

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*——

岡崎哲二・浜尾 泰・星 岳雄

本論文は1878年の創設から1930年代半ばにいたる東京株式取引所(東株)の発展を概観し、その上場企業の増加に影響を与えた要因を探る。東株の規模は、対GDP比で見て、同時代の他国に比べても、また現在の先進国に比べても、非常に大きなものであった。東株への上場基準は緩かで、特に現物市場への上場はほとんど規制されていなかったもので、当時のデータを使ってどのような企業が上場を決定したのかを調べることができる。綿紡績企業を使った回帰分析から、資本金が大きい企業ほど、そして年齢が高い企業ほど上場する確率が高いことが確認できる。また、東日本の企業は西日本の企業よりも東株に上場する確率が高いが、この傾向は時代を経るにつれて、特に1918年の東株の組織改革以降、弱まった。組織改革は、上場株の増加を促す効果も持った。最後に、外部株主の権利を強めた1911年の商法改正も、東株への上場を増加させる効果を持った。

1. はじめに

1990年代以来の日本の金融危機を背景として、資本市場の育成を求める声が強くなっている(金融審議会金融分科会第一部会2003)。第二次世界大戦後の日本において、銀行を通じた間接金融が長期にわたって支配的な役割を維持してきたことから、19世紀後半の近代的経済発展の初期以来、一貫して、日本の金融システムが同様の特徴を持ち続けてきたという根強い通念がある(日本銀行金融研究所1986, 1995; 石井1997, 1999)。他方、筆者等は、1990年代初め以来、戦前日本の経済システムは、全般的に、戦後のそれと大きく異なる特徴を持っていたこと、特に金融システムに関しては、戦前には資本市場と株主が企業金融とコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしていたことを、さまざまな形で強調してきた(岡崎1993, 1994, 1995a, 1995b, 1999, 2000; Hoshi and Kashyap 2001)。Allen and Gale(2000)の用語法を用いれば、戦後日本の金融システムが銀行型(bank-oriented)であったのに対して、戦前のそれは市場型(market-oriented)であった。そして後者のような見方は、近年、他の研究者によって受け容れられつつあるように見える(藤野・寺西2000; 寺西2003; Allen and Gale 2000; Miwa and Ramseyer 2002)。一つの国において時期によって異なるタイプの金融システムが機能し、ある時期にシステム間の移行が生じたことは、金融システムないし、より広く経済システムを比較制度論的に理解するうえで(Allen and Gale 2000; Aoki 2001; LaPorta *et al.* 1997)、たいへん興味深い事

実である。

以上のような認識に基づいて、われわれは一步進んで、戦前日本で資本市場が大きな役割を果たすようになった過程とその理由を解明するプロジェクトに取り組んでいる。その一環として、この論文では、株式取引所、特に最も大規模であった東京株式取引所(以下、東株)の発達に焦点を当てる。組織された株式流通市場の存在は、株式の流動性を高め、また適正な株価を形成することを通じて、企業金融とコーポレート・ガバナンスの効率化に寄与すると考えられる。また実際、後述するように、日本の株式取引所は、少なくとも1920年代末以降、国際的にも、また日本の戦後期と比較しても、非常に大きな規模を有していた。近代化を開始して間もない19世紀末～20世紀初めの日本で株式取引所が短期間に急成長したことは、金融システムの比較制度分析の観点からも、政策的観点からも注目すべき事例である。

しかし、戦前の株式取引所に関する研究は多くない(志村1969; 野田1962, 1980; 片岡1987)。戦前期の東株上場会社のリストとその推移といった基本的な情報さえ知られていないというのが現状である。これは、一つには東株およびそれを継承した戦後の東京証券取引所が刊行してきた年史(東京株式取引所1928, 1933, 1938; 東京証券取引所1963, 1974, 2002)に十分なデータが掲載されていないことにもよるが、それに加えて、上述のように、戦前の資本市場、特に株式取引所が、研究者によって重視されてこなかったこともその理由と考えられる。

このような研究状況を踏まえて、ここではまず、東株上場企業の推移を体系的に把握する作業から始

める。後述するように、東京証券取引所蔵資料を中心とし、これをいくつかの他の資料で補うことによって、完全な上場企業リストを、1878年の東株設立以来の各年について作成することが可能である。次いで、構築された上場企業リストを、他の資料から得られる、業種・規模・設立年等の企業属性情報と統合し、上場企業の属性とその時間的推移を検討する。さらに、より詳細な企業属性情報が非上場会社を含めて利用可能な綿紡績会社を対象を限定して、東株への上場の決定と企業属性との関係を計量的に分析する。

証券取引所への企業上場の決定要因についてはPagano等による、現代のイタリアに関する著名な研究がある(Pagano, Panetta and Zingales 1998)。彼等は1982~1992年の非上場企業のデータベースを使い、ミラノ株式取引所への上場(initial public offering, IPO)の確率は、企業規模が大きいほど、年齢が高いほど高くなり、さらに同確率は株式の市場価格が簿価に比べて割高な産業のほうが高いことを明らかにした。一方、IPO後、企業の借入れコストは下がるものの、IPO自体は将来の成長をファイナンスするためではないことも明らかになった。事実、イタリア(やその他のヨーロッパ大陸の諸国)ではアメリカと比べ、IPOはきわめて規模の大きい、非常に成熟した企業に限られており、この状況は戦後日本の市場にもごく最近まで共通するものであった。なぜこのような違いが存在するのかは重要な問題であるが、いまだに完全には究明されていない。

Pagano *et al.* (1998)に対する本論文の特徴は、資本市場発展の初期以来の長期的なデータ(1905-1936年)を用いて企業上場を観察することにある。この間に日本は法的・制度的な変化および実体的な経済環境変化を経験した。本プロジェクトは、この利点を活用し、発展途上、とりわけその初期の資本市場に固有な現象、制度変化の影響等について新しい知見を得ることを意図している。また、戦前日本の株式市場の一つの特徴として、後述するように上場基準が、特に実物市場については、緩やかだったあるいは存在しなかったという点がある¹⁾。そのため、戦前日本の株式市場を対象として新規上場の決定要因を分析することは、上場基準を考慮する必要がないという点でも有利である。

2. 戦前日本の金融システムと株式市場：概観

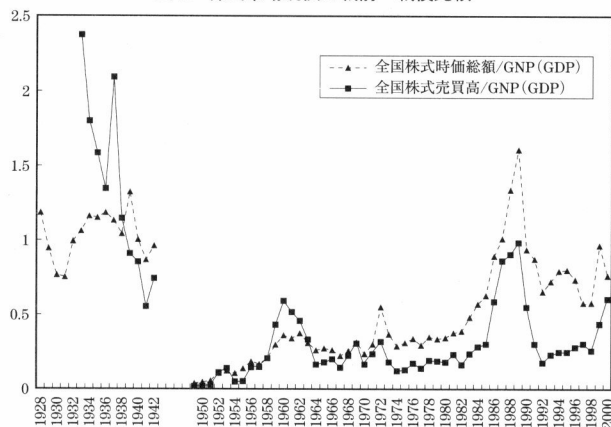
はじめに、戦前日本の株式市場の規模を確認しておこう。図1には、東京株式取引所を含む日本の全株式取引所に上場されている株式の時価総額のGNP(戦後はGDP)比が示されている²⁾。戦前の比率は、データが得られる1920年代末以降、1前後の

水準にあったが、この値は、1980年代のいわゆるバブル期を除いて、戦後のそれより格段に高い。特に高度経済成長期の値は0.2~0.3にすぎなかった。戦前の株式市場の大きさは、同じく図1の売買高のデータからも確認することができる。日中戦争勃発以前まで、全株式取引所の株式売買高はGNPの2~2.5倍の規模を有していた。これに対して、高度成長期の比率は0.1~0.3前後にすぎず、バブル期にも1を下回っていた。戦前の株式市場は、経済活動全体との相対的な大きさを測った場合、近年を含む戦後のそれよりはるかに大規模であったといえる。

戦前日本の株式市場を国際的に比較すると、どのようになるであろうか。図2a, 2bはDemirguc-Kunt and Levine(2001)が示した、1990年代前半における金融システムの国際比較データに、戦前(1936年)の日本とアメリカに関する比較可能なデータを付け加えたものである。横軸の1人当たりGDP(戦前はGNP)は、1990-1995年のドル価格基準で実質化されている³⁾。Demirguc-Kunt and Levine(2001)は、株式市場の発達度の指標として上場株式時価総額/GDP、株式売買高/GDP、株式売買回転率(売買高/時価総額)の3つの比率を取り上げているが、図にはそのうち前二者を示した。まず、戦前の同時点について日本とアメリカを比較すると、いずれの指標で見ても、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ことがわかる。さらに1990年代前半の多くの国々と比較しても、戦前日本の株式市場の発達度はトップ・クラスにあったことがわかる。Demirguc-Kunt and Levine(2001)が指摘しているように、株式市場の発達度は、1人当たり実質GDPで測った国民経済の発展度と正の相関を持っているから、図2a, 2bが示すように戦前日本の1人当たりGDP(GNP)がそれほど高くなかったことを考慮すると、戦前日本の株式市場の高度な発達には驚くべきものがある。これは、19世紀末以来一貫して銀行中心の間接金融が優位にあったという通念を前提にすると、意外な結果であろう。

戦前日本における株式市場の重要性を別のデータによって検討しよう。表1は藤野・寺西(2000)が推計した戦前の金融資産負債残高表に基づいて、民間非金融部門の負債残高の増減を各5年間の期間について示している。この表からいくつかの興味深い事実を読みとることができる。第一に、1880年代~1890年代前半、株式による資金調達率は40%台とかなり高かったが、銀行借入れの比率はより高く、しかも、1890年代後半にはその比率が上昇した。第二に、1910年代後半以降、株式による資金調達の比率がさらに上昇し、その傾向は1930年代前半まで持続した。第三に1930年代後半以降、銀行

図1. 株式市場規模の戦前・戦後比較



資料) 東京株式取引所『東京株式取引所統計年報』各年版, 東京証券取引所『東証要覧』2004年版, 大川(1974), 内閣経済社会総合研究所(2001), 内閣府社会経済研究所ホームページ。

表1. 民間部門への資金供給(負債残高の増減)

	金額(100万円, 億円)				構成比(%)		
	計	株式	事業債	借入	株式	事業債	借入
1886-1890	162	68	0	94	42.0	0.2	57.9
1891-1895	175	85	11	79	48.6	6.3	45.2
1896-1900	717	226	4	487	31.5	0.6	67.9
1901-1905	458	111	30	317	24.2	6.5	69.4
1906-1910	1,016	270	112	633	26.6	11.1	62.4
1911-1915	1,567	420	121	1,026	26.8	7.7	65.5
1916-1920	10,107	4,542	264	5,301	44.9	2.6	52.5
1921-1925	5,958	1,778	1,220	2,961	29.8	20.5	49.7
1926-1930	5,187	2,430	1,414	1,343	46.9	27.3	25.9
1931-1935	1,210	1,629	69	-488	134.6	5.7	-40.3
1936-1940	24,476	10,538	1,641	12,297	43.1	6.7	50.2
1941-1945	100,373	16,794	6,378	77,201	16.7	6.4	76.9
1946-1950	16,350	2,134	574	13,642	13.0	3.5	83.4
1951-1955	42,308	5,955	1,592	34,761	14.1	3.8	82.2
1956-1960	98,783	14,029	4,652	80,102	14.2	4.7	81.1
1961-1965	241,680	33,697	10,559	197,423	13.9	4.4	81.7
1966-1970	430,294	29,161	13,203	387,930	6.8	3.1	90.2
1971-1975	954,042	53,736	36,872	863,434	5.6	3.9	90.5
1976-1980	846,570	59,756	36,321	750,493	7.1	4.3	88.7
1981-1985	1,147,714	88,586	40,254	1,018,874	7.7	3.5	88.8

注) 金額の単位は1945年まで100万円, 1946年以降, 億円。

資料) 藤野・寺西(2000)pp. 546-547, 東洋経済新報社(1991)p. 356より作成。

借入れの比率が再び上昇し, その後1980年代まで一貫して高い水準を維持した。

第三点は, 戦時期における経済・金融システムの転換に関わる点である。他の場所で論じたように, 戦時動員のための政府介入と経済環境の変化の結果, 金融, 労働, 産業など経済システムのさまざまな分野で相互に補完的な変化が生じ, 戦前に機能していたものとは異なる, 戦後日本の経済システムの原型が形成された。金融に関しては, 資本市場に代わ

て銀行が企業金融において中心的な役割を担うようになり, その機能をサポートするためにさまざまな仕組みが形成された(岡崎・奥野編1993; 岡崎1995a, 1995b, 2000; Hoshi and Kashyap 2001)。

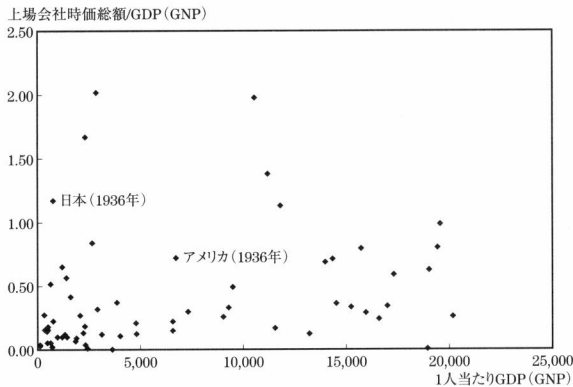
第一点および第二点は戦前の金融システムのタイプをめぐる論争点に関係している。石井(1997)は, 1890年代~1900年代のいわゆる産業革命期に銀行を通じた間接金融の役割が大きかったことを強調した(pp. 139-140)。上の第一点は, 産業革命期に限れば, こうした見方が限定付きで妥当であることを示唆している。

しかし, ここで計測されているのは個人部門も含んだ民間部門全体の資金調達であり, 主要企業の資金調達では, 株式市場が, 産業革命期も含めて, 一貫して主導的な地位を占めた事実には注意しなければならない。(藤野・寺西2000, pp. 408-409)。

他方で, 第二点の事実, また図1, 2, 表1で見たような株式市場の発展を考慮すると, 戦前期の金融システムを動態的に捉える必要があることがわかる。すなわち, 産業革命の過程で銀行が大企業以外の企業の資金調達に大きく関った後, 株式市場, より広くは資本市場が発達し, 銀行の役割を代替して行ったと見ることができる。いいかえれば, 日本経済は戦前期の数十年間に, 銀行貸出と資金市場調達の両方が重要な金融システムから市場調達中心のシステムへの移行で経験した。そして, このような見方を採ることによって, 戦前期における資本市場の発展を研究することの意味, および日本の金融システムの発展方向を転換させた転機としての戦時期の意味が, より明確になると考える⁴⁾。

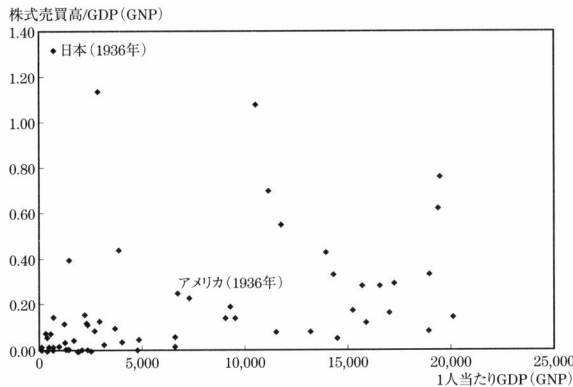
次に, 株式取引所全体の中での東株の地位を確認しよう。東株は, 株式取引所条例に基づいて, 日本最初の株式取引所として, 1878年に設立された。同条例は, 株式取引所を免許制とし, またその組織を株式会社(最低資本金10万円)と規定した。東株に続いて大阪株式取引所(大株)も同年に設立された。大蔵省は当初, 株式取引所を東京・大阪の2カ所に限定する方針であったが, 1880年にこの方針を変更し, その結果, 横浜(1880年), 神戸(1883年), 京都(1884年), 名古屋(1886年)に相次いで株式取引所が設立された(東京証券取引所2002, p.7)⁵⁾。1887年に取引所一般を会

図 2a. 株式市場規模の国際比較 I



注) アメリカの1936年はニューヨーク株式取引所に関するデータ。
資料) Demircug-Kunt and Levine(2001); 東京株式取引所『東京株式取引所統計年報』1936年版、本文参照。

図 2b. 株式市場規模の国際比較 II



員制組織に限定することなどを骨子とする取引所条例(「ブルース条例」)が制定され、取引所法制をめぐる論争が生じたが、1893年に公布・施行された取引所法によって、取引所法制の基礎が固まった。取引所法は、取引所一般に会員制組織と株式会社組織の選択を認め、株式会社組織の場合の最低資本金を10万円から3万円に引き下げた。日清戦争後のブームと重なり、また政府が寛容な認可方針を採ったため、1890年代後半に取引所、およびそのうち株式を取り引きする取引所(株式取引所)の数が急増した。しかし、増加した株式取引所の中には実質的な取引機能を持たないものもあったことから、政府は1899年

以降、地方の小取引所を整理する方針に転じた(東京株式取引所1928, pp. 6-8; 東京証券取引所, 2002, pp. 16-18; 野田1980, pp. 240-242)。

以上の経過は図3に反映されている。図3の棒グラフは各年における株式を取り扱う取引所の数を示している。株式取引所数は、1878年に2(東京・大阪)から始まり、1886年に5まで増加した後、1891年には3に減少した。1894年から再び増加に転じ、1896年に33まで急増した。1897年に46カ所でピークに達した後、減少に転じ、1900年代後半以降、10前後の安定した水準を保った。

全株式取引所に関する売買高の長期時系列データが得られないため、東株の取引シェアの長期的な動きを直接に観察することはできない。そこで図3では、株式取引所の総収入額(その大半は売買手数料による)によって東株の相対的な地位を捉えている⁶⁾。全株式取引所の収入額は、1890年代後半～1900年代初めに、取引所数と同様の増減を示した後、日露戦後と第一次世界大戦期に二回の大幅な増加を記録した。その後、1920年代に大きな変動と減少傾向を経験し、1930年代に再度増加した。この中で、東株は1922年に一度だけ大株に首位を譲った以外は、一貫して全国の株式取引所の中で、最大の収入額を挙げ続けた。すなわち、東株の収入シェアは、1890年代初めまで60-70%を占め、取引所数が急増した1890年代後半にいったん20-30%まで低下したが、1900年代以降、再び40-50%に回復した。以下で分析対象とする東株は、戦前期を通じて日本最大の株式取引所だったのである。

3. 東京市場の成長と上場企業の構成変化

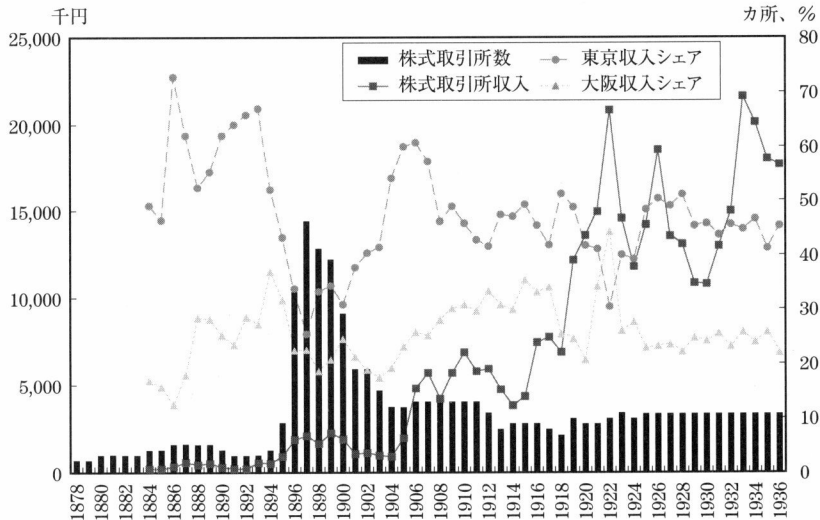
東株は取引方法によっていくつかの市場に分かれており、その区分の仕方は時期によって変化した。まず、1878年の株式取引所条例は、売買取引を現場取引と定期取引の2種類に区分した。現場取引は、売買約定を締結した時点で必ず株式の受け渡しならびに代金の支払いが行われる取引方法をいう。他方、定期取引においては、一定期間後(3カ月以内)に受け渡しを行うことが約定されたが、受け渡し期日までの期間に転売ないし買い戻しを行うことが可能であり、期日に売買の差に当たる金額の支払いと株式の受け渡しがなされた(株式取引所条例, 第36, 39条, 東京株式取引所, 1928, p. 454)。定期取引では、いわゆる差金決済(cash settlement)が行われたわけである。また、定期取引(および後の清算取引)においては、売買高の一定率の証拠金を売り手と買い手の双方が取引所に差し入れることとされていた(東京株式取引所(1928), pp. 225-238)。これは現在における先物(futures)取引の方法にあたる。個々

表 2. 1878 年末の上場株式

会社名	業種	府県	公称資本金(円)	設立年
第一国立銀行	銀行	東京	1,500,000	1876
東京兜町米商会所	取引所	東京	40,000	1876
東京蠣殻町米商会所	取引所	東京	50,000	1876
東京株式取引所	取引所	東京	200,000	1878

資料) 本文参照。

図3. 東京市場、大阪市場の日本全国における地位：長期時系列比較



資料) 東洋経済新報社(1927), 商工省『取引所一覧』各年版。

の株式銘柄を先物で取引する例は過去、現在を通じて世界的にも珍しい。1893年の取引所法は、定期取引と、それまでの現場取引にあたる直取引に加えて、延取引という取引方式を追加規定した。延取引は受け渡しまでの期間が150日以内と直取引(5日以内)よりはるかに長かったが、受け渡しまでの期間に転売・買戻を行って差金を決済することは認められておらず、実質上は直取引の一種と考えられた。また、延取引の規模は小さく、実際にそれが行われたのは1902～1903年に限られた(同上, pp. 6-7; 日本銀行調査局 1918, p. 3)。直取引は、後述する1918年の東株組織改革の際に現物取引と改称された。

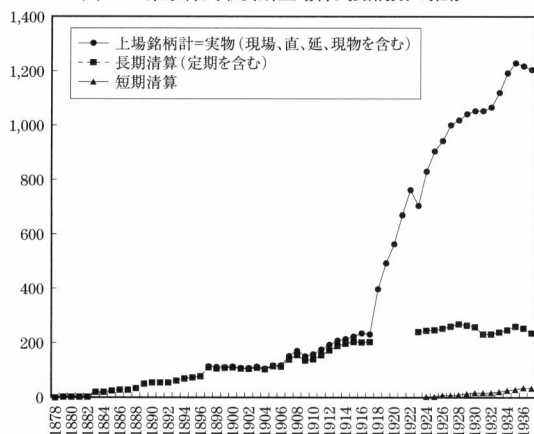
さらに、1922年に取引所法が改正された際、それまでの定期取引にあたる清算取引と現物取引にあたる実物取引の二分法に変更された。その際、それまでの定期取引は長期清算取引とされ、これと並ぶ清算取引の一種として短期清算取引という方式が設けられた。短期清算取引では、受け渡し期日が7日以内と文字通り短期であったが、その間に転売・買戻を行うことはもちろん、期日が来た後でも、1カ月以内に限り、受け渡さないし差金決済を繰り延べることが可能であった。繰り延べを行う場合、売買の相手方にあらかじめ定められた繰延料が支払われた(東京株式取引所 1932, pp. 92-93)。短期清算取引は1922年に大株で開始され、東株では2年後の1924年に導入された(大阪株式取引所 1928, p. 42; 東京株式取引所 1928, p. 48; 桑田 1940, pp. 199-203)⁷⁾。

図4aは東株の上場株式銘柄数を市場別に示している。煩雑さを避けるために、以下では、特に必要がない限り、1878～1893年の現場取引、1893～1922

年の直取引・現物取引・延取引を含めて実物取引、1878～1922年の定期取引を含めて長期清算取引と呼ぶことにする。また、注意点として、第一に、上場は株式銘柄別に行われた点を指摘しておく必要がある。これは、戦前の商法において、分割払込制度が認められていたことによる(野田 1980, pp. 207-212)。分割払込制度のために、同じ企業が発行した株式でも1株当たり払込金額が異なるものが並存する場合がしばしばあった。これらは異なる株式銘柄と認識され、1企業の複数銘柄が同時に上場される場合があったし、また1企業が発行する株式について、ある銘柄が上場され、他の銘柄は上場されない場合もあった。第二に、次節で上場制度に関連して述べるように、短期清算市場上場銘柄はすべて長期清算取引市場にも上場されており、また長期清算市場上場銘柄はすべて実物取引市場にも上場されていた。

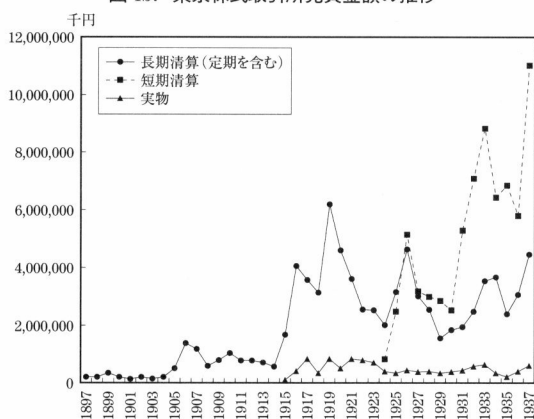
東株が設置された1878年の年度末には、上場株式銘柄数は4に過ぎなかったが、その後、着実に増加した。1896年までは、全銘柄が長期清算市場と実物市場の両方に上場されていたが、1897年以降は実物市場のみ上場の銘柄も現れるようになった。上場銘柄数が大幅に増加したのは1918年以降である。この年、上場銘柄数は前年の233銘柄から一挙に402銘柄に増加し、以後も1930年代まで急速な増加が続いた。1918年以降新規上場された銘柄の大部分は実物市場のみの上場であったため、実物市場上場銘柄数と長期清算市場上場銘柄数の間に大きな乖離が生じた。もう一つの注目すべき変化として1924年に短期取引市場が開設されたことが挙げられるが、銘柄数は1936年になっても33銘柄と少な

図 4a. 東京株式取引所上場株式銘柄数の推移



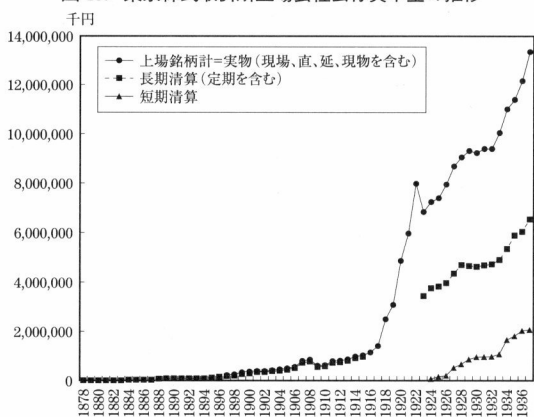
資料) 東京株式取引所(1938)。

図 4b. 東京株式取引所売買金額の推移



資料) 東京株式取引所(1938)。

図 4c. 東京株式取引所上場会社公称資本金の推移



資料) 東京株式取引所(1938)。

かった。

1918年以降の上場銘柄数増加の背景には、次のような事情があった。第一次大戦期のブームの中で、

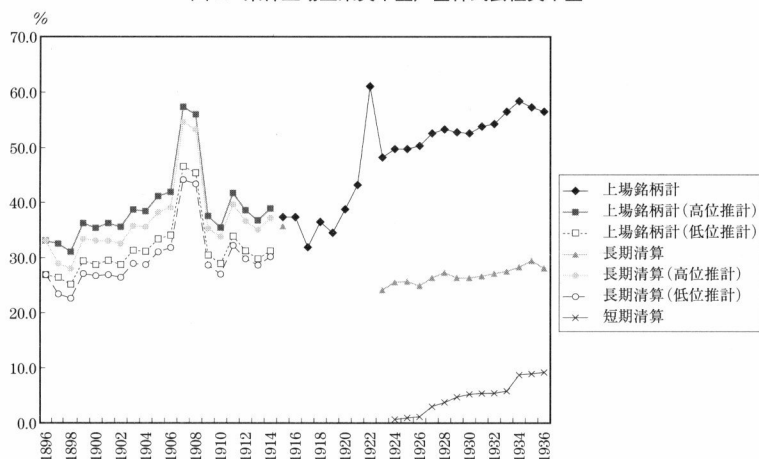
現物取引と呼ばれる差金決済によらない株式取引が、場外(取引所の外)で活発に行われるようになった。現物取引の担い手は現物問屋、および現物問屋の間を媒介する才取人と呼ばれる仲介業者であった(東証才取会員協会 1975, p. 65, p. 72)。東株は場外の現物取引を取引所内に取り込むことを望み、政府もこれを支持して、1918年に東株の営業細則の変更が認可された。この変更によって、才取人30名が「仲立人」として取引所内で活動することになり、また上述したようにそれまでの直取引が現物取引と改称された。さらに、東株は内部に監察部を設置して、取引の適正化を期することとした(東京株式取引所 1928, p. 46; 東京証券取引所 2002, p. 30; 東証才取会員協会 1975, p. 72)。これによって、活発化していた場外取引の一部が現物取引として取引所内に取り込まれた。上場銘柄数では実物市場の規模は拡大したものの、実物市場の売買回転率は相対的に低く、取引高では清算市場の規模比率が依然として圧倒的に大きかった。特に短期清算市場は1924年に設置された後、急速に売買額を伸ばした(図 4b)。

図 4c は資本金(公称資本金)でみた上場株式の増加を示している⁸⁾。傾向は図 4a とほぼ同じであるが、増加率は上場銘柄数のそれよりも大きくなっている。これは個々の上場企業の規模が拡大していったことによる。また、長期清算市場、短期清算市場の実物市場に対する相対的規模がより大きくなっている。後述するように、清算市場には上場企業の中でも大規模な企業の株式が上場されたことによる。

東株の上場資本金額を全株式会社の資本金額と比較すると図 5 のようになる。1914 年以前については、全株式会社のデータが払込資本金についてしか得られないため、1915～1936 年における払込率の最大値(71.5%, 1934 年)と最小値(58.1%, 1920 年)によって公称資本金を推計し、東株上場企業構成比の高位推計値と低位推計値を求めた。これによると第一次世界大戦末までは、日露戦争直後の一時期を除いて、東株上場資本金は全株式会社資本金の 30～40% の規模であった。1918 年以降の上場株式の急増によって東株上場資本金の全国シェアは 50% 前後まで上昇、以後、1930 年代にかけて緩やかな上昇が続いた。後述するように、東株には、1900, 1915, 1925, 1935 の各年にそれぞれ 96, 160, 712, 919 社の企業が上場されていた。これに対して株式会社の総数は、同じ各年にそれぞれ、4254, 7200, 17556, 23264 社であった(朝日新聞社(1930); 東洋経済新報社(1991))。したがって企業数で見れば東株上場企業は少数であったが、資本金では大きな比重を持っていたといえる。

次に、東株上場企業の構成とその変化について検討する。前述のように、上場は銘柄別に行われたが、

図5. 東株上場企業資本金/全株式会社資本金



ここでは、株式のうち少なくとも1銘柄が東株に上場されていれば、その企業を上場企業と見なすことにする。以下では、1878年、1885年、1900年、1915年、1925年、1935年の各年度末(11月30日)についての結果を提示する。1885年はいわゆる企業勃興の直前、1900年は企業勃興と日清戦後のブームを経た年、1915年は日露戦後ブームの後で、かつ第一次大戦の影響が及ぶ直前の年、1925年は第一次大戦ブームを経た年、1935年は大不況とその後の景気回復を経た年にあたる。

東株の『営業報告書』は、1900年から1918年まで、上場銘柄の全リストと株式を上場している企業の公称資本金額を掲載している。そこで、1900年と1915年の上場銘柄と上場会社資本金額については、『営業報告書』の情報を利用する。1878年と1885年の上場銘柄に関する情報は東京株式取引所(1928)から得た。同書は、清算取引市場に上場された履歴を持つ銘柄について、売買開始日と売買廃止日のデータを掲載している。1896年までは実物市場のみに上場されている銘柄はなかったから、清算取引市場の情報のみから上場銘柄リストを作成することが可能になる。1878年、1885年における上場企業の公称資本金は、大蔵省書記局銀行課『銀行課報告』、大蔵省銀行局『銀行局年報』、内閣統計局『帝国統計年鑑』、農商務省『農商務統計表』の関連する年度の版によって補った。1925年と1935年については東京証券取引所が所蔵する株主総会提出用の『営業報告書』(以下、『営業報告書』(原本))を使用した。『営業報告書』(原本)には、1900～1918年の『営業報告書』と同様、上場銘柄の全リストと株式を上場していた企業の公称資本金が掲載されている。

公称資本金以外の企業属性としては、本社所在府県、設立年と業種に注目する。本社所在府県と設立年は、1878年と1885年については、これらの年の

公称資本金と同じ資料から得た。1900年以降については、商業興信所『全国諸会社役員録』1900、1912年版、東京興信所『銀行会社要録』1925、1935年版、帝国興信所『帝国銀行会社要録』1925年版、大阪屋商店『株式年鑑』1926、1936年版を参照した。東株の『営業報告書』、『営業報告書』(原本)は、上場銘柄の業種名を示していないが、銘柄が業種別に配列されていると考えられるため、この配列と企業名から業種を特定した。業種区分は東京株式取引所(1938)に従った。

まず業種別の上場企業の構成を見よう。東株設立直後の1878年度末における上場企業は表2の4社にすぎなかったが、7年後の1885年には上場企業は24社に増加した。1885年の業種別構成は著しく偏っており、24社中20社が銀行、うち特殊銀行である横浜正金銀行を除く19社が国立銀行であった(表3a)。上場企業が銀行に偏っていたのは当時の企業法制的結果と考えられる。1893年に商法が公布・施行されるまで、日本には一般的な会社法が存在しなかったが、個別業種に関する法令である国立銀行条例(1872年公布・施行、1876年改正)は株主の有限責任制とその権利を明確に規定していた(宮本1990; 高村1996; 吉田1998, p.28)。多数の国立銀行が先行して東株に上場されたことは、国立銀行条例が、多数の流動的株主の国立銀行への投資を促す法制的基礎を提供したことによるのかもしれない。

1893年の商法施行と2回のブームを経た1900年までには、上場企業数は96に増加した。国立銀行制度の廃止にともなって、銀行の上場数は大幅に減少したが、代わって多数の鉄道企業が上場された⁹⁾。それでも鉄道会社の企業数ベースのシェアは30.2%にとどまり、石炭・石油、紡績、雑繊維(綿紡績以外の繊維)、食料品、雑商業などの多様な業種の企業が上場された点に、1885年との相違が見いだせる。1915年までには業種の多様性がさらに増大した。上場企業は160社に増加し、そのうち企業属性情報 が得られる151社について見ると、鉄道会社のシェアは21.2%に低下した。都市近郊の電気鉄道会社が発達した一方で、1906年の鉄道国有化によって、幹線鉄道を経営していた企業の多くが解散したことによる(野田1980, pp.310-313)。代わって電力事業が1915年にかけてシェアを上げた。新興産業であるとともに、事業の性質上、多額の設備投資を必要とした電力会社は、1900～1910年代に株式市場か

表 3a. 東京株式取引所上場会社の業種別分布(上場会社計)

順位	1885				1900				1915				1925				1935			
	業種	社数	構成比	業種	社数	構成比	業種	計	社数	構成比	業種	計	社数	構成比	業種	計	社数	構成比	業種	計
1	銀行	24	100.0	計	96	100.0	計	151	100.0	計	695	100.0	計	899	100.0	計	899	100.0	計	899
2	取引所	20	83.3	鉄道及電軌	29	30.2	鉄道及電軌	32	21.2	鉄道及電軌	58	8.3	鉄道及電軌	58	8.3	鉄道及電軌	58	8.3	鉄道及電軌	58
3	鉄道及電軌	2	8.3	石炭・石油	6	6.3	電気	15	9.9	電気	52	7.5	銀行	52	7.5	銀行	52	7.5	銀行	52
4	保険	1	4.2	紡績	6	6.3	石炭・石油	11	7.3	保険	47	6.8	銀行	47	6.8	銀行	47	6.8	銀行	47
5		1	4.2	織物	5	5.2	製糖	9	6.0	銀行	44	6.3	機械工作	44	6.3	機械工作	44	6.3	機械工作	44
6				食料品工業	5	5.2	食料品工業	7	4.6	食料品工業	37	5.3	雑商業	37	5.3	雑商業	37	5.3	雑商業	37
7				雑商業	5	5.2	紡績	6	4.0	化学工業	36	5.2	雑商業	36	5.2	雑商業	36	5.2	雑商業	36
8				船舶	4	4.2	取引所	6	4.0	機械工作	35	5.0	石炭・石油	35	5.0	石炭・石油	35	5.0	石炭・石油	35
9				船舶	4	4.2	織物	6	4.0	紡績	33	4.7	化学工業	33	4.7	化学工業	33	4.7	化学工業	33
10				取引所	4	4.2	瓦ス	5	3.3	雑商業	30	4.3	食料品工業	30	4.3	食料品工業	30	4.3	食料品工業	30
11				製紙	3	3.1	雑商業	5	3.3	石炭・石油	27	3.9	金属精錬・鉄鋼	27	3.9	金属精錬・鉄鋼	27	3.9	金属精錬・鉄鋼	27
12				電気	3	3.1	船舶	4	2.6	土地・建物	25	3.6	雑工業	25	3.6	雑工業	25	3.6	雑工業	25
13				製糖	3	3.1	船舶	4	2.6	雑工業	23	3.3	窯業	23	3.3	窯業	23	3.3	窯業	23
14				造船	2	2.1	雑工業	4	2.6	拓殖	20	2.9	雑工業	20	2.9	雑工業	20	2.9	雑工業	20
15				肥料	2	2.1	製紙	3	2.0	金属精錬及鉄鋼	18	2.6	拓殖	18	2.6	拓殖	18	2.6	拓殖	18
16				雑運輸通信	2	2.1	肥料	3	2.0	窯業	17	2.4	取引所	17	2.4	取引所	17	2.4	取引所	17
17				水産	2	2.1	機械工作	3	2.0	取引所	15	2.2	紡績	15	2.2	紡績	15	2.2	紡績	15
18				瓦ス	1	1.0	造船	3	2.0	製糖	14	2.0	取引所	14	2.0	取引所	14	2.0	取引所	14
19				興行	1	1.0	化学工業	3	2.0	船舶	13	1.9	製紙	13	1.9	製紙	13	1.9	製紙	13
20	その他	0	0.0	その他	2	2.1	その他	10	6.6	その他	72	10.4	その他	72	10.4	その他	72	10.4	その他	72

ら多額の資金を調達した(橘川 1995, 第 1 章)。このことが電気事業会社の上場が増加したことの背景となった。電力事業のほかにシェアを高めた主要な業種として、石炭・石油、製糖、瓦スなどがあつた。

1925 年には上場企業数は 712 社に達した。企業属性情報が得られる 695 社についてより詳しく見ると、業種の多様性はさらに増大し、トップの鉄道会

社でも上場会社総数の 8.3% を占めるにすぎなくなった。保険会社のシェアが大幅に上昇したほか、機械工業、化学、金属精錬及鉄鋼など、第一次大戦期に成長した新興産業のシェア上昇が目立つ。1935 年になると上場企業数は 919 社に増加し、うち 899 社について企業属性情報が利用可能である。業種別分布は 1925 年とはほぼ変わらない。

表 3b は、実物市場と清算市場での上場企業に差が見られるようになった 1925 年以降について、清算市場上場企業の業種別分布を示している。1925 年の長期清算市場上場企業の業種別分布を同じ年の全上場会社のそれと比較すると、鉄道、電気の 2 業種のシェアが高く、その点ではむしろ 1915 年の全上場企業の分布に近い¹⁰⁾。1910 年代末以降の上場銘柄増加の大部分が実物市場で生じたから、1915~1925 年における清算市場上場企業の構成変化が小さいのは当然といえる。その中にあって、船舶(海運)、保険、化学、金属精錬及鉄鋼等の業種のシェアが、1915 年の全上場会社の業種分布におけるそれより目立って高くなっている。これは、第一次大戦期に発達したこれら産業の企業が、実物市場だけでなく、より流動性の高い清算市場にも同時に上場されたことを示している。1925 年から 1935 年にかけては、業種別分布に大きな変化は見られない¹¹⁾。

つぎに、上場企業の本社所在地の分布を見よう。1878 年の上場企業 4 社は表 2 で見たようにいずれも東京の会社であったが、1885 年になると東京所在企業のシェア比率は二分の一に減少した(表 4)。その後は緩やかに東京所在企業のシェア上昇が続いたが、1935 年にかけての最後の 10 年間にやや大幅な低下が生じて 1900 年の水準に戻った。1885 年の上場企業所在地は、東京以外では、その他関東、中部地方が多く、東北地方を含む東日本で 90% 以上を占めた。しかし、東株上場企業に占める東日本企業のシェアは 1885 年以降、1935 年の 72.3% まで一貫して低下を続けた。東日本以外他の地域は植民地、外国を含めていずれもシェアを伸ばしたが、近畿地方所在企業のシェア上昇が特に著しかった。東日本所在企業のシェアの趨勢的低下は、東株の機能が 19 世紀末から 1930 年代にかけて全国化して行ったことを示唆している。

表 3b. 東京株式取引所上場会社の業種別分布(清算取引)

	業種	長期		業種	1935 会社数	構成比	業種	短期 1935	
		1925 会社数	構成比					1935 会社数	構成比
	計	160	100.0	計	152	100.0	計	24	100.0
1	鉄道及電軌	26	16.3	電気	26	17.1	金属精錬・鉄鋼	3	12.5
2	電気	21	13.1	鉄道及電軌	22	14.5	石炭・石油	3	12.5
3	石炭・石油	11	6.9	紡績	9	5.9	取引所	3	12.5
4	製糖	11	6.9	取引所	8	5.3	電気	2	8.3
5	食料品工業	8	5.0	石炭・石油	7	4.6	製糖	2	8.3
6	船舶	7	4.4	化学工業	7	4.6	紡績	2	8.3
7	雑繊維工業	7	4.4	雑運輸通信	6	3.9	レーヨン	2	8.3
8	取引所	7	4.4	製糖	6	3.9	鉄道及電軌	1	4.2
9	紡績	6	3.8	機械工作	6	3.9	製紙	1	4.2
10	化学工業	6	3.8	窯業	6	3.9	窯業	1	4.2
11	保険	5	3.1	食料品工業	5	3.3	雑運輸通信	1	4.2
12	銀行	4	2.5	金属精錬・鉄鋼	4	2.6	食料品工業	1	4.2
13	製紙	4	2.5	肥料	4	2.6	水産	1	4.2
14	金属精錬及鉄鋼	4	2.5	レーヨン	4	2.6	肥料	1	4.2
15	機械工作	4	2.5	造船	4	2.6			
16	造船	4	2.5	雑繊維工業	4	2.6			
17	雑工業	4	2.5	保険	4	2.6			
18	水産	4	2.5	瓦斯	3	2.0			
19	窯業	3	1.9	銀行	3	2.0			
20	瓦斯	3	1.9	雑工業	3	2.0			
その他		11	6.9		11	7.2		0	0.0

表5は上場企業の規模別分布を公称資本金ベースで示している。上場企業の平均資本金規模は1878年以降、持続的に増大した。注目されるのは、上場会社公称資本金の最大値が上昇する一方で、最小値は明確な上昇傾向を示さなかった点である。すなわち、既存の上場企業が成長し、ないしは大企業が新規上場を果たす一方、比較的小規模な企業も、1930年代まで東株を流通市場として利用し続けたと見ることができる。一方、長期清算市場に上場されている企業の平均規模は、全上場企業平均より2~3倍大きく、短期清算市場の上場企業の平均規模はさらに数倍大きかった。これら市場間の上場企業の規模格差は、資本金の最小値で見るとより顕著になる。特に、短期清算市場の上場企業は、いずれも各業種のトップ・クラスの大企業であった¹²⁾。実物市場は比較的小規模な企業でも利用することができたが、清算市場、特に短期清算市場への上場は企業規模の点で高いハードルがあったことが示唆される。実際、次節で述べるように、東株は清算市場、特に短期清算市場について、より厳しい上場基準を課していた。

最後に、上場企業の年齢分布を示したのが表6である。ここでは企業の年齢を設立年からの年数で測っている。1878年の全上場企業(4社)の平均年齢は1.50年と非常に若かったが、これは、当時、会社制度が導入されて間もなかったことを反映していると考えられる。その後、平均年齢は1915年の16.60年まで上昇を続けたが、1925年にはいったん低下した。これは、1918年以降の新規上場の波の中で、年齢の低い企業が多数上場されたことによると考えら

れる。その後1935年にかけて再び、平均年齢は上昇した。その一方で、規模の場合と同様に、最小値は小さい値を持続したことが注目される。1885年を例外として、どの年にも設立と同じ年、ないし設立後1年目の企業がすでに東株に上場されていた。これは、設立後間もない企業でも東株市場を利用することが可能だったことを示している。

4. 上場制度と株式上場の決定要因： 綿紡績企業に関する分析

株式上場の拡大を理解するために、上場基準を中心とする上場制度について知る必要があるが、戦前期の上場制度の変遷を体系的に示す資料は現在のところ見あたらない。そこで、以下では散在した情報を総合して上場制度の概要を把握することとする。

1915年に施行された東株の営業細則は、「株式会社より株式又は社債の売買取引開始の請求を受けたときは本所は其の会社の諸規定及び財産業務の状況を調査したる上諸否を定むべし」(第1条)、「売買取引開始後と雖其の会社の業務不整理若は売買取引に危険ありと認むるか其の他本所に於て必要と認めたるときは其の売買取引を中止又は廃止することあるべし」(第2条)と規定している(日本銀行調査局1916, p. 93)。また、1922年の取引所法改正時に定められた取引所令によって、取引所一般に対して、内部に商議員会を常置し、商議員会に「上場物件の銘柄の決定又は廃止」を諮問することが義務づけられた。このような取引所による上場審査の際に、どのような上場基準が用いられたであろうか。

表 4a. 東京株式取引所上場会社の本社所在地別分布(上場会社計)

	会社数					構成比(%)				
	1885	1900	1915	1925	1935	1885	1900	1915	1925	1935
計	24	96	151	695	899	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
東日本	22	77	121	536	650	91.7	80.2	80.7	77.1	72.3
北海道	0	4	2	7	9	0.0	4.2	1.3	1.0	1.0
東北	2	0	0	8	16	8.3	0.0	0.0	1.2	1.8
関東	17	67	110	487	569	70.8	69.8	73.3	70.1	63.3
東京	12	54	89	440	506	50.0	56.3	59.3	63.3	56.3
中部	3	6	9	34	56	12.5	6.3	6.0	4.9	6.2
西日本	2	19	22	105	171	8.3	19.8	14.7	15.1	19.0
近畿	2	11	16	82	135	8.3	11.5	10.7	11.8	15.0
大阪	2	4	13	66	105	8.3	4.2	8.7	9.5	11.7
中国	0	3	2	11	17	0.0	3.1	1.3	1.6	1.9
四国	0	0	0	1	5	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6
九州	0	5	5	11	14	0.0	5.2	2.7	1.6	1.6
植民地	0	0	7	32	42	0.0	0.0	4.7	4.6	4.7
外国	0	0	0	22	36	0.0	0.0	0.0	3.2	4.0

表 4b. 東京株式取引所上場会社の本社所在地別分布(清算取引)

	長期				短期	
	会社数	構成比(%)	会社数	構成比(%)	会社数	構成比(%)
	1925	1935	1925	1935	1935	1935
計	180	152	100.0	100.0	24	100.0
東日本	127	121	70.6	79.6	18	75.0
北海道	2	2	1.1	1.3	0	0.0
東北	3	2	1.7	1.3	0	0.0
関東	117	111	65.0	73.0	18	75.0
東京	104	102	57.8	67.1	17	70.8
中部	5	6	2.8	3.9	0	0.0
西日本	20	21	11.1	13.8	4	16.7
近畿	15	17	8.3	11.2	4	16.7
大阪	13	15	7.2	9.9	4	16.7
中国	2	3	1.1	2.0	0	0.0
四国	0	0	0.0	0.0	0	0.0
九州	3	1	1.7	0.7	0	0.0
植民地	11	8	6.1	5.3	1	4.2
外国	2	2	1.1	1.3	1	4.2

1914年(後述のように農商務省通牒によって清算市場の上場基準が定められた年)以前の上場基準について、東京株式取引所(1928)は次のように記している(東京株式取引所 1928, pp. 33-34)。

取引所法制定伴ひ、政府は株式取引所の売買する株券の種類を、可及的、増加す可き旨を諭示したるを以て、本所は、株券売買開始に於て従来、採り来たりし所の株数四千株以上・資本金二十万円以上・払込資本金十万円以上の標準を低減して、株数三千株以上・資本金十五万円以上・払込資本金七万五千円以上に改め、此の制限以下の株券は、直取引・延取引のみの取引を行ふこととし、明治二十七年五月より実施せり。

すなわち、清算取引(当時は定期取引)については明治 27 年(1894 年)まで、1 銘柄あたり株数 4000 株以上、公称資本金 20 万円以上、払込資本金 10 万円以上という上場基準があり、1894 年以降はそれが株数

3000 株以上、公称資本金 15 万円以上、払込資本金 7 万 5000 円以上という条件に緩和された。同時に上の記述から、実物取引(当時は直・延取引)には明示的な上場基準が存在しなかったことがうかがわれる。

東京証券取引所(1963)によれば、1914 年まで有価証券の上場に関する法的規制はなかったから(制度編, p. 3), 上の上場基準は東株の自主ルールであったと考えられる。一方、1914 年の取引所法改正時に、同法施行細則によって、清算取引(当時は定期取引)を行う有価証券の銘柄決定を農商務大臣の許認可制にすることが定められた¹³⁾。これを踏まえて、同年の農商務省通牒(農商務省商第 8214 号)は、①会社設立後 2 年以上経過していること、②同一銘柄について払込資本金 50 万円以上(東京・大阪は 100 万円以上)、という清算市場の上場基準を定めた。次いで翌 1915 年の通牒(農商務省商第 9300 号)によって、③既上場株式のある会社の新株式については払込資本金 25 万円以上(東京・大阪は 50 万円以上)でよいこととされた(東京証券取引所 1963, 制度編, p. 3)。

東株はこうした法的枠組みに基づいて次のような上場基準を設定した。東京株式取引所(1928)によれば、東株は 1921 年 5 月まで、清算市場への株式上場基準として、上記農商務省通牒の①～③に、同一銘柄について株数 4 万株以上という条件を加えた 4 条件を設定していた(p. 48)。そして 1921 年 5 月にこれを改正して、a 会社設立後 2 年以上経過していること、b 同一銘柄について公称資本金 300 万円以上、払込資本金 100 万円以上、株数 6 万株以上、c 既上場株式のある会社の新株式については公称資本金 200 万円以上、払込資本金 50 万円以上、株数 4 万株以上とし、この基準は少なくとも同書が刊行された 1928 年まで維持された(同上)。

その後の上場基準に関する資料として、東株自身による東京株式取引所調査課(1932)がある。同書は

表 5. 東京株式取引所上場会社の規模分布(公称資本金)

	上場会社計(実物)						長期清算		短期清算
	1878	1885	1900	1915	1925	1935	1925	1935	1935
会社数	4	24	96	151	698	899	160	152	24
最大値(千円)	1,500	20,000	66,000	200,000	440,000	800,000	440,000	800,000	800,000
最小値(千円)	40	70	80	50	63	20	250	500	3,625
平均(千円)	448	1,302	4,216	8,141	11,705	13,816	27,589	45,549	121,325
標準偏差(千円)	705	4,033	9,000	18,405	27,108	39,368	47,302	84,385	168,737
変動係数	1.58	3.10	2.13	2.26	2.32	2.85	1.71	1.85	1.39

表 6. 東株上場企業の年齢分布

	上場会社計(実物)						長期清算		短期清算
	1878	1885	1900	1915	1925	1935	1925	1935	1935
会社数	4	24	96	151	698	899	160	152	24
最大値(年)	2	9	28	43	53	63	53	63	63
最小値(年)	0	4	0	1	0	0	3	1	6
平均(年)	1.50	7.29	10.01	16.60	14.09	20.45	21.53	28.17	33.67
標準偏差(年)	1.00	1.27	5.90	9.75	11.18	12.68	11.97	13.87	16.60
変動係数	0.67	0.17	0.59	0.59	0.79	0.62	0.56	0.49	0.49

長期清算市場の上場基準として、上記 a～c を挙げるとともに、「且つ其の会社の内容が、良好で株式は一方に偏在することなく、各方面に分布されて居て、浮動性に富むものなること等」の条件を付記している(p. 71)。同書は短期清算市場の上場株式について、明確な基準を示していないが、「此の取引の性質上、最も活動性の富む株式たるを要」するとしている(p. 86)¹⁴⁾。また、波多野(1938)も、東株のものとは断っていないが、清算市場の上場基準として、上記 a～c を挙げている。1921 年以降、日中戦争開始まで、上記 a～c が東株の清算市場上場基準であったと見て間違いのないであろう¹⁵⁾。

注目すべきことに、東京株式取引所調査課(1932)は、実物市場について「実物市場では、清算市場に於けるが如く、上場銘柄に何の条件も付してなく、出合ひさえあれば、何会社の株式でも、自由に取引することができる」と記している(p. 95)。この記述から、実物市場については、少なくとも 1932 年まで明確な上場基準が設定されていなかったと推測できる¹⁶⁾。

以上のような、特に実物市場については、かなり自由な上場制度の下で、どのような属性を持つ企業がどのようなタイミングで上場されたのだろうか。この問いに関連する論文として Pagano *et al.* (1998) がある。Pagano 等は、1982～1992 年のイタリア企業のパネル・データを用いて、上場の決定要因と効果を分析した。具体的には、1982 年時点でミラノ株式取引所の上場基準を満たしており、かつ上場されていなかった企業について、新規上場を示すダミー変数を、企業属性と市場環境に関するいくつかの変数に回帰している。その結果、売上高、売上高成長率、ROA、その企業が属する産業の平均時価・簿価比率が上場の決定に対して有意に正の効果

を持ったことが明らかにされた。以下では、Pagano *et al.* (1998) の枠組みを参照しつつ、戦前日本の株式市場とその制度的枠組みの特性、および利用可能なデータの特性を考慮して、東株への企業上場の決定要因を分析する。

分析対象は 1905～1936 年の綿紡績会社とする。綿紡績業が戦前日本の主要産業の 1 つであり、比較的多数の上場企業を擁していたこと、および非上場企業を含めて包括的なデータが長期間にわたって利用可能であること、を考慮したことによる。綿紡績企業に関するデータは大日本紡績事業連合会『綿糸紡績事情参考書』各期版から得た。1905 年を初年とするのは、同年から『綿糸紡績事情参考書』の財務データの様式が整備されたことによる。同書から財務データを得ることができる全ての企業について、前節で述べた諸資料によって各年の東株への上場状況を調べた¹⁷⁾。サンプルの概要は図 6a, 6b の通りである。1910 年代末まで 25～35 社前後、1910 年代末～1930 年代には 50～70 社の財務データを利用することができる。そのうち、東株に上場されていた企業数は、1910 年代末まで 5～6 社であったが、1920 年代末にかけて緩やかに増加し、1920 年代末～1930 年代前半には 20 社強となった。そのうち、長期清算市場の上場企業は、1910 年代末以降もそれほど増加せず、最も多い年(1933～35 年)でも 9 社であったに過ぎなかった。短期清算市場には、1924 年から鐘淵紡績が上場され、1933 年に日清紡績が加わった。

注意すべき点として、全企業と東株上場企業の地域別分布の違いがある。日本の紡績業は大阪を中心に発展した(高村 1971)が、ここでのサンプルにもその特徴が反映されている(図 6b)。東日本(北海道・東北・関東・中部の 4 地方)所在企業の構成比には、

図 6a. 綿紡績会社の東株上場の推移

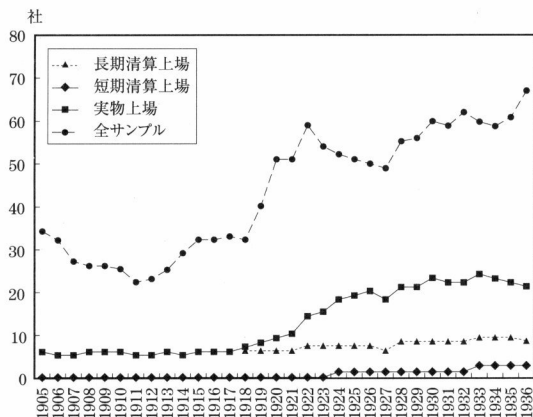
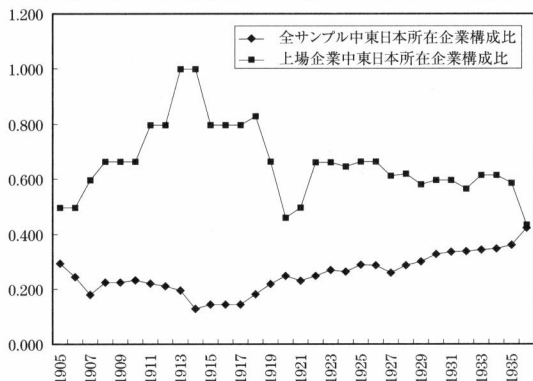


図 6b. 東株上場綿紡績企業の東日本への偏りとその解消



1910年代中頃までの低下傾向、その後の上昇傾向が見られるが、最大となった1936年でも42%、最小の1914年には14%であった。東日本とその他地域を区別して東株上場企業を見ると、興味深い事実が認められる。上に述べたように、東日本以外の地域に所在する企業のサンプルが一貫して多かったにも関わらず、これら企業の東株上場件数は1920年代初めまで東日本所在企業より少なかった。すなわち、東株上場率に企業の所在地域によって大きな格差が存在した。この事実は、企業は株式上場にあたって企業の所在する地域にある取引所を選んで上場する傾向があるという、一種のホーム・バイアスがあったことを示唆している。上場率の地域間格差は1930年代まで一貫して存在したが、一方で、1910年代末以降、その他地域所在企業の上場率が上昇して格差は縮小した。ホーム・バイアスがある時期に縮小したことを示唆するこの事実は、前節で指摘した東株の機能の全国化を裏付けるものである。

綿紡績会社の上場決定の要因をよりよく理解するために、次のような回帰式を推定しよう。

$$Pr(L_{it}=1) = F(\alpha_0 + \alpha_1 NPCAP_{it-1} + \alpha_2 AGE_{it-1} + \alpha_3 ROE_{it-1} + \alpha_4 EAST_i + \alpha_5 REFORM_{t-1} + \alpha_6 EAST_i * REFORM_{t-1} + \alpha_7 LAW_{t-1})$$

ここで、 L_{it} は、 i 企業が t 年に東株に新規上場した場合に1をとるダミー変数である。回帰分析のサンプルは、1905年時点で未上場であった企業に限定する。ここでは市場の種類を問わず、新規上場された場合に、 L_{it} を1とする。この時期に清算市場に上場した企業は少数だったことを考えると、実質的には実物市場に焦点をあてることになる。前述のように実物市場には1930年代前半まで明確な上場基準が存在しなかったから、未上場企業がそもそも上場基準を満たしていなかった可能性を心配する必要はない。したがって、全ての未上場企業を分析に使うことができる。

$Pr(A)$ は事象 A の確率を、 $F(\cdot)$ は累積確率分布関数を示す。 $NPCAP$ は、各年の全株式会社の平均払込資本金で基準化した各企業の払込資本金(払込資本金/全株式会社平均払込資本金)である。このような基準化を行うのは、32年間にわたる長期のパネル・データを使用するために、サンプルの払込資本金に上昇傾向が存在することによる。 AGE は、各企業の年齢を示す。 ROE は自己資本利益率、 $EAST$ はその企業の本社が東日本に所在する場合に1をとるダミー変数である。これによってホーム・バイアスを捉えることを意図している。 $REFORM$ は、1918年以降に1となるダミー変数である。前述のように、1918年に東株は組織改革を行い、場外の現物取引を内部に取り込んだ。 $REFORM$ で組織改革の効果を、また $REFORM$ と $EAST$ の交差項でこの改革がホーム・バイアスに与えた効果を捉えることを意図している。

LAW は1911年の商法改正の効果を捉えるためのダミー変数であり、1911年以降、1となる。前述したように1893年に初めて商法が公布・施行された後、1900年に大幅な改正が行われ、さらに1911年にも再度の改正が行われた。1911年改正の背景には日露戦後ブーム期に多発した泡沫会社の弊害があった。1911年改正の中で企業のガバナンスに直接関係する項目は次の通りである。第一に取締役の連帯責任の規定が加えられた。第二に、それまでの商法には取締役の責任の対象となる会社の行為について取締役が株主総会で異議を述べ、かつそのことを監査役に通知した場合は取締役が免責されるという規定があったが、この規定が削除された。第三に「蛸配当」、投機などの不正な行為によって役員が会社に損害を与えた場合の刑事罰が規定された(藤井1999, pp. 134-146)。これらの改正が外部株主の保

表 7. 東株上場の決定要因

被説明変数: L_{it}

推定法	Logit		Logit		Poisson		Poisson	
定数項	-11.545	(-5.041)***	-0.713	(-5.808)***	-10.872	(-5.571)***	-7.012	(-5.992)***
<i>NPCAP</i>	0.075	(3.333)***	0.063	(3.000)***	0.0668	(4.245)***	0.056	(3.715)***
<i>AGE</i>	0.044	(1.936)*	0.037	(1.671)*	0.0431	(1.982)**	0.037	(1.759)
<i>ROE</i>	1.409	(0.733)	0.900	(0.554)	1.402	(0.982)	0.912	(0.857)
<i>EAST</i>	6.413	(3.960)***	3.759	(3.021)***	5.835	(3.938)***	3.476	(3.038)***
<i>REFORM</i>	2.121	(1.645)*	2.266	(2.003)**	2.091	(1.464)	2.175	(1.907)*
<i>EAST*REFORM</i>	-6.418	(-3.648)***	-3.844	(-2.636)***	-5.821	(-3.540)***	-3.543	(-2.543)**
<i>LAW</i>	4.260	(2.796)***			3.659	(3.654)***		
R^2	0.071		0.035		0.071		0.0336	
<i>Log likelihood</i>	-72.040		-76.521		-73.179		-77.352	
<i>Obs.</i>	938		938		938		938	
<i>Positive obs.</i>	18		18		18		18	

注) 本文参照。()は t 値。***1%で有意。**5%で有意。

護に実効を持ったとすれば、*LAW* の係数が正になることが期待される。

推定は、Logit モデルと Poisson モデルによって行う。結果は表 7 の通りである。Logit と Poisson 回帰の結果は大きく異ならない。*NPCAP* と *AGE* の係数は正で *NPCAP* の係数は常に統計的に有意である。各年の平均的企業に比べて相対的に払込資本金規模が大きく、年齢の高い企業ほど上場確率が高かったことになる。*ROE* の係数は期待通り正となるが、統計的に有意ではない。一方、*EAST* の係数は有意に正となり、東日本に本社が所在する企業がより高い確率で上場したというホーム・バイアスの存在が確認できる。*REFORM* の符合は正となり、説明変数に *LAW* を加えない場合は有意となる。最後に、*REFORM* と *EAST* の交差項の係数は有意に負となる。すなわち、ホーム・バイアスが 1918 年の東株の組織改革によって縮小したことが示唆されている。*LAW* の係数は有意に正となる。図 6 からは 1911 年商法改正の影響は明らかではないが、計量分析の結果は、1911 年の商法改正が東株への企業上場を促したという関係を示している¹⁸⁾。

5. おわりに

1930 年代半ばの日本の株式市場は、戦後日本との比較でも、当時のアメリカとの比較でも、また現代の主要国と比較しても、大規模なものであった。この事実は、戦前日本の金融システムが市場型に近かったとする最近の研究結果を裏付けるとともに、株式市場のめざましい発展過程の解明という新しい課題を提起する。本論文はその課題の解決をめざすプロジェクトの一環として書かれている。本論文では、東京株式取引所の日本の株式市場における位置を確認したうえで、東株設立以来の上場企業の完全なリストを構築し、それを企業属性情報と統合する作業を行った。この作業を通じて次のような事実が明らか

になった。東株は、相次いで勃興する成長産業の企業を新規上場させることを通じて拡大して行った。また、東日本以外の地域に所在する企業の上場数も増加した。いいかえれば、当初、強く見られた上場会社のホーム・バイアスが縮小していった。さらに、上場企業の平均規模・平均年齢が上昇傾向を示す一方で、規模・年齢のいずれについても最小値は上昇せず、小規模で設立後間もない企業も東株の市場を利用することが可能であった。このような事象の背景の一つとして、1918 年の組織改革が考えられる。この組織改革を通じて、場外で発展しつつあった現物取引が取引所内に取り込まれ、1910 年代末以降、実物市場の上場企業数が急増した。このような記述的分析をふまえたうえで、綿紡績企業の新規上場決定に関する計量分析を行った。払込資本金規模が相対的に大きく、年齢が高い企業の上場確率が高いという基本的な関係が確認されたほか、東日本所在企業の上場確率が相対的に高いというホーム・バイアスがあったこと、ホーム・バイアスは 1918 年の組織改革によって縮小したこと、1911 年の商法改正が新規上場を促進したことなど、いくつかの興味深い結果が得られた。言うまでもなく、残された課題は多い。たとえば、東株への上場が企業のその後の業績にどのような効果を持ったかという分析が考えられる。その効果を知ることによって、企業にとっての東株の魅力が明らかになり、その発展をより深く理解できるようになるであろう。

(東京大学大学院経済学研究科・経済学部／
University of Southern California／
University of California, San Diego)

注

* Stefano Battilossi, Yun Jeong Choi, Joe Chen, Leslie Hannah, Catherine Schenk, 有本寛, 伊藤正直, 大橋弘, 小田切宏之, 加納悟, 神取道宏, 清川雪彦, 黒崎卓, 斎藤修, 澤田康之, 都留康, 寺西重郎, 二上季代司, 松井彰, 松島斉, 三輪芳朗, 柳川範之の各氏を初め

とする、一橋大学経済研究所、および東京大学経済学部におけるセミナー出席者からの有益なコメントに感謝したい。資料収集に関して、東京証券取引所、大阪証券取引所、および小林和子氏(日本証券経済研究所)、宮本又郎氏(大阪大学)のお世話になった。記して感謝の意を表したい。本研究は、文部科学省科学研究費(学術創成、課題番号 15GS0103、研究代表者、伊藤正直)の援助を受けた。

1) これは、上記の現代のイタリアとアメリカの違いを作り出す原因のひとつと考えられる上場にかかる固定費用が、戦前の日本では(現代アメリカのように)比較的低かったとも解釈される。これに対して、戦後日本ではこの固定費用が高く設定され、それが戦前と違う IPO 市場を作り出した原因の一つとなったのかもしれない。

2) 岡崎(1995a)に同様のグラフがあるが、これは東株のみのものである。

3) アメリカの 1936 年の名目 GNP は Gordon (1986) による。アメリカのデフレーターは *Annual Report of Economic Advisors*, 2003 のデフレーターを、1972 年で、Gordon(1986)のデフレーターにリンクして作成した。日本については、1936 年名目 GNP(大川(1974))を同年の為替レート(山澤・山本 1979)でドルに換算したうえで、アメリカのデフレーターでデフレートした。

4) 1920 年代以降、資本市場が発達する一方で、深刻な銀行危機が発生した。この出来事は、産業革命を担った金融システムが限界に直面し、新しいシステムへの移行過程が始まったことを反映している。この点については岡崎(1997, 2000, 2004), Okazaki, Sawada and Yokoyama(2003)を参照。

5) 横浜では、既存の商品取引所で株式取引を開始した。

6) 1925 年～1936 年における株式取引所、全 11 カ所(東京、大阪、京都、神戸、長崎、新潟、長岡、名古屋、広島、横浜)の平均で、売買手数料が収入の 69.6% を占めた(商工省『取引所一覧』各年版)。

7) 図 3 で 1922 年に東株と大株の収入が逆転しているのは、大株が短期清算取引で先行したことを反映していると思われる。

8) 公称資本金とは授權資本を意味するが、必ずしもすべて払い込まれてはいなかった。また、ここでは上場されている株式のみの資本金額を考える。例えば、額面 50 円の旧株 1 万株と額面 50 円の新株 1 万株を発行している企業があり、旧株のみが上場されている場合、上場資本金額は 50 万円となる。上場資本金額を公称資本で定義するので、払込率には依存しないことに注意されたい。

9) 1880～1890 年代の鉄道ブームについては野田(1980)第 2 章を参照。

10) 1925 年の長期清算取引上場企業数は 160 社であり、その全てについて企業属性情報が利用可能である。

11) 1935 年の長期清算取引上場企業数は 152 社であり、その全てについて企業属性情報が利用可能である。

12) 1935 年における短期清算市場上場企業は次の通りである。南満州鉄道、日本郵船、北海道炭鉱汽船、三菱鉱業、日本鉱業、東京電灯、日本電力、王子製紙、日本鋼管、日清紡績、帝国人造絹糸、東洋レーヨン、大日本麦酒、日魯漁業、大日本製糖、明治製糖、大日本人造

肥料、大阪株式取引所、大連商品株式取引所、東京株式取引所、浅野セメント、日本産業、日本石油(東京株式取引所『営業報告書』(原本)1935 年下期)。

13) 清算取引銘柄の許認可制は 1922 年の取引所法改正時に取引所令第 12 条に明文化された(東京証券取引所 1963, 制度編 p.1)。

14) 長満(1932)も長期清算市場の上場基準として上記 a～c を挙げている(p.171)。

15) 1940 年までに東株の上場基準はより整備されたものとなった。1940 年時点の上場基準については松本(1940), pp. 114-115, 桑田(1940), pp. 98-102 を参照。

16) 1940 年までには実物市場についても一応、上場基準が定められた(松本 1940, p. 115; 桑田 1940, pp. 98-99)。

17) 1919-1922 年については大蔵省『金融事項参考書』各年版を参照した。

18) 各年の東株上場株式平均価格(売買金額/売買株数)と各年の東京における割引手形金利を加えた式も推定したが、これらの変数は有意にならなかった。

参 考 文 献

- 朝日新聞社(1930)『日本経済統計総観』朝日新聞社。
 藤井信秀(1999)「日露戦争後の経済発展への対応——明治 44 年の改正」北沢正啓先生古希祝賀論文集『日本会社立法の歴史的展開』商事法務研究会。
 藤野正三郎・寺西重郎(2000)『日本金融の数量分析』東洋経済新報社。
 波多野鼎(1938)『証券市場論』巖松堂書店。
 石井寛治(1997)『日本の産業革命』朝日選書。
 石井寛治(1999)『近代日本金融史序説』東京大学出版会。
 片岡 豊(1987)「明治期の株式市場と価格形成」『社会経済史学』第 53 巻第 2 号, pp. 25-47。
 橘川武郎(1995)『日本の電力業の発展と松永安左エ門』名古屋大学出版会。
 金融審議会金融分科会第一部会(2003)「市場機能を中核とする金融システムに向けて」http://www.fsa.go.jp/singi/singikinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf。
 桑田勇三(1940)『我国取引所の理論と実際』有斐閣。
 松本信次(1940)『株式取引所研究』有斐閣。
 宮本又郎(1990)「産業化と会社制度の発展」西川俊作・阿部武司編『産業化の時代』上, 岩波書店。
 長満欽司(1932)『株式取引所機能論』春陽堂。
 内閣経済社会総合研究所(2001)『国民経済計算報告: 長期週及主要系列: 平成 2 年基準』内閣経済社会総合研究所。
 日本銀行調査局(1916)『東京に於ける株式市場の要綱』日本銀行。
 日本銀行調査局(1918)『株式取引所の梗概』日本銀行。
 日本銀行金融研究所(1986)『わが国の金融制度』日本銀行金融研究所。
 日本銀行金融研究所(1995)『わが国の金融制度』日本銀行金融研究所。
 野田正穂(1962)「満州事変以後におけるわが国株式市場の構造変化について」『経済志林』第 30 巻第 2 号, pp. 127-182。

- 野田正穂(1980)『日本証券市場成立史』有斐閣。
- 大川一司(1974)『国民所得』東洋経済新報社
- 大阪株式取引所(1928)『大株五十年史』大阪株式取引所。
- 岡崎哲二(1993)「企業システム」岡崎・奥野編(1993)。
- 岡崎哲二(1994)「日本——戦時経済と経済システムの転換」『社会経済史学』第60巻第1号, pp. 10-40。
- 岡崎哲二(1995a)「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」青木昌彦, ロナルド・ドーア編『国際・学際研究 システムとしての日本企業』NTT出版。
- 岡崎哲二(1995b)「第二次世界大戦期の金融制度改革と金融システムの変化」原朗編『日本の戦時経済——計画と市場』東京大学出版会。
- 岡崎哲二(1997)『工業化の軌跡——経済大国前史』読売新聞社。
- 岡崎哲二(1999)『持株会社の歴史』ちくま新書。
- 岡崎哲二(2000)「持株会社と銀行——コーポレート・ガバナンスから見た1920年代と現代」『一橋ビジネス・レビュー』第48巻第3号, pp. 38-50。
- 岡崎哲二(2004)「戦前日本の金融システムと銀行淘汰」『経済史研究』第8号, pp. 1-18。
- 岡崎哲二・奥野正寛編(1993)『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社
- 志村嘉一(1969)『日本資本市場分析』東京大学出版会。
- 高村直助(1971)『日本紡績業史序説』上・下, 塙書房。
- 高村直助(1996)『会社の誕生』吉川弘文館。
- 寺西重郎(2003)『日本の経済システム』岩波書店。
- 東京株式取引所(1928)『東株五十年史』東京株式取引所。
- 東京株式取引所(1933)『東京株式取引所史』第2巻, 東京株式取引所。
- 東京株式取引所(1938)『東京株式取引所史』第3巻, 東京株式取引所。
- 東京株式取引所調査課(1932)『東京株式取引所』東京株式取引所。
- 東京証券取引所(1963)『東京証券取引所10年史』東京証券取引所。
- 東京証券取引所(1974)『東京証券取引所20年史』東京証券取引所。
- 東京証券取引所(2002)『東京証券取引所50年史』東京証券取引所。
- 東証才取会員協会(1975)『才取史』東証才取会員協会。
- 東洋経済新報社(1927)『明治大正国勢総覧』東洋経済新報社。
- 東洋経済新報社(1991)『完結 昭和国勢総覧』第2巻, 東洋経済新報社。
- 山澤逸平・山本有造(1979)『貿易と国際収支』東洋経済新報社。
- 吉田準三(1998)『日本の会社制度発達史の研究』流通経済大学出版会。
- Allen, F. and D. Gale(2000) *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Aoki, M. (2001) *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (2001) *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Gordon, R. J. ed. (1986) *The American Business Cycle*, Chicago: University of Chicago Press.
- Hoshi, T and A. Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shreifer and R. Vishny (1997) "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131-1150.
- Miwa, Y. and M. Ramseyer (2002) "Banks and Economic Growth: Implications from Japanese History," *Journal of Law and Economics*, Vol. 45, No. 1, pp. 127-164.
- Okazaki, T., M. Sawada and K. Yokoyama (2003) "Measuring the Extent and Implications of Director Interlocking in Pre-war Japanese Banking Industry," CIRJE Discussion Paper Series, CF-241 (The University of Tokyo).
- Pagano, M., F. Panetta and Zingales (1998) "Why Do Companies Go Public?: An Empirical Analysis," *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, pp. 27-64.
- US. Bureau of Census (1938) *Statistical Abstract of the United States*, 1937.