戦前期株式市場における上場基準
―清算市場上場過程の再検討―

2026年9月14日
証券経済学会全国大会テーマセッション
於　大阪公立大学

日本証券経済研究所研究員
太田　達也

©2026 Tatsuya Ohta. All rights reserved.
本資料の複写やインターネット上での公開を禁止します。

本報告の内容

■本報告の要旨

わが国の取引所取引にあっては、清算取引と実物取引という異なる取引仕法が存在したことから、それぞれ市場が区分されていたことに加え、それぞれの市場において異なる上場基準が整備されるという特殊性を有していた。本報告では、戦前期株式市場における上場基準の経時的な変化を整理することに加え、長期清算市場への上場プロセスを実物市場との連関から再検討することを目的とする。

また、証券市場関連法規の整備が進んだ1930年代における清算市場への上場銘柄について、その上場要件の実態を掘り下げて検討する。戦前期当時の文献を読み解くと、明確な上場基準として外部に示されなかった「内規」とも呼べる基準があったことが示唆される。そうした基準が、実際の上場に際してどの程度の相関を持っていたのかについて試行的研究を行う。

■構成

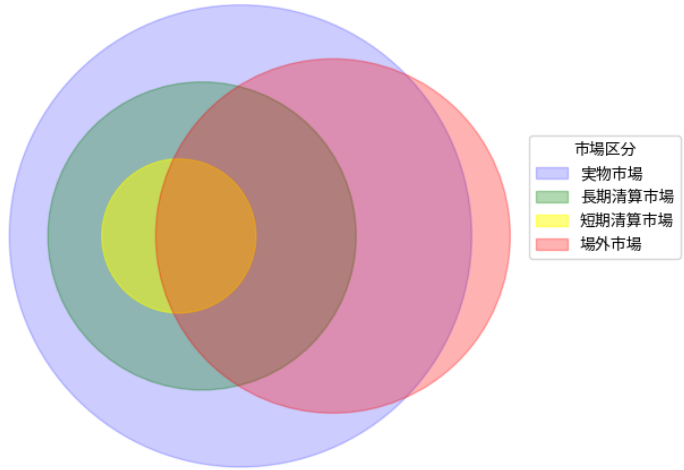
- ➢戦前期株式市場の概略（3～6頁）
- ➢戦前期における株式上場制度（7～15頁）
- ➢上場プロセスの分析（16～19頁）
- ➢おわりに（20頁）
- ➢主たる参考文献（21～22頁）

取引仕法と市場区分

■取引形態区分の変遷

西暦	根拠法	取引①		取引②		取引③	
		名称	方法	名称	方法	名称	方法
1878	株式取引所条例	現場取引	即時受渡・支払	定期取引	一定期間後（3か月以内）に受渡，期限内に転売・買戻による差金決済が可能。	–	–
1893	取引所法	直取引	同上	同上	同上	延取引	150日以内に受渡，差金決済は不可能。
1922	改正取引所法	実物取引	同上	長期清算取引	同上	短期清算取引	7日以内に受渡，期限内に転売・買戻による差金決済が可能。1か月以内に限り繰延べも可能。

市場区分のイメージ



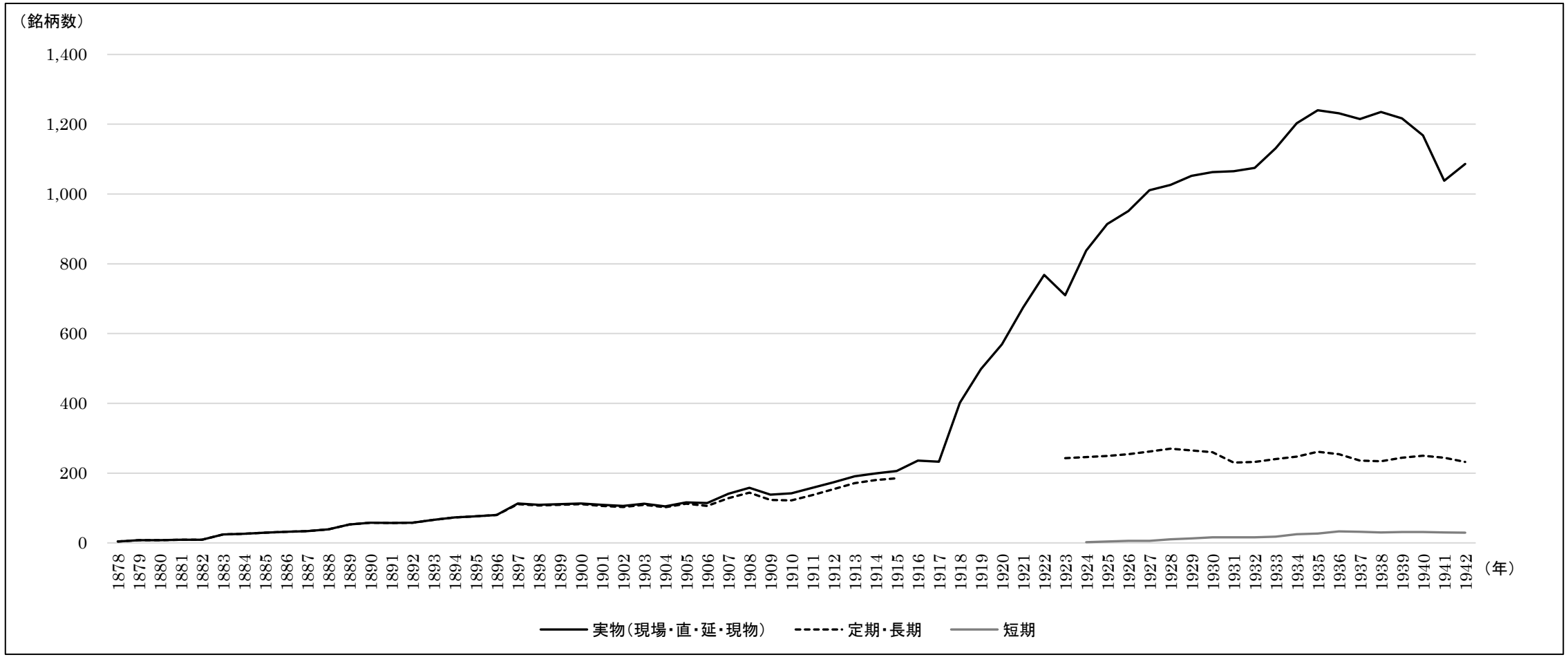
■2つの取引区分に大別

- ➢実物取引は、現代の現物取引に該当する。
- ➢清算取引は、現代の先物取引に該当する。個々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取引形態であるとされる。

■取引形態ごとに上場銘柄数・売買高は大きく異なる。

- ➢前述の通り、清算取引における上場基準の厳格さから、上場銘柄数は実物＞長期＞短期の順に多い。
- ➢東京株式取引所発足以来、売買高は清算取引優位である。短期清算取引が導入されて以降では、売買高は短期＞長期＞実物の順に大きい。これは、清算取引が証拠金を預託することでの差金決済が可能であることや、税制上の優遇措置なども一因であると考えられる。

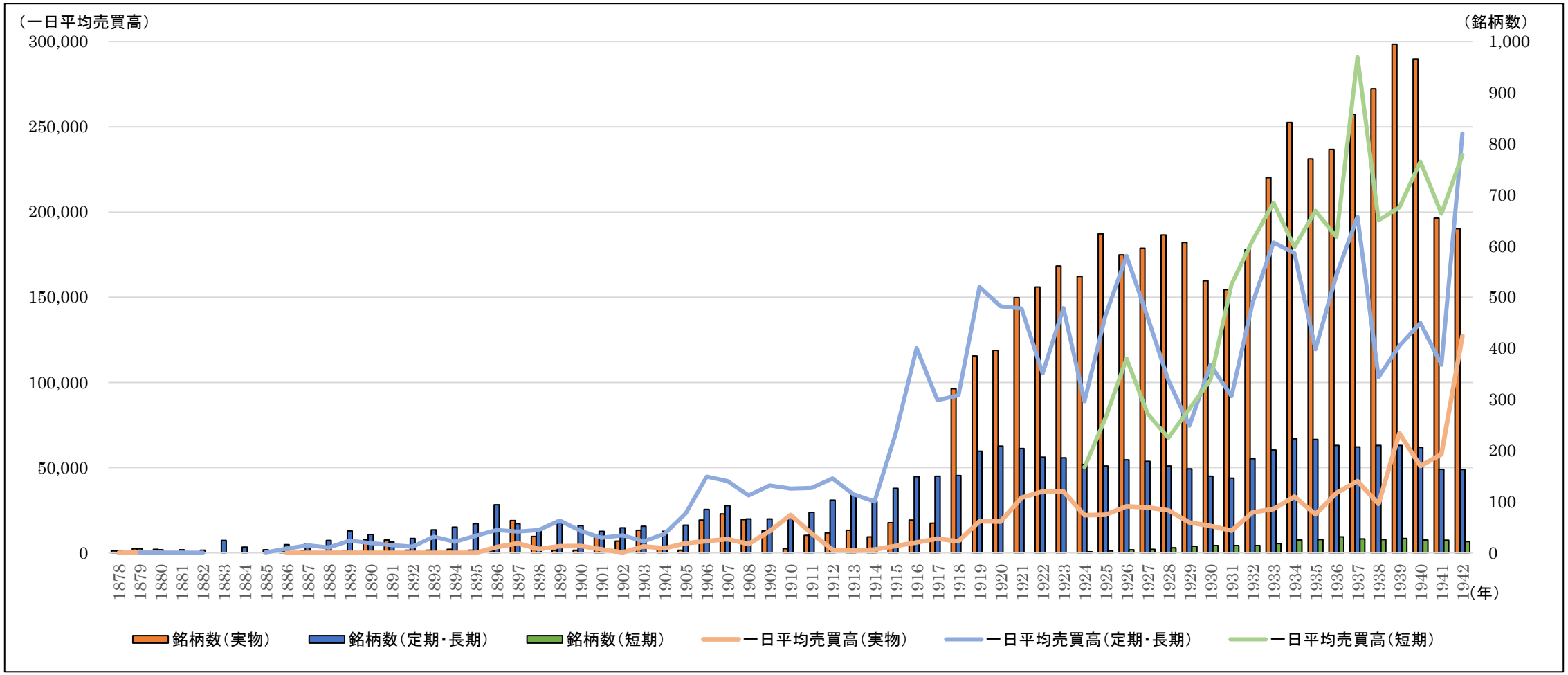
東京株式取引所における上場銘柄数の推移



（出所）『東京株式取引所50年史』（1928）、『東京株式取引所史　第2巻』（1933）、『東京株式取引所史　第3巻』（1938）、『東京証券取引所統計年報　昭和八年－十二年』、『東京株式取引所統計年報　昭和八年－十年』、『東京株式取引所統計年報　昭和十三年－十七年』より作成。
（注1）1916年から1922年までは、関東大震災に伴う資料消失により長期および実物の内訳が不明となったため、長期清算取引市場上場銘柄の推移は不明である。
（注2）1916年から1942年までは、前期と後期の期間区分が存在したため、後期の数値を採用した。
（注3）実物取引は、現場取引、直取引、延取引、現物取引を含む。

✓市場区分の構造に基づき、実物＞長期清算＞短期清算の順に上場銘柄数が多かった。

東京株式取引所における一日平均売買高と取引銘柄数



（出所）『東京株式取引所50年史』（1928）、『東京株式取引所史　第2巻』（1933）、『東京株式取引所史　第3巻』（1938）、『東京証券取引所統計年報　昭和八年－十二年』、『東京株式取引所統計年報　昭和八年－十年』、『東京株式取引所統計年報　昭和十三年－十七年』より作成。
（注1）1916年から1922年までは、関東大震災に伴う資料消失により長期および実物の内訳が不明となったため、長期清算取引市場上場銘柄の推移は不明である。
（注2）1916年から1942年までは、前期と後期の期間区分が存在したため、後期の数値を採用した。
（注3）実物取引は、現場取引、直取引、延取引、現物取引を含む。

✓上場銘柄数に反し、売買高は実物＜長期清算＜短期清算の順に大きかった。

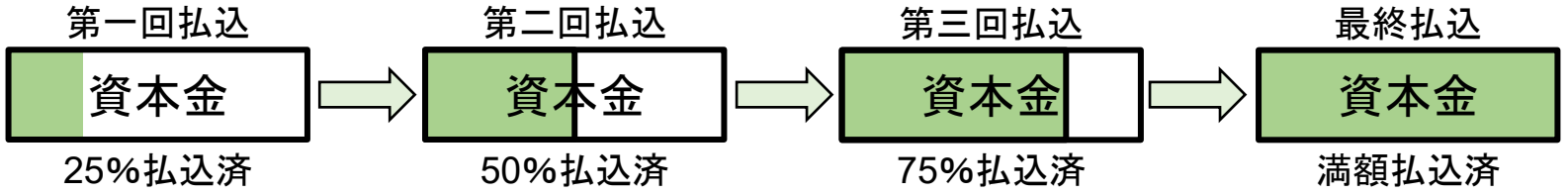
株式分割払込制度

■株式分割払込制度とは、企業新設あるいは増資により株式を発行する際に、株主がその株式の額面を一括して払込むのではなく、分割して払込むことを認める割賦制度

➢同制度は資本蓄積水準の低位さや、株主層の社会的な狭隘さを、克服する制度的枠組みが必要であったために採用された。

➢旧株とはその額面金額が全額払込済の株式であり、新株とはその額面金額の払込が全額に満たない株式であり、払込金額が全額に達したとき旧株に組入れられることとなる。

➢戦前期では旧株と新株の複数種類の株式が一企業により発行されていたことに加え、同時に上場される場合もあった。



■株式分割払込制度における4つの特徴

①最初の払込みは少なくとも額面の4分の1という制限があるものの、株式の額面の一部を払込むことで、株式会社の設立、あるいは増資を行うことが可能に。

②株式分割払込制度では、新株に対する追加払込の徴収を実行する際、企業は株主の同意を必要とせず、ある種の強制力を有していた。

③新株を発行した企業は、その新株の払込が全額完了しない限り、新たに新株を発行することができなかった。

④株式に付与される議決権は、旧株と新株において差異は存在しなかった一方で、配当金の額は新株の払込み割合に案分される形で分配された。

上場制度の概要

■戦前期の上場基準

戦前期の株式取引所における上場基準は、判然としない部分が多い。上場基準がいかようなものであったのかを、主として一次資料（東京株式取引所、日本証券取引所、東京証券取引所、株式取引所主管省）から、その変遷を探る。さらに、二次資料（当時の学者による著作など）によって、上場基準の在り方に関して補足を試みる。

■上場基準の概要

戦前期の上場基準は、概して、取引形態ごとに規定されていたようである。

➢実物取引

取引所創設から特段の上場基準は設けられておらず、取引所による勝手上場の形式であったようである。なお戦時統制期において、日本証券取引所上場銘柄選定基準により、明確な上場基準が設けられた。

「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、出会ひさへあれば、何会社の株式でも、自由に取引することが出来るのであります」東京株式取引所調査課（1933）95頁

➢長期清算取引（定期取引）

清算市場については、戦前期全体を通じて、資本金と株式数について基準が設けられた。その後、取引所法の改正（1922年）を前に、会社設立後経過年数や、株主数などについても基準が設けられることとなった。

➢短期清算市場

東株で1924年より開始された短期清算取引については、独立した形式要件は確認できない。長期清算取引の上場基準を準用したうえで、同市場に上場される銘柄のうち売買高の高いものが選定されたようである。

「短期清算市場の上場株式は、此の取引の性質上、最も活動性に富む株式たるを要し、（中略）、悉く長期清算市場の花形銘柄であって最も売買の多いものであります」東京株式取引所調査課（1933）86頁

新規上場基準

■上場基準の変遷

			(1) ～1894年4月	(2) ～1914年	(3) ～1915年	(4) ～1921年4月	(5) ～1943年9月	(6) 1943年10月中頃～
資本金（既上場旧株に対する新株）	公称	清算	20万円以上	15万円以上	なし	なし	300万円以上（200万円以上）	1000万円以上
	払込		10万円以上	7万5000円以上	100万円以上	100万円以上（50万円以上）	100万円以上（50万円以上）	500万円以上（250万円以上）
	公称	実物	なし	なし	なし	なし	なし	200万円以上
	払込							200万円以上（50万円以上）
株式数（既上場旧株に対する新株）	清算		4000株以上	3000株以上	4万株	4万株	6万株（4万株以上）	20万株以上
	実物		なし	なし	なし	なし	なし	4万株以上
設立後経過年数	清算		なし	なし	2年以上	2年以上	2年以上	2年以上（資産業績経営の方針等も勘案）
	実物				なし	なし	なし	
株主数	清算		なし	なし	なし	なし	なし	500人程度以上（地理的分布状況、売買取引の状況も勘案）
	実物							200人程度以上（地理的分布状況、売買取引の状況も勘案）
配当	清算		なし	なし	なし	なし	なし	相当の配当率を維持
	実物							

（出所）東京株式取引所（1928）（1938）、東京株式取引所調査課（1933）、日本証券取引所調査部（1943）、東京証券取引所（1959）（1963）、小谷勝重（1953）

（注1）⑶以降、上場に際して主管省の認可が必要であることが、法的に明文化された。

（注2）⑶では、会社が既存事業を継受した場合その事業が会社の資本に相当する程度の規模で多年経営され、その基礎が確実で会社設立後数年経過していると同様に見做せる場合は、設立経過年数の要件を満たさずともよいとされる。

（注3）⑹では、下記のような基準もある。国家緊要産業は上場基準に満たずとも上場する。清算市場には、実物市場の上場証券より売買数量の多いものなど適当なものを選択し上場する。発行体から毎事業年度または随時、業務の状況に関し必要な報告を徴収し、常時上場証券の適格性の確保に努める。上場審査に関しては、有価証券取引委員会に対する諮問を活用するほか、上場及び上場廃止に関する命令権の発動等適切な措置を講ずる。

上場基準に現れない上場の条件

■その他の上場基準：二次資料による補足

➢東京株式取引所調査課（1940）

・長期：2年以上配当を継続。実物市場において最近数か月間相当現物取引が行われつつあるもの。

・実物：株式数2万株以上。株主約100名以上。市場性のあるもので事業経過、資産状態が順調であること。

この基準は一次資料によるものだが、前述の表には未記載である。というのも、東京証券取引所（1959）の、1921年の基準変更から「上場条件は昭和18年の変更までこの基準に据置かれた」という記述と矛盾が生じるためである。さらに、上林正矩（1940）では、上記の基準と同様のものが記述されているが、これは慣習上、取引所が内規により定め、それに適合する銘柄の上場を認め、主務省へ届出の手続きをしていると指摘されている。

➢向井鹿松（1926）

短期清算市場上場証券の標準が記載されている資料もある。

①会社の資本金（三百万円以上）大にして即ち株数の多きもので、創立以来三ヶ年を経過し経営成績良好にして利益配当を行ひ居る会社の株券なる事を要す。

②浮動株の多量なるを要す。

③株式市価の値頃なることを要す。

④長期清算市場に於ける人気株を短期清算市場に上場す。

⑤長期清算市場との関係を顧慮せさる可らず。

新規上場のプロセス

■上場プロセス

「新しく、或る会社から其の株式を、此の長期清算市場に上場方を請求して来た時には、本所は、その会社の株式が右の各条件に適して居るか否かを、慎重に調査して、商議員会の諮問に付し、其の上、商工大臣に申請するのでありまして、其の認可があつて、初めて、上場することになるのであります」東京株式取引所調査課（1933）71頁

①発行体による申請：　発行体から株式売買請求書という書面に承諾書などを添えて差し出させる。なお、発行体による自発的請求だけでなく「市場で売買させ たいと思うのを取引所からその会社に売買請求を勧誘」することもある（島本得一（1929））。

②商議員会に諮問：　発行体より提出された書類を上場基準に照らし合わせ、商議員会に諮問する。（商議員会は取引所法に規定される重要事項の諮問機関。役員ではない取引員の互選による者と、役員の互選による者で構成される）

③主務大臣に申請：　売買開始認可申請書とその他書類を、商工大臣へ提出し、上場の認可を申請する。

④上場開始：　認可が下りると、取引開始日を決定し、取引所へ掲示（この内容は『調査彙報』各号の「掲示事項」で確認可能）する。このことは商工大臣にも報告し、立会が開始される。

✓清算市場への上場に際してのみ、発行体による上場請求手続きが必要であったことに鑑みれば、「実物取引市場への上場は重要事だとは認識されなかったようである。（中略）発行株式を取引所に上場することの意味は、実物取引の場合は若干の流通取引の便に尽きたのである。『市価』の認識が生ずるのは、清算取引市場に上場してからのことであった」（小林（1995）80頁）というのも当然だろう。

■株式上場の利点

「長期清算市場に株式が上場されるやうになつたといふことは、其の会社が優良であるといふ証左でありまして、即ち、其の会社は一般財界に対して信用高まり、株式の値段も騰貴して来るのであります」東京株式取引所調査課（1933）71頁

参考：株式売買請求書の見本

■島本得一（1941）

長期取引開始請求書

一、本社　株式
株式数　四拾萬株
此株数　貳千萬圓
壹株式金額　五拾圓
但壹株ニ付金五拾圓拂込濟

年　月　日　何々区裁判所ニ於テ登記濟

右株式貴所長期清算市場ニ上場相成度登記簿謄本等左記書類相添及申請候也

昭和　年　月　日

株式會社東京株式取引所

何々株式會社㊞

理事長　殿

添付書類

一、會社票　壹通
二、商業登記簿謄本　壹通
三、定款　貳拾五部
四、營業報告書
最近決算期ノ分　貳拾五部
右ノ前期分　貳部
創業以来右ノ前期迄ノ分　各壹部
五、株主名簿
最近決算期ノ分　貳拾五部
右ノ前期分　貳部
創業以来右ノ前期迄ノ分　各壹部
府県別株主数及其ノ所有株数表　貳部
六、承諾書　壹壹通
七、株券見本　各種各壹枚
八、財産目錄、貸借對照表　各壹部
九、當事業年度收支豫算書　壹壹通
十、會社沿革　壹壹通

参考：承諾書の見本

■島本得一（1941）

収入印紙

承　諾　書

貴所ニ於テ當會社株式の清算取引開始相成候ニ付テハ當會社ハ左記事項ヲ履行スヘキコトヲ約諾致候

一、左記事項ノ變更ヲ爲サムトスルトキハ既ニ開始シタル經過後ニ於テ其ノ變更實施期日ヲ定ムヘシ合併又ハ解散ノ決議ヲ爲ス場合亦同シ

一、會社ノ目的　二、資本ノ總額、　三、一株ノ金額　四、株式ノ數

五、各株ニ對スル拂込　六、利益又ハ利息ノ配當期日

前項ノ事項ニ付テハ其ノ決議後直ニ貴所ヘ通知スヘシ

二、新株、社債若ハ他會社株式ノ引受又ハ臨時配當其他株主ニ對スル優先權ハ既ニ開始シタル清算取引ノ期限經過後ノ株主ニ之ヲ與フヘシ

前項ノ事項ニ付テハ其ノ決定後直ニ貴所ヘ通知スヘシ

三、清算取引ノ中止若ハ廢止ヲ請求セムトスルトキハ其ノ中止又ハ廢止ノ期日ヲ既ニ開始シタル清算取引ノ期限經過後ニ於テ定ムヘシ

前項ノ請求ニハ詳細ナル事由ヲ附シ新規期限開始期ノ十日以前ニ貴所ニ對シ其ノ手續ヲ爲スヘシ

四、株主總會招集ノ日時場所竝議案ハ株主ニ對スル通知ト同時ニ及其ノ決議事項ハ總會終了後遲滯ナク之ヲ貴所ヘ通知スヘシ

五、財産目錄、貸借對照表、營業報告書、損益計算書竝株主氏名表ハ配當期毎ニ遲滯ナク貴所ヘ送付スヘシ

六、株式名義書換ノ停止ヲ爲ス場合ハ清算取引ニ於ケル受渡期日ニ抂ラシムルコトナク其ノ期間ヲ定メ直ニ之ヲ貴所ヘ通知スヘシ

七、貴所清算取引受渡ノ證明アル株式ハ名義書換停止ノ有無ニ拘ラス受渡ノ翌日ヨリ休日ヲ除キ三日間ハ受渡當日ノ日附ヲ以テ名義書換ヲ爲スヘシ

八、裁判所ノ命令若ハ株主ノ請求ニ依リ株式名義書換ヲ停止シタルトキハ其ノ事由ヲ附シ株主ノ氏名株券番号種類及株數ヲ直ニ貴所ヘ通知スヘシ株主ヨリ盜難滅失紛失等ニ依リ株券ヲ亡失シタル旨ノ申出アリ當會社ニ於テ未タ株式名義書換ヲ停止セサル場合亦同シ

九、貴所受渡事務ノ必要上株式中株券ノ分割ヲ要スル場合ニハ分割委任狀ナキトキト雖モ株式名義書換委任狀ニ依リ書換ト同時ニ分割ヲ為スヘシ

十、當會社カ東京市內ニ於テ株式名義書換ヲ爲サヽルトキハ其ノ取次所ヲ同市內ニ設置シ之ヲ貴所ヘ通知スヘシ

十一、全各項ノ外當會社ノ決議其ノ他ノ行爲ニシテ株主ノ權利義務ニ異動ヲ生スルカ又ハ清算取引ノ受渡ニ支障ヲ來ス等ノ處アル場合ハ貴所定款業務規程其ノ他慣行ニ從ヒ適當ノ方法ニ依リ既ニ開始シタル清算取引ニ格別ノ影響ナラシムルコトニ注意スヘシ

十二、當會社株式の賣買取引ニ付貴所に於テ取引所ニ關スル法令及定款業務規程其ノ他市場ノ慣行ニ依リ處理セラルヽコトニ付テハ當會社ニ於テ異議ナキモノトス

昭和　年　月　日

株式會社東京株式取引所

理事長　何　某　殿

何々株式會社

売買中止・上場廃止のプロセス

■売買中止

➢売買中止事由

・解散、破産、合併のほか、取引所が必要と考える場合には売買を中止する。

・会社から増資、減資、株金の払込、その他都合で、売買中止を請求する場合もある。

・売買中止の決定後、本件を市場に掲示し、商工大臣へ報告する。

➢売買の再開

・売買の再開には、上場プロセスと同様の手続きを踏む。

①売買再開の請求：各種書類の提出。

②商議員会に諮問：取引所で審査のうえ商議員会に諮問する。

③主務大臣に届出：売買再開を商工大臣へ届け出る。

④売買の再開：市場に掲示する。

■上場廃止基準

➢東京株式取引所調査課（1933）86頁

「短期清算市場の上場株式は（中略）勿論、上場株たるの条件を欠くやうな事になれば、売買の中止や、上場の廃止を行ふこと、長期清算市場に於けると同様であります」

➢望月乙彦（1934）44頁※望月乙彦は、当時の東株一般取引員組合委員長。叔父は望月軍四郎。

「例へば、減資若くは合併等に依り資本金が一百万円以上、株数二万株以上の標準を下りたる場合、株式時価が相当の期に渉つて払込金額の十分の一以下に下りたる場合、二ヶ年以上全く売買なき場合、売買はあるのはあるが極めて僅少なる場合、売買取引中止後二か年を経過した場合等はいずれも上場を廃止することになっております」

新規上場・上場廃止の事例

■昭和期における新規上場銘柄

東京株式取引所『調査彙報』より1930～1939年の新規上場銘柄および上場廃止銘柄を調査し、これら銘柄の資本金や株式数など、上場基準に照らし合わせ、基準を満たしていたか否かを確認する。

➢新規上場：152銘柄　対象期間においては、新規上場銘柄で、上場基準に満たない銘柄は存在しなかった。

➢例外的事例①：東京石川島造船所（旧株）　※新規上場銘柄ではなく、あくまでも取引再開

新規上場ではないが、1934年9月15日より売買再開した東京石川島造船所（旧株）の上場資本金は200万円（4万株）であった。このとき、同社の資本金は旧株分で400万円（8万株）であったことから、上場基準が参照するのは、上場資本金ではない可能性がある。

同銘柄は新甫6月限より売買中止となっているが理由は不明。また、売買中止・再開を前後して、減資や合併はなく資本金の減少はない。

➢例外的事例②：東京湾汽船（旧株）　※新規上場銘柄ではなく、あくまでも取引再開

1931年下期、同社は急激な業績の悪化（約123万円の損失計上）を受け、減資を決議。

・減資前：公称資本金200万円、払込資本金200万円、株式数8万株（額面25円）

・減資後：公称資本金100万円、払込資本金100万円、株式数2万株（額面50円）

・その直後優先株を発行し、公称資本金300万円、払込資本金225万円となる。

✓減資の前後いずれも上場基準に満たない（この時、上場基準は公称資本金300万円、払込資本金100万円）が、望月乙彦（前スライド）の記述にある「減資若くは合併等に依り資本金が一百万円以上、株数二万株以上の標準を下りたる場合、株式時価が相当の期に渉つて払込金額の十分の一以下に下りたる場合、二ヶ年以上全く売買なき場合」という上場廃止基準には当たらない。

※東京湾汽船株は、減資後の1932年6月に長期取引を再開して以降、1944年11月まで相場が出来ていることが確認できる（東株・日報『統計月報』）。この間、相場不出来の期間は最長で1932年8～9月の2か月間であった。

上場廃止の事由

■昭和期における上場廃止銘柄

東京株式取引所『調査彙報』より1930～1939年の上場廃止銘柄を調査し、これら銘柄の資本金や株式数など、上場基準に照らし合わせ、基準を満たしていたか否かを確認する。

➢上場廃止：51銘柄

調査彙報	年月	銘柄名称	上場廃止理由
第67号	1933年5月	白山水力 白山水力新	合併に伴う解散（矢作水力）
第67号	1933年5月	富士製紙 富士製紙新 樺太工業 樺太工業新	合併に伴う解散（王子製紙）
第69号	1933年7月	吾妻川電力	合併に伴う解散（東信電気）
第73号	1933年11月	日本麦酒鉱泉 日本麦酒鉱泉新	合併に伴う解散（大日本麦酒）
第78号	1934年4月	東洋製鉄	合併に伴う解散（日本製鉄）
第82号	1934年8月	大日本製氷 大日本製氷新 東洋捕鯨 東洋捕鯨新	合併に伴う解散（日本産業）
第91号	1935年6月	新高製糖 新高製糖新	合併に伴う解散（大日本製糖）
第93号	1935年8月	玉川水道 玉川水道新	東京市に買収されて解散
第97号	1935年12月	横浜船渠	事業譲渡に伴う解散（三菱重工業・倉庫）
第98号	1936年1月	日本化学工業 日本化学工業新	合併に伴う解散（日本製錬）
第103号	1936年6月	東部電力 東部電力新	合併に伴う解散（大日本電力）
		相模紡績	合併に伴う解散（富士瓦斯紡績）
第112号	1937年3月	三池窒素工業	合併に伴う解散（東洋高圧工業）
第114号	1937年5月	朝鮮瓦斯電気	合併に伴う解散（南鮮合同電気）
第115号	1937年6月	大日本人造肥料	合併に伴う解散（日本産業）
		信濃電気	合併に伴う解散（長野電灯）
第120号	1937年11月	国際通運	日本通運に出資し解散
		中部電力 中部電力新	合併に伴う解散（東邦電力）
第126号	1938年5月	玉川電気鉄道 玉川電気鉄道新	合併に伴う解散（東京横浜鉄道）
第127号	1938年6月	東京乗合自動車 東京乗合自動車新	合併に伴う解散（東京地下鉄道）
第130号	1938年9月	帝国火薬工業	合併に伴う解散（日本油脂）
第134号	1939年1月	合同毛織	工場売却後、解散
第140号	1939年7月	日本電気工業 日本電気工業新	合併に伴う解散（昭和肥料）
		昭和肥料	合併に伴う解散（日本電気工業）
第141号	1939年8月	大同電力 大同電力新	日本発送電の設立に出資して解散
第144号	1939年11月	昭和人絹	合併に伴う解散（呉羽紡績）
		大阪堂島米穀取引所 大阪堂島米穀取引所新	解散して日本米穀に継承
		東京電気	合併に伴う解散（東京芝浦電気）
		日本セメント 日本セメント新	合併に伴う解散（浅野セメント）
		東京横浜電鉄	合併に伴う解散（目黒蒲田電鉄）
第145号	1939年12月	東京米穀商品取引所 東京米穀商品取引所新	米穀部門は日本米穀に譲渡し、商品部門は東京商品取引所を設立して解散

（注）年月は『調査彙報』発行年月に対応する。

✓上場基準未達による上場廃止はなく、ほとんどは会社組織の解散。

上場プロセスを実物市場との連関から分析する

■Research Question

長期清算市場への上場の条件について、実物市場との連関から考察する。

1930年代（戦時期以前）に長期清算市場へ上場した銘柄は、上場に先立つ実物市場において、他の未上場銘柄と比べてどのような取引状況にあったか。「実物市場において最近数か月間相当現物取引が行われつつあるもの」という内規が実態を反映しているとすれば、上場直前の実物取引に特徴的なパターンが観察されるはずである。

■データ

・東京株式取引所『統計月報』に記載の、長期清算市場および実物市場の全銘柄の株価および売買高

・東京株式取引所『調査彙報』に記載の、長期清算市場の上場銘柄（旧株33件・新株45件）およびその上場日

・対象期間は1930年9月から1937年6月であり、データは月次ベース。

■分析内容

・上場前後における実物市場での取引推移

・上場時点における実物市場での相対的位置

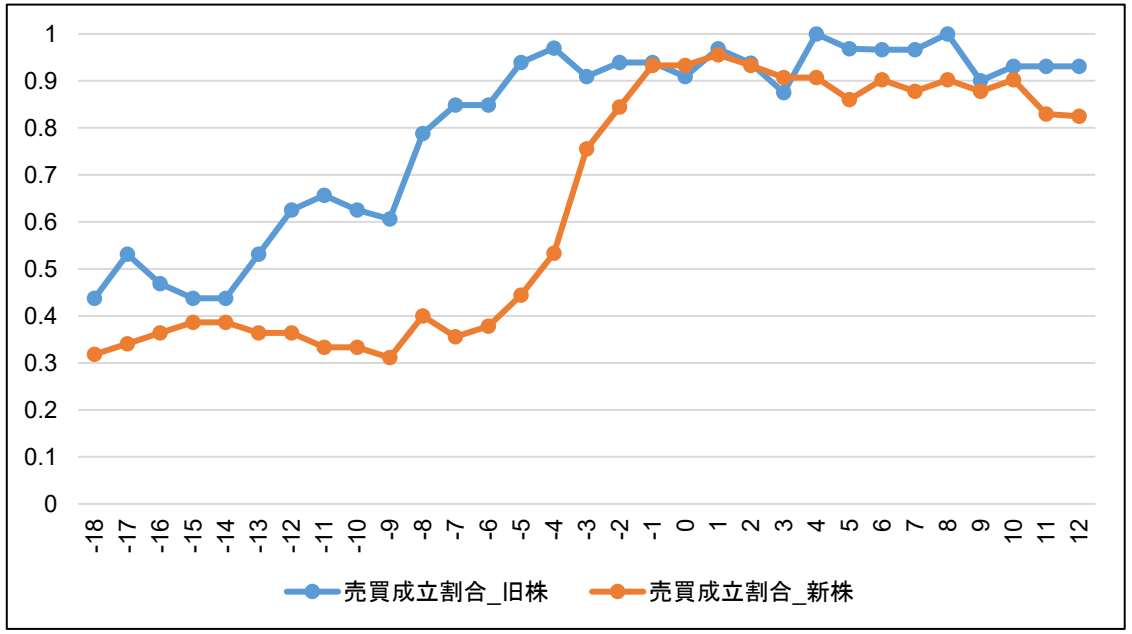
・新株と旧株における上場経路の比較

上場前後における実物市場での取引推移

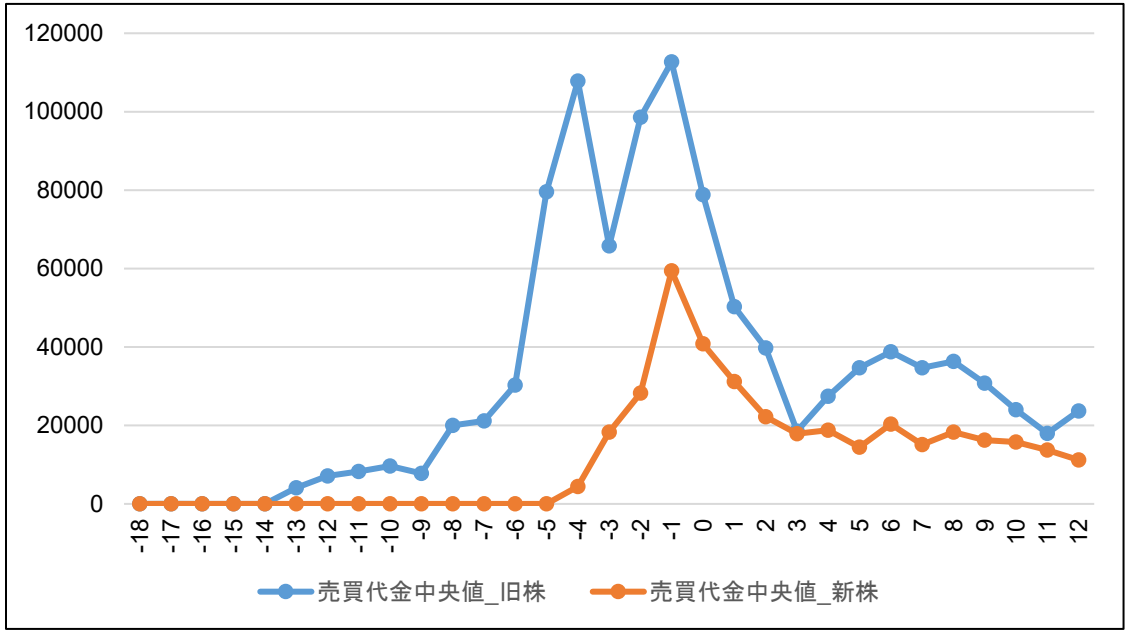
■目的：内規「実物市場において最近数か月間相当現物取引が行われつつあるもの」が実態を反映しているならば、長期清算市場への上場に先立つ数か月に実物市場での取引が活発化しているか否かで確認する。

■方法：上場月をt=0とし、t−18からt+12までの各月の実物市場での取引状況を取り出し旧株33件・新株45件それぞれについて月ごとに集計する。

【実物市場で売買が成立した銘柄の割合】



【実物市場での売買高の中央値】



✓旧株については、上場の12か月前の時点で既に約6割の銘柄が実物市場で毎月売買されており（未上場銘柄全体の平均24.2%を大きく上回る）、8か月前から売買成立割合と売買代金が段階的に上昇して、上場直前の1～5か月には9割超の銘柄が毎月取引されている。実物売買代金の中央値はt−12の約7千円からt−1には約11万円へ増加。

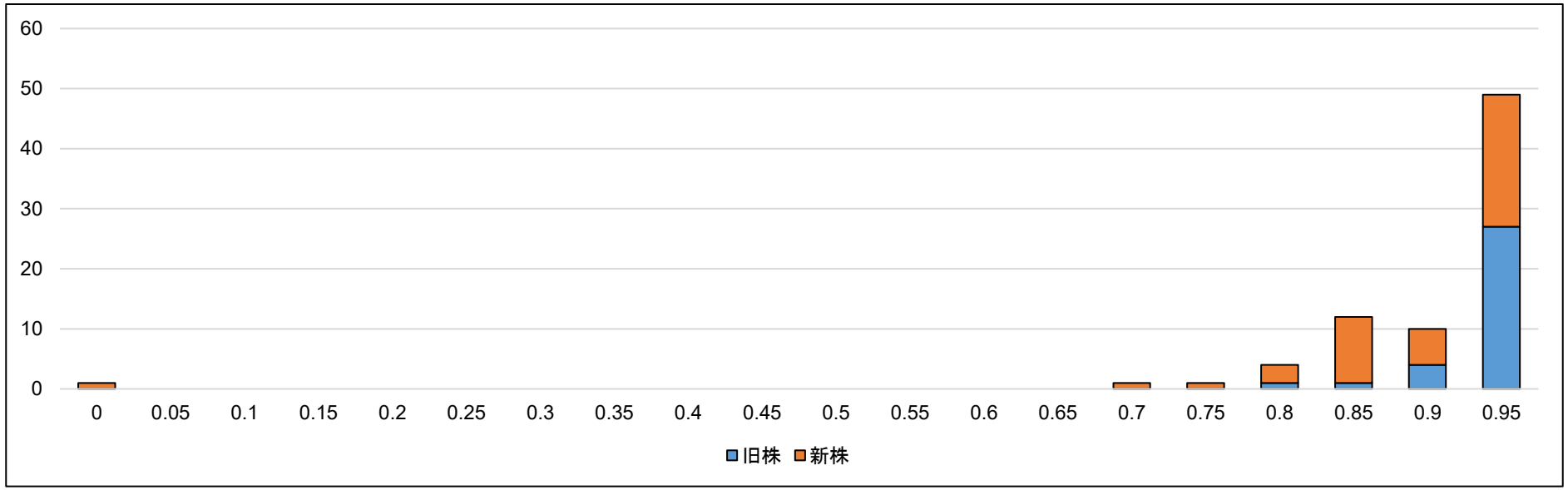
✓新株については様相が異なる。上場の5か月前まで実物売買代金の中央値はゼロ、すなわち新株45件の過半は上場5か月前の時点で実物市場での取引がない。t−4から急速に取引が立ち上がり、t−1には売買成立割合が93%、売買代金中央値は約5万9千円に達する。新株は発行から短期間で長期清算市場に上場されており、実物市場での取引実績の蓄積期間は旧株よりはるかに短い。

上場時点における実物市場での相対的位置

■目的：上場月の時点で、上場銘柄が同じ月の未上場銘柄全体の中でどの程度活発に取引されていたかを確認し、「実物市場において最近数か月間相当現物取引が行われつつあるもの」の実質的な水準を特定する。

■方法：上場月における直前6か月売買代金・直前6か月売買株数・直前6か月売買成立月数を算出し、それぞれについて同月の未上場銘柄中でのパーセンタイルを求める。これにより、長期清算市場上場銘柄の実物市場における相対的位置を捕捉する。

【上場直前6か月の実物売買高の未上場銘柄中でのパーセンタイル】



✓旧株33件の上場直前6か月売買代金は、未上場銘柄中のパーセンタイルの中央値が0.982、下位10%点でも0.931であり、すべての旧株が同月の未上場銘柄の上位2割に入る。直前6か月の売買成立月数は33件中24件（73%）が6か月連続、直前3か月では29件が3か月連続である。旧株の上場は、実物市場で継続的かつ相対的に活発な取引がある銘柄に限られていたといえる。

✓新株45件のパーセンタイル中央値は0.940で旧株より低く、分布の裾も広い。直前6か月の売買成立月数が6か月連続の新株は14件（31%）にとどまり、3か月以下が21件ある。これは前述の通り、新株が発行後まもなく上場されるためである。ただし直前3か月に限れば45件中32件が3か月連続で取引されており、「最近数か月間相当現物取引」の要件は新株についても概ね満たされている。

※なお、パーセンタイル0に位置する1件は東京地下鉄道新株（1934年1月上場）である。

新株と旧株における上場経路の比較

■目的：新株と旧株の上場経路が異なることが示唆された。ここでは、新株の上場が何によって規定されていたかを、旧株の長期清算市場への上場状況、実物市場での初取引から上場までの期間から検討する。

■方法：上場新株45件それぞれについて、上場月時点での旧株の長期清算市場への上場状況を上場月から判定し、実物市場ファイルで初めて売買が記録された月から上場月までの月数を、1930年10月以降に初取引がある銘柄（初取引月が観測できる銘柄）について集計する。

【新株45件の上場時点における旧株の長期清算市場上場状況】

上場時点での旧株の状況	上場新株の件数
旧株は1930年9月時点ですでに上場	25
旧株が先に上場（期間内）	10
旧株と同時に上場	7
旧株は実物市場にのみ上場	2
旧株は1937/07以降に上場	1

【実物市場での初取引月から長期清算市場上場までの月数】

区分	銘柄数	平均	最小	第１四分位	中央値	第３四分位	最大
旧株	23	22.4	4.0	8.5	24.0	31.5	56.0
新株	28	10.9	1.0	2.8	6.5	18.2	45.0

✓上段の表から、新株の上場はほとんどの場合において旧株の長期清算市場への上場を前提とし、旧株に付随して行われる構造が明確である。

✓下段の表から、初取引月が観測できる銘柄に限ると、実物市場での初取引から長期清算市場上場までの月数は、旧株の平均22.4か月（中央値24か月）であるのに対し、新株は平均10.9か月（中央値6.5か月）で、新株のほうがはるかに短い。新株の4分の1は発行後3か月以内に上場されている。

おわりに

■本報告のまとめ

- ✓戦前期の上場基準は取引形態ごとに規定され、実物市場は長らく明文の基準を欠き、戦前期のほとんどの期間においては長期清算市場においてのみ基準が明文化されていた。
- ✓明文化された上場基準は、上場審査基準としては機能していたものの東京石川島造船所や東京湾汽船といった例外的事例から、上場維持基準は異なる条件が設定されていたことが推察される。
- ✓明文化された上場基準とは別に、当時の文献から読み取れる「内規」とも呼べる上場の条件を下敷きにした分析から、以下のようなことが示唆された。
  - ・上場に先立つ実物市場での取引は、旧株では8か月前から段階的に、新株では4か月前から急激に活発化する。
  - ・上場時点の直前6か月売買代金は、同月の未上場銘柄中でのパーセンタイルの中央値が旧株0.982・新株0.940と上位に集中する。内規「実物市場において最近数か月間相当現物取引が行われつつあるもの」は実態を伴っていた。
  - ・新株の上場は旧株の長期清算市場への上場を前提とし（45件中42件）、実物市場での初取引から平均10.9か月で行われ、旧株の平均22.4か月と比較すれば、半分以下の短さである。

■今後の課題

- ✓他方で、実物市場において上場銘柄と同等以上に取引されながらも（代金ベース）、上場されなかった銘柄（銀行株など）も存在する。業種ごとの特殊性などを勘案した分析の実施が求められる。
- ✓本報告では、実物市場における売買高に焦点を当てたが、配当の継続性といったその他の要因の検討が残されている。
- ✓また、分析に際して対象としたのは1930～1937年の準戦時期である。実物市場においても明確な上場基準が整備される戦時期まで対象期間を延長することも必要である。

主たる参考文献

- 「朝日新聞クロスサーチ」、朝日新聞社
- 上林正矩（1940）『証券市場機構論』白揚社
- 桑田勇三（1944）『日本証券取引所の理論と実際』輝文堂書房
- 小谷勝重（1953）『日本取引所法制史論』法経出版社
- 小林和子（1995）『株式会社の世紀 証券市場の120年』日本経済評論社
- 島本得一（1916）『北浜と兜町』文雅堂
- 島本得一（1925）『北浜と兜町 訂再版』文雅堂
- 島本得一（1929）『北浜と兜町 昭和改版』文雅堂
- 島本得一（1941）『北浜と兜町 昭和再訂』文雅堂
- 東京株式取引所（1928）『東京株式取引所五十年史』
- 東京株式取引所（1938）『東京株式取引所史 第3巻』
- 東京株式取引所調査課（1933）『東京株式取引所』
- 東京株式取引所調査課（1936）『東京株式取引所 補3版』
- 東京株式取引所調査課（1939）『株式公社債証券相談集』
- 東京株式取引所調査課（1940）『東京株式取引所 訂正4版』
- 東京証券取引所（1959）『東株・日証の歴史』
- 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（1974）『東京証券取引所20年史』

主たる参考文献

- 東京株式取引所『東京株式取引所株式日報』
- 東京株式取引所『東京株式取引所統計月報』各月版
- 永田鉄三（1940）『株式取引所職能論』南郊社
- 日本証券取引所（1943）『日本証券取引所調査月報第四号』
- 長谷川安兵衛（1939）『株式会社の常識』千倉書房
- 平田茂生（1933）『株式投資と売買の仕方』森山書店
- 藤田国之助（1942）『日本取引所解説』千倉書房
- 松本信次（1940）『取引所の常識』千倉書房
- 向井鹿松（1926）『取引所の理論的研究』丸善
- 望月乙彦（1934）『市場経済講座 第2』経済知識普及会