

令和 6 年 6 月 23 日現在

機関番号：32711

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2023

課題番号：19K01794

研究課題名（和文）企業支配権の価格に関する歴史分析：戦前日本の株式分割払込制度からのアプローチ

研究課題名（英文）Historical Analysis of the Price of Corporate Control Right: Evidence from the Part-Paid Stock System in Prewar 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） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究課題では、戦前日本における企業金融を特徴づける最大の特徴の1つである株式分割払込制度に着目し、同制度の下で存在した払込金額の異なる複数の株式（旧株と新株）の株価を用いて、企業統治論の分野で重要なテーマである企業支配権の価格の計測を行うことを目指した。具体的には、(1)株式分割払込制度の基本的な特性について検証する作業と、(2)払込金額の異なる旧株と新株の株価の関係について、事実を様式化するための基礎作業を進めた。資料調査のスケジュールに対するCOVID-19の影響もあり、研究成果については(1)の比重が大きくなった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究課題は、戦前日本の資本制度における主要な特徴の1つである株式分割払込制度に着目して、その企業金融や企業統治に対する意義について検討した。戦前日本の株式分割払込制度は貴重な情報の宝庫であり、その分析から得られる今日的な知見の提示や、金融論・ファイナンス論などへの貢献も期待される。新型コロナウイルス感染症による社会の混乱の影響もあり、国会図書館等での資料調査に遅れが生じたことで、株式分割払込制度の基本的な特性について検証する作業の比重が高くなったが、将来的な研究の進展に資する基礎的な成果を多く提示できたことは、本研究課題の成果の意義であるといえる。

研究成果の概要（英文）：This research project focuses on one of the most distinctive features of corporate finance in pre-war Japan: the part-paid stock system. We aimed to measure the price of corporate control rights, an important topic in the field of corporate governance theory, using the share prices of multiple stocks ("old stocks" and "new stocks"). Our work involved identifying the basic characteristics of part-paid stock system and examining the relationship between the stock prices of "old stocks" and "new stocks". The COVID-19 caused significant delays in the collection of material, and our research work focused on the former.

研究分野：日本経済史、金融史

キーワード：経済史 経営史 金融史 資本市場 株式市場 企業金融 企業統治 株式分割払込制度

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、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

本研究は、戦前日本の企業金融を特徴づける最大の制度の1つである株式分割払込制度に着目し、同制度の下で存在した払込金額の異なる複数の株式(旧株と新株)の株価を用いて、企業統治論の分野で核心的なテーマである企業支配権の価格の計測を行うとともに、企業支配権の価格の時系列的な変化を検証する作業を通じて、企業統治のあり方の時系列的な変化を明らかにすることを課題とした。

上記のような課題を設定する背景は、以下の通りである。

戦前の企業統治が戦後のそれと対照的に「株主主権的」であったという認識は広く共有されている(岡崎[1993])。しかし、両大戦間期における株式所有構造の劇的な変化を踏まえれば、企業統治のあり方が時系列的に不変であったとは考えづらい。志村[1969]が指摘した両大戦間期における「株主の法人化」現象が一方の変化であり、他方では、企業規模の急速な拡大に伴い、株主数が大幅に増加するという変化も見られた(Franks, Mayer and Miyajima [2014])。そうした株式所有構造の大幅な変化を踏まえれば、むしろ企業統治のあり方が大きく変化した可能性を想定するのが自然であろう。そうした株式所有構造の変化が企業統治のあり方の変化をもたらしたのか、そして、それは戦時・戦後にどのように継続(ないし変化)したのか。これらが、本研究課題の根底にある経済史的問題意識であった。

この問いに接近するため、本研究課題は、後述のように、戦前日本の企業金融を特徴づける最大の制度の1つである株式分割払込制度に着目した。具体的には、同制度のもとで併存した払込金額の異なる複数の株式(旧株と新株)の株価を利用して、企業支配権の価格を計測するとともに、その時系列的な変化の検証を通じて、上記の問いに接近することを目指した。

申請者(齊藤)は、もともと戦前日本の企業金融を主たる研究領域としており、その一環として、株式分割払込制度についても様々な角度から分析してきた。資金調達手段としての同制度の特徴を明らかにすることが従来の主たる関心事であったが、研究を進める中で、同制度のもとで併存する払込金額が異なる複数の株式(旧株と新株)について、株主が受け取る配当額が払込金額に比例するのに対し、株主に与えられる議決権は払込金額によらず同一であることに着目するに至った。一方、企業支配権の価格を計測しようとする試みは、企業金融ないし企業統治分野では重要なテーマの1つであり、複数の有力な先行研究が存在している。企業支配権の価格を検証する先行研究の方法には、大株主によって相対取引される際の株価を検証する方法(Dyck and Zingales [2004] 等)、優先株などの種類株に着目し、議決権に関する設定が異なる株式の株価がどのように異なるかを検証する方法(Nenova [2003] 等)の2つがある。ただし、相対取引の際の株価に関する情報を得ることは容易ではなく、また、優先株の発行は一部の事例に限られることから、先行研究の方法には限界もある。本研究課題が着目する株式分割払込制度は戦前日本の全ての企業に関係する制度であり、かつ、市場で形成される株価は公開情報であることから、本研究課題が採用する方法は上記の限界から相対的に自由である。こうした戦前日本の企業金融と株式市場に関する理解、および先行研究が提示した方法の可能性と限界に関する理解が、本研究課題に取り組むうえでの直接的な背景であった。

なお、歴史研究の分野では、株式分割払込制度自体には古くから関心がもたれ、金融史分野の古典的著作でも取り上げられてきた(志村[1969]、野田[1980])。また、申請者(齊藤)による一連の研究も含め、近年でも同制度の機能につき多くの研究が蓄積されつつある。そうした研究成果の蓄積が、本研究課題の推進にとって有利な状況を形成している。

<参考文献>

岡崎哲二 [1993] 「企業システム」岡崎哲二・奥野正寛編『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。

野田正穂 [1980] 『日本証券市場成立史：明治期の鉄道と株式会社金融』有斐閣。

Dyck, Alexander and Luigi Zingales [2004], "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance*, 59-2, pp.537-600.

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.

Nenova, Tatiana [2003], "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis," *Journal of Financial Economics*, 68-3, pp.325-351.

2. 研究の目的

上記の背景を前提として、本研究課題では以下のような目的を掲げている

本研究課題の目的は、戦前日本に存在した株式分割払込制度に着目し、同制度の下で存在した払込金額の異なる複数の株式(旧株と新株)の株価を用いて、企業支配権の価格を計測すると

ともに、企業支配権の価格の時系列的な変化を検証する作業を通じて、両大戦間期における企業統治のあり方の時系列的な変化を明らかにすることにある。なお、ここでいう「企業統治のあり方の時系列的な変化」とは、申請者（齊藤）による仮説的な見取図であるが、資本家的な個人株主による発言“voice”を通じたガバナンスから、法人株主による長期的視点に立った監視と、個人の少数株主による退出“exit”を通じたガバナンスへの変化を意味している。明治期における個人株主を中心とした株式所有構造の下では、企業支配権を保有することに伴う私的便益（private benefit）は相対的に大きい。両大戦間期における株式所有構造の変化（株主数の増加、法人大株主の登場）により、個人株主にとって企業支配権を保持することが非現実的になり、企業支配権の価格が低下したという推論がこの仮説の背景にある。

企業支配権を保持することによって株主がどの程度の私的便益（private benefit）を得るのかという点は、企業統治論の文脈において核心的な着眼点の1つであり、多くの先行研究がこの点に着目した議論を展開している。したがって、この点に着目すること自体には本研究の独自性はない。むしろ、企業支配権の価格を把握する方法論に本研究の独自性がある。企業支配権の価格を計測することには多大な困難が伴い、テーマの重要性にも関わらず、先行研究は多くない。既述のように、先行研究は、大株主による相対取引の際の株価、ないし、議決権に関する設定が異なる種類株（優先株）の株価を用いて、企業支配権の価格を計測してきた。ただし、これらの方法は、相対取引に関する株価情報の入手可能性、優先株発行の事例の少なさという点で限界があり、別の手法を考案する必要性が高いと考えられる。本研究課題の独自性は、戦前日本に存在した株式分割払込制度に着目することで、企業支配権の価格に接近するという着眼点のない具体的な分析視角にある。

戦前日本の株式分割払込制度は、企業統治に関する研究を行ううえで、貴重な情報の宝庫である。株式分割払込制度のもとでは、同一企業について払込金額の異なる複数の株式（旧株、新株と呼ばれた）が存在し、同一企業が発行した旧株、新株は別の銘柄として認識されるとともに、株価も別々に形成された。そして、株主が受け取る配当額が払込金額に比例するのに対し、株主に与えられる議決権は払込金額によらず同一であった。すなわち、払込済金額が少額な株式（新株）であっても、全額払込済の株式（旧株）と同等の議決権が株主に付与された。この制度特性に着目すれば、株価データを用いて企業支配権の価格を計測することが可能になる。この制度特性を企業統治論の文脈における重要テーマ（企業支配権の価格）に結び付ける点に、本研究の最大の独自性・創造性がある。

3. 研究の方法

上記のように、戦前日本における株式分割払込制度については、多くの先行研究が存在している。とはいえ、本研究課題の最終目標（企業支配権の価格を計測し、企業統治のあり方が変化したか検証）を達成するうえで十分なほどの研究成果が蓄積されているとは言い難い。そこで、本研究課題では、研究の前提となる作業として、株式分割払込制度の実態を解明する作業を行うことが必要になる。すなわち、株式分割払込制度の基本的な特性について検証するとともに、それを前提として、同一企業が発行した旧株と新株の株価の関係について検証することが、本研究課題における研究の進め方となる。

このうちについては、(a)基礎作業として、東京株式取引所と大阪株式取引所における清算取引（長期清算取引、短期清算取引）の銘柄別売買高に関するデータベースを作成し、将来的に株価に関する分析と組み合わせる可能性を模索するとともに、(b)資金調達面における株式分割払込制度の特徴を考えるために、追加払込徴収（新株の株主から未払込資本金を徴収すること）という資金調達手段が持った意味についての検討、(c)戦前における主要な判例を網羅的に調査し、判例の面から株式分割払込制度が持った意味について検証する作業、(d)銘柄別売買高のデータ整備を受けて、売買高がどのような要因によって決まっていたかを検証する作業、などを進めることとした。（これらのうち、(c)と(d)については、研究期間の初期の段階で予定していたわけではなく、順調に進捗した場合に追加的に行うことを想定していた内容であった、実際に研究が順調に進展したために、研究期間の後半に内容に加えた。）

については、前提として、高い精度での分析が可能になるように、売買高が大きな銘柄について、先行研究の多くで用いられてきた月次株価ではなく、日次株価のデータを収集することとした。その際、とりわけデータの整備が進んでいない新株の日次株価を収集する作業に労力を費やすことが必要になる。日次株価については、国会図書館（新聞資料室）所蔵の「東京株式取引所株式日報」（マイクロフィルム）から収集することとし、同紙に掲載されている現物気配の株価を収集し、データベース化することとした。なお、日次株価データを収集する際の優先順位として、最後の追加払込徴収（すなわち、それによって新株が全額払込済となる追加払込徴収、換言すれば、それによって新株が旧株と同一になる追加払込徴収）の前後の時期における日次株価データの整備を最優先とした。最後の追加払込徴収の局面に着目したのは、旧株と新株の違いを端的に把握できるためである。それらのデータを利用して、(a)株式分割払込制度の下での株価に関する事実の様式化、(b)日次株価データを用いた企業支配権の価格の計測、(c)企業支配権の価格の時系列的な変化とその背景に関する検証を行う。

4. 研究成果

全体として、本研究課題の対象期間（当初の予定で2019～22年度の4年間）のうち、第2年度にあたる2020年度からの新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響で、歴史研究において極めて重要な意味を持つ資料調査を円滑に行えない状況が続いたことで、研究成果に濃淡が生じた。具体的には、日次株価データを収集するために国会図書館でマイクロフィルム形態の「東京株式取引所株式日報」を利用する必要があるが、COVID-19による混乱への対応として、休館ないし予約制による入館制限の採用がかなり長期にわたって続いたことで、その作業が大幅に遅延し、結果として、株価を用いた分析を十分に進められないという結果となった。ただし、日次株価を収集するために確保していた時間を別の作業のために充当したことで、当初の計画以上の進捗となった分野もある。株式分割払込制度の基本的な特性について検証する作業は、当初から計画してなかった内容にまで研究を進めることができた。

具体的な研究成果については、以下のとおりである。

第1に、基礎作業として行った、東京株式取引所と大阪株式取引所における清算取引（長期清算取引、短期清算取引）の銘柄別売買高に関するデータを収集・整理する作業については、主に1931～37年を対象としてデータベースを構築した。このデータベースを活用することで、株価など他のさまざまなデータと組み合わせた分析を行う、売買高のデータを戦時期に拡張する、実物取引のデータも整理することにより、清算取引の売買高との比較検討を行う、といった発展の方向性が展望される。

第2に、資金調達面における株式分割払込制度の特徴、とりわけ追加払込徴収という資金調達手段が持った意味についての検討としては、経営状況の悪い企業でも裁量的に行い得る資金調達手段という視点から代表的事例（大日本製糖、川崎造船所）について検討した論文2本を公刊した。特に、上記2社のうち実質的に経営破綻状態にあったと捉えられる川崎造船所の事例ですら、予定額の8～9割にあたる金額の資金調達を行うことができおり、経営者が裁量的に行い得る資金調達手段であるという追加払込徴収の制度的な特徴は、現実においても十分に機能していたことが明らかになったといえる。

第3に、戦前における主要な判例を網羅的に調査し、判例の面から株式分割払込制度が持った意味について検証する作業としては、大阪株式取引所が1930年代初頭に編纂した判例集（『株式二関スル判例集』）に掲載された判例を網羅的に調査し、司法的な面から株式分割払込制度が持った意味について検証した論文を公表した。

第4に、銘柄別売買高のデータを整備したことを活かして、銘柄別売買高に影響を与える要因について検討し、論文3本を公表した。特に、最終年度（当初の予定から1年間延長）となる2023年度には、戦前日本の株式市場において長期清算取引が果たした役割について検証した論文を公表した。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 6件）

1. 著者名 齊藤直	4. 巻 第76号第3号
2. 論文標題 「1930年代における株式取引:東京株式取引所の銘柄別取引高に関する検討を中心に」	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 『立教経済学研究』（立教大学）	6. 最初と最後の頁 未定（印刷中、合計33ページ）
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 齊藤直	4. 巻 第25号
2. 論文標題 「1930年代の東京株式取引所における取引銘柄」	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 『国際交流研究』（フェリス女学院大学）	6. 最初と最後の頁 55-78
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 齊藤直	4. 巻 第24号
2. 論文標題 株式分割払込制度と株主・経営者間の利害対立：戦前日本の判例に依拠した検討	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 『国際交流研究』（フェリス女学院大学）	6. 最初と最後の頁 71-96
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 齊藤直	4. 巻 第23号
2. 論文標題 株式分割払込制度と業績不振企業による追加払込徴収(2)：1930年前後における川崎造船所の事例	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 『国際交流研究』（フェリス女学院大学）	6. 最初と最後の頁 1-28
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 齊藤直	4. 巻 22
2. 論文標題 株式分割払込制度と業績不振企業による追加払込徴収：1930年前後における大日本製糖の事例	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 『国際交流研究』	6. 最初と最後の頁 1-29
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 齊藤直	4. 巻 26
2. 論文標題 1930年代日本の株式市場における長期清算取引の意義：株式分割払込制度に着目した検討を中心に	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 『国際交流研究』	6. 最初と最後の頁 27-62
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件／うち国際学会 0件）

1. 発表者名 齊藤直
2. 発表標題 資金調達と対外進出：両者の関係をいかに捉えるべきか
3. 学会等名 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）
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 齊藤直
2. 発表標題 製糖業を対象とした企業金融研究の可能性：大日本製糖経営史の再検討
3. 学会等名 経営史学会関西部会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 齊藤直
2. 発表標題 戦後日本における株式時価発行の普及過程：日本楽器製造の事例の相対化と三井不動産の事例への着目
3. 学会等名 経営史学会東北ワークショップ
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 齊藤直
2. 発表標題 1930年代における株式取引：銘柄別売買高に関する検討を中心に
3. 学会等名 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）
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 伊藤修・齊藤直編	4. 発行年 2019年
2. 出版社 日本経営史研究所	5. 総ページ数 237
3. 書名 『産業経営史シリーズ11：金融業』	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------