

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 30 年 6 月 23 日現在

機関番号：34425

研究種目：挑戦的萌芽研究

研究期間：2015～2017

課題番号：15K13028

研究課題名(和文) 日次株価データベースを用いた戦前期日本の株式市場の機能と制度に関する研究

研究課題名(英文) The study of institutions and functions of the stock market in interwar era Japan based on the database of daily share prices

研究代表者

今城 徹(今城徹)(Imajoh, Toru)

阪南大学・経済学部・准教授

研究者番号：20453988

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、戦間期日本の株式市場の制度と機能を、日次株価データベースに基づいて具体的に把握することである。本研究の成果として、まず分析の前提となる戦前期日本の主要企業銘柄の日次株価データベースを完成させたこと、次に、株式市場の情報効率性について、企業固有のイベントに対する市場の評価、戦前日本特有の資金調達方法が企業金融に果たした役割、大災害などの外生的ショックに対する市場の反応という観点から検討した結果、戦前の情報管理の甘さを考慮しても、市場が十分な効率性を持つことが明らかにしたことが挙げられる。

研究成果の概要(英文)：The study sheds light on the institution and function of the stock market in interwar era Japan. We have two results. the first is to complete to build the database of daily share prices in inter war period, which have never constructed before, and is inevitable for this research. The second is to make clear that the share market, though it didn't have enough rule to disclose informations, had kept information efficiency during the period by analyzing the evaluation for M&A, the uniqueness of paid-in capital and the response for external shock.

研究分野：経済史

キーワード：戦前期株式市場 日次株価データベース 情報効率性 外生的ショック 株式分割払込制度 M&Aによる収益変化

1. 研究開始当初の背景

戦前期日本の金融システムが高度成長期のように銀行中心ではなく、資本市場中心であり、株式市場の規模が国際的にみても大規模であったことは定着した事実となっており、資本市場が日本企業の主たる資金調達源となっていたことが、近年の日本の企業統治・企業金融の歴史研究を盛んにした理由である。このことから、戦前期日本の企業行動と株価の関係に関する検討は、外部ガバナンスおよび内部ガバナンス、企業統治制度、配当政策や経営者交代の考察に必要な研究であるが、研究水準を引き上げるために必要不可欠な、主要企業を網羅した日次レベルの株価データベースはこれまで存在しなかった。この点を踏まえて、研究代表者は、戦間期日本の包括的な日次株価データベースを構築し、従来の月次レベルのデータではなしえなかった企業統治・企業金融のより詳細な歴史研究を目指すことにした。

2. 研究の目的

本研究では、まず戦前期日本の主要企業日次株価データベースを整備する。このデータベースを用いて、経営戦略特にM&Aと株価の研究および株式市況についての研究、資金調達の研究、株式市場の効率性についての研究を実施し、株式市場と経済発展の関係を具体的に把握することが本研究の目的である。戦前期日本の株式市場研究および企業金融研究において、主要企業の日次株価データベースおよびマーケット・インデックスの作成そのものが画期的な成果となるが、本研究ではさらに、これまでの月次データを用いた先行研究が論じることができなかつた、現代のファイナンス理論に立脚した厳密な情報効率性の検定と、時系列でみることでできなかつた効率性の変化とその要因を検証する。

3. 研究の方法

本研究は、日本の企業行動と株価の歴史研究に共通の問題意識を持ち、多くのプロジェクトとともに研究してきたメンバーが、(1)データベースの構築と、(2)各自の研究を行う。(1)については、プロジェクト終了後の早い段階での公表を目指す。(2)については、研究代表者の今城がM&Aの役割の評価、研究分担者の齊藤が株式市場と資金調達、同じく分担者の結城が株式市場の効率性について検証した。

4. 研究成果

A. 主な成果

2015年度に日次株価データベースの構築に関する打合せと各自の進捗報告を兼ねた研究会を実施した上で、2016年度は中間報告としてパネル「戦前日本の企業行動と株価-日次株価を用いた経営史研究の試み-」を組織し、株式市場と企業行動についての予備的考察を行った。2017年度は最終成果報告としてパネ

ル「戦前日本の企業経営と株式市場-日次株価データベースの構築と経営史研究への応用」を組織し、(1)M&Aと企業価値評価、(2)企業の資金調達、(3)株式市場の効率性について検討した。以下、各パネルで得られた成果を示す。

【2016年度パネル】

今城は「戦前日本における貯蓄銀行投資銘柄の選定過程」において、貯蓄銀行投資銘柄の許認可を行った大蔵省貯蓄銀行投資証券委員会の資料から、貯蓄銀行の投資銘柄の安全性を検討した。貯蓄銀行法制定翌年の1922年に発足した投資証券委員会は、貯蓄銀行のポートフォリオのリスク低減と支払準備の充実をはかるために、(1)無申請で新規保有・買い増しが可能、(2)申請・認可の上新規保有・買い増しが可能、(3)既保有分のみ所有可能な3段階に分けて社債・株式の投資銘柄の許認可を行った。さらに、株価の変動幅と、国債と比較した価格変動幅を用いて認可銘柄・不認可銘柄を検討した結果、大蔵省は一定の安定収益が確保できる銘柄を認可していたことが示された。以上のことから、大蔵省は、一部裁量の余地を残しつつも、基本的には審査基準を厳格に適用し、流動性と貯蓄銀行に適切と考えられる収益確保を可能とする銘柄を認可したことが明らかになった。

齊藤は「株式分割払込制度と株価」において、株式分割払込制度を株価の面から検討した。同制度の下では、議決権は同一であるにもかかわらず、払込金額が異なる複数の株式(旧株、新株)が存在することから、旧株、新株の株価の関係を検証することで、企業支配権の価格に接近することができると期待される。本報告では、1920年代半ばの東京株式取引所長期清算市場上場銘柄の月次株価を対象とした暫定的な分析により、企業支配権の評価額に関する予備的な分析結果を提示した。

結城は「恐慌と銀行破綻-昭和恐慌における加島銀行の事例-」において、中規模都市銀行が昭和金融恐慌によって破綻する過程を、恐慌による金融市場の変化と関連付けて検討した。昭和金融恐慌によって、それまでに経営上問題のあった銀行が破綻した。それが銀行の再編を促し、銀行経営は健全化し、金融市場の不安定性が改善された。加島銀行の経営状況を分析した結果、従来の破綻原因はいずれも当てはまらず、むしろ預金引き出し直前まで好成績であることが確認された。加島銀行が整理に追い込まれた理由は、金融恐慌によって経営上の問題が顕在化したというよりも、金融恐慌のシステミックリスクによって、経営難に陥ったといえる。廣岡家が金融業者

として信頼され続けるためには、撤退した銀行業における利害関係者に損害を与えない形で残務処理をしなければならなかったことが実証された。

【2017年度パネル】

(1) M&A と企業価値評価

今城は「1920年代大型 M&A と市場評価—製糖業の事例—」において、戦前の株式市場において企業行動がどの時点で株価に反映されたのかを、製糖各社の M&A を事例に日次株価を用いて検討した。1920年代に M&A が頻発し、なかでも 1927 年の製糖各社による M&A が戦前の代表事例となることを示した上で、まず、そのきっかけとなった 1927 年金融恐慌の株式市場への影響を検討した。この結果、鈴木商店の破綻と台湾銀行の休業が公表される 2 日前の 3 月 31 日に、もっとも市場取引量の大きい東京株式取引所株と、鈴木商店および台湾銀行との関係が深かった東洋製糖株の株価水準が有意に低下したことが確認できた。次に、(1)大日本製糖による新高製糖・東洋製糖の資本参加、(2)大日本製糖と明治製糖による東洋製糖の合併・工場買収、(3)台湾製糖による塩水港製糖の工場買収について、売り手側と買い手側の収益率の変化を検証した。このうち、統計的に有意な結果が得られたのはケース(2)であった。買い手側のうち大日本については、合併仮契約調印前日の 7 月 11 日に有意な収益水準の低下があり、臨時総会通知日の 7 月 14 日に有意な収益水準の一時的低下が起こった。また、売り手側の東洋については、7 月 15 日に収益のトレンドが下方に変化した可能性が示された。以上から、情報開示制度が現在ほど整備されていない戦前の株式市場においても、公開情報に対する情報効率性が維持されていたこと、また、投資家は企業価値を左右するイベントに敏感に反応していたことが示唆された。

(2) 企業の資金調達

齊藤は「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」において、日次株価データを企業金融面の分析に活かすことを意識し、戦前期の企業金融を規定した最大の特徴の 1 つである株式分割払込制度について、株価との関係から検討した。具体的には、戦間期における代表的な銘柄を取り上げ、最後の追加払込徴収が行われる局面（その払込によって新株が全額払込済になる局面）を対象として、追加払込徴収のアナウンスと実施が株価にどのような影響を与えたのかを日次株価を用いて事例分析する

ことにより、旧株・新株の株価の関係を検証した。具体的な事例としては、鐘淵紡績(1924年3月、40円→50円)、王子製紙(36年3月、37.5円→50円)、日本産業(34年3月、42.5円→50円)、南満洲鉄道(33年5月、37.5円→50円)、大日本製糖(30年11月、37.5円→50円)の各企業の新株が最後の追加払込徴収を迎える局面を取り上げた。この分析により、(1)追加払込徴収のアナウンスに対して株価は速やかに反応する、(2)アナウンス後には新株株価は旧株株価マイナス払込徴収予定額に接近するが、アナウンス前には払込済金額に比例して決まる部分が多い、(3)そのため、追加払込徴収が新株株価の上昇・低下のいずれをもたらすかは、旧株の株価水準に依存する、という 3 点を示した。

(3) 株式市場の効率性

結城は、マクロ経済理論の専門家である鈴木史馬と共同で行った「戦間期の株式市場における大規模ショックとその影響—関東大震災の事例—」において、第一次世界大戦後好況によって個人投資家の参入がさらに進んだ 1920 年代に焦点をあてて、戦間期の株式市場の情報効率性について検証した。具体的には、日次株価を用いて 1920 年代の株式市場の情報効率性を検証した上で、関東大震災を事例に、大規模ショックが発生した際の株式市場の反応を銘柄別の個性も考慮にいれて分析を行った。得られた主要な結果は以下のとおりである。銘柄によって情報効率性の程度が異なっており、主要取引銘柄の東京株式取引所の株価は価格情報が十分に織り込まれてはいなかった。次に、震災が工場の復興状況や経営成績に与えた影響と株価の関係は、同産業の企業間でもその結果は大きく異なっていた。紡績業を事例にすれば、富士瓦斯紡と鐘淵紡の比較において、被害が甚大で影響が 1 年以上長引いた富士瓦斯紡では、震災によって株価がトレンドも水準も下方にシフトしたのに対して、震災が生産や経営にほとんど影響を与えなかった鐘淵紡では、震災による株価の変化は起こっていないことが確認された。この結果は、震災という異常時において、投資家が、被害状況や復興の将来性をふまえて企業を評価していた可能性を示唆している。

B. 成果の位置付けとインパクト

本プロジェクトが得た最大の成果は、1920年代・30年代の株式市場の高い情報効率性を具体的に把握できたことである。近年、理論経済学の枠組みを用いて、東京株式取引所株や短期市場取引銘柄を用いた戦前期株式市場の情報効率性の検証が行われており、本プロ

プロジェクトの結果もそれに追隨するものといえる。しかし、このプロジェクトにより、日次株価データベースを用いて、より長期に、かつ、包括的に株式市場の情報効率性や株式市場と企業行動の関係を検討できるようになり、従来の株式市場や企業統治・企業金融の歴史研究の水準を引き上げることが可能になった。この点が、本プロジェクトが国内の歴史研究者に与えたインパクトである。

また、本プロジェクトのもう一つの成果として、理論経済学やファイナンス論の専門家との共同研究の道を開いたことが挙げられる。その一例が2017年度パネルの結城・鈴木報告である。この報告は、結城の歴史実証と、すでに戦時期日本の株式市場における情報効率性の検証を行っていた理論経済学の専門家である鈴木氏の理論検証を組み合わせたものとなっている。歴史的手法と理論実証による新たな株式市場および企業統治・企業金融の歴史研究の進展が期待できる段階に到達したといえる。

C. 今後の課題と展望

開始当初に多くの目標を掲げたが、大きな課題として残ったのが、マーケット・インデックスの作成である。プロジェクト期間中にメンバーとの議論を重ねて試作を試みたが、現段階においても理論的検証に耐えうるものが得られていない。市場指標作成自体が1つのプロジェクトになり得るテーマだけに、今後、構築されたデータベースを用いて、さらに作業を進める。また、株式市場と経済発展の関係は、いまだ個別テーマの実証にとどまり、十分に解明できなかった。この点も今後さらに掘り下げて検証を続ける。

データベースについては、捕捉時期をさらに広げ、かつ、より正確なものにしていく必要がある。これは具体的な研究成果を出すための準備作業であるが、本プロジェクトの成果はこのデータベースが基盤となっている。今後も、新たな入力を行うとともに、データのノイズを除去する作業を行い、歴史研究者のみならず、広く株式市場研究や企業統治・企業金融研究に関心のある研究者に公開するための準備を行う。

最後に、海外の研究者との研究交流の実現が課題として残った。今後メンバーは各自の研究をブラッシュアップした上で、積極的な海外報告へのエントリーや、海外のジャーナルへの投稿を行っていく予定である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計6件)

1. 齋藤直「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』第20巻、査読：無、2018年、1-27ページ

URL: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

2. 齋藤直「株主アクティビズムの歴史的位置付け」『企業会計』70-5、査読：無、2018年、25-32ページ

URL:<http://www.chuokeizai.co.jp/acc/201805/index.html>

3. 結城武延「昭和金融恐慌と銀行破綻—加島銀行の事例—」『研究年報経済学』vol.76、査読：無、2018年、187-200ページ

DOI:なし、オープンアクセス：なし

4. 齋藤直「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』第19巻、査読：無、2017年、173-200ページ

URL: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

5. 齋藤直「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』第51巻、査読：有、2016年、27-48ページ

オープンアクセス：される予定だが、まだされていない(2018年5月22日時点)

6. 齋藤直「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』第18号、査読：無、2016年、81-102ページ

URL: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13件)

1. 今城徹「1920年代大型M&Aと市場評価—製糖業の事例—」経営史学第53回全国大会、2017年

2. 今城徹「1920年代大型M&Aと市場評価—製糖業の事例—」経営史学関西支部会、2017年

3. 齋藤直「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」経営史学第53回全国大会、2017年

4. 齋藤直「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、2017年

5. 結城武延・鈴木史馬「戦間期の株式市場における大規模ショックとその影響—関東大震

災の事例-」経営史学第53回全国大会、2017年

6. Takeshi Abe, Izumi Shirai and Takenobu Yuki, 'Industrial Development and Decline of Traditional Noblemen in Interwar Japan', 21th Annual Conference of the European Business History Association 2017/2nd World Congress on Business History

7. 今城徹「戦前期大阪の普通銀行による中小商工業金融」日本金融学会、2016年

8. 今城徹「戦前日本における貯蓄銀行投資銘柄の選定過程」経営史学関西西部会サマー・シンポジウム、2016年

9. 齋藤直「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

10. 齋藤直「株式分割払込制度と株価」経営史学関西西部会サマー・シンポジウム、2016年

11. 齋藤直「戦時期における台湾拓殖の社債発行交渉」経営史学会東北ワークショップ、2016年

12. 結城武延「恐慌と銀行破綻-昭和恐慌における加島銀行の事例-」経営史学関西西部会サマー・シンポジウム、2016年

13. 齋藤直「戦間期日本の「変態増資」: その背景と意義」経営史学関西西部会、2015年

〔図書〕(計2件)

1. 深尾京司、攝津齊彦、中村尚史、中林真幸、南亮進、牧野文夫、坂根嘉弘、有本寛、粕谷誠、寺西重郎、結城武延『岩波講座 日本経済の歴史3近代1 -19世紀後半から第一次世界大戦前(1913)』岩波書店、2017年、総ページ数: 295 ページ、担当ページ: 109-150 ページ

2. 黒澤隆文、西村成弘、橋野知子、ピエール=イブ・ドンゼ、藤岡里圭、李澤建、ディミトリ・アナスタキス、中島裕喜、レイモンド・G・ストークス、橘川武郎、ヌリア・プーチ、マティアス・キッピング、ブラム・パウエンス、ケーティ・スライタマン、今城徹『グローバル経営史-国境を超える産業ダイナミズム』名古屋大学出版会、2016年、総ページ数: 362 ページ、担当ページ: 304-328 ページ

〔その他〕

1. ひらめき ときめきサイエンス「今城先生のともしちで教えたい経済教室-ゲームで学ぶ超「入門」編」(HT28247)
共催: 日本学術振興会・阪南大学(平成28年8月25日)、受講生: 中学生9名、場所:

阪南大学(松原市)

<https://www.hannan-u.ac.jp/lifelong/mrrf43000001lqsn.html>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

今城 徹 (Toru Imajoh)
阪南大学・経済学部・准教授
研究者番号: 20453988

(2) 研究分担者

1. 齋藤 直 (Nao Saito)
フェリス学院大学・国際交流学部・教授
研究者番号: 90350412

2. 結城 武延 (Takenobu Yuki)
東北大学・経済学研究科・准教授
研究者番号: 80613679

(3) 連携研究者
なし

(4) 研究協力者

鈴木史馬 (Shiba Suzuki)
成蹊大学・経済学部・准教授
研究者番号: 60583325