

令和元年6月14日現在

機関番号：32711

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03590

研究課題名(和文) 両大戦間期日本における「株主の法人化」の再検討

研究課題名(英文) Reconsideration of the Rise of 'Corporate Shareholder-Centered Ownership Structure' in Interwar Period Japan

研究代表者

齊藤 直 (SAITO, Nao)

フェリス女学院大学・国際交流学部・教授

研究者番号：90350412

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究課題は、両大戦間期に見られた「株主の法人化」現象について、その時期・経路・背景を詳細に分析する作業を通じて、戦前・戦時・戦後における企業システムの変容プロセスに関する通説に対して、一定の修正を加え、新たな歴史観を提示することを課題とした。具体的には、(1)株式所有構造の変化をもたらす契機となる企業の資金調達に関する分析の成果、(2)株主の行動について検討するための前提となる株価の面から株式分割払込制度について検討した成果、(3)当時の代表的な産業を具体的な対象として事例分析を行った成果、などを得た。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究課題は、日本経済史分野の先行研究が注目してきた、両大戦間期における「株主の法人化」現象について、研究が十分に進展していないその経路・背景を分析する作業により、経済史研究の進展に寄与し得る。特に、日本企業の株式所有構造は、明治期における個人株主中心の構造から、戦後における法人株主中心の構造(株式相互持合い等)へという長期的な変化を経験し、国際比較の視点からもそうした変化が注目されているが、その意味でも、本研究課題には潜在的な意義がある。

研究成果の概要(英文)：It is well known that corporate shareholders became dominant in the ownership structure of large corporations during the interwar period in Japan. However, research on the background to the rise of corporate shareholder-centered ownership structure is still limited. This project focuses on the possible reasons for the rise of the corporate shareholder-centered ownership structure. The project was mainly conducted in the following fields: (1) analysis on the corporate financing that could cause the change of the stock ownership structure, (2) analysis on the stock prices under the part-paid stock system, and (3) case studies of the corporate financing of sugar manufacturing companies.

研究分野：経済史

キーワード：企業金融 資本市場 株式市場 株式所有構造 企業統治 株価 株式分割払込制度

1. 研究開始当初の背景

両大戦間期(以下、戦間期)における「株主の法人化」現象は、志村[1969]による指摘以来、同時期の株式市場、企業金融、企業統治に関する議論の基点として位置づけられてきた。

志村[1969]は、1919年と36年との2時点と比較し、400社以上の大株主リストの集計データから、個人株主の構成比が74.7%から16.2%に低下する一方で、法人会社の構成比が15.0%から56.4%へと急上昇し、保険会社の構成比も0.9%から10.2%へと無視し得ない上昇を見せたことを明らかにした。上記は可能な限り多数の企業を対象とした網羅的な調査から導出された結論であり、戦間期における「株主の法人化」は、疑いようのない事実であると位置づけられてきた。本研究課題においても、研究代表者(齊藤)はこの事実自体を否定する必要性は認識していない。

とはいえ、志村[1969]が示した「株主の法人化」は、(a)戦間期の初期(1919年)と末期(36年)の2時点のみを対象として、(b)各社の上位12株主を対象とした集計作業を行い、(c)「株主の法人化」の要因・背景、特に株主の投資行動を規定した要因について検討が不十分、(d)企業経営への影響についてはほぼ未検討、という4点において、大いに再検討の余地が残されている。これらの点を詳細に検討することにより、戦間期を対象とした経済史・経営史研究には大幅に進展する余地が残されていると考えられる。本研究課題は、そうした戦間期の「株主の法人化」に関する分析を進展させることを意図している。

2. 研究の目的

本研究は、日本経済史分野の先行研究において通説とされてきた、両大戦間期の「株主の法人化」現象について再検討することを目的とする。具体的には、既述のように、「株主の法人化」現象それ自体を前提として受け入れたうえで、特に、「株主の法人化」の進展に影響を与える要因に関する分析を行うことが本研究の課題である。「株主の法人化」の進展に影響を与える要因は多様であるが、それらの要因のうち、企業の資金調達に関連する点、すなわち増資にともなって株式所有構造が変化する点を重視する。

日本企業の株式所有構造が、明治期における個人株主中心の構造から、戦後における法人株主中心の構造(株式相互持合い等)へという長期的な変化を経験したことはよく知られている。特に、戦後の日本企業において、株式相互持合い等の安定株主が企業統治(ないしその空洞化)に対して果たした役割は、企業統治の国際比較の視点からも注目されている。しかし、戦後の法人株主中心の構造が形成されたプロセスについては、戦後復興期における財閥解体の影響や1960年代における資本自由化前後の時期の動向など、特定の局面を対象とした断片的な検証はなされているものの、戦前・戦時・戦後の全体を視野に入れた長期的な分析は十分に行われてこなかった(例外は、Franks, Mayer and Miyajima[2014]であるが、同論文は分析対象企業が少なく、全体像を示したとは言い難い)。その意味でも、本研究課題には潜在的に大きな意義があろう。

本研究課題およびそれに続く将来的な研究においては、株式所有構造の長期的な変化について検証する作業を通じて、戦前・戦時・戦後における企業システムの変容プロセスに関する通説に対して、一定の修正を加え、新たな歴史観を提示することが最終的な目的となる。

3. 研究の方法

上記の研究目的を踏まえ、本研究課題では、(1)株主構成、資本異動、日次株価、株式取引高などに関するデータの入手とその整理、(2)研究目的に即した具体的な分析の遂行、という2段階の作業を進めた。

このうち、(1)については、株主構成を上位企業各社が公表していた「株主名簿」から、資本異動を各社の営業報告書に掲載された貸借対照表から、日次株価を東京株式取引所が刊行していた『株式日報』(国立国会図書館所蔵)から、株式取引高を同じく東京株式取引所が刊行していた『月報』(国立国会図書館、東北大学附属図書館など所蔵)からそれぞれ入手したうえで、データの整理を行った。

また、(2)については、具体的に、株式所有構造の変化をもたらす契機となる企業の資金調達(増資)に関する分析を行うとともに、株主の行動について検討するための前提となる戦前期の株価についても検討することとした。また、歴史研究であることから、個別の産業が置かれていた具体的な状況を重視し、可能な範囲で、特定の産業を取り上げ、企業金融と株式所有構造に関する分析を行った。

4. 研究成果

本研究課題は、両大戦間期に見られた「株主の法人化」現象について、その経路・背景を詳細に分析する作業を通じて、戦前・戦時・戦後における企業システムの変容プロセスに関する通説に対して、一定の修正を加え、新たな歴史観を提示することを課題とした。具体的には、(1)株式所有構造の変化をもたらす契機となる企業の資金調達に関する分析の成果、(2)株主の行動について検討するための前提となる株価の面から株式分割払込制度について検討した成果、(3)当時の代表的な産業を具体的な対象として事例分析を行った成果、などを得た。具体的な成果に関する説明は、以下のとおりである。

(1) 企業による増資にともなって株式所有構造が変化するという点については、全ての事例を視野に入れると分析対象が多くなり過ぎることから、さしあたり、戦間期に一定数の事例が見られた特殊な増資の方法であるいわゆる「変態増資」(別企業を設立し、それを合併することで資本金を増加させる形の増資)に着目し、さまざまな背景により行われた変態増資の事例を比較検討する作業を通じて、増資により株式所有構造が変化する経路について検討した。

第1に、M & Aにより株式所有構造が変化する経路が想定される。具体的には、明治製糖による変態増資(新明治製糖の設立・合併)の事例を取り上げた。論文「戦間期における「変態増資」と株主：明治製糖による新明治製糖の設立・合併の事例を中心に」がこれに該当する。同事例では、経営危機に瀕した鈴木商店系の製糖企業である東洋製糖の生産設備(南靖・烏樹林の2工場が中心)を買収するための受け皿として新明治製糖が設立され、資産の評価額が割高になることを避けるために、合併の際に新明治製糖株式をディスカウントしている。第2に、経営危機に陥った企業が財務面のリストラクチャリングを行う際に、デット・エクイティ・スワップが行われることにともない、株式所有構造が大きく変化する可能性が想定される。具体的には、東京モスリン紡織による変態増資(第二東京モスリンの設立・合併)の事例を取り上げた。論文「日本鋼管の「変態増資」：財務危機と優先株発行の帰結」がこれに該当する。同事例では、東京モスリン紡織の大口の債権者であった三井物産、三菱商事などの商社が、債券を出資に振り替える形で第二東京モスリンの大株主となっており、変態増資後には、それらの商社は東京モスリン紡織の大株主となった。ここから財務のリストラクチャリングが株式所有構造に与えた影響の大きさが示唆される。第3に、企業が増資による資金調達を行う場合でも、その方法として公募時価発行増資を選択したとすれば、増資の結果として株式所有構造は大きく変化し得る。戦前における日本企業による増資は、志村[1969]が明らかにしたように、株主割当額面発行で行われることが多かったが、時価発行を行うことも可能であり、主に高株価時には時価発行が行われることもあった(同書、221-222頁、および第4-11表)。ここでは、公募時価発行で行われた日本鋼管による変態増資(第二鋼管の設立・合併)の事例を取り上げた。論文「戦前日本における『変態増資』と株式時価発行：日本鋼管の事例を中心に」および論文「日本鋼管の『変態増資』：財務危機と優先株発行の帰結」の2本がこれに該当する。同事例では、第二鋼管株式の公募に応じた法人株主が変態増資後に日本鋼管の大株主として登場することが明らかにされたが、それらの多くは証券会社であり、長期的に日本鋼管株式を保有し続けたわけではない。したがって、それらの証券会社が、後にどのような株主に日本鋼管株式を売却したのかを明らかにする必要があるが、現段階では定かではない。この点については、追加的な検証が必要であり、今後の課題として残されている。

(2) 一方、同じく株式所有構造の変化との関係で重要になる、株式分割払込制度と株価の関係を検証する研究については、取引高が上位の銘柄(株価の形成に紛れが少ないと期待される銘柄)を対象として、日次株価を用いて同一企業の旧株(全額払込済の株式)と新株(未払込部分がある株式)の株価の関係を検証した。その成果を、2回の学会報告、すなわち「株式分割払込制度と株価」(経営史学会関西西部会大会、2016年8月)および「株式分割払込制度と旧株・新株の株価：取引高上位銘柄を対象とした事例分析」(経営史学会第53回全国大会、2017年10月)で発表した。また、株式分割払込制度の下における旧株・新株の株価の関係に関する研究の成果を前提として、株価に含まれる要素(cash flow right：配当の形で利益分配を受け取る権利に対応する部分、等)を分解する暫定的な分析結果を英語論文にまとめ、2018年9月にフランクフルト(ドイツ)で開催されたGUG/BHSJ Joint Conference(Gesellschaft für Unternehmensgeschichte e.V., Business History Society of Japan)において報告した(報告論文については、同コンファレンスで寄せられたコメントを踏まえて改稿作業中)。この報告を行った際、フロアからの関心は予想以上に高く、イギリス、ドイツにも日本の株式分割払込制度と同様の制度が存在したが、やはり株価との関係については十分に解明されていないとのコメントを得た。現段階では国際比較を行うだけの準備は整っていないが、本研究課題終了後の方向性として、国際比較の準備を整えることを目指したい。

なお、本研究課題の副産物とでも言うべき成果であるが、戦前日本の企業金融を規定した主要な制度の1つである株式分割払込制度について調べる過程で、同制度の概要を整理するとともに、先行研究をサーベイした論文「戦前日本における株式分割払込制度：先行研究の批判的検討と新たな分析視角」を公刊することができた。

(3) 上記の研究と並行して、戦間期における特定の産業に着目してその企業金融と株式所有構造を検討する作業を、研究期間の後半(2017~18年)に進めた。具体的には、戦前期の日本における代表的な産業のうち、製糖業を分析対象として、個別産業の企業金融を具体的に検証する複数の論文を公表した。論文「戦間期日本における製糖業の企業金融：財務データを利用した予備的考察」および、論文「戦間期における製糖企業の成長戦略と企業金融：上位3社の比較分析」の2本がそれに該当する。これらの論文により、工業と農業(原料甘蔗調達)の双方の特徴を併せ持つという意味において特殊な産業である製糖業において、甘蔗の農作物としての季節性や、天候などの自然条件に起因するリスクの影響を逃れることができないという条件が、製糖企業の財務や企業金融に与えた影響を示すとともに、そうした季節性やリスクへの対

応のあり方が製糖業における企業間格差に影響を与えていた可能性を示唆した。ただし、これらの研究成果では、株式所有構造の変化に関する具体的な分析にまでは踏み込めておらず、さらに研究を進めることが必要である。

< 参照文献 >

志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』東京大学出版会。

Franks, Julian, Colin Mayer and Hideaki Miyajima [2014], "The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century," *Review of Financial Studies*, 27-9, pp.2580-2625.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計7件)

齊藤直、戦間期における製糖企業の成長戦略と企業金融：上位3社の比較分析、国際交流研究、査読無、第21号、2019、pp.55-81

https://ferris.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=2381&item_no=1&page_id=13&block_id=21

齊藤直、戦前日本における「変態増資」と株式時価発行：日本鋼管の事例を中心に、証券経済研究、査読有、第103号、2018、pp.35-54

http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/103/103_03.pdf

齊藤直、株主アクティビズムの歴史的な位置づけ、企業会計、査読無、第70巻第5号、2018、pp.25-32

齊藤直、日本鋼管の「変態増資」：財務危機と優先株発行の帰結、国際交流研究、査読無、第20号、2018、pp.1-27

https://ferris.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=2278&item_no=1&page_id=13&block_id=21

齊藤直、業績不振企業による「変態増資」：東京モスリン紡織の事例、国際交流研究、査読無、第19号、2017、pp.173-200

https://ferris.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=2031&item_no=1&page_id=13&block_id=21

齊藤直、戦間期における「変態増資」と株主：明治製糖による新明治製糖の設立・合併の事例を中心に、経営史学、査読有、第51巻第3号、2016、pp.27-48

https://doi.org/10.5029/bhsj.51.3_27

齊藤直、戦前日本における株式分割払込制度：先行研究の批判的検討と新たな分析視角、国際交流研究、査読無、第18号、2016、pp.81-102

https://ferris.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=1878&item_no=1&page_id=13&block_id=21

〔学会発表〕(計7件)

齊藤直、戦間期日本における製糖業の企業金融：季節性への対応と企業間格差、経営史学会北海道ワークショップ（社会経済史学会北海道部会、政治経済学・経済史学会北海道部会共催、北海道大学）2018

Nao Saito, Stock Prices under the Part-Paid Stock System in Interwar Japan: New Approach to Measure the Value of Control Rights, GUG/BHSJ Joint Conference (Frankfurt am Main, Germany), 2018

齊藤直、日本鋼管の「変態増資」：財務危機・再構築と優先株発行の帰結、経営史学会東北ワークショップ（社会経済史学会東北部会共催、東北大学）2017

齊藤直、株式分割払込制度と旧株・新株の株価：取引高上位銘柄を対象とした事例分析、経営史学会第53回全国大会（福井県立大学）2017

齊藤直、株式分割払込制度と株価、経営史学会関西西部会大会（阪南大学）2016

齊藤直、戦間期日本の「変態増資」：その背景と意義、日本金融学会2016年度春季大会（武

蔵大学) 2016

齊藤直、戦間期日本の「変態増資」：その背景と意義、経営史学会関西部会（大阪大学）、2015

〔図書〕(計1件)

齊藤直、戦間期日本における製糖業の企業金融：財務データを利用した予備的考察、富澤拓志・小林篤史・古谷眞介編著『グローバル化とその反発：生活・移動・通商』大阪産業大学アジア共同体研究センター、2019

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号(8桁)：

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。