

戦前日本の金融システム： 法、企業金融、企業統治の比較制度分析

おかざきてつじ
岡崎哲二

日本の金融システムを戦前期と戦後期の間で比較すると、戦前期には企業金融における資本市場の役割が大きく、これに対応して資本市場の経済活動（GNP、GDP）に対する相対的規模も格段に大きかった。このような見方は、岡崎 [1993, 1995] において強調され、Allen and Gale [2000]、Hoshi and Kashyap [2001]、寺西 [2003]、Hamao, Hoshi, and Okazaki [2009] 等によって確認されている。また、Rajan and Zingales [2003, 2004] は、金融システムの長期国際比較を通じて、第二次大戦前には日本を含む主要先進国において資本市場の経済活動に対する相対的規模が戦後より大きく、それは 1930 年代以降に縮小した後、1990 年代に入ってようやく 20 世紀初めの水準に回復したことを示した（図 1）。上記のような岡崎 [1993, 1995] の日本の金融システムに関する見方は、国際的に広く受け入れられるとともに、“great reversal”（Rajan and Zingales [2003, 2004]）の一環としての位置を与えられているといえる。

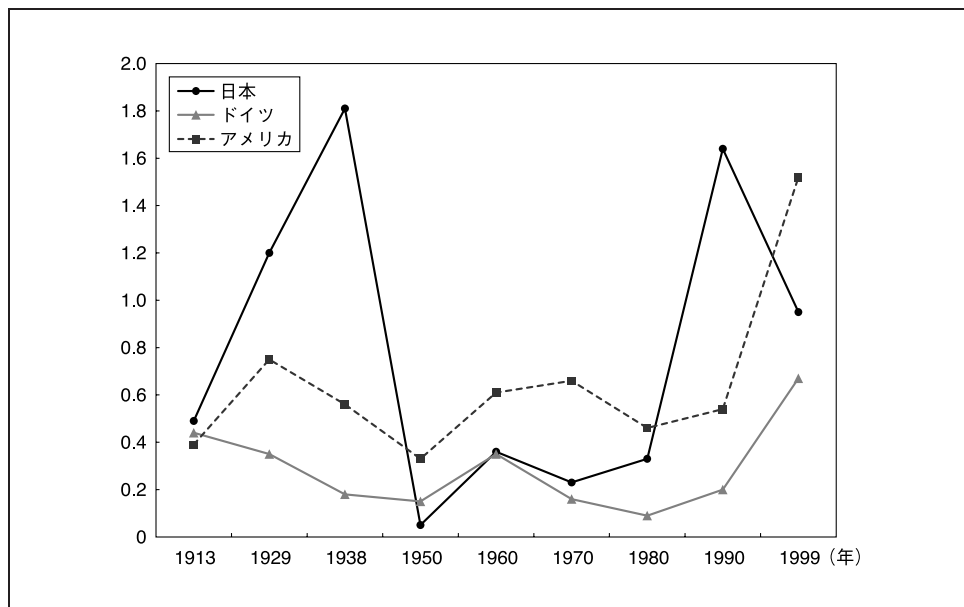
戦前日本における資本市場の規模と機能は、資本市場における資金供給者（投資家）が、投資した資金の元本とリターンを確保するための有効な仕組み、すなわち有効なコーポレート・ガバナンスの仕組み（Shleifer and Vishny [1997]）が備わっていたことを推測させる。そしてコーポレート・ガバナンスの仕組みとしては、一般に、法制度およびそれと補完的ないし代替的に機能するいくつかの私的制度が知られている（Shleifer and Vishny [1997]、LaPorta *et al.* [1997, 1998]、Tirole [2006]）。

明治維新後、新政府はプロシアおよびフランスの制度を導入して法制度を整備し、1889 年に発布された大日本帝国憲法は「日本臣民ハ其ノ所有権ヲ侵サル、コトナシ」（第 27 条）と所有権保護を明記した。国家が所有権保護に憲法という形でコミットしたことになる。資本市場に直接関係する商法については、1890 年、1899 年にそれぞれ旧法、新法が公布され、そこで有限責任制、会社機関、株主の権利等が規定された（宮本 [1990]、中村 [2010]）。そして法を執行するための司法機関も 1880 年代までに整備された（Nakabayashi and Okazaki [2010]）。

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。

岡崎哲二 東京大学教授 (E-mail: okazaki@e.u-tokyo.ac.jp)

図1 株式時価総額/GDPの長期国際比較

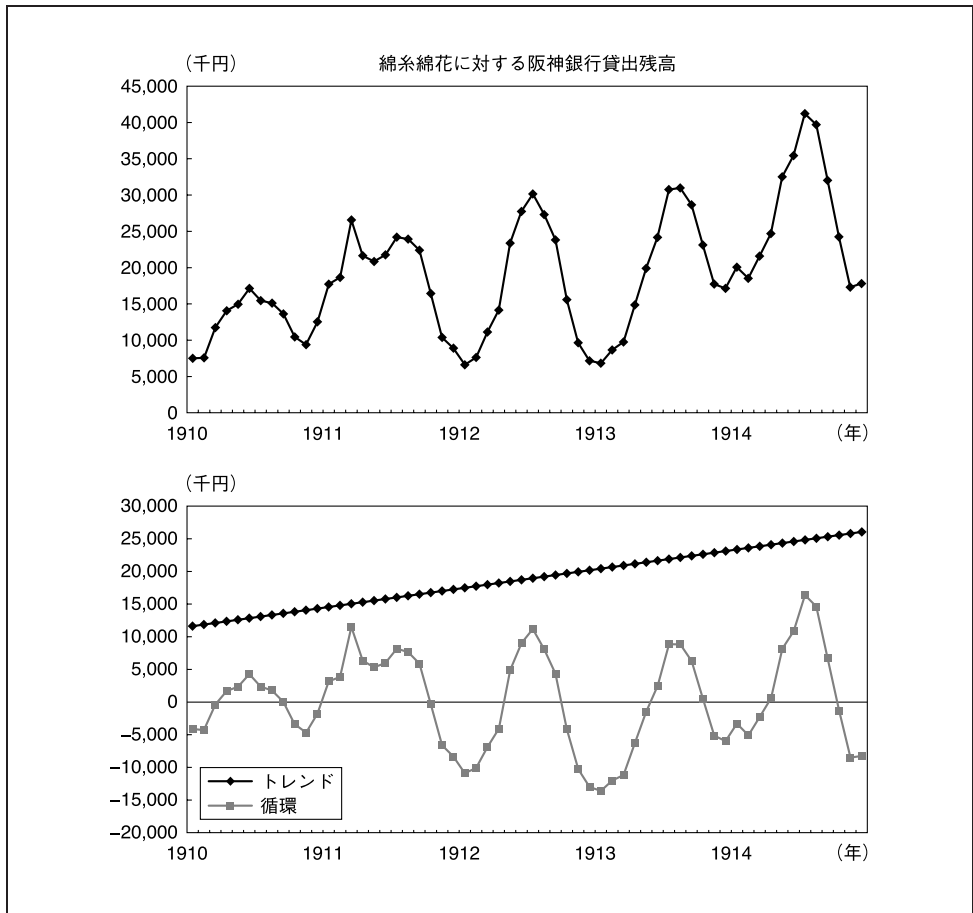


商法に規定された株主の法的権利に基づいて、コーポレート・ガバナンスの私的な制度が形成された。コーポレート・ガバナンスの有力な仕組みとして大株主の役割があり (Shleifer and Vishny [1997]; Tirole [2006])、戦前日本もその例外ではない。戦前日本では企業の取締役会に大株主が社外取締役として参加することが一般的であり、彼らの発言が経営者に重く受け止められたことが知られている (岡崎 [1995])。また、大株主によるガバナンスの一形態として主要財閥は持株会社による組織的なガバナンスの仕組みを構築していた (岡崎 [1999])。

このような大株主によるガバナンスの有効性は、株式所有がある程度集中していることが前提となる。一方、所有が分散した株式会社における有力なガバナンスの仕組みとしては、資本市場における顕在的・潜在的なテーク・オーバーが知られている。実際、戦前の日本ではテーク・オーバーは稀な出来事ではなかった (岡崎 [1995, 1999])。言い換えれば、潜在的・顕在的なテーク・オーバーが少数株主 (minority shareholders) の権利を保証し、資本市場の広がりを支えていた。特に注目されるのは、大株主として企業内部でガバナンス機能を担った大規模投資家、特に財閥が、資本市場において有力なテーク・オーバーの主体として機能した点である。その意味で財閥は、テーク・オーバーというガバナンスの仕組みの機能を高めることを通じて、資本市場の発展を支える役割を担った (岡崎 [2006])。

一国・一地域の金融システムにおける資本市場の相対的な大きさの理由を特定するためには、代替的な制度、特に銀行との相対的な効率性にも注目する必要がある。戦前日本の銀行は、古くから「機関銀行」すなわち産業企業によってコントロールされた銀行と特徴付けられてきた (加藤 [1957])。実際、1926年時点で80%以上

図2 紡績金融の季節変動

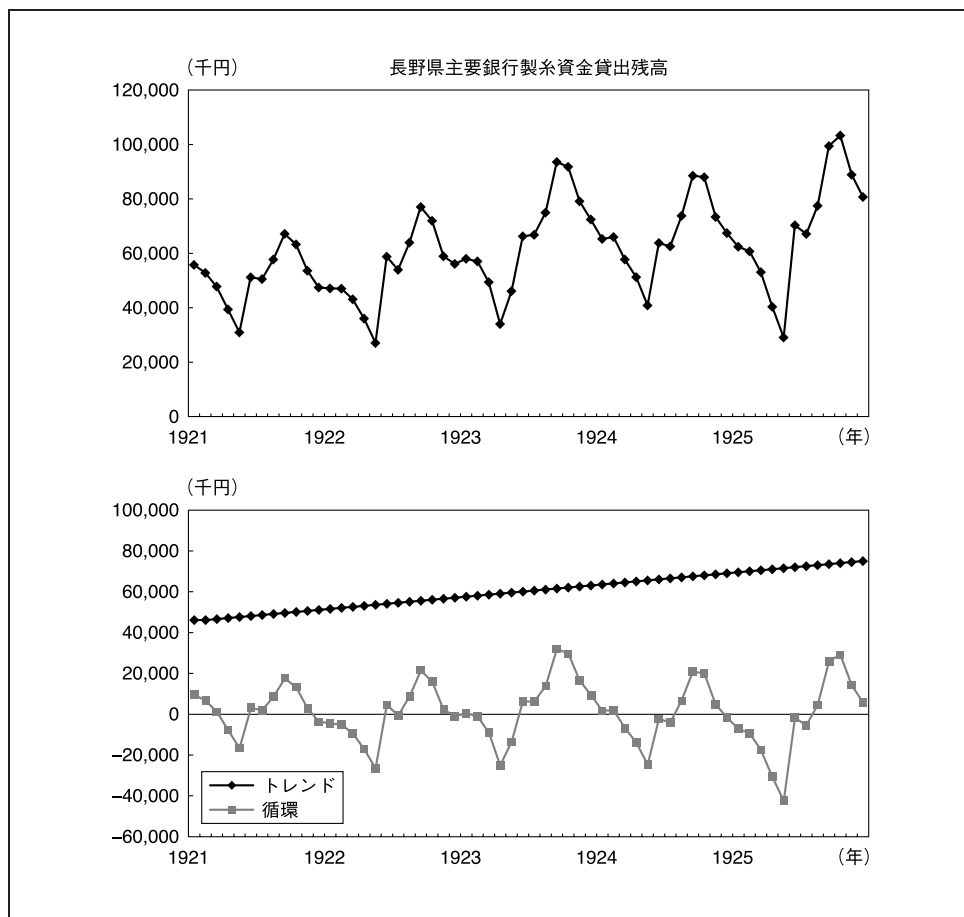


資料：『綿糸紡績事情参考書』各号

の普通銀行が産業企業との間の兼任役員を持ち、かつ産業企業との役員兼任関係は銀行の収益性、存続確率に負の影響を与えていた (Okazaki, Sawada, and Yokoyama [2005])。この観察は、銀行が広範な預金者から資金を吸収して産業企業に仲介する仕組みとして十分な効率性を有していなかったことを示している。そしてこれは、第二次大戦後、財閥の解体と大資産家の消滅が資本市場におけるガバナンス主体の機能を低下させ、その結果、銀行の役割が相対的に大きなものとなった (岡崎 [1993, 1995]) ことと対応関係にある。

ただし、以上は、戦前日本における資本市場と銀行の役割の相対的な大きさを、戦前・戦後比較の観点から論じたものであり、銀行が戦前日本の金融システムにおいて果たした本質的な役割を否定するものではない。戦前の産業金融における銀行の役割については多くの研究蓄積がある (山口 [1966, 1970, 1974]、石井 [1972]、中林 [2003])。図2、図3は、これらの研究によって明らかにされてきた銀行の役割

図3 製糸金融の季節変動



資料：農林省農務局 [1927]

の実体経済における背景を示している。図2は紡績業に対する阪神地域の銀行の貸出残高の月次変動（1910～14年）、図3は製糸業に対する長野県の銀行の貸出残高の月次変動（1921～25年）である。いずれにおいても、非常に大きな季節変動があり、ピークと谷の差は季節変動を除いたトレンド値に匹敵する。これらの季節変動は紡績業と製糸業がいずれも農産物（綿花と繭）を主要原材料とすることによる（野村證券株式会社 [1926] 45～46頁、433～450頁）。このように大きく短期的に変動する資金を、資本コストを負担して自己資本で調達することは非効率的であり、そこに銀行の役割があった。

そして銀行からの短期資金供給が企業収益率を高め、それが資本市場における投資インセンティブを高めて、さらには資本市場の拡大に寄与した。そして逆に、資本市場を基盤として活発な企業活動が行われたことが銀行の取引機会を拡大した。その意味で、銀行と資本市場は補完性を有していた。明治維新後、政府は法制度を

整備するとともに、銀行と資本市場にかかわる諸制度をほぼ同時に導入した。こうした政策における一種の「ビッグ・プッシュ」アプローチが (Murphy, Shleifer, and Vishny [1989])、人的資本の形成とあいまって、日本経済が補完性を享受して発展することを可能にしたといえることができる。

参考文献

- 石井寛治、『日本蚕糸業史分析—日本産業革命史研究序論』、東京大学出版会、1972年
- 岡崎哲二、「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、1993年
- 、「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展—歴史的パースペクティブ」、青木昌彦・ロナルド・ドーア編『国際・学際研究 システムとしての日本企業』、NTT出版、1995年
- 、『持株会社の歴史』、ちくま新書、1999年
- 、「財閥が支えた市場型経済」、『日本経済研究センター会報』、2006年9月
- 加藤俊彦、『本邦銀行史論』、東京大学出版会、1957年
- 寺西重郎、『日本の経済システム』、岩波書店、2003年
- 中林真幸、『近代資本主義の組織—製糸業における取引の統治と生産の構造』、東京大学出版会、2003年
- 中村尚史、「日本における近代企業の生成」、阿部武司・中村尚史編『産業革命と企業経営 1882~1914』、ミネルヴァ書房、2010年
- 農林省農務局、『製糸金融に関する調査』（『日本金融史資料明治大正篇』第23巻）、1927年
- 野村證券株式会社、『経済界季節変動の研究』第3版、野村證券株式会社、1926年
- 宮本又郎、「産業化と会社制度の発展」、西川俊作・阿部武司編『産業化の時代 上』、岩波書店、1990年
- 山口和雄編、『日本産業金融史研究 製糸金融編』、東京大学出版会、1966年
- 、『日本産業金融史研究 紡績金融編』、東京大学出版会、1970年
- 、『日本産業金融史研究 織物金融編』、東京大学出版会、1974年
- Allen, Franklin, and Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.
- Hamao, Yasushi, Takeo Hoshi, and Tetsuji Okazaki, “Listing Policy and Development of the Tokyo Stock Exchange in Prewar Japan,” Takatoshi Ito and Andrew K. Rose, eds. *Financial Sector Development in the Pacific Rim*, The University of Chicago Press, 2009.
- Hoshi, Takeo, and Anil K. Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press, 2001.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 1131–1150.
- , ——, ——, and ——, “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106, 1998, pp. 1113–1155.
- Murphy, Kevin M., Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Industrialization and the Big Push,” *Journal of Political Economy*, 97, 1989, pp. 1003–1026.

- Nakabayashi, Masaki, and Tetsuji Okazaki, “The Role of Courts in Economic Development: The Case of Prewar Japan,” CIRJE Discussion Paper Series No. F-517, The University of Tokyo, 2010.
- Okazaki, Tetsuji, Michiru Sawada, and Kazuki Yokoyama, “Measuring the Extent and Implications of Director Interlocking in Prewar Japanese Banking Industry,” *The Journal of Economic History*, 65 (4), 2005, pp. 1082–1115.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales, “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century,” *Journal of Financial Economics*, 69, 2003, pp. 5–50.
- , and ———, *Saving Capitalism from Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton University Press, 2004.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, “A Survey of Corporate Governance,” *The Journal of Finance*, 52 (2), 1997, pp. 737–783.
- Tirole, Jean, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.