

『証券経済学会年報』第51号別冊  
部会報告論文

**「昭和初期主要株式銘柄の投資成果」**  
—短期清算取引市場上場銘柄のトータルリターン推移—

## 「昭和初期主要株式銘柄の投資成果」

### －短期清算取引市場上場銘柄のトータルリターン推移－

平山 賢一

東京海上アセットマネジメント株式会社

#### 1. 課題と先行研究

本研究の課題は、昭和初期の主要株式銘柄の投資成果（トータルリターン）の推移を明らかにすることである。戦前の株式市場参加者は、短期的な売買により値鞘を稼ぐ投機家だけでなく、金融機関などのように中長期的に株式を保有する投資家も存在していた。宇都宮浄人〔2013〕によれば、第二次世界大戦に突入した1941年の民間金融機関の金融資産に占める国債比率が24.5%であるのに対して、株式・出資金比率は7.5%であった。戦時期とはいえ、株式保有比率は、決して無視できる水準ではないことが確認できよう。これらの株式投資家の投資行動を分析する際には、キャピタルゲインだけでなく、インカムゲインも勘案して考える必要があるのは言うまでもない。長期的には株式投資成果の大部分は、インカムゲインが占めるため、配当効果を勘案したトータルリターンでの分析が求められるからである。当時の株式を保有した金融機関等のポートフォリオ特性分析をする際には、インカムゲインも含めた株式のトータルリターンを算出した上で分析する必要があると言えよう。

戦時期には、株価の変動すなわちキャピタルゲインにのみ注目した株価指数が多かったことから、戦後に大阪証券取引所〔1955〕では、インカムゲインを含めた長期保有による株式投資成果を再検討する動きがみられるようになった。さらに、日本証券経済研究所では、1952年以降のトータルリターン指数を発表するようになっていく。現在は東証株価指数等でも配当込指数が公表されるようになっていくが、現在のところ、戦前に関する配当込株価指数の算出は本格化していないのが現状である。

ところで、昭和初期における流動性の高い（売買高が多い）株式市場としては、大正末期に始まった東京株式取引所の短期清算取引市場を挙げることができる。同取引の対象とされた銘柄は、当初、東京株式取引所新株（新東株）と鐘淵紡績新株の2銘柄だけであったが、時代の変遷とともに増加し、東京株式取引所統計月報によれば1936年

11月には31銘柄が上場されている（平均上場銘柄数は16.96銘柄）。短期清算取引市場の上場銘柄数は、長期清算取引市場や実物取引市場の上場銘柄数と比較すれば、圧倒的に少数である。但し、岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄〔2005〕によれば、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圧倒的に大きく、1924年に短期清算市場が設置されると急速に売買高を伸ばしたと指摘しているように、売買高が多く市場を代表する主要銘柄としては、短期清算取引市場の上場銘柄を第一に挙げるができる。

そこで、昭和初期の個別銘柄の投資成果を概括する上では、まずは対象銘柄数が少ない短期清算市場を対象とし、その後、長期清算市場、そして実物市場にまで銘柄を拡張していくための第一歩とすることは可能であろう。個別銘柄の投資成果を正確に算出するためには、各社の半期（通期）営業報告書等を参考に資本移動を詳細に確認するという負荷の大きい検証作業が伴うため、検証対象を絞り込む必要があるという事情もある。本研究では、短期清算取引市場上場銘柄の投資成果を算出し、金融統制が強化されるまでの昭和初期株式市場の断面を明らかにすることを試みたい。

尚、短期清算取引に着目した先行研究としては、鈴木史馬〔2012〕があるが、株価データを基に市場の効率性を検証するものであり、トータルリターンを算出することで昭和初期の株式投資成果を算出するものではない。またトータルリターン算出については、Dimson et al.〔2002〕があるが、権利落修正を反映させた個別銘柄のトータルリターンを算出した上で株価指数を構築したものではなく、各種の株価指数を繋ぎ合わせることで株式市場全体のトータルリターンを推計したものであることから、昭和初期の主要な株式銘柄の投資成果を比較したものではない。そこで本研究では、平山賢一〔2017〕による戦前期の特殊な株式制度を反映した株式投資成果の算出手法を用いて、昭和初期の主要銘柄を対象とした投資成果を明らかにする。

## 2. 短期清算取引市場上場銘柄の投資成果算出について

東京株式取引所の短期清算取引は、1943年6月に東京株式取引所が日本証券取引所に改組後しばらくの期間は継続されていたが、同年8月に短期清算取引が終了し、実物取引に一本化された。本研究では、43年8月現在の同市場上場銘柄の株価を、実物取引株価で代替して、統計月報で確認することが可能な44年11月までの収益率を算出している。

投資成果（収益率）の算出にあたっては、戦前期の増資が、有償による株主割当増資中心であり、既存株主にとっては、増資による権利落が収益率を左右したことに注意しなければならない。投資成果を正確に算出する過程では、権利落修正をする必要があるからである。また、戦前期の増資は、株主が額面満額を一度に払い込むのではなく、複数回に分けて段階的に払い込むという分割払込制度が採用されていたため、未払込済株式の株主は、企業の徴収決定に応じた追加払込負担が発生していた。未払込済株式の株主にとっては、追加払込が収益率を左右するため、収益率算出では追加払込修正をする必要がある。さらに、株式を中長期的に保有する株主にとって、株式投資成果は、株価の変化によるキャピタルゲインだけでなく、配当収入もインカムゲインとして追加する修正、即ち「配当修正」をする必要がある。つまり戦前期の株式投資成果を算出するためには、単なる株価データから求めた価格差に、「権利落修正」、「追加払込修正」、そして「配当修正」という三つの修正を加えなければならないのである。

具体的な「権利落修正」および「配当修正」の算出方法は、横山保〔1957〕に詳しいが、「追加払込修正」も含めた算出手法は、平山賢一〔2017〕で検討している。ここでは、収益率の算出手法を整理した上で、1878年から1943年に至る東京株式取引所株（東株および新東株）を事例対象として、投資成果を算出している。本研究では表1に示したように、対象範囲を拡張し、短期清算取引市場に上場された総計38銘柄を対象に、1924年6月から44年11月までの20年超の期間にわたる投資成果を算出した。

尚、以下では、企業名の後に「株」と表記されている銘柄は、一部を除くと額面満額払込済である旧株（親株）、「新株」・「第二新株」と表記されている銘柄は、未払込済である新株（子株）を示している。

### （1）増資権利落修正

戦前期の増資権利落は、既存株主に対して自社の新株

を割当てる増資と、保有している他社株を割当てる増資の二種類があった。東京株式取引所及び日本証券取引所の統計月報では、前者を「新株落」、後者を「権利落」に区分して表記しているが、収益率算出手法が異なることから注意が必要である。前者は有償増資に伴う収益率調整を行うことで対応可能だが、後者は他社株の割り当てであることから、個別対応が必要になってくるためである。

まず新株権利落（新株落）については、1924年6月から44年11月までの期間で、17銘柄が増資権利落修正対象であるが、旧株のうち大連株式商品取引所株<sup>1)</sup>、東京電燈株<sup>2)</sup>、日魯漁業株<sup>3)</sup>、明治製糖株、王子製紙株<sup>4)</sup>、日清紡績株、三菱鑛業株、日本郵船株、小倉製鋼株<sup>5)</sup>の9銘柄は、増資権利落が無かったため、増資権利落修正対象とはならない。

新株権利落修正を要したのは表2に記載したように、満洲重工業開発株2回、日本石油株<sup>6)</sup>1回、鹽水港精糖株<sup>7)</sup>1回、額面満額払込済後の大日本製糖新株1回、額面満額払込済後の南満洲鐵道新株1回、鐘淵紡績株1回、日本鋼管株<sup>8)</sup>1回、日本電力株<sup>9)</sup>2回、北海道炭礦汽船株<sup>10)</sup>1回、大日本人造肥料株<sup>11)</sup>1回、三菱重工業株<sup>12)</sup>3回、昭和肥料株<sup>13)</sup>1回、日本鑛業株<sup>14)</sup>2回、日立製作所株<sup>15)</sup>4回、日本電気工業株<sup>16)</sup>1回、日本曹達株<sup>17)</sup>2回、ラサ工業株<sup>18)</sup>1回の17銘柄計26回である。

次に他社株の割当権利落修正（権利落）は、表3に記載したように、満洲重工業開発株<sup>19)</sup>3回、大日本製糖新株1回、帝國人造絹絲新株1回、日本鋼管株2回の4銘柄で7回発生している。現在の株式市場とは異なり、他社株の有償割当増資を既存株主に実施していたため、戦前期の株式投資成果を算出する際には、個別企業の資本移動を精査することが不可欠である。この7回にわたる権利落修正は、詳細な検証が必要であることから、以下では詳しく記しておきたい。

第一に、満洲重工業開発株は、一回目の他社株式割当として、1936年11月30日現在の旧株株主に対し10:4の割当比率（新株株主に対し10:1の割当比率）にて、日本水産新株（12.50円払込済株）を一株につき12.50円払込にて割り当てた（37年1月30日払込）。統計月報で確認すると、日本水産新株は、37年5月に東京株式取引所に建株（上場）されている。時間差はあるが、その株価（実物取引・月中平均）40.93円にて、日本水産新株を12月段階で売却できたとみなして、その売買損益（払込単価と時価の差）を権利落修正分として算出した。同年11月の日本産業（満洲重工業開発への名称変更前）の株価が

83.97円であることから、修正分は、 $(40.93-12.50) \times 0.40/83.97 \approx 13.54\%$ となる。二回目の他社株式割当は、1938年4月1日現在の乙種株主（一般株主）に対し100:30の割当比率にて、日産化学工業新株（12.50円払込済株）を一株につき16円払込にて実施された。割当を受けた乙種株主は、同年4月の株価（実物取引・月中平均）24.29円にて、速やかに日産化学工業新株を売却したとすれば、同年3月の乙種株価が87.58円であることから、 $(24.29-16) \times 0.3/87.58 \approx 2.84\%$ が修正分として算出される。そして三回目の他社株式割当は、1938年11月25日現在の乙種株主に対し10:2.3の割当比率にて、日本鑛業新株（12.50円払込済株）を一株につき25円払込にて実施された。割当を受けた乙種株主は、日本鑛業新株が翌年1939年2月に東京株式取引所に建株（上場）されていることから、その株価（実物取引・月中平均）31.02円にて11月に売却したとみなし、売買差損益を権利落修正分として算出した。同年11月の乙種株価が71.27円であることから、 $(31.02-25) \times 0.23/71.27 \approx 1.94\%$ が修正分として算出し修正を施している。

第二に、大日本製糖新株は、「東京株式取引所史第三巻」には、1937年6月30日後場以降権利落の記載があるが、株式会社年鑑等で資本移動を確認することはできない。しかし、1937年6月19日に開催された定時株主総会の席上で、同年8月に創立された日東化学工業について、「藤山社長ノ演説（第八十三回定時株主總會席上）」では、「大日本製糖會社トシテハ四拾萬株ノ内參分ノ壹拾參萬株ヲ引受ケマシテ、此仕事ニ對スル責任ヲ明ニシテ參リタイト考ヘテ居リマス、日糖ノ株主ノ方々ニハ、優先的に僅デハアリマスガ割當ヲシテ行キタイト斯ウ云フ風ニ思ツテ居リマス（第八十三回報告書）」と表明していることから、事実確認することが可能である。営業報告書から得られる株式権利落に関連する記載は、この他には見出し得ないが、中外商業新報（1937年7月12日号・神戸大学経済経営研究所新聞記事文庫）では「日東化学の第一回払込は四分の一で株主割当は大日本製糖三分の一大日本製糖株主中の希望者三分の一（新旧十株に付一株）公募四万株、大日本製糖関係者及發起人に残余全部となっている（月曜特輯会社批判）」と記述されていることから、10:1の割当比率で12.50円払込にて日東化学工業株が割り当てられたことが確認できる。権利落前価格（6月30日前場までの月中高値97.00円、月中安値93.00円、月中平均94.78円）と権利落後価格（6月30日後場の高値96.20円、月中安値95.60円、月中平均95.75円）の格差は僅少だが、10:1の割当比率にて、日東化学工業株（12.50

円払込済株）を一株につき12.50円にて割り当てたとみなせるわけである。割当を受けた株主が、期間は若干ずれ込むが、日東化学工業株は同年1937年10月に東京株式取引所に建株（上場）されていることから、その段階での株価（実物取引・月中平均）13.59円にて、日東化学工業株を割当直後の7月段階で売却できたとみなして、権利落修正分を算出した。同年6月の株価が94.78円であることから、 $(13.59-12.50) \times 0.1/94.78 \approx 0.12\%$ が修正分として算出される。

第三に、帝國人造絹絲新株は、1935年3月1日現在の旧株株主（新株株主）に対し5:1（10:1）の割当比率で、第二帝國人絹新株（12.50円払込済株）を一株につき12.50円払込にて割当てている。同年4月に上場された実物取引で第二帝國人絹株の月中平均価格28.38円（東京株式取引所統計月報第56巻）で売却した場合の損益を勘案して権利落修正している。同年3月の株価が81.60円であることから、 $(28.38-12.50) \times 0.1/81.60 \approx 1.95\%$ が修正分となる。

第四に、日本鋼管株は、一回目の他社株割当は、1935年2月1日現在の株主に対し1:1の割当比率にて、川崎コークス製造株式会社株式を、その創立にあたり割当実施している<sup>20)</sup>（12.50円払込済株）。8月1日には川崎コークス製造を日本鋼管が合併したため（日本鋼管12.50円払込済株を1:1で交付）、実質的には増資に伴う権利落ちに相当している。二回目の他社株式割当は、1937年5月31日現在の株主に対し1:1の割当比率にて、第三鋼管株式会社株式を、その創立にあたり割当実施している（12.50円払込済株）。12月1日には第三鋼管を日本鋼管が合併したため（日本鋼管12.50円払込済株を1:1で交付）、実質的には増資に伴う権利落とみなせる。日本鋼管の事例は、子会社株式を既存株主に割り当てた上で、その子会社を親会社によって合併させるという複雑な資本取引を2度にわたり実施するものであり、実質的には自社株の割り当てである新株権利落修正と同様の処理を行うことで対応している。

以上のように、他社株割当に伴う収益率の算出は、他社株の価値評価に依存しているため、新株権利落修正と比較すれば、権利落修正の正確性が劣後すると言えよう。本来は、権利落時点での他社株価情報を入手することが望ましいが、日本鋼管を除く上記の事例では、時間的ラグを伴って他社株が上場されており、かつその株価をもって評価していることから、権利落から上場までの評価値変化を織り込めていないという短所がある点は注意が必要である。

## (2) 追加払込修正

1924年6月から44年11月までの期間で、新株の追加払込が実施された10銘柄は追加払込修正対象であるが、新株のうち富士製紙新株<sup>21)</sup>、大日本麥酒新株<sup>22)</sup>、大阪証券取引所新株、日本水産新株<sup>23)</sup>の4銘柄は追加払込が無かったため修正の必要はなかった。追加払込修正を要したのは、表4に記載したように、東京株式取引所新株<sup>24)</sup>2回、鐘淵紡績新株<sup>25)</sup>4回、浅野セメント新株<sup>26)</sup>2回、大日本製糖新株<sup>27)</sup>3回、日本郵船新株<sup>28)</sup>2回、南滿洲鐵道新株<sup>29)</sup>2回、帝國人造絹絲新株<sup>30)</sup>2回、南滿洲鐵道第二新株<sup>31)</sup>4回、東洋レーヨン新株<sup>32)</sup>2回、日本鑛業新株<sup>33)</sup>2回の10銘柄計25回である。

払込日は、証券引受会社協会編「株式会社年鑑(昭和16年～19年版)」における「資本移動」に記載される払込徴収日としたが、東洋レーヨンについては、同資料に資本移動が記載されていないことから「営業報告書」に記載される徴収日を採用した。

## (3) 配当(権利落)修正

表1に記したように、戦前期の短期清算取引上場銘柄の決算月は様でなく、かつ改訂されることから、銘柄毎に配当修正する該当月を対応させる必要がある。また、満額払込済株の配当金は、額面に配当比率を乗じて算出するが、未払込済株の場合には、払込比率に応じて配当金を按分計算して求める。そのため、追加払込などにより払込比率が変化するのに応じて、新株を中心に一株当たり配当金を変更した上で、配当修正を行う処理を施さなければならない。

## (4) 合併に伴い修正を要するケース

合併により対象銘柄が新会社の株式を交付される場合(鐘淵紡績新株・鐘淵紡績株および大日本製糖新株)のみ、継続処理を実施した。通常の合併の場合には、合併に伴い総発行株数は変化するものの(資本金増加)、合併による経済効果は株価に反映され、かつ旧株及び新株の株主に新株割当や払込徴収といった直接的影響がないことから、修正は行わない。

第一に、鐘淵紡績新株は、1937年9月1日に追加払込12.50円が徴収され50円全額払込済となり、同年12月をもって上場が廃止された。その後、再び増資され、新株

(50円額面12.50円払込済株)が1939年1月から再上場されたが、1943年1月25日には、関連会社である鐘淵実業との合併に際し(新会社は鐘淵工業)、株式割当・引受が実施された。そのため、株式の実物取引が停止されたことで43年12月から44年6月までの株価データは記載されていないものの、株主の収益率は継続して計測されるべきである。鄭安基〔1997〕によれば、鐘淵紡績新株(50円額面12.50円払込済株)の株主は、一株当たり、鐘淵工業株(50円額面全額払込済株)0.32株及び、鐘淵工業新株(50円額面25円払込済株)1株が割り当てられた。そのため、43年11月に鐘淵紡績新株1株を保有していた株主(62.45円の株価)は、44年7月に鐘淵工業株0.32株(62.72円)と鐘淵工業新株1株(35.19円)の株主となったため、合併後に鐘淵工業株を売却して同新株を購入したとすれば、新株を約1.5703株保有していたと見なせる。鐘淵紡績新株の収益率計算については、43年12月から44年6月までは株価変動を勘案することができないため配当(インカムゲイン)のみを収益率の源泉とし、44年7月から11月までについては、株価データを接続し収益率を算出した。

また、旧株である鐘淵紡績株は、1943年1月25日の関連会社である鐘淵実業との合併に際し(新会社は鐘淵工業)、株式割当・引受が実施された。そのため、株式の実物取引が停止されたことで43年12月から44年6月までの株価データは記載されていないものの、新株と同様に旧株についても、株主の収益率は継続して計測されるべきである。尚、同じく鄭安基〔1997〕によれば、鐘淵紡績株(50円額面50円払込済株)の株主は、一株当たり、鐘淵工業株(50円額面全額払込済株)1.7株が割り当てられた。そのため、43年11月に鐘淵紡績株1株を保有していた株主(122.04円の株価)は、44年7月に鐘淵工業株1.7株(62.72円)の株主となった。鐘淵紡績株の収益率計算については、新株と同様に、43年12月から44年6月までは株価変動を勘案することができないため配当(インカムゲイン)のみを収益率の源泉とし、44年7月から11月までについては、株価データを接続し収益率を算出している。

第二に、大日本製糖新株は、1943年11月26日に、会社名称を「日糖興業」に改称し(日本証券取引所での商号変更は1944年2月1日から)、1943年12月10日に、37.50円払込済株は12.50円が徴収され、帝國製糖合併時に割り当てた25円払込済株については25円が徴収されることで全株式が額面満額払込済株となった。東京短期取引市場を継承した日本証券取引市場の実物取引を対象

に、1943 年 12 月以降は、日糖興業・50 円額面満額払込済株を保有した場合の収益率を算出している。1944 年 2 月 1 日現在株主（日糖興業株）に対して、1:0.5 で新株が割当てられたため（残余は縁故者割当、同 3 月 25 日に 12.50 円徴収）、44 年 2 月に権利落修正している。

以上のように個別銘柄の資本移動については、個別対応で収益率算出を行ったうえで、短期清算取引市場上場

1) 分割払込制度に則った設立時株式であるため、50 円満額払込済株ではないが旧株に相当。12.50 円払込済株 200,000 株のままで推移し、業績悪化につき 1930 年に減資。

2) 1928 年 4 月 1 日に東京電力を合併（50 円払込済株 1,228,500 株を交付）、1931 年 4 月 1 日に東京発電を合併（50 円払込済株 448,260 株を交付）。

3) 1932 年 9 月 19 日に北洋合同漁業を合併（50 円払込済株 96,000 株、50 円払込済優先株 180,000 株を交付）。

4) 1933 年 5 月 31 日に富士製紙、樺太工業を合併（50 円払込済株 847,999 株、27.50 円払込済株 297,000 株、25 円払込済株 536,428 株を交付）。

5) 1944 年 2 月 11 日に浅野重工業と合併し、浅野重工業に改称（50 円払込済株 76,000 株発行）。

6) 1941 年 6 月 1 日に小倉石油を合併（50 円払込済株式 400,000 株、12.50 円払込済株 150,000 株及び現金を交付）、1942 年 6 月 1 日に愛國石油を合併（50 円払込済株式 80,000 株、12.50 円払込済株 80,000 株及び現金を交付）。

7) 1927 年 2 月に林本源製糖を買収、同年 6 月に恒春製糖買収、同年 6 月に 25 日に東京精糖合併（50 円払込済株 20,000 株を交付）。1927 年の追加払込で満額払込済株式になり、新株でありながら 1927 年 5 月 15 日現在の株主に対し 1:1 の割当比率にて増資、同年 4 月 1 日 12.50 円徴収。その他に 50 円払込済株として、東京精糖合併に際し交付した 20,000 株、およびその他引受株として 20,000 株が発行される（50 円払込済株の合計 540,000 株）。

8) 1935 年 8 月 1 日に昭和鋼管、川崎コークスを合併（12.50 円払込済株 530,000 株、50 円払込済株 106,000 株を交付）。1937 年 12 月 1 日に第三鋼管を合併（12.50 円払込済株 894,000 株を交付）。1940 年 9 月 12 日に鶴見製鐵造船を合併（37.50 円払込済株 442,000 株、50 円払込済株 425,000 株を交付）。1944 年 3 月 31 日に川崎窯業を合併（50 円払込済株 140,000 株を交付）。

9) 1938 年 4 月 1 日に山陽水力電気、因幡水力電気を合併（50 円払込済株 136,000 株、37.50 円払込済株

の総計 38 銘柄について、権利落修正、追加払込修正、配当修正を施し、各銘柄の月次収益率を算出した。表 5 は、各銘柄の月次収益率を年率化し、年間順位付けして記載したものである。また毎年の平均収益率を、単純平均と時価総額加重平均により求めている。

計 48,000 株、25 円払込済株計 40,000 株を交付）。

10) 1941 年 12 月 1 日に昭和礦業を合併（50 円払込済株 105,000 株を交付）。1941 年 12 月 27 日に資本金 250,000 円を減資（50 円払込済株 5,000 株）。

11) 1937 年 4 月、日本化学工業に合併。

12) 1944 年 12 月 20 日に日立造船彦島造船所を統合（50 円払込済株 50,000 株を交付）。

13) 1939 年 6 月 1 日に昭和肥料と合併し昭和電工に改称。

14) 1937 年 11 月 1 日に臺灣礦業を合併（50 円払込済株 2,000 株を交付）。1943 年 3 月 1 日に日産化学工業を合併（50 円払込済株 2,232,000 株を交付）。

15) 1937 年 5 月 1 日に國産工業を合併（12.50 円払込済株 279,000 株、50 円払込済株 279,000 株及び現金を交付）。1939 年 5 月 30 日に東京瓦斯電気工業を合併（25 円払込済株 71,190 株、50 円払込済株 18,810 株及び現金を交付）。1943 年 9 月 1 日に理研真空工業を合併（50 円払込済株 14,000 株及び現金を交付）。1944 年 12 月 20 日に日立造船彦島造船所を統合（50 円払込済株 50,000 株を交付）。1944 年 4 月 10 日に日昭電線伸鋼、戸畑鑄物を合併（合併に伴い日立製作所資本金を 350,000,000 円に減少、50 円払込済株 7,000,000 株）。

16) 1939 年 6 月 1 日に昭和肥料と合併し昭和電工に改称。

17) 1937 年 5 月 7 日に日本人絹紡を合併（12.50 円払込済株 76,800 株及び現金を交付）、38 年 12 月 31 日に日曹製鋼を合併（25 円払込済株 290,000 株、50 円払込済株 190,000 株を交付）。

18) 1941 年 9 月 1 日に鯛生産業に合併される（ラサ工業の株主に、鯛生産業の 50 円払込済株 700,000 株、25 円払込済株 350,000 株が交付される）。

19) 1928 年 12 月 29 日に、久原礦業から日本産業に社名変更、1937 年 12 月 27 日に満洲重工業開発に商号を改める。1934 年 7 月 1 日に大阪鐵工所、共同漁業、東洋捕鯨、大日本製氷を合併（50 円払込済株 488,300 株を交付）。1937 年 5 月 1 日に大日本人造肥料を合併（50 円払込済株式 529,250 株、12.50 円払込済株 204,400 株及び現金を交付）後、大日本人造

肥料が保有する日本産業株 147,550 株、同新株 86,100 株を消却。

20) 「當會社ハ昭和九年十一月十二日附ヲ以テ川崎コークス製造株式會社創立ニ關シ當會社ノ昭和十年二月一日現在株主ニ對シ株式ニ區別ナク其持株壹株ニ付新會社株式壹株ヲ割當ツル旨ノ通知ヲ發セリ」(日本鋼管、第四拾五期報告書)

21) 1933 年 5 月 20 日に王子製紙と合併。

22) 1933 年 11 月 17 日に日本麦酒釀造を合併 (50 円払込済株 140,000 株、20 円払込済株 140,000 株を交付)、1943 年 11 月 1 日に櫻麦酒を合併 (50 円払込済株 75,000 株を交付)。

23) 1938 年 8 月 1 日に新興水産を合併 (25 円払込済株 30,000 株を交付)。

24) 1934 年 3 月 1 日に東株證券金融株式會社を合併 (37.50 円払込済株 6,000,000 株を發行交付)。

25) 1943 年の合併に先立ち、1941 年には 5 社の合併を実施している。7 月 15 日には東洋紡織工業 (50 円払込済株 114,152 株を交付)、9 月 1 日には毛織工業 (50 円払込済株 85,848 株を交付)、10 月 1 日には日本人造羊毛 (50 円払込済株 44,000 株を交付)、12 月 1 日には高槻絹絲(資本金変化なし)、12 月 15 日には壽纖維工業 (50 円払込済株 80,000 株、交付金 63,000 円を交付)。

26) 1927 年 2 月 5 日に超高級セメントを合併 (12.50 円払込済株 1,000,000 株を交付)。

27) 1935 年 4 月 25 日に新高製糖を合併 (50 円払込済株 211,068 株を交付)、1939 年 12 月 5 日に昭和製糖を合併 (50 円払込済株 166,000 株、25 円払込済株 83,000 株を交付)、1941 年 2 月 10 日に帝國製糖 (50 円払込済株 166,000 株、25 円払込済株 83,000

### 3. おわりに —— 算出結果と銘柄間収益率格差

本研究の結論である表 5 の数値を確認すると、昭和初期の主要銘柄の投資成果から、戦時期に至る株式市場に関する多種多様な仮説が浮かび上がってくるのではない。

たとえば、1930 年代半ば以降に、重化学工業に類する企業の株式収益率が相対的に優れているケースが多いことから、産業構造転換が株式市場で評価されていたことが推察される。中村隆英 [1993] は、「1930 年代なかばは、不況下の脱出が進むとともに、急速に重化学工業が進展した時代であった」としているが、1936 年以降に短期清算取引市場に建株 (上場) された銘柄は、重化学工業に類しており、相対的に収益率も優れていることが確認でき

株を交付)、1942 年 12 月 11 日に中央製糖を合併 (50 円払込済株 8,800 株を交付)。

28) 1939 年 8 月 16 日に近海郵船を合併 (日本郵船による既保有分 199,000 株については株式を割り当てず、さらに近海郵船重役保有の残余 1,000 株については権利放棄) するも、資本金の変動はなし。

29) 1929 年 6 月 18 日後場以降売買中止、券面分割により払込金額 25 円となり同年 9 月 16 日以降売買再開。旧株 1 株 (100 円払込済株、800,000 株) は旧株 2 株 (50 円払込済株、1,600,000 株) に、新株 (75 円払込済株、800,000 株) は旧株 1 株 (50 円払込済株、800,000 株) と新株 (25 円払込済株、800,000 株) に、新株 (50 円払込済株、600,000 株) は新株 (25 円払込済株、1,200,000 株) に分割。尚、1933 年 5 月 1 日に追加払込 12.50 円が徴収され (50 円全額払込済)、34 年 5 月 31 日前場までは 50 円額面満額払込済株として上場され、後場以降旧株に合併。したがって、1933 年 10 月 2 日に 10 円徴収されて発行された第二新株の権利落修正の対象とはならない。

30) 1941 年 4 月 16 日に大日本紡績、南大垣工場の現物出資に対して 50 円払込済株 50,000 株を交付。1942 年 3 月 1 日に第二帝國人絹を合併 (37.5 円払込済株 108,000 株を交付)。

31) 1937 年 10 月 1 日に追加払込 10 円が徴収され 50 円全額払込済となったが、38 年 5 月までは 50 円額面満額払込済株として上場された。

32) 1941 年 7 月 1 日に東洋絹織、庄内川レーヨン、庄内川染工所を合併 (37.50 円払込済株計 107,500 株を交付)。

33) 1937 年 11 月 1 日に臺灣礦業を合併 (50 円払込済株 2,000 株を交付)。

る。具体的には、30 年代後半以降の主要銘柄は、三菱重工業、日立製作所を中心に、合併して昭和電工になる日本電気工業および昭和肥料や、日本曹達、小倉製鋼、ラサ工業などを挙げることができる。

また、図 1 に示したように、各年の主要銘柄収益率のバラツキ (標準偏差) からは、準戦時期以降の株式市場の二つの特性が確認できる。第一に、各年の主要銘柄収益率の標準偏差は、1932 年が 75.9% と異常に高く、銘柄間で収益率格差が極端に大きかった。金輸出再禁止、商業手形割引歩合引き下げが実施され、大幅な円安が進行する中で、特に時価総額が小さい大日本製糖新株、満洲重工業開発株、浅野セメント新株の年間収益率が 200% を超える一方、時価総額が大きかった東京株式取引所新株、東京電燈株、南滿洲鐵道新株が 40% 未満の収益率となっている。1932 年を対象にした 14 銘柄の単純平均収益率が 94.4%

であるのに対して、時価総額加重平均は56.8%であり、相対的に時価総額が小さかった銘柄に、株式市場の期待感がより強く反映され、金融環境の大きな転機が収益率に反映された年であったことが推察される。

第二に、30年代末以降、価格統制強化に歩調を合わせるように銘柄間収益率の格差が縮小していたことが確認できる。概ね各年の主要銘柄収益率の標準偏差が20.7%であるのに対して、41年、43年は10%を下回っていることから、戦中期の株価決定過程が変化していたことが伺われる。1941年8月30日には株式価格統制令が実施され、会社所有株式評価臨時措置令が1942年8月以降も適用期限が延長され、三菱鑛業、北海道炭礦汽船、日本鋼管、日本曹達などが採用していたことなどから、価格統制が銘柄間収益率の格差を縮小した可能性があると言えよう。つまりインカムゲインも含めた主要銘柄のトータルリターンを確認していくと、戦時期にかけて株式投資成果の銘柄間格差が縮小していったことが確認できる。これは、銘柄選択効果の低減により、金融機関をはじめとする投資家毎の株式投資成果差が縮小したことを意味するであろう。銘柄選択による投資の成果が大差無くなり、選択効果が希薄化するのであれば、投資家にとっては、投資先となる企業選択を行うインセンティブも減退したのではないかという仮説が浮かび上がってくる。

以上のように、昭和初期の主要銘柄の投資成果から、いくつかの仮説を得ることができるが、これらについての定量的な検証は、今後の課題としていきたい。

#### <参考文献>

- 宇都宮浄人 [2013], 「1940年代の金融仲介構造: 1941~48年度末の資金循環統計の推計」, 『金融経済研究』第35号, 52~73頁。
- 大阪証券取引所 [1955], 「長期投資家はどの程度の収益をあげているか」 『インヴェストメント』第8巻第8号, 21~73頁。
- 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄 [2005], 「戦前日本における資本市場の生成と発展: 東京株式取引所への株式上場を中心として」, 『経済研究』第56巻1号, 岩波書店。
- 鈴木史馬 [2012], 「太平洋戦争と証券市場 東京株式取引所短期清算市場日次データの概観」, 『明星大学経済学研究紀要』44(1), 39~51頁。
- 鄭安基 [1997], 「戦時期「鐘紡グループ」と鐘淵実業の設立」, 『経済論叢』159(1・2), 107~133頁。
- 中村隆英 [1993], 『昭和史 I 1926-45』, 東洋経済新報社。
- 平山賢一 [2017], 「戦前期における株式投資成果の再評価

—1878年から1943年に至る東京株式取引所株の投資収益率について—」, 『経済科学論究』第14号, 41~53頁。

横山保 [1957], 「修正株価について」, 『大阪大学経済学』第6巻第3・4号, 大阪大学大学院経済学研究科, 177~193頁。

Dimson, Elroy, Marsh, Paul & Staunton, Mike [2002], *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton, NJ: Princeton University Press.



(表1) 東京株式取引所・短期清算市場の上場銘柄一覧

	企業名	旧株	新株	上場期間	決算月	上場時払込額	備 考
1	東京株式取引所新株		○	1924/06～43/04 (227月)	5月11月	12.50円	
2	鐘淵紡績新株		○	1924/06～44/11 (226月)	※注2	12.50円	合併後、鐘淵工業
3	滿洲重工業開發株	○		1925/07～44/11 (233月)	※注2	50.00円	旧久原鑛業・旧日本産業
4	日本石油株	○		1925/07～44/11 (233月)	3・9月	50.00円	
5	鹽水港製糖株	○		1926/01～44/11 (87月)	3・9月	50.00円	
6	浅野セメント新株		○	1926/03～36/11 (129月)	6・12月	20.00円	
7	東京電燈株	○		1927/08～42/01 (174月)	5・11月	50.00円	
8	富士製紙新株		○	1928/04～33/03 (60月)	5・11月	25.00円	王子製紙に合併
9	日魯漁業株	○		1928/04～42/11 (118月)	5・11月	50.00円	
10	大日本製糖新株		○	1928/04～44/11 (200月)	※注2	20.00円	日糖興業に改称
11	大連株式商品取引所株	○		1928/04～30/09 (30月)	3・9月	12.50円	設立時の未払込済旧株
12	日本郵船新株		○	1929/03～44/11 (189月)	3・9月	12.50円	
13	大日本麥酒新株		○	1929/03～44/11 (189月)	6・12月	12.50円	
14	南滿洲鐵道新株		○	1929/03～44/11 (187月)	3月(年1)	50.00円	上場時は額面100円
15	鐘淵紡績株	○		1930/11～44/11 (169月)	※注2	50.00円	合併後、鐘淵工業
16	明治製糖株	○		1930/11～36/11 (73月)	3・9月	50.00円	
17	王子製紙株	○		1930/11～35/10 (60月)	5・11月	50.00円	
18	大阪証券取引所新株		○	1933/03～43/03 (121月)	5・11月	25.00円	
19	日清紡績株	○		1933/08～36/11 (40月)	5・11月	50.00円	
20	三菱鑛業株	○		1933/08～36/11 (40月)	3・9月	50.00円	
21	帝國人造絹絲新株		○	1934/05～44/11 (127月)	※注2	12.50円	
22	日本鋼管株	○		1934/05～44/11 (127月)	※注2	50.00円	
23	日本電力株	○		1934/05～39/06 (62月)	3・9月	50.00円	
24	南滿洲鐵道第二新株		○	1934/05～38/05 (49月)	3月(年1)	10.00円	
25	北海道炭礦汽船株	○		1934/05～44/11 (127月)	※注2	50.00円	
26	大日本人造肥料株	○		1934/05～37/03 (35月)	6・12月	50.00円	日本化学工業に合併
27	東洋レーヨン新株		○	1934/07～44/11 (125月)	※注2	12.50円	
28	日本鑛業新株		○	1935/05～38/10 (42月)	3・9月	12.50円	
29	日本郵船株	○		1935/10～44/11 (110月)	3・9月	50.00円	
30	三菱重工業株	○		1936/02～44/11 (106月)	6・12月	50.00円	
31	昭和肥料株	○		1936/03～39/04 (38月)	3・9月	50.00円	合併後、昭和電工
32	日本鑛業株	○		1936/11～44/11 (97月)	3・9月	50.00円	
33	日立製作所株	○		1936/11～44/11 (97月)	2・8月	50.00円	
34	日本電氣工業株	○		1936/11～39/04 (30月)	3・9月	50.00円	合併後、昭和電工
35	日本曹達株	○		1936/11～41/09 (59月)	6・12月	50.00円	
36	日本水産新株		○	1938/06～42/11 (54月)	1・7月	25.00円	
37	小倉製鋼株	○		1939/05～44/11 (67月)	※注2	50.00円	合併後、浅野重工業
38	ラサ工業株	○		1939/05～41/08 (28月)	3・9月	50.00円	

(注1) 鐘淵紡績新株は、38年1月から38年12月まで、および43年12月から44年6月までの期間は非上場もしくは売買停止。鐘淵紡績株は、43年12月から44年6月までの期間は売買停止。鹽水港製糖株は、27年9月から39年4月までは非上場。日魯漁業は、29年7月から33年1月までは非上場。南滿洲鐵道は、29年7月から同8月までは、100円から50円に券面分割のため売買停止。

(注2) 鐘淵紡績の決算月は、40年12月までは6・12月、その後43年11月までは5・11月、それ以降は3・9月。滿洲重工業開發は、29年4月までは4・10月、その後5・11月。大日本製糖は、41年4月までは4・10月、その後3・9月。帝國人造絹絲は、43年5月までは5・11月、その後3・9月。日本鋼管は、40年5月までは5・11月、その後42年10月までは4・10月、それ以降は3・9月。北海道炭礦汽船は、41年11月までは5・11月、その後3・9月。東洋レーヨンは、43年11月までは5・11月、その後3・9月。小倉製鋼は、40年5月までは5・11月、その後41年10月までは4・10月、それ以降は3・9月。

(表2) 短期清算市場上場銘柄の新株権利落(新株落)

	企業名	新株権割当日(割当比率) 1924年6月~44年11月			
1	満洲重工業開発株	35/07/05 (1:1)	41/12/01 (1:1)	-	-
2	日本石油株	41/03/01 (2:1)	-	-	-
3	鹽水港製糖株	27/05/15 (1:1)	-	-	-
4	大日本製糖新株	44/02/01 (2:1)			
5	南満洲鐵道新株	29/09 額面分割	40/08/10 (2:1)		
6	鐘淵紡績株	38/10/01 (1:1)	-	-	-
7	日本鋼管株	41/09/01 (1:1)	-	-	-
8	日本電力株	34/06/30 (6:1)	36/07/01 (2:1)	-	-
9	北海道炭礦汽船株	38/09/01 (1:1)	-	-	-
10	大日本人造肥料株	36/10/01 (2:1)	-	-	-
11	三菱重工業株	37/04/01 (1:1)	40/01/31 (1:1)	42/06/01 (1:1)	-
12	昭和肥料株	38/09/01 (1:1)	-	-	-
13	日本鑛業株	38/10/25 (2:1)	41/08/01 (2:1)	-	-
14	日立製作所株	37/04/01 (1:1)	39/01/01 (100:69)	40/10/01 (100:75)	44/05/11 (1:1)
15	日本電気工業株	36/12/31 (1:1)	-	-	-
16	日本曹達株	37/08/01 (1:1)	40/07/25 (100:73)	-	-
17	ラサ工業株	40/06/27 (2:1)	-	-	-

(注1) 割当日は、証券引受会社協会編「株式会社年鑑(昭和16年~19年版)等における「資本移動」頁参照。旧株における権利落が月初日の株主に割り当てられたとき、短期清算取引市場では月末の後場となるケースが多い。

(注2) 新株であっても大日本製糖、南満洲鐵道の場合には、額面満額払込済となった後、そのまま上場が維持されている期間に、新株権利落が発生。

(注3) 日本鋼管株は、1941年9月30日現在の株主に対し10:7の割当比率にて増資、同年11月1日12.50円徴収。ただし発行株数は2,133,000株であり、旧株2,867,000株の0.7倍である2,006,900株よりも126,100株多いが、営業報告書および株式会社年鑑に記載されず。北海道炭礦汽船株の割当増資は、1938年9月1日現在の株主に対するものだが、短期清算取引の権利落は9月30日後場。昭和肥料株の割当増資は、1938年9月1日現在の株主に対するものだが、短期清算取引の権利落は9月30日後場。日本鑛業株の38年10月25日権利落は「統計月報」による記載だが、「株式会社年鑑」では38年11月1日現在株主への割当と記載されている。

(表3) 短期清算市場上場銘柄の他社株割当による権利落

	企業名	割当日(割当比率)	割当銘柄(払込済株)	割当払込価格
1	満洲重工業開発株	36/11/30 (10:4)	日本水産新(12.50円払込済株)	12.50円(注1)
2	満洲重工業開発株	38/04/01 (100:30)	日産化学工業新(12.50円払込済株)	16.00円(注2)
3	満洲重工業開発株	38/11/25 (100:2.3)	日本鑛業新(12.50円払込済株)	25.00円(注3)
4	大日本製糖新株	37/06/30 (10:1)	日東化学工業(12.50円払込済株)	12.50円(注4)
5	帝國人造絹絲新株	35/03/01 (10:1)	第二帝國人絹(12.50円払込済株)	12.50円(注5)
6	日本鋼管株	35/02/01 (1:1)	川崎コークス製造(12.50円払込済株)	12.50円(注6)
7	日本鋼管株	37/05/31 (1:1)	第三鋼管(12.50円払込済株)	12.50円(注7)

(注1) 日本水産新株上場時(37年5月)に40.93円(実物取引月中平均)で売却した損益が権利落修正分。

(注2) 日産化学工業新株上場時(38年4月)に24.29円(実物取引月中平均)で売却した損益が権利落修正分。

(注3) 日本鑛業新株上場時(39年2月)に31.02円(実物取引月中平均)で売却した損益が権利落修正分。

(注4) 日東化学工業上場時(37年10月)に13.59円(実物取引月中平均)で売却した損益が権利落修正分。

(注5) 第二帝國人絹上場時(35年4月)に28.38円(実物取引月中平均)で売却した損益が権利落修正分。

(注6) 日本鋼管は、35年8月1日に川崎コークス製造を合併し、同株株主に日本鋼管新株12.50円払込済株を1:1で交付したため、実質的に増資に伴う新株権利落に相当するとみなし、35年2月段階で権利落修正。

(注7) 日本鋼管は、37年5月31日に第三鋼管を合併し、同株株主に日本鋼管新株12.50円払込済株を1:1で交付したため、実質的に増資に伴う新株権利落に相当するとみなし、37年6月段階で権利落修正。

(表4) 短期清算市場上場銘柄の追加払込

	企業名	上場年月	追加払込日 (払込後の払込済額、円)		1924年6月～44年11月	
1	東京株式取引所新	24/06 (12.5)	26/04/01(25)	32/03/01(37.5)	-	-
2	鐘淵紡績新	24/06 (12.5)	34/09/26(25)	37/01/11(37.5)	37/09/01(50)	43/11/25(25)
3	浅野セメント新	26/03 (20)	29/04/01(25)	33/11/01(30)	-	-
4	大日本製糖新	28/04 (20)	30/11/01(25)	33/08/01(37.5)	43/12/10(50)	-
5	日本郵船新	29/03 (12.5)	37/10/01(25)	38/05/02(37.5)	-	-
6	南満洲鐵道新	29/03 (50)	29/09 分割(25)	32/08/01(37.5)	33/05/01(50)	-
7	帝國人造絹絲新	34/05 (12.5)	34/11/10(25)	37/07/01(37.5)	-	-
8	南満洲鐵道第二新	34/05 (10)	34/10/01(20)	35/10/01(30)	36/10/01(40)	37/10/01(50)
9	東洋レーヨン新	34/07 (12.5)	35/03/01(25)	37/09/01(37.5)	-	-
10	日本鑛業新	35/05 (12.5)	37/03/01(37.5)	38/07/01(50)	-	-

(注1) 追加払込日は、証券引受会社協会編「株式会社年鑑(昭和16年から19年版)」等における「資本移動」頁の払込徴収日(東洋レーヨンについては「営業報告書」記載の払込徴収日)。

(注2) 南満洲鐵道新株は29年9月に100円額面株式から50円額面株式に分割後、33年5月の追加払込により額面満額払込済になり、34年5月に旧株に統合し、44年2月に新株権利落。大日本製糖新株は、43年12月に額面満額払込済となり44年2月に新株権利落。割当比率は表2参照。

(注3) 鐘淵紡績新株は、43年11月25日に合併新会社である鐘淵工業新株(25円払込済)に転換。

(表5-1) 短期清算市場上場銘柄の年間収益率の推移(1924年7月～28年12月)

	1924年7月以降		1925年		1926年		1927年		1928年		
	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	
	28.9%	27.2%	27.4%	23.8%	4.0%	7.9%	-10.8%	-9.9%	5.7%	-0.2%	
1位	鐘淵紡新 37.3%	鐘淵紡新 37.3%	鐘淵紡新 41.5%	東京株新 50.1%	満洲重工 7.7%	日本石油 26.1%	東京株新 17.3%	東京株新 11.5%	鐘淵紡新 2.5%	鐘淵紡新 3.3%	浅野セ新 13.2%
2位	東京株新 17.3%	東京株新 17.3%	東京株新 11.5%	鐘淵紡新 2.5%	鐘淵紡新 3.3%	浅野セ新 13.2%			満洲重工 -8.6%	東京株新 2.5%	東京電燈 10.4%
3位									日本石油 -18.5%	日本石油 -14.9%	鐘淵紡新 -2.4%
4位										浅野セ新 -33.1%	東京株新 -5.8%
5位											満洲重工 -13.3%
6位											

(注1) 久原鑛業、日本産業は、改称後の「満洲重工」と表記。1943年に大日本製糖は日糖興業に、1944年に鐘淵紡績は鐘淵工業に、小倉製鋼は浅野重工業に改称するが、各「大日糖新」、「鐘淵紡績」および「鐘淵紡新」、「小倉製鋼」のまま表記した。東京株式取引所新株は「東京株新」、浅野セメント新株は「浅野セ新」、富士製紙新株は「富士紙新」、大連株式商品取引所株は「大連株式」、大日本麥酒新株は「大日麥新」、南満洲鐵道新株は「南満鐵新」、南満洲鐵道第二新株は「南満第二」、大阪証券取引所新株は「大阪株新」、大日本人造肥料株は「大日人肥」、北海道炭礦汽船株は「北海炭礦」、帝國人造絹絲新株は「帝人絹新」、東洋レーヨン新株は「東洋レ新」、日本鑛業新株は「日本鑛新」、鹽水港製糖株は「鹽水港糖」と表記した。

(注3) 時価加重は、時価総額加重平均収益率のこと。時価加重および単純平均は、年間を通して全期間上場していなかった銘柄も含めた全銘柄の平均収益率を表記している。一方、順位付けした銘柄は、該当期間(1924年は7月以降、1944年は11月迄)全期間上場していた銘柄のみを対象として表記している。

(表5-2) 短期清算市場上場銘柄の年間収益率の推移(1929年1月～33年12月)

	1929年		1930年		1931年		1932年		1933年		
	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	
	-19.4%	-25.9%	-31.1%	-28.1%	1.7%	11.0%	56.8%	94.4%	12.9%	9.7%	
1位	大日糖新 -1.3%	東京株新 -1.5%	東京株新 -1.5%	東京株新 32.1%	大日糖新 221.1%	満洲重工 76.5%	東京電燈 -12.3%	日本石油 -11.6%	鐘淵紡新 27.6%	満洲重工 219.1%	東京電燈 50.7%
2位	東京電燈 -12.3%	日本石油 -11.6%	鐘淵紡新 27.6%	満洲重工 219.1%	東京電燈 50.7%	富士紙新 -21.0%	大日麥新 -18.4%	鐘淵紡績 27.5%	浅野セ新 217.3%	大日麥新 21.6%	
3位	富士紙新 -21.0%	大日麥新 -18.4%	鐘淵紡績 27.5%	浅野セ新 217.3%	大日麥新 21.6%	鐘淵紡新 -21.0%	南満鐵新 -20.6%	南満鐵新 24.4%	富士紙新 175.0%	南満鐵新 12.4%	
4位	鐘淵紡新 -21.0%	南満鐵新 -20.6%	南満鐵新 24.4%	富士紙新 175.0%	南満鐵新 12.4%	日本石油 -31.7%	鐘淵紡新 -32.6%	日本郵船 22.5%	日本郵船 109.6%	鐘淵紡新 10.0%	
5位	日本石油 -31.7%	鐘淵紡新 -32.6%	日本郵船 22.5%	日本郵船 109.6%	鐘淵紡新 10.0%	浅野セ新 -31.8%	東京電燈 -35.2%	明治製糖 19.4%	大日麥新 105.7%	明治製糖 4.9%	
6位	浅野セ新 -31.8%	東京電燈 -35.2%	明治製糖 19.4%	大日麥新 105.7%	明治製糖 4.9%	東京株新 -33.0%	満洲重工 -37.5%	日本石油 14.9%	明治製糖 72.8%	鐘淵紡績 4.6%	
7位	東京株新 -33.0%	満洲重工 -37.5%	日本石油 14.9%	明治製糖 72.8%	鐘淵紡績 4.6%	満洲重工 -33.8%	富士紙新 -37.6%	満洲重工 13.8%	鐘淵紡新 63.2%	日本石油 4.5%	
8位	満洲重工 -33.8%	富士紙新 -37.6%	満洲重工 13.8%	鐘淵紡新 63.2%	日本石油 4.5%	大連株式 -50.7%	浅野セ新 -45.2%	大日糖新 11.8%	王子製紙 59.7%	王子製紙 4.5%	
9位	大連株式 -50.7%	浅野セ新 -45.2%	大日糖新 11.8%	王子製紙 59.7%	王子製紙 4.5%		大日糖新 -50.2%	王子製紙 2.4%	日本石油 41.3%	浅野セ新 -0.2%	
10位		大日糖新 -50.2%	王子製紙 2.4%	日本石油 41.3%	浅野セ新 -0.2%		日本郵船 -52.3%	富士紙新 -0.8%	鐘淵紡績 40.7%	大日糖新 -6.5%	
11位		日本郵船 -52.3%	富士紙新 -0.8%	鐘淵紡績 40.7%	大日糖新 -6.5%			浅野セ新 -9.4%	東京株新 38.5%	東京株新 -10.9%	
12位			浅野セ新 -9.4%	東京株新 38.5%	東京株新 -10.9%			大日麥新 -10.1%	東京電燈 35.2%	日本郵船 -18.9%	
13位			大日麥新 -10.1%	東京電燈 35.2%	日本郵船 -18.9%			東京電燈 -31.8%	南満鐵新 10.8%		
14位			東京電燈 -31.8%	南満鐵新 10.8%							

(表5-3) 短期清算市場上場銘柄の年間収益率の推移 (1934年1月~39年12月)

	1934年		1935年		1936年		1937年		1938年		1939年	
	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均
1位	日魯漁業	62.3%	東京電燈	52.4%	日本鑛新	72.8%	日本郵船	66.0%	南滿鐵新	11.7%	日本郵船	98.0%
2位	東京電燈	45.8%	大日糖新	49.5%	日本石油	64.1%	帝人絹新	53.1%	東京電燈	6.0%	日水産新	76.6%
3位	日清紡績	10.4%	日本郵船	43.6%	滿洲重工	28.9%	日本鋼管	49.6%	北海炭礦	0.2%	日郵船新	71.1%
4位	日本郵船	9.3%	鐘淵紡績	27.8%	日魯漁業	21.3%	大阪株新	48.0%	日本電力	-0.4%	三菱重工	53.2%
5位	大日糖新	8.9%	東京株新	23.7%	鐘淵紡績	20.6%	日本曹達	43.5%	大日糖新	-5.5%	日魯漁業	50.2%
6位	南滿鐵新	8.0%	大日人肥	22.2%	南滿第二	18.5%	鐘淵紡績	41.7%	日本鋼管	-5.5%	日立製作	49.8%
7位	明治製糖	5.9%	大日麥新	20.8%	北海炭礦	16.9%	三菱重工	37.2%	鐘淵紡績	-8.0%	日本曹達	41.4%
8位	王子製紙	5.3%	日本石油	20.1%	大日人肥	15.6%	日立製作	32.6%	日魯漁業	-9.9%	帝人絹新	39.7%
9位	三菱鑛業	0.7%	日本電力	16.8%	東洋レ新	13.5%	日本鑛新	29.7%	日立製作	-10.1%	南滿鐵新	37.2%
10位	鐘淵紡績	-0.8%	明治製糖	13.3%	南滿鐵新	10.3%	鐘淵紡績	29.4%	滿洲重工	-10.5%	鐘淵紡績	32.4%
11位	滿洲重工	-7.1%	日本鋼管	13.0%	帝人絹新	9.8%	日郵船新	29.2%	三菱重工	-11.3%	東洋レ新	31.2%
12位	鐘淵紡績	-8.8%	北海炭礦	10.9%	日本郵船	8.8%	東洋レ新	28.8%	昭和肥料	-11.9%	日本石油	30.1%
13位	日本石油	-12.0%	大阪株新	10.1%	大日糖新	8.0%	東京株新	25.1%	日本鑛業	-13.0%	日本鑛業	29.0%
14位	大日麥新	-16.5%	鐘淵紡績	4.6%	鐘淵紡績	5.9%	北海炭礦	25.0%	日本電工	-13.3%	大日麥新	28.8%
15位	東京株新	-18.3%	三菱鑛業	4.5%	日本鋼管	3.6%	昭和肥料	22.0%	日本石油	-16.5%	滿洲重工	28.3%
16位	浅野セ新	-24.9%	南滿第二	0.9%	日郵船新	-0.7%	大日麥新	21.2%	東洋レ新	-18.4%	東京電燈	28.1%
17位	大阪株新	-29.3%	南滿鐵新	0.7%	東京電燈	-0.9%	日本電工	18.8%	日本曹達	-21.0%	北海炭礦	27.3%
18位			浅野セ新	-5.0%	日本電力	-4.9%	滿洲重工	17.4%	大日麥新	-21.6%	大日糖新	26.8%
19位			日清紡績	-9.6%	東京株新	-17.1%	日本石油	16.0%	帝人絹新	-21.7%	東京株新	17.7%
20位			日魯漁業	-9.9%	大日麥新	-18.4%	日魯漁業	11.6%	日郵船新	-21.9%	日本鋼管	13.3%
21位			滿洲重工	-11.1%	大阪株新	-29.8%	大日糖新	11.0%	東京株新	-24.6%	大阪株新	12.2%
22位			帝人絹新	-19.4%			東京電燈	7.1%	大阪株新	-27.5%		
23位			東洋レ新	-30.9%			日本電力	6.5%	日本郵船	-30.5%		
24位							日本鑛業	3.4%				
25位							南滿第二	-0.2%				
26位							南滿鐵新	-0.5%				

(表5-4) 短期清算市場上場銘柄の年間収益率の推移 (1940年1月~44年11月)

	1940年		1941年		1942年		1943年		1944年11月迄	
	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均	時価加重	単純平均
1位	南滿鐵新	5.7%	日魯漁業	35.8%	三菱重工	57.1%	滿洲重工	15.3%	日本郵船	56.9%
2位	三菱重工	4.5%	大阪株新	31.7%	大日麥新	36.0%	南滿鐵新	10.8%	鐘淵紡績	52.5%
3位	北海炭礦	-3.4%	日本郵船	31.4%	日立製作	30.7%	大日糖新	8.8%	日郵船新	42.5%
4位	日立製作	-5.8%	日郵船新	29.5%	日本鑛業	15.1%	鹽水港糖	8.8%	大日麥新	22.3%
5位	日本石油	-8.8%	大日糖新	24.2%	南滿鐵新	11.7%	小倉製鋼	5.0%	日立製作	18.0%
6位	東京電燈	-9.8%	東京株新	20.1%	日本石油	11.1%	東洋レ新	3.7%	東洋レ新	17.8%
7位	日郵船新	-13.1%	日本石油	18.4%	日本鋼管	8.1%	日立製作	1.9%	日本鑛業	17.3%
8位	鐘淵紡績	-15.2%	日本鋼管	18.1%	滿洲重工	7.9%	鐘淵紡績	0.9%	大日糖新	17.1%
9位	大日麥新	-16.4%	鹽水港糖	17.2%	小倉製鋼	5.3%	日本鋼管	-0.4%	北海炭礦	16.8%
10位	日魯漁業	-17.1%	鐘淵紡績	16.2%	北海炭礦	4.4%	帝人絹新	-0.5%	帝人絹新	15.4%
11位	滿洲重工	-18.3%	大日麥新	15.6%	鹽水港糖	1.5%	三菱重工	-1.6%	滿洲重工	14.7%
12位	日本郵船	-18.4%	三菱重工	14.7%	日本郵船	-7.7%	日本石油	-4.4%	鐘淵紡績	14.3%
13位	日水産新	-18.4%	帝人絹新	14.3%	大日糖新	-9.2%	北海炭礦	-4.7%	南滿鐵新	9.8%
14位	東京株新	-21.6%	東京電燈	11.4%	日郵船新	-9.3%	日郵船新	-7.5%	小倉製鋼	5.5%
15位	東洋レ新	-22.1%	東洋レ新	11.3%	鐘淵紡績	-11.6%	日本鑛業	-8.1%	日本鋼管	3.7%
16位	大日糖新	-22.1%	鐘淵紡績	11.2%	鐘淵紡績	-17.0%	大日麥新	-9.2%	日本石油	2.6%
17位	日本鋼管	-22.1%	南滿鐵新	10.9%	大阪株新	-24.2%	日本郵船	-11.3%	三菱重工	1.2%
18位	大阪株新	-23.7%	日立製作	10.8%	帝人絹新	-24.7%	鐘淵紡績	-15.6%	鹽水港糖	-23.5%
19位	鹽水港糖	-24.4%	日水産新	8.2%	東京株新	-25.0%				
20位	帝人絹新	-25.0%	滿洲重工	5.6%	東洋レ新	-25.1%				
21位	日本鑛業	-26.5%	北海炭礦	4.4%						
22位	ラサ工業	-26.9%	小倉製鋼	3.6%						
23位	鐘淵紡績	-29.3%	日本鑛業	2.1%						
24位	小倉製鋼	-33.3%								
25位	日本曹達	-41.5%								

(図1) 各年の主要銘柄収益率の標準偏差 (1924年は6月以降、44年は11月迄)

