証券経済学会第98回全国大会（大阪公立大学）テーマセッション
「戦前日本のエクイティ・マーケット
：発行市場から流通市場まで」

戦前日本の株式公開における価格形成
：1934年前後の売出価格と初値水準を中心に

2026年9月14日

東京都立大学大学院
経営学研究科
佐野 順

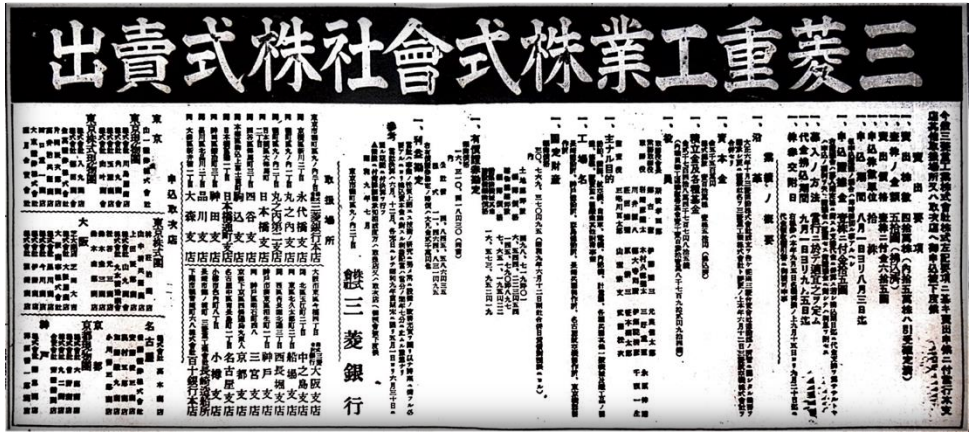
はじめに：本報告の内容

＜本報告の目的＞

戦前日本の株式市場について、実物株式の売出を中心とした株式公開（※上場ではない）を価格面から実証的に分析し、現代IPO研究における論点のひとつである「過小値付け」が戦前にも観察されるかを把握し、現状分析と歴史分析の接続を試みること

＜主な分析対象＞

・期間：第2次株式投資ブーム期（1933年～1937年）
・対象：「売出株式一覧表」『東株調査彙報』第115号
　　掲載の株式公開185件



（三菱重工業株式売出広告：
1934年7月25日 中外商業新報 朝刊3面）

＜構　成＞

1．予備的理解（戦前の株式公開の定義）
2．第2次株式ブーム期について（1930年代の株式公開概観）
3．旧株売出33銘柄の分析

はじめに：先行研究と課題

ー 株式公開を含めた戦前のわが国株式市場については、野田（1967）や志村（1969）によって既に相当程度整理されている。一方で、戦前の諸制度が戦後とは大きく異なる点を踏まえながらも、**株価データの整備**や80年代以降の**IPO理論研究**の進展によって、新たな視点で戦前の値付けについて実証的に分析を試みる余地が改めて生まれている

ー 岡崎・浜尾・星（2005）や齊藤（2023）、平山（2022）など、株価データを活用した上場銘柄の清算取引に関する分析も積み上がってきている。一方で、**実物株式の公開について**は、場外取引（店頭取引）が盛んであったことから、その実態を把握することは史料制約が伴う為、**追究余地が残されている**領域である

→ 戦前の株価データと現代IPO研究の成果を活用しながら、戦前株式（旧株／実物）公開市場を考察することは、株式公開の定義を明確化しデータを適切に選定することで部分的には可能と考えられ、本報告はこれを試みる

1．予備的理解：戦前日本の「株式公開」（定義）

現代的理解　株式公開＝IPO＝証券取引所への上場を伴う新規（Initial）の増資・売出。
これとPO（既公開株式の売出）や公募増資を含め「エクイティ・ファイナンス」と総称することが多い

戦前の理解　株式公開＝新規公開を含むPOや増資の総称。取引所上場と必ずしもセットではなく、現代的な売出は「公開」、公募増資は「増資新株」と呼ばれた

- I：必ずしも取引所におけるInitialに限定されない
- P：Public以外に、縁故募集（私的な特定多数向け）形態も
- O：増資と売出を総称する点は現代と共通する

→ 本報告では、戦前の株式公開の内、それまで取引所で売買されておらず、株式公開後に売買価格が確認される様になった実物（現物）を対象とする

２．第2次株式ブーム期について

・期間：1933（昭和8）年～1937（昭和12）年の5年間

・背景：

① **高橋財政**（低金利・金融緩和政策）

→ 預金・公社債に比し相対的に利回りの高い

株式投資の需要が拡大

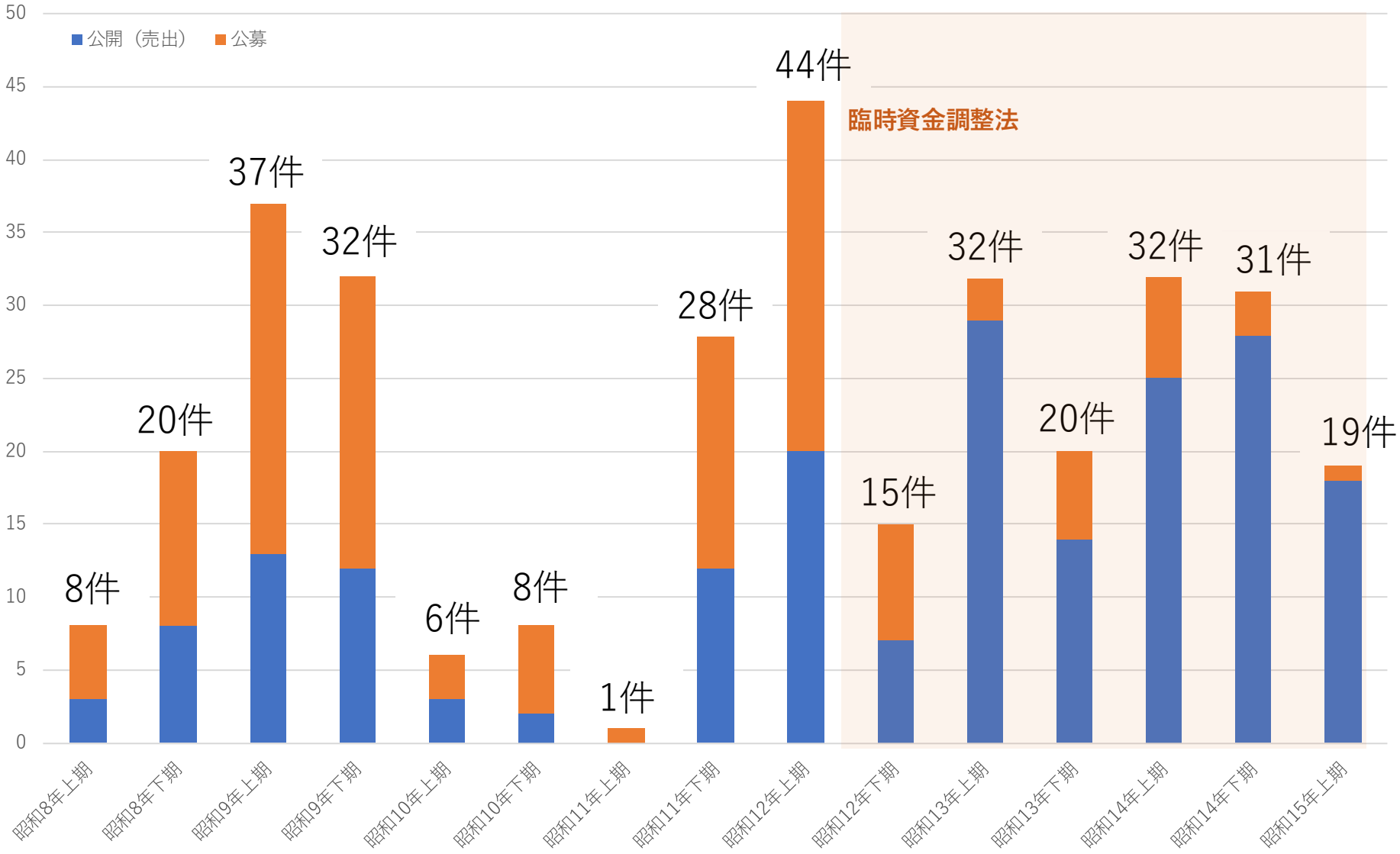
② **規模の経済性**の実現とコングロマリット化

→ 重化学工業化に伴う資金需要の拡大、持株会社の持株売出

③ 1920年代以降，**大衆社会が形成**されていた

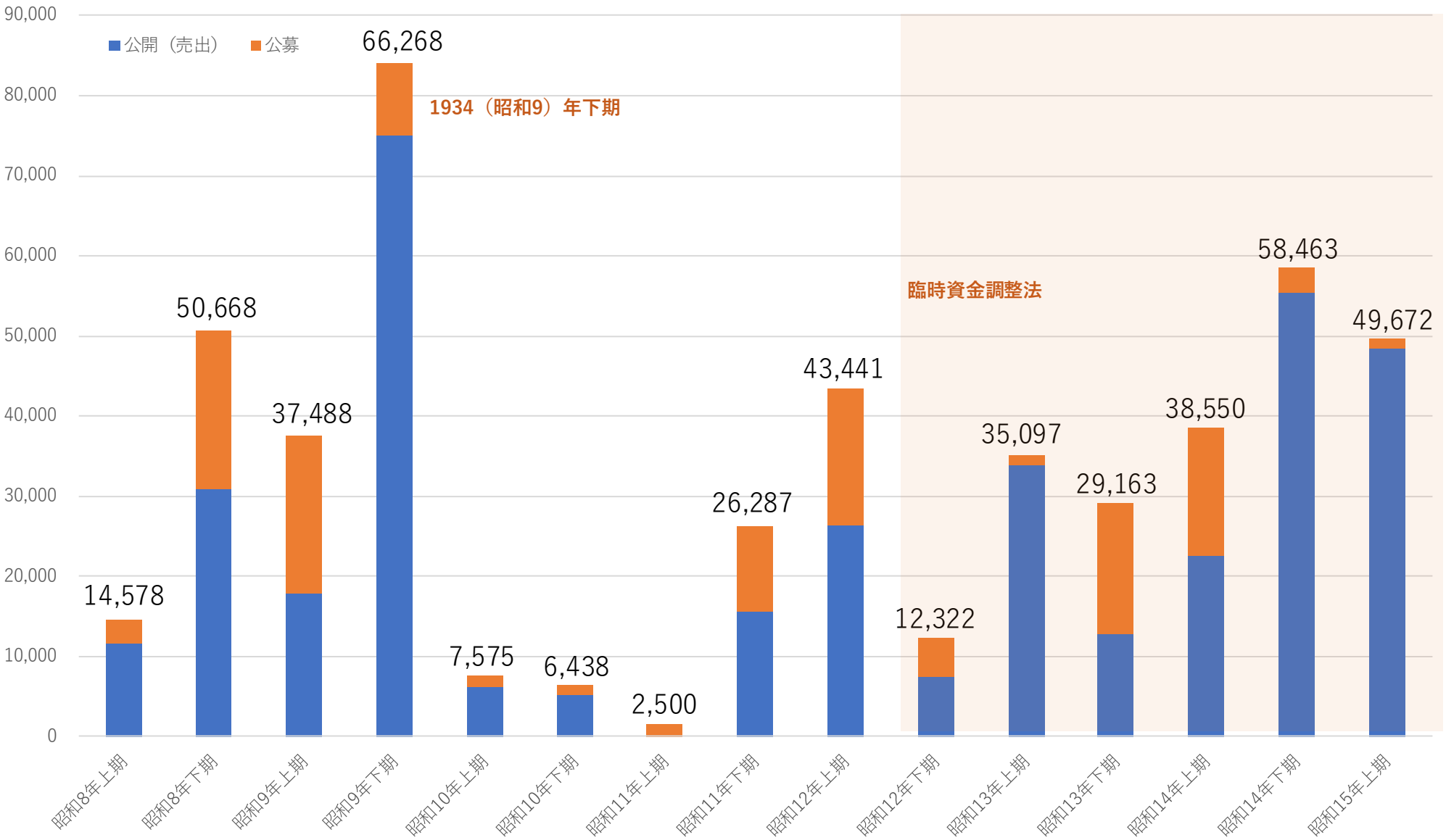
→ 大衆投資家層の形成

2．昭和戦前期の株式公開：件数推移（単位：件）



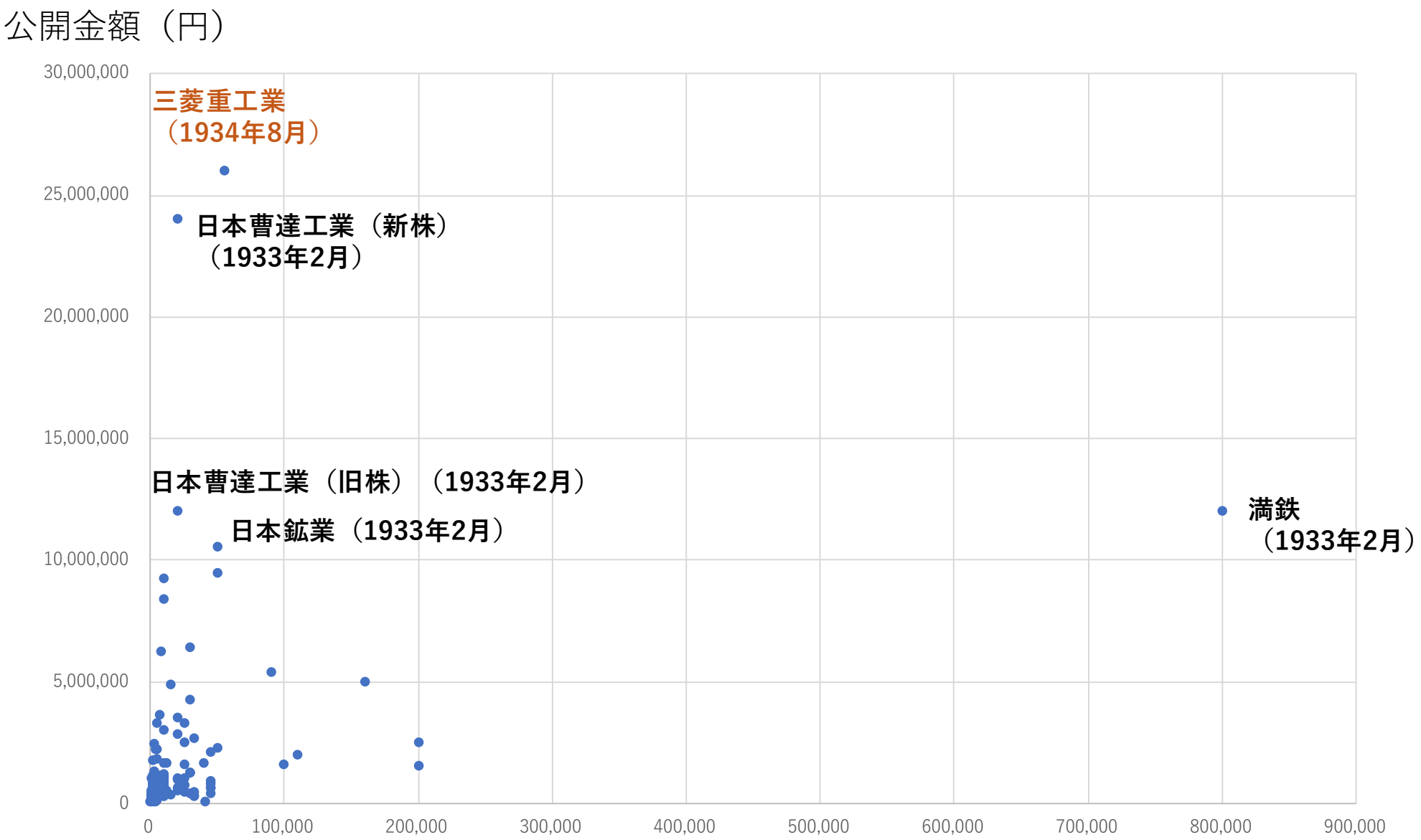
出所
昭和8年上期～昭和12年上期
『東株調査彙報』
昭和12年下期～昭和15年上期
『興銀調査月報』

2．昭和戦前期の株式公開：金額推移（単位：千円）



出所
昭和8年上期～昭和12年上期
『東株調査彙報』
昭和12年下期～昭和15年上期
『興銀調査月報』

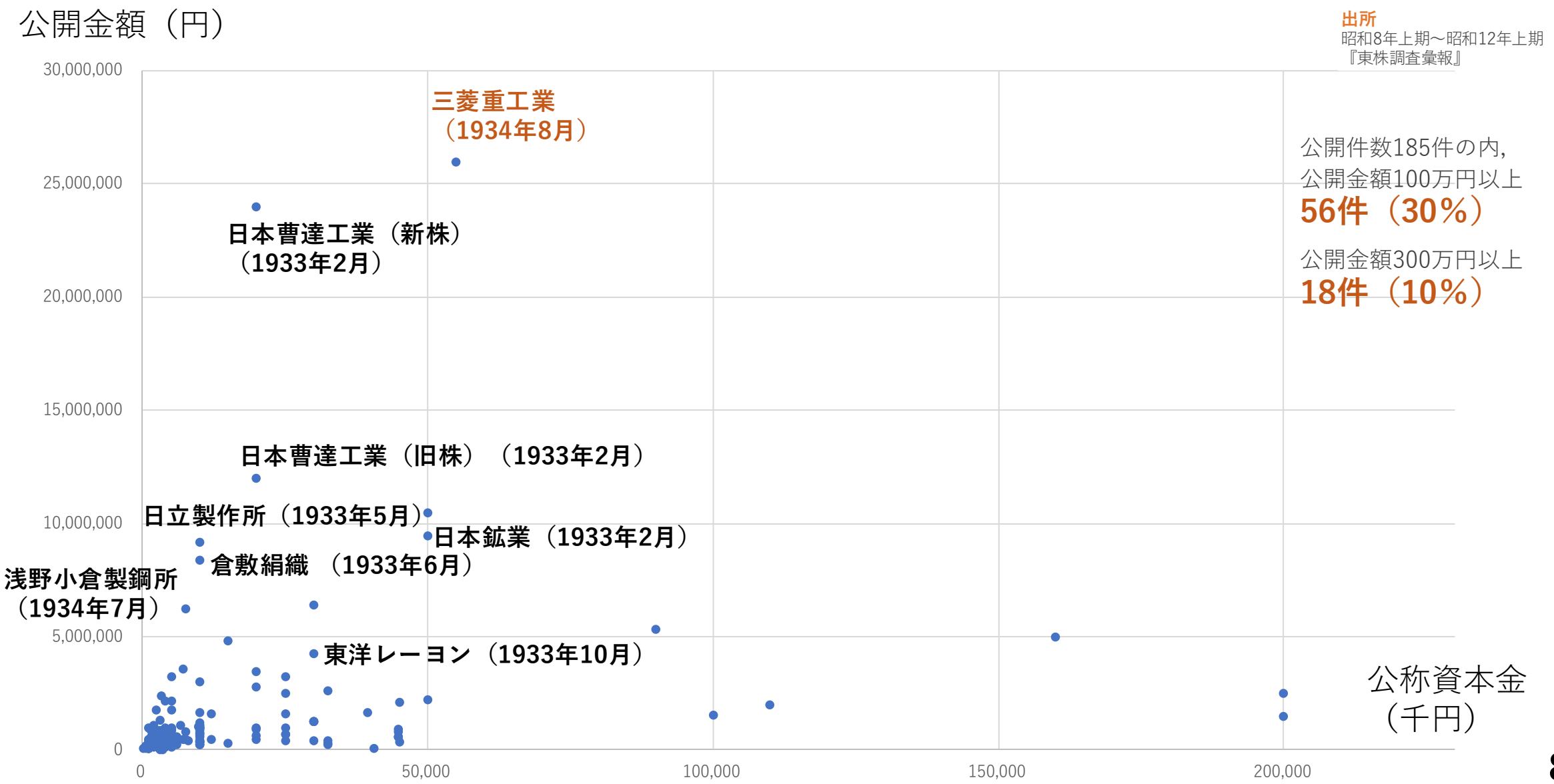
2．昭和戦前期の株式公開：公称資本金と公開金額



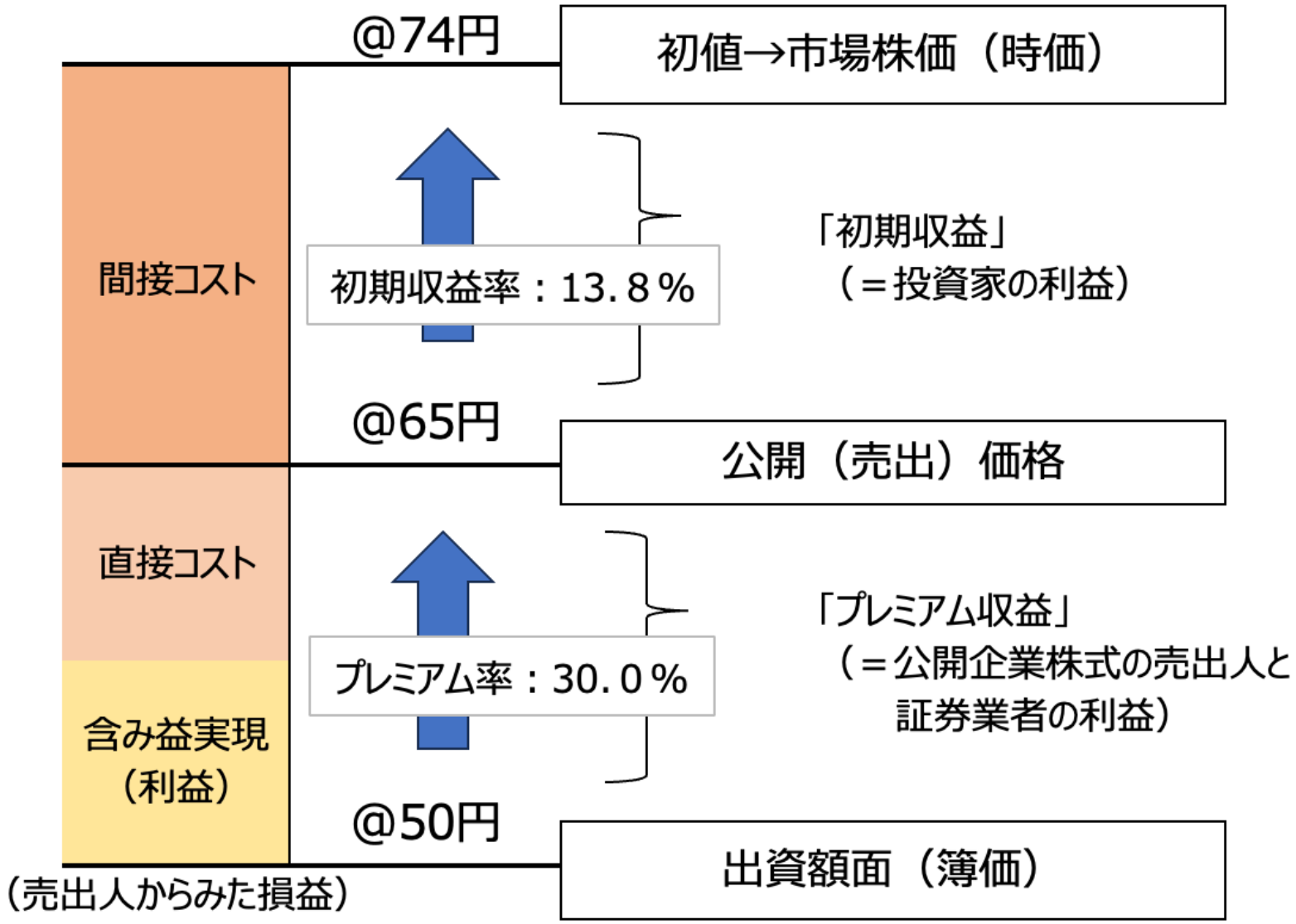
出所
昭和8年上期～昭和12年上期
『東株調査彙報』

公開件数185件の内，
公開金額100万円以上
56件（30%）

2．昭和戦前期の株式公開：公称資本金と公開金額（除満鉄）



3．旧株売出の価格と収益機会（価格例：1934年三菱重工業のケース）



初期収益率が高いほど、投資家のメリットが増大する
＝売出人と証券業者の利益は減るが、売捌リスクは低減する
※（機関）投資家の期待は過小値付け圧力となる

プレミアム率が高いほど、売出人と証券業者のメリットが増大する
＝投資家の利益が減る為、売捌リスクは高まる
※売り捌けると証券業者が見込む限り、売出価格は極大化される

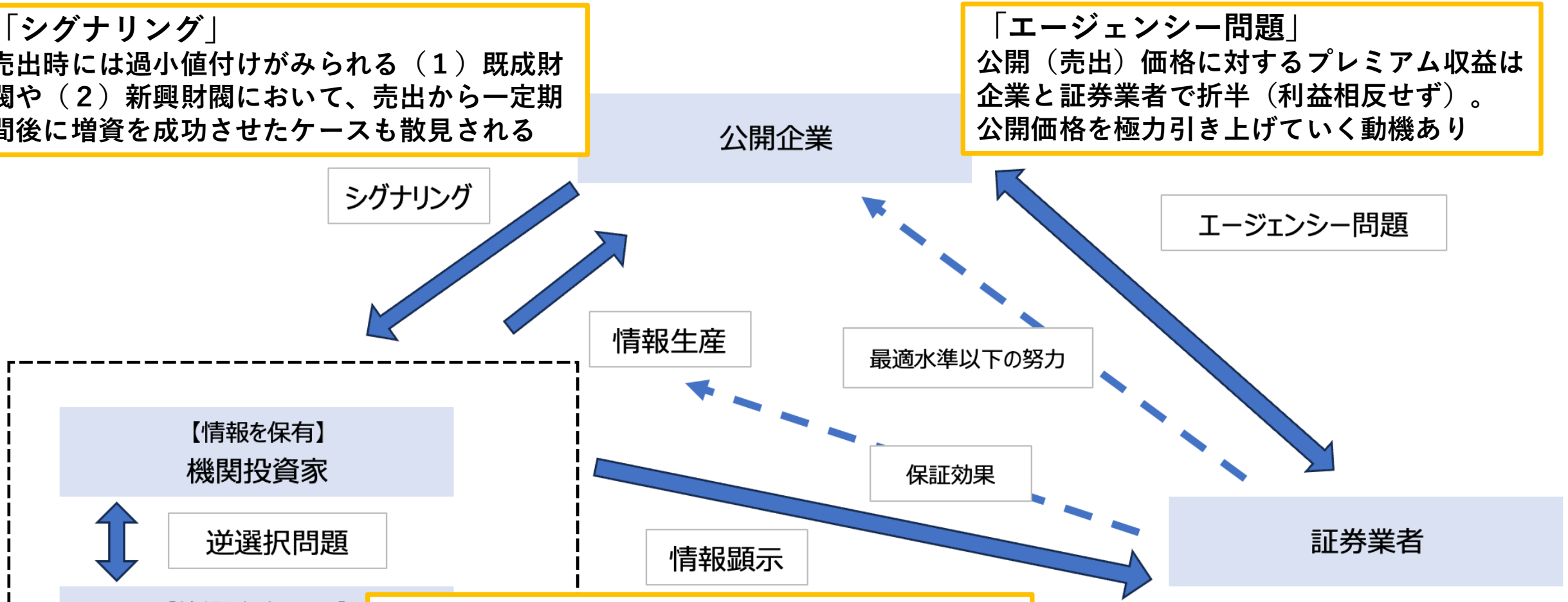
3．旧株売出のケース分析：３つの類型

	①既成財閥	②新興財閥 （新興コンツェルン）	③高プレミアム 中・小型株
銘柄例	三菱重工業 ※縁故募集：王子製紙・住友化学など	日本鉱業・日立製作所・ 昭和肥料・日立電力	浅野小倉製鋼所・ 吾嬬製鋼・池貝鉄工
特徴	安定株主重視型	資金調達優先型	売出プレミアム重視型
主な売出形態	縁故募集	一般募集	一般募集
プレミアム率 （平均値）	低 （40.0%）	中 （54%）	高 （108%）
初期収益率 （平均値）	高 （12.0%）	中 （10.0%）	低 （-8%）
重視する割当対象	縁故者、機関投資家	個人投資家	個人投資家
交渉力の高い プレイヤー	機関投資家（生保など）	証券業者 ※一部、生保引受も	証券業者
想定される仮説	「逆選択」「シグナリング」	「シグナリング」	「エージェンシー問題」

3．旧株売出のケース分析：主要プレイヤーの交渉力

「シグナリング」
売出時には過小値付けがみられる（１）既成財閥や（２）新興財閥において、売出から一定期間後に増資を成功させたケースも散見される

「エージェンシー問題」
公開（売出）価格に対するプレミアム収益は企業と証券業者で折半（利益相反せず）。公開価格を極力引き上げていく動機あり



「逆選択」
既成財閥では、機関投資家の採算目線が優先され過小値付けがみられた（個人投資家の申込は殺到し、需要は十分にあった）→機関投資家が入らない案件では、個人投資家に過大値付けがなされたケースも

3．旧株売出のケース分析：現状（戦後）との比較

	現　状	1930年代（Obs:33銘柄）
平均 初期収益率	**44.7%** （1970～2016年、3,488件）	**18.7%** **※中央値：4.2%** （1932～1937年、33件） 旧株（額面50円全額払込）の売出、 且つ、売出価格と初値*が確認できるもの
値付方式別	※ 入札方式：　**13.1%** （1989～1997年）（1,069件） ※ BB方式.：　**67.6%** （1997～2017年）（2,056件） 出所：金子（2019）	※「均一」方式：**22.0%** （23件） ※「以上」方式：**12.0%** （10件） 出所：『東株調査彙報』
定義	（初値ー公開価格）／公開価格	（初値ー売出価格）／売出価格
初値	初約定日の終値	山一證券調査部編『株式社債年鑑』において 最初に観測可能な月平均株価（最高値）

おわりに

１．戦前もアンダープライシングは観察される

但し、初期収益率は現代の平均水準よりも低く、
オーバープライシング例も現代以上に散見される

２．アンダープライシングの発生要因

保守的な売出価格の設定によって投資家に対する誘因とする意図に加え、
証券業者による広告宣伝・価格操作によって、
初値（市場株価）が高めに吊り上げられていた要因も大きかった

３．企業規模とプレイヤー

既成財閥などの大企業株では機関投資家の影響力がみられ、過小値付けにつながっていた。中小型株では証券会社の影響が大きく、プレミアム収益狙いで公開価格はむしろ高めとなっていた（現代とは逆の様相）

残されている主な課題

１．旧株と新株の統合的な議論

２．売出と増資の統合的な議論

３．市況・市場平均をふまえた価格水準の議論

４．株価形成に影響を与えた要素に関する考察
（配当率、公称資本金、株主構成なども勘案した計量分析）

主な参考文献

金子隆（2022）『日本型IPOの不思議ー価格形成の歪みを解き明かす』慶應義塾大学出版会株式会社。

齊藤直（2023）「1930年代の株式取引」立教経済研究第76巻第3号1-33。

平山賢一（2022）「戦前期の株式市場機能と短期清算取引」『証券経済研究』 第117号77-98。

武田晴人（2020）『日本経済の発展と財閥本社－持株会社と内部資本市場』東京大学出版会。

金子隆（2019）『IPOの経済分析 過小値付けの謎を解く』東洋経済新報社。

岡村秀夫（2013）『日本の新規公開市場』東洋経済新報社。

寺西重郎（2011）『戦前期日本の金融システム』岩波書店。

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ー東京株式取引所への株式上場を中心として」『経済研究』56巻第1号15-29。

忽那憲治（2008）『IPO市場の価格形成』中央経済社。

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。

有沢広巳監修（1978）『証券百年史』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（1962）「満州事変以後におけるわが国株式市場の構造変化について」『経済志林』第30巻第2号。

山一證券株式会社社史編纂室（1958）『山一證券史』

三菱重工業株式会社（1956）『三菱重工業株式会社史』

三菱銀行史編纂委員会（1954）『三菱銀行史』

明治生命保険株式会社（1942年） 『明治生命保険株式会社六十年史』