

# 再考： 戦前期日本の直接金融と間接金融

いし いかんじ  
石井寛治

## 1. 直接金融が発展した市場的基盤

それは、基本的には株式・公社債の投資家層の形成であろう。1901年当時の大阪・京都・神戸・名古屋4市の株式・公社債所有者は、9,017人であり、それら4市の所得税納入商工業者2万7,496人のほぼ3分の1、国税（所得税・地租・営業税・酒税等）納入商工業者5万5,938人の6分の1である。さらに、株式・公社債所有者の19%に当たる5,000円以上所有者1,684人が全体の91%を所有しているから、大都市の株式所有者としては、このあたり（所得税納入者の6%、国税納入者の3%）を問題にすればよいと思われる（石井 [1999]）。商工業者による株式投資の研究は、財閥史関係を除くと遅れており、本格的なものとしては、丁吟史研究会 [1984]、石井・中西 [2006]、中西 [2009]などを挙げうるに過ぎない。

個人投資家は、それら大都市だけでなく地方都市、農村にも形成された。そのことは、個人投資家の母集団とみなしうる所得税納入者数が、1887年から1898年にかけて、東京・大阪・京都・名古屋・横浜・神戸の六大都市所在府県において、4万6,954人から6万1,543人へと31%増加したのに対し、その他道県では、7万1,640人から13万3,749人へと87%増加していることによって推察される。農村部の地主による株式投資の研究は、永原・中村・西田・松元 [1972]に始まり、大石 [1985]において総括がなされるまで多くの研究がなされた。

農村部の投資家の存在は、1900年9月に年6%の配当保証を得て行われた京釜鉄道会社の株式2,500万円の募集が、東京・大阪では6%と応募が少なく、渋沢栄一ら委員が相談して全国各地を遊説し応募を呼びかけた結果、漸く募集ができたことにも示されている。村上 [1975]は、200株以上の株主182人について分析し、「日朝両皇室、政商財閥、大寄生地主、大商人」という資産家を網羅したと論じた。同株主名簿により1903年2月の株主構成をみると、株主数は2万8,868人で、100株以上所有者781人が、12万6,201株（全43万5,684株の29%）を所有するのに対して、100株未満所有者2万8,087人が、30万9,483株（同71%）を所有しており、投資家の性格は村上論文の指摘よりはるかに多様であることが窺われる。地域別に

---

本稿は2011年2月22日に日本銀行金融研究所において開催されたワークショップ「戦前期日本の金融システムの構造と機能：資本市場の発展とその含意」第2部パネルディスカッションにおける報告論文である。なお、本稿に示されている意見は日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

石井寛治 東京大学名誉教授 (E-mail: ishikan@kud.biglobe.ne.jp)

表 1 日本郵船の株主構成（1930年10月末）

所有株式数	法人株主			個人株主			合計
	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株式数 (株)
5,000株以上	13	616,049	91.5	8	57,048	8.5	673,097
1,000～4,999株	48	94,102	73.5	120	199,326	26.5	293,428
500～999株	48	31,918	64.8	233	147,342	35.2	179,260
100～499株	173	33,924	47.8	2,731	444,424	52.2	478,348
1～99株	288	9,194	36.9	20,336	491,673	63.1	500,867
合計	570	785,187	36.9	23,428	1,339,813	63.1	2,125,000

備考：利用した史料の113～114頁407人分欠落部分については、500株未満株主の計算に際して100株未満の個人株主とみなした。

資料：『日本郵船株式会社株主姓名簿（昭和5年11月）』（筆者所蔵）

表 2 東邦電力の株主構成（1929年4月末）

所有株式数	法人株主			個人株主			合計
	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株式数 (株)
5,000株以上	31	639,098	82.1	19	139,581	17.9	778,679
1,000～4,999株	92	190,010	60.5	227	402,587	39.5	592,597
500～999株	57	33,919	49.3	565	344,550	50.7	378,469
1～499株	320	30,089	30.9	21,042	1,106,590	69.1	1,136,679
合計	500	893,116	30.9	21,853	1,993,308	69.1	2,886,424

備考：個人でない団体株主はすべて法人株主に含めた。

資料：『東邦電力株式会社株主名簿（昭和4年4月30日現在）』（東京大学経済学部図書館蔵）

1株当たりの所得税納入額（1898年）をみると、六大都市所在府県が平均8.7円であるのに対して、その他道県（農村部）は4.0円であり、所得税額によって示された投資能力からみて農村部が大都市部の2倍の応募をしていることが判明する。それは渋沢らの熱心な主体的働きかけの結果であるとともに、農村部の個人投資家が急速に増えつつある客観的事実への渋沢らの読みが当たったためでもあった。

個人投資家は、1910年代の第一次大戦の株式ブームを通じて激増するが（武田[1986]）、1930年代には法人大株主による支配が進むとされている（志村[1969]）。

そこで、私は、2009年2月の日本銀行金融研究所・金融史ワークショップにおいて、1930年前後の大企業4社の株主構成を、法人株主と個人株主に分け、規模別に検討した結果、確かに大規模株主層においては法人株主が優位を占めるが、全体としては個人株主が依然として優位を占めていることを明らかにした（表1～4参照）。すなわち、5,000株以上の大株主においては、法人株主の所有株式が90%台（日本郵船）、80%台（東邦電力・南満州鉄道）、60%台（鐘淵紡績）と圧倒的優位を占めてい

表3 南満州鉄道の株主構成（1932年6月1日）

所有株式数	法人株主			個人株主			合計
	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株式数 (株)
5,000株以上	65	1,301,829	82.3	26	279,172	17.7	1,581,001
1,000～4,999株	150	335,664	65.9	310	569,906	34.1	905,570
500～999株	96	62,967	59.0	524	334,247	41.0	397,214
100～499株	242	54,038	45.9	5,005	880,480	54.1	934,518
1～99株	220	7,371	40.0	19,960	574,326	60.0	581,697
合計	773	1,761,869	40.0	25,825	2,638,131	60.0	4,400,000

備考：このほかに日本政府所有株440万株がある。

資料：『南満州鉄道株式会社株主姓名表（昭和7年6月1日現在）』（東京大学経済学部図書館蔵）

表4 鐘淵紡績の株主構成（1930年12月25日）

所有株式数	法人株主			個人株主			合計
	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株主数 (人)	株式数 (株)	同累計比 (%)	株式数 (株)
5,000株以上	6	104,250	62.7	5	62,085	37.3	166,335
1,000～4,999株	47	90,055	46.7	86	159,547	53.3	249,602
500～999株	35	21,944	41.9	123	78,167	58.1	100,111
100～499株	120	22,978	28.4	1,745	302,994	71.6	325,972
1～99株	213	7,371	20.5	16,259	350,609	79.5	357,980
合計	421	246,598	20.5	18,218	953,402	79.5	1,200,000

資料：『鐘淵紡績株式会社株主名簿（昭和5年12月25日現在）』（東京大学経済学部図書館蔵）

るが、株数が減るにつれて個人株主の数が増えて所有株式が多くなり、鐘淵紡績では1,000株以上層、東邦電力では500株以上層、日本郵船と南満州鉄道では100株以上層まで降りると累計で個人株主が優位に立つのである。したがって、第二次大戦前における直接金融の発展の市場的基盤としては、何よりも個人投資家の活動が注目されねばならない。

## 2. 政策（制度整備を含む）の果たした役割

戦前期日本の株式取引所の機能については、寺西 [2010] が最新の水準を示している。そこでは株式市場の効率性とその限界が指摘されるとともに、仲買人の質の劣化が生じたのではないかとされている。

欧米の株式取引所の仲買人と比較した場合の戦前日本の取引所の仲買人の資産・信用の低さについては、当時から指摘されていたことである（向井 [1932]）。寺西論文の新味は、時系列的に観察すると仲買人の「劣化」が生じていたように思われると指摘した点にある。しかし、その点が十分実証されているとはいえない。私は、寺西論文の基になった2009年2月の前記ワークショップでの寺西報告へのコ

表 5 有価証券業者数（1920 年度）

営業税	東京市		大阪市		京都市		名古屋市		4 都市合計		
	仲買人	現物商	仲買人	現物商	仲買人	現物商	仲買人	現物商	仲買人	現物商	合計
2～5 万円	3	1		4					3	5	8
1 万円以上	14	3	4	2					18	5	23
5,000 円以上	36	3	13	1	2			1	51	5	56
1,000 円以上	21	41	34	24	16	3	16	3	87	71	158
100 円以上	2	211	7	117	14	10	19	27	42	365	407
50 円以上	0	12	0	37	0	9	0	7	0	65	65
計	76	271	58	185	32	22	35	38	201	516	717

資料：商工社編『全国商工人名録』（1921 年）

メントで、場外市場における現物商の活動実態の検討を深めなければならないと論じた。

ここでは、まず、1920 年当時の『全国商工人名録』によって、主要都市における株式仲買人と現物商の数を、営業税を指標とする活動規模別に検討しよう（表 5 参照）。これによれば、仲買人の数は、定款によって限定されているのに対して、現物商の数はそうした規制を欠くため、特に東京市や大阪市では仲買人の数の 3 倍以上に達しており、営業税 50 円未満の零細現物商を含めれば、その数は膨大なものとなるものと思われる。また、営業税の規模でみる限り、仲買人のほうが 100 円ラインを下限として粒が揃っているが、大規模な業者という点では、現物商の中にも相当大きいものが居ることが注目される。営業税 2 万円以上の業者をみると、東京市では、仲買人の北島亘 25,470 円、玉塚栄次郎 22,678 円、松野喜精 22,539 円、現物商の山一合資 21,314 円で、松野は山一合資社長である。大阪市では、現物商の（株）野村商店 44,265 円、（株）竹原商店 36,070 円、（株）黒川商店 33,640 円、（株）高木商店 23,600 円という具合である。

そこで、東京・大阪について、明治・大正初期の最有力証券業者が、その後どうなったかをみよう。表 6 によれば、東京の証券業者の盛衰の激しさと、大阪の証券業者の安定性が対照的である。東京では 1898 年当時最大手の野本貞次郎（1880 年創業）が 1910 年に田口量一へ事業を引き継ぎ、半田庸太郎（1880 年創業）も 1911 年に東京鉄道の市有化発表で株価が高騰したため、売り方大手の同店は大打撃を受け、1913 年閉店（丸上の屋号は店員遠山芳三が引き継ぐ）。1916 年当時資産額最上級の神田・小池・福島の「さんぞう」は、1910 年の国債下引受けを行って以降、現物商として急上昇した。トップの神田は 1911 年紅葉屋銀行（のち神田銀行）を設立し、大戦中は株式の思惑買いで巨利を博し、戦後は公社債の引受・販売などで活躍したが、1927 年の金融恐慌に際して破綻。それらに続く小布施新三郎（1883 年創業）は小池国三（1897 年独立）らを育て、初代・二代新三郎ともに堅実主義で存続したが、織田昇次郎（1889 年創業）は、1907 年の株価暴落で栗生武右衛門（1894 年創業）、半田庸太郎とともに大打撃を受け、大戦ブームで持ち直したものの中堅クラスと化

表6 東京・大阪の最有力証券業者の動向（税・円、資産・万円）

東京	1898年 営業税	1916年 資産	1931年 資産	大阪	1898年 営業税	1916年 資産	1931年 資産
神田鑄蔵	…	500	…	島 徳蔵	166	1,000	…
小池国三	112	350	350	竹原友三郎	46	600	200
福島浪蔵	207	250	山叶商会	野村徳七	4	350	3,000
小布施新三郎	69	150	500	黒川幸七	81	200	600
織田昇次郎	12	150	織田信託	浜崎健吉	…	200	350
津田七五郎	73	100	…	高木又次郎	63	150	200
野本貞次郎	251	…	…	山内卯之助	55	150	500
半田庸太郎	161	…	…	小川平助	140	150	600
栗生武右衛門	47	…	…	芝田大吉	240	80	500

備考：1916年資産額東京・大阪各1～6位、1898年営業税各1位、および東京の半田庸太郎・栗生武右衛門を掲出。加島安治郎（大阪）は省略。

資料：1898年・『日本全国商工人名録』、1916年・『時事新報』、1931年・講談社『全国金満家大番付』。

し、戦後は信託業へ転身した（麻島 [2001]）。津田七五郎（1886年創業）も1920年12月に川島屋商店（後の日興証券）の遠山元一に営業権を譲っている。したがって、東京において仲買人として存続したのは小布施新三郎と小池国三（1931年、厚之助）だけということになる。

それに対して、大阪では、1916年から10年間大阪株式取引所理事長を務めた島徳蔵（1903年、父徳次郎から独立）が、天津・上海などに取引所を作ってプレミアムを入手、北洋漁業権入札で日魯漁業と争うなど政治がらみの活動で失敗し、1930年代初頭に没落したのを例外として、全員存続している。1910年2月の竹原友三郎・野村徳七・黒川幸七による国債下引受けを契機に、同年7月大阪現物団を結成した竹原・野村・黒川・高木又次郎は、株式公債の現物売買を行いつつ存続し、浜崎健吉（1880年創業）・山内卯之助（1896年創業）・小川平助・芝田大吉（1893年創業）も株式仲買人として存続した。竹原を除いて、いずれも1931年にかけて資産を大幅に増やしている点でも共通している。

すなわち、株式取引所の仲買人として存続できなかった東京の野本・半田・織田・津田・栗生らは、日露戦争後ないし大戦後の株価変動への自己売買での対応を誤ったことが没落の主たる原因と思われるが、大阪の場合は、有力仲買人で存続しているものが相対的に多いことも留意すべきであろう。その意味で、仲買人の「劣化」は、自己売買を認める日本の取引所制度の枠組みが前提であるとともに、「劣化」の程度には地域差があるように思われる。この点は、しかし、より多くの仲買人についての立ち入った実証を必要としよう。

場外市場における現物商の具体的役割については、山一証券の1938年下期の株式売買高4億6,000万円のうち、取引所での実物売買は8%に過ぎず、77%が場外取引であること、同期の公社債売買高6億2,700万円については、それぞれ21%、

65%であったことが明らかにされているが（粕谷 [2008]）、その研究はほとんど未開拓である。山一証券の仲買人としての活動については、1935年に社長に昇任した東京帝国大学出の常務・太田 収が、東京株式取引所で新鐘紡株の買い占めに走ったところ、日中戦争の拡大と経済統制の強化のために同株が暴落し、引責辞任のうへ服毒自殺したことをどのように理解すべきかが問題となろう。この仕手戦には、後に獅子文六『大番』に登場する主人公「丑〔ギユウ〕ちゃん」（＝佐藤和三郎）のような零細業者が多数提灯持ちで加わっているのであり、大規模業者と零細業者の行動様式は、その限りで共通していたのである。

現在中西 聡氏らと共同調査中の愛知県半田市の肥料問屋小栗三郎家は、上述の東邦電力の1929年当時の大株主であるが、同家に対して、東京市日本橋区の株式会社川島屋商店実物部から、1933年11月23日付で『買物出会』として、「東邦電力株、三千株迄、単価四拾円式拾銭」について、「左記株式買希望者有之候間多少に不拘御用仰付被下度奉願上候」という書簡が届き、続いて同年12月2日付の「東邦電力株、壹千株、単価四拾壹円七拾銭引合」という『買物出会』が届いている。東京の川島屋商店では、全国の大株主に対して売買情報を次々と流して注文を取り付けているのである。一般的な情報提供の実例としては、東京市神田区の栗生武右衛門商店からの、1904年2月21日付「山栗商店週報」が、株式15種、公債4種の相場を掲げた「株式部商況」と、正米・定期米の状況を記した「米穀部商況」を伝えている。同商店は全国各地に支店を置いたといわれており、小栗家には、同商店名古屋出張所からの1911年12月16日付の株式動向を記した印刷物が残されているが、栗生商店は1913年9月に破綻する。

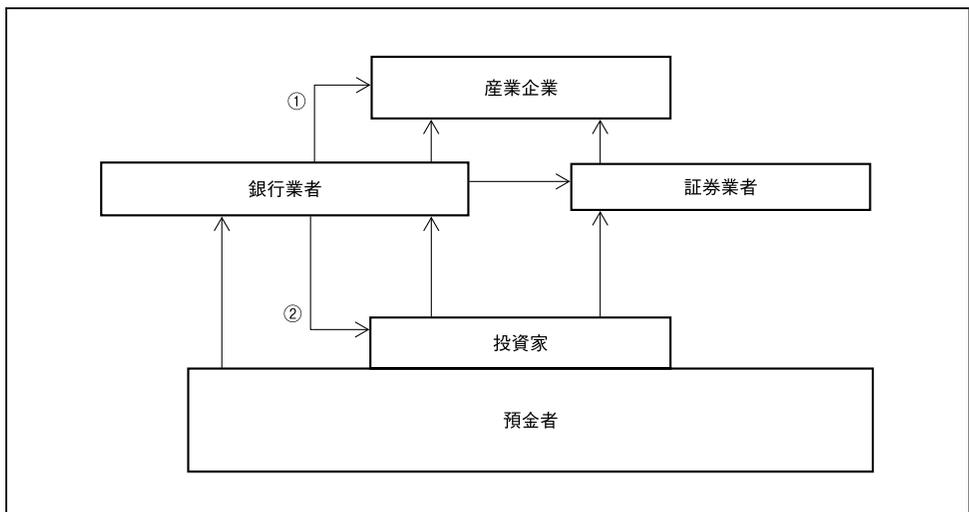
小栗家の史料で注目されるのは、銀行からの有価証券投資の勧誘が盛んなことである。1903年3月の合名会社三井銀行からの鐘淵紡績社債の募集、1906年7月12日付の名古屋電力株式会社の株式公募についての小栗富治郎本店（半田町）からの勧誘書簡、1921年7月の小池銀行からの大阪市七分利付短期公債売出しの広告、などいくつもあるが、ここでは2番目の名古屋電力株の公募に関する書簡を紹介しよう。名古屋に小栗銀行を経営する小栗富治郎本店からの墨書きの書簡は、「過日來新聞紙上に広告相成居り候名古屋水力電気株式会社株式募集之義、便宜上当地方〔半田町〕の分、銀行部〔小栗銀行〕より依頼越し候はば別紙之通り予算書及定款並に申込書一式貴覽に供し候間、御良考の上御成算相立ち候はば御申込み相成度先は右得貴意申候」と近隣の〈顔のみえる関係〉を利用して投資を勧誘している。この名古屋電力は1910年に名古屋電灯によって吸収され、1922年には東邦電力となるのであり、その過程で小栗三郎家は、前述のように東京の証券業者からも注目される大株主になったわけである（橘川 [1995]）。このように、戦前期資本市場の分析においては、証券業者と並んで銀行業者の役割もまた重視されなければならない。

### 3. 金融システム全体としてみた場合の直接金融・間接金融の機能

最後に、直接金融と間接金融の位置付けであるが、この問題については、2005年9月の最初の金融史ワークショップにおいて、両者は「単純な二項対立として区別されるものでは必ずしもないこと、両者の立体的関連が解き明かされなければならないこと」（石井 [2006] 42 頁）を指摘した。そして、石井 [2010a, b] において、財閥系企業、鉄道・海運業、綿糸紡績業、製糸業、織物業、電力産業に分けて、資本市場（株式・社債）および銀行との関係を検討した。その結果、第一次大戦前においては、財閥・製糸家・機業家は資本市場との関係が薄く、運輸・紡績部門の大企業は関係が深い。中規模企業は銀行依存を脱しきれず、運輸部門の株主は銀行の株式担保金融に頼っており、直接金融そのものが間接金融によって支えられていたこと、第一次大戦以降は、大企業の自己資本の充実が強調されるが、新興財閥は他人資本へ大きく依存し、三大総合財閥も 1930 年代には株式公開を通じて外部資金を導入、三大紡績以外の紡績会社は自己資本不足の状態にあり、電力産業も 1920 年代には内外債を大量発行し、運輸大企業は社債と借入金依存度が高かったことを指摘した。

これを図示すれば、図 1 のように、投資家による株式・社債の直接金融は、証券業者と銀行業者を介して行われるが、それと並んで、投資家たりえない多数の預金者からの預金を集めた銀行業者が、① 産業企業への貸出・投資（特に社債）という直接的ルート、② 投資家への株式担保金融という間接的ルートを経て産業企業に資金を提供していた。欧米では、銀行業者による取引所の証券業者への株式金融が、最も重要な産業金融ルートをなしているが、日本では証券業者への融資は投機的なもののみなされて有力銀行は消極的であった。日本では、銀行業者からの間接金融は、産業企業かさなければ投資家に対して行われたのであり、銀行業者と連携しての証券業者の資金的役割は、欧米に比べて乏しかったといえよう。

図 1 投資家の直接金融と銀行業者の間接金融



## 参考文献

- 麻島昭一、『本邦信託会社の史的研究』、日本経済評論社、2001年
- 石井寛治、『近代日本金融史序説』、東京大学出版会、1999年
- 、「戦前日本の株式投資とその資金源泉」、『金融研究』第25巻第1号、日本銀行金融研究所、2006年
- 、「企業金融の形成」、『講座・日本経営史2 産業革命と企業経営1882-1914』、ミネルヴァ書房、2010年a
- 、「企業金融の展開」、『講座・日本経営史3 組織と戦略の時代1914-1937』、ミネルヴァ書房、2010年b
- ・中西 聡編、『産業化と商家経営』、名古屋大学出版会、2006年
- 大石嘉一郎編著、『近代日本における地主経営の展開』、御茶の水書房、1985年
- 粕谷 誠、「戦前期における山一証券の経営動向」、科学研究費補助金研究成果報告書『日本における資本市場の形成と構造—歴史分析と国際比較—』、研究代表者伊藤正直、2008年
- 橘川武郎、『日本電力業の発展と松永安左エ門』、名古屋大学出版会、1995年
- 志村嘉一、『日本資本市場分析』、東京大学出版会、1969年
- 武田晴人、「大正九年版『全国株主要覧』の第一次集計結果」、『経済学論集』第51巻第4号・第52巻第3号、1986年
- 丁吟史研究会編、『変革期の商人資本』、吉川弘文館、1984年
- 寺西重郎、「戦前期株式市場のミクロ構造と効率性」、『金融研究』第29巻第3号、日本銀行金融研究所、2010年
- 中西 聡、『海の富豪の資本主義』、名古屋大学出版会、2009年
- 永原慶二・中村政則・西田美昭・松元 宏、『日本地主制の構成と段階』、東京大学出版会、1972年
- 向井鹿松、『総合取引所論』、日本評論社、1932年
- 村上勝彦、「植民地」、大石嘉一郎編『日本産業革命の研究』下巻、東京大学出版会、1975年