日本証券史論』上(日本評論社 1942).

- 小野友次郎『ブールス (全)』(交詢社 1892).
- 加藤福太郎「東京株式取引所に関する文献 (二)」『調査彙報61号』(1932.12).
- 加藤福太郎編『取引所史料一元老院会議筆記抄(1876.7.8)』(財政経済学会1936).
- 小林和子「証券取引所—日本における制度論と歴史」『証券経済研究』第24号(2000.3).
- 柴垣和夫『日本金融資本分析』(東京大学出版会 1983).
- 佐野善作『取引所投機論』(同文館 1923).
- 柴垣和夫『日本金融資本分析』(東京大学出版会 1983).
- 島本得一『本邦証券取引所の史的研究』(文雅堂書店1942).
- \_\_\_\_\_『取引所法令と通語』(同文館 1920).
- 志村嘉一『日本資本市場分析』(東京大学出版会 1969).
- \_\_\_\_\_『日本公社債市場史』(東京大学出版会 1980).
- 津川正幸『大阪米商会所の研究』(晃洋書房 1990).
- 土肥鑑高『米と江戸時代』(雄山閣出版 1983).
- 長満欽司『取引所要論』(巖松堂書店 1930).
- \_\_\_\_\_『株式取引所機能論』(春陽堂 1932).
- 野田正穂『日本証券市場成立史』(有斐閣 1980).
- 福田敬太郎『取引所論』(千倉書房 1938).
- 藤田国之助『日本取引所解説』(千倉書房 1942).
- 松本信次『株式取引所研究』(有斐閣 1940).
- \_\_\_\_\_『株式取引所論』(高陽書院 1936).
- \_\_\_\_\_『経済統制と株式取引所』(巖松堂書店 1941).
- 向井鹿松『取引所投機と株式金融』(東京銀行集会所 1934).
- 領木芳徳『明治の取引所論』(白桃書房1998).
- Lee Ruben, *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*. Oxford University Press, 1998.
- Nathan Sussman and Yishay Yafeh, "Institutions, Reforms, and Country Risk: Lessons From Japanese Government Debt in Meiji Era," *The Journal of Economic History*, vol.60, no.2 (June 2000).

<付表1> 商品取引所の状況 (1933年)

取引所名	売買品目	取引方式	手数料収入			鰯粕	銘柄	2,906.150		
1 大阪三品	綿糸	長期	539,516.700	19	佐賀米穀	米	長期	11,538.410		
	綿花	長期	146,505.000			米	長期	11,355.260		
	人絹	長期	42,915.000			20	酒田米穀	米	銘柄	173.220
	計		728,936.700						実物	200
								計		11,528.680
2 大坂堂島米穀	米	格付	534,038.600	21	高岡米穀	米	長期	11,046.410		
3 横浜	蚕糸	長期	430,580.910	22	豊橋米穀	米	長期	7,089.450		
4 神戸	米	格付	62,388.830				銘柄別	214.080		
		銘柄	1,120.400			実物	645.168			
	蚕糸	長期	153,107.200	計		7,948.698				
5 東京米穀商品	綿糸	格付	127,327.840	23	長岡米穀株式	米	長期	6,654.400		
	人絹	格付	34,402.500	24	姫路米穀	米	長期	5,747.580		
	計		161,730.340	25	岐阜米穀	米	長期	2,106.450		
6 福井人絹	人絹	格付	110,485.500	26	岡崎米穀	米	長期	1,253.200		
		銘柄	500				銘柄別	451.530		
	計		110,486.000			実物	203.750			
7 名古屋綿糸布	綿糸	長期	108,146.440	計				1,908.480		
		実物	977.320	27	鶴岡米穀	米	長期	1,711.200		
	計		109,123.760	28	伊予米穀	米	長期	1,513.100		
8 名古屋米	米	長期	69,095.300				銘柄別	92.480		
9 岡山米	米	長期	59,404.880			実物	17.880			
10 下関米	米	長期	59,008.210	計				1,623.460		
11 京都	米	長期	55,046.920	29	四日市米穀	米	長期	767.600		
12 新潟米穀	米	長期	38,774.260	30	津米穀	米	長期	631.600		
13 金沢米穀	米	長期	32,140.950	31	富山米穀	米	長期	423.000		
14 東京砂糖	砂糖	長期	30,810.860							
15 大阪砂糖	砂糖	長期	30,340.720							
16 熊本米穀	米	長期	25,663.220							
17 小樽	米	格付	13,778.800							
	青豌豆	格付	1.300							
	米	銘柄	1,428.380							
	鰯縮粕	銘柄	3,552.700							
	胴鰯	銘柄	52.800							
	大手亡豆	銘柄	1.000							
	小豆	銘柄	2.170							
	澱粉	銘柄	18.060							
	中長鶉	銘柄	620							
	鰯粕	銘柄	6.000							
	計		18,841.830							
18 神戸穀肥	大豆粕	格付	212.000							
	大納言小豆	銘柄	1,479.400							
	大豆粕	銘柄	5,113.340							
	満州赤小豆	銘柄	3,618.000							
	満州磨小豆	銘柄	596.000							

<付表2> 地域企業の上場市場の分布

産業	銘柄	上場市場
鉄道	南満鉄道	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 長岡, 朝鮮, 安東, 大連, 満州
	阪神電鉄	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都
	京阪電鉄	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都
	阪神急行	東京, 大阪, 神戸, 京都
	南海鉄道	東京, 大阪, 神戸, 京都
	中国鉄道	大阪, 神戸, 広島
	朝鮮鉄道	東京, 大阪, 朝鮮
	大阪電軌	大阪, 京都, 神戸
	九州電軌	大阪, 神戸, 博多
	伊豫鉄道	大阪, 広島
	近江鉄道	大阪, 広島
	南鮮鉄道	東京, 朝鮮
	金剛山電軌	東京, 朝鮮
	岡山電軌	京都
	大阪鉄道	大阪
	島原鉄道	長崎
	長崎電軌	長崎
	京南鉄道	朝鮮
	朝鮮京東	朝鮮
	青梅電鉄	東京
京成電軌	東京	
地価鉄道	東京	
伊那電鉄	東京	
東横電鉄	東京	
東武鉄道	東京	
汽船郵船	日本郵船	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 新潟, 長岡, 朝鮮
	大阪商船	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 朝鮮
	朝鮮郵船	大阪, 朝鮮
電力	東京電燈	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 新潟, 長岡
	東邦電力	東京, 大阪, 名古屋, 京都, 博多, 長崎, 長岡
	大同電力	東京, 大阪, 京都, 名古屋
	宇治川電気	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多
紡績	鐘煙紡績	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 新潟, 長岡, 朝鮮, 大連, 満州
	東洋紡績	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都
	朝鮮紡績	東京, 朝鮮
生糸人絹	東洋レイヨン	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都
	帝国人絹	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多
	大日本製糖	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 新潟, 朝鮮
取引所	東京取引所	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 新潟, 朝鮮, 安東, 大連, 満州
	大阪取引所	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 朝鮮, 安東, 大連, 満州
	日魯漁業	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 新潟, 朝鮮
	日本窒素	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多
	浅野セメント	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 新潟, 朝鮮
鉱業	日本産業	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 長岡, 新潟, 朝鮮, 安東, 大連, 満州
	日本鉱業	東京, 大阪, 名古屋, 神戸, 京都, 博多
	日本石油	東京, 大阪, 横浜, 名古屋, 神戸, 京都, 広島, 博多, 長崎, 新潟, 長岡

資料：野村證券『株式年鑑』