

# ワークショップ

## 「戦前期日本の直接金融と間接金融： 戦前日本の金融システムは 銀行中心であったか」の様

### 1. はじめに

日本銀行金融研究所では、金融史研究の一環として、平成17年9月9日、「戦前期日本の直接金融と間接金融：戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」と題するワークショップ（座長：香西泰・日本経済研究センター客員研究員）を開催した。本ワークショップのラウンド・テーブル参加者およびプログラムは次のとおりである。

<ラウンド・テーブル参加者>（五十音順、肩書きはワークショップ開催時点）

浅井良夫	成城大学教授
石井寛治	東京経済大学教授（東京大学名誉教授）
岡崎哲二	東京大学教授
粕谷 誠	東京大学助教授
香西 泰	日本経済研究センター客員研究員
齊藤壽彦	千葉商科大学教授
佐藤政則	麗澤大学教授
武田晴人	東京大学教授
霧見誠良	法政大学教授
寺西重郎	一橋大学教授
福田慎一	東京大学教授
堀内昭義	中央大学教授
日本銀行	梅田雅信（金融研究所企画役）、大貫摩里（金融研究所） 翁 邦雄（金融研究所長）、鎮目雅人（金融研究所企画役） 南條 隆（金融研究所企画役補佐）、畑瀬真理子（金融研究所企画役）

## <プログラム>

論文報告：「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」(寺西教授)

コメント(石井教授、岡崎教授)

リジョインダー(寺西教授)

全体討論

座長総括コメント

以下では、プログラムに即して本ワークショップの概要を紹介する(文中敬称略。  
文責：金融研究所)。

## 2. 論文報告、コメントおよびリジョインダー

### (1) 論文報告「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」<sup>1</sup>

寺西は、戦前日本における金融システムに関するこれまでの学説について、石井の説<sup>2</sup>を銀行中心の間接金融型、岡崎等の説<sup>3</sup>を株式市場による企業金融を中心とする資本市場型と位置付けたうえで<sup>4</sup>、戦前日本の金融システムについて、量的側面と質的側面から以下のような整理を行った。

#### <量的側面>

民間非金融部門の資金調達と主要企業の資金調達を比較すると、前者において借入金の割合が高く、逆に株式の割合が少ない。全産業と製造業の資金調達方法を比較すると、少なくとも1920年代までは、全産業において株式の割合が高く、借入と支払手形の割合が低い。

産業革命期(1886~1907年)には銀行の役割は大きかった。これは主として在来産業部門の資金需要と製造業などの運転資金借入を反映するものであり、株式投資は近代企業の設立を通じて産業革命期初期の資金供給に大きな役割を演じた。

全産業の主要企業の借入と支払手形への依存度の通時的な上昇は、個々の産業ないし企業の資本市場への依存度の変化ではなく、相対的に借入依存度の高い製造業のシェアの高まりを反映したものである。また、第一次大戦以降の民間非金融部門の借入依存度の低下も、在来産業部門の衰退という産業構造の変化を反映

1 同論文(寺西[2006])は、若干の加筆・修正のうえ、本号に所収。

2 石井[1997, 1999]を参照。なお、参考文献については、特に断りのない場合は、寺西[2006]の参考文献を参照。

3 岡崎[1993]、岡崎・奥野[1993]、岡崎・浜尾・星[2005]を参照。

4 間接金融型は銀行中心型、資本市場型は直接金融型・市場中心型などとも呼称される。本稿においては参加者の用語法によった。

したものであり、必ずしも個別の近代的産業や企業において資本市場の利用度が高まったことを反映したものではない。

#### < 質的側面 >

銀行は、製造業を中心とする近代的企業の資金需要の一部を賄うとともに、在来的小生産者に対しては、貸金業者などのインフォーマル金融手段を補完しつつ事実上唯一の資金供給源として機能した。しかし、資金の配分について銀行が十分な情報生産を行っていたかどうかは疑わしい。また、銀行を通じる資金供給のリスクは銀行自体によって大数の法則を通じて削減される程度は少なく、リスクの多くは預金者によって負担された。

戦前の株式市場が経済の投資機会について十分な情報を持ち、それを株価形成に反映していたかどうかについては疑問が多い。また、株式市場に参加していたのは、流通市場で定期取引<sup>5</sup>を行う投機筋を除くと大きな個人資産を持った投資家としての商人や地主であった。彼らは自らの投資については、十分なリスク・テイキングを行ったが、一般投資家からのリスク・マネーを取り入れることには消極的であり、収益とリスクを既存株主の仲間内でのみシェアする傾向があった。

大企業の企業統治は基本的に株主のリーダーシップのもとに行われ、債権者である銀行のモニター能力は限られたものであったと考えられる。なお、株主は、大企業の統治構造において最終的支配権を掌握していたが、徐々にその残余所得権と企業支配権を専門経営者や中間管理職に委譲した。

## (2) コメント

寺西報告に対して、指定討論者である石井、岡崎がコメントを行った。

### イ．石井コメント<sup>6</sup>

戦前の金融システムを、直接金融か間接金融かという単純な図式で捉えるべきではない。例えば、株式担保金融は、企業サイドからみると株式形態での資金調達であり直接金融といえるが、資金運用サイドからみると銀行を経由する資金に支えられた一種の間接金融と考えられ、二面的な性格を有していた。直接金融と間接金融の関連を解明することが重要である。

戦前の金融システムに関する間接金融論は、戦前に資本市場が形成された史実を軽視するものではなく、間接金融が資本市場形成のための条件となっていたことを明らかにするものである。後進資本主義として出発した日本経済では、株式会社制度を導入しさえすれば、自然と広範な社会的資金が集中されたわけではな

5 戦前の株式取引所における取引には、売買約定後に現物の受渡しを行う実物取引と現物の受渡しを行わずに決められた日に集中的に差金決済を行う定期取引（清算取引）があった。

6 コメント論文（石井 [2006]）は本号に所収。

く、零細な貯蓄を集中する銀行がまず多数創設され、そこに集まった資金を利用しつつ株式投資が開始されたと考えられる。株式担保金融は、産業革命期から第一次大戦期まで一貫して重要な位置を占めていたと考えられる。

綿紡績業という近代企業部門においても、産業革命期には自己資本で固定資産を賄えない企業が多く、全体としては、長期負債（社債＋借入金）でも足りず、短期負債（当座借越＋約束手形）に頼って辛うじて固定資産を賄っており、間接金融へ依存していたと考えることができる。綿紡績業が、自己資本で概ね固定資産を賄えるようになるのは、1910年代である。

間接金融と直接金融の関連を考察するうえでは、株式を購入する投資家がどのようにして投資資金を得ていたかが重要な論点である。1898年の全国大株主調査で25位であった澁沢栄一の場合、一定の前提を置いて試算すると株式額面の70%に相当する資金を銀行借入で調達していたことになる。また、大阪の商人であった廣海家の事例では、商家経営を通じて従来蓄積してきた資金を全面的に株式投資に振り向けられるようになった背景には、銀行からの商業資金の借入の存在があったことが示されており、間接金融が直接金融を支えるという関係を見出すことができる。

株式投資の資金が資本制部門内部で調達できるようになった時期については、配当金の累計額が払込資本金を超えた時期をひとつの目安にすることができる。これは、例えば3大海運会社では1903年、5大紡績会社では1905年であったほか、5大鉄道会社については1905年時点で配当金累計額は払込資本金の81%であった。日本資本主義が確立したとされる1907年の恐慌前後の時点で、全体としては一応の自力拡大が可能になったと考えられる。

#### ロ．岡崎コメント<sup>7</sup>

岡崎等の一連の研究は、銀行・株式市場の量的側面に加え、質的側面を検討したものであり、寺西報告は戦前日本の金融システムを市場中心型と位置付けた岡崎、星等の見解をサポートするものであると考えられる。

戦前日本の金融システムの基本的な特徴は一貫して変わらなかったわけではなく、第一次大戦期に銀行と株式市場の両面で、本源的な資金提供者と銀行ないし企業の間におけるエージェンシー問題の深刻化という大きな変化が生じている。

銀行に関しては、20世紀初めに40%前後、第一次大戦前でも30%前後の水準にあった銀行の自己資本比率が1920年代には20%以下に低下しており、第一次大戦期に預金銀行化が進むとともに、銀行株主の分散化が進展した。これにより、株主・預金者間および支配的株主・少数株主間のエージェンシー問題が深刻化した。このような変化を背景として、1920年代の日本の金融システムが不安定化し、そのことが銀行システムの進化を誘発した。具体的には、金融危機による銀行の

7 コメント論文（岡崎 [2006]）は本号に所収。

退出と政策的な銀行合併を経て、企業とつながりのある銀行の支配的株主が銀行の少数株主と預金者に対してモラル・ハザードを起こすという意味での「機関銀行」関係は1930年代半ばまでに解消した。

第一次大戦期には、銀行以外の株式についても株主の分散化が生じており、支配的株主や経営者と少数株主の間のエージェンシー問題を深刻化させた。これに対しては、1920年代から1930年代に財閥の持株会社を中心とする大株主の法人化が進展し、財閥傘下企業に対する組織的なガバナンス機能や、外部の企業に対する買収を通じた規律付け機能等が発揮されるようになっており、自律的な制度進化が生じたと考えられる。なお、20世紀初めのアメリカでも株式所有の分散化が進み株主による企業モニタリング能力が低下したが、これを補うものとして、大投資銀行による企業投資や企業統治への進出が生じていた。このように、株式保有の分散化とそれへの対応という事象は、企業統治構造の歴史的進化過程における普遍的な変化のひとつとみることができる。

### (3) リジョインダー

指定討論者（石井、岡崎）からのコメントに対し、報告者（寺西）は、以下のようなりジョインダーを行った。

石井の論じる間接金融中心の金融システムとは、資本制部門の自己金融だけでは不足する資金を動員するために、銀行が零細な小生産者部門の貯蓄を吸収するメカニズムであり、資本主義の成立・発展にとって零細資金の動員が決定的に重要であるとの視角に立っているが、そうしたフレームワークには2つの点で疑問を感じる。第1に、日本における資本の原始的蓄積期、産業革命期においては、徳川期以来の商人・地主の膨大な蓄積資金により銀行・企業が設立されたというのが通説であり、それを前提とすれば零細貯蓄はマイナーな問題であると考えられる。第2に、想定されている企業像が株主に完全に支配されている古典的な企業で、少数株主の資金動員や経営者の自律的な企業支配の問題が生じないモデルになっており、戦前の金融システムの性格を考えるうえで適当ではないと考えられる。

岡崎コメントについては、第1に、銀行の預金銀行化が進んだのは国立銀行券の発行・通用の停止や公金預金の引き揚げが行われた1890年代というのが通説であるほか、株式の分散化の進展は銀行以外にもみられた現象であり、第一次大戦以後に銀行部門を中心にエージェンシー問題が深刻化し、それが1927年銀行法という制度的な変化をも誘発したとまではいえないのではないかと。また、株主の法人化に関して、日本の財閥、法人大株主とアメリカの大投資銀行は性格が異なっており、日米における株主の法人化の進展を世界における普遍的な変化として一括りにするのは妥当ではないのではないかと。アメリカの大投資銀行は株式を引き受け、分売を行う組織であり、株式を所有しているわけではない。企業に重役を送っているが、これは資金計画のコンサルティングのためであり、日本の法人株

主や財閥の機能と並列的に捉えられるものではないと思う。さらに、1930年代における日米の金融システムをみると、銀行の証券業務の制限や企業の情報公開推進により個人株主の育成に努めたアメリカと、社債の有担化や証券会社の分売機能の抑制などの結果として、三井や安田などの大銀行の機能が強まった日本とでは、変化の方向は正反対であったとみるべきである。

### 3 . 全体討論、座長総括コメント

以上の論文報告、コメントおよびリジョインダーを踏まえ、指定討論者の再コメントおよび全体討論が行われ、最後に座長の香西が総括コメントを行った。

#### (1) リジョインダーに対する指定討論者の再コメント

**石井**は、報告者（寺西）のリジョインダーに関連して、日本における資本の原始的蓄積はそれほど大きなものではなく、銀行預金として集められた資金が株式会社制度の定着・発展に果たした役割は大きかったと論じたほか、企業の統治構造については完全な株主支配が実現していたと考えているわけではなく、経時的に専門経営者や中間管理職の支配権が高まっていったという日本経営史学などでの通説的な理解を念頭に置いていると述べた。

**岡崎**は、預金銀行化は漸進的に進んだと捉えてもよく、重要なのはそれに比例してエージェンシー問題が深刻化したことであるとの見方を示したあと、エージェンシー問題の深刻化は銀行と企業の双方で生じていたと述べた。また、株主の法人化については、日米とも零細な投資家だけでは企業のガバナンスはできなくなり、それを補完するための何らかのメカニズムが生まれたという意味で共通性がみられたと補足した。

#### (2) 全体討論

##### イ．銀行の役割

**齊藤**は、寺西報告における預金者のリスク・テイクの考え方について、戦前の銀行の自己資本は大きかったほか、金融恐慌の時にも小口の預金者は保護されていたことから、銀行破綻による損失の多くは自己資本分を含め出資者によって負担されていたのではないかと疑問を呈した。また、銀行のリスク管理能力について、大数の法則によるリスク削減のほかに、信用調査などを通じた内部審査や興信所の利用などにより厳格なリスク管理を行っていたとの見方を示した。また、**靄見**は、明治期には、銀行経営が行き詰まった場合に通常はまず自己資本で損失を賄い、それでも不足する資金は銀行のオーナーが私財を投じて補填することが行われていたほか、1910年代以前はもとより、金融危機が発生していた1920年代においても、中

央・地方政府が主導する救済合併により預金が実質的に保護されたケースが多かったことを指摘した。そして、預金者がリスクを意識していたとしても、実質的には、かなりの程度まで預金者は保護されていたほか、預金のリスクは時期によっても変化していたと考えられると述べた。さらに、**粕谷**は、小切手の市場価値が銀行によって異なり、額面通り流通しないという状況が一般的なのであれば、預金者がリスク・マネーであったという寺西の主張とは整合的であるが、そうした状況は金融システムが機能不全となるような特殊な状況下でしか考えられなかったと指摘した。そのうえで、銀行は資金仲介機能に加え決済機能を有しており、決済手段としての預金の価値には安定性が要請されるため、預金のリスクについては何らかの制約があったのではないかと疑問を呈した。これに対し、**寺西**は、実際に預金の切捨てがどの程度行われていたかについてはさらなる検討が必要であると述べる一方で、戦前期の預金市場は競争的であったうえ、株式や社債にも投資できる状況にあったことから、預金者は自己資本比率などの情報をもとに銀行のリスクを見積もり、それと金利の水準を総合的に勘案して預金をしていたと考えられるとし、一般庶民が銀行預金を持つという形でリスク・マネーを供給するというメカニズムが、従来考えられていたよりは広範に存在していた可能性を指摘した。

次いで、株式担保金融について、**齊藤**は、伝統的な理解では、株式分割払込制度がとられていた戦前の商法のもとで、追加払込金は株式を担保とした銀行借入により調達されていたとされてきたが、本当に株主の株式払込金として活用されたのかどうかを検証する必要があると指摘した。そして、明治20年代後半（1892～96年頃）の「国立銀行」の貸出は、株式担保金融が40%以上を占めており、貸出先をみると、「会社」ではなく「商」および「雑」が大部分を占めているから（伊牟田敏充氏の指摘）、分割払込制が支配的な発行制度のもとで、株主となる事業者や個人が株式を担保として得た資金が株式払込資金として活用されたと推察できるのではないかと述べた。また、**佐藤**は、石井が取り上げた海運・紡績・鉄道の事例では1905～06年以降は概ね直接金融のみによる資金調達が可能となる姿が示された一方、廣海家の事例では証券投資を含む資産運用を行うための銀行借入、すなわち迂回した間接金融ないし広義の間接金融が1905～06年以降も継続しているが、どちらが現実の姿をよりの確に示しているのかとの疑問を呈した。このほか、**鎮目**は、銀行は株式担保金融においてどのように借り手のモニタリングを行っていたのかと質した。これに対し、**石井**は、株式担保金融は一種の事後的な資金補填であり、その直接の用途は重要でないとした志村嘉一の見方<sup>8</sup>が妥当であり、廣海家の事例でも銀行から借金（主に商品担保）ができるということが、資金の余裕を生み自己資金を株式投資に充当できる前提になっていたことが重要であると説明した。また、株式担保金融の借り手については、当初は個人が中心であったものの、武田晴人の研究<sup>9</sup>によれ

8 志村 [1969] を参照。

9 武田晴人、「大企業の構造と財閥」、由井常彦・大東英祐編『日本経営史3 大企業時代の到来』、岩波書店、1995年を参照。

ば1930年代に二流財閥や大企業会社などの法人株主が進出してきており、この状況において1920年代にはいったん低下した貸出に占める株式担保金融比率が再び上昇した<sup>10</sup>と指摘した。そして、1930年代前半の株式市場の発展は法人株主向けの株式担保金融に支えられており、橋本寿朗がかつて指摘したように<sup>11</sup>、戦後の株式持合いの先駆的な形態であり、特殊日本的なものであったのではないかとの見解を示した。また、銀行の株式担保金融におけるモニタリングの実態については、明治期においては、担保株式の精査などは行っていなかったとの見方を示しつつ、株式会社よりも株主や資産家に貸出をするほうが安全だと考えたという程度が当時の銀行のモニタリングではないかと述べた。

コーポレート・ガバナンスについて、齊藤は、株主総会と銀行の役割に加えて監査役制度を検討する必要があるとの問題提起を行い、1950年のアメリカ型商法大改正で監査役機能が大幅に低下したが、第二次大戦以前におけるドイツ商法を範とした商法のもとで監査役制度は有効に機能していたとの見方を示した。また、堀内は、資本市場の機能の質的な側面を分析するうえでは、近年のロー・アンド・ファイナンスの研究などを参考に、監査役や少数株主についてどのような法制度が採用されていたのか、そしてアメリカの制度とどう違っていたのかを明らかにするのが今後の研究上の課題のひとつであると指摘した。

次いで、戦前における銀行の自己資本比率について、堀内は1900年前後に自己資本比率がかなり高水準になっているのは、銀行が十分な貸出分散をできない、あるいは機関銀行化しているといった理由で預金者にとって銀行預金が危険な資産であったためであり、そうしたエージェンシー問題への対応として生じた一種の均衡状態と位置付けられるとの見解を示した。そのうえで堀内は、第一次大戦後にかけて均衡から乖離する預金銀行化、自己資本比率低下という現象がなぜ生じたのかとの問題提起を行った。これに対し、岡崎は、第一次大戦前まで一種の均衡状態にあったとの堀内の見方に同意しつつ、大戦期に新しい預金者が大量に預金市場に参入したことによって均衡から外れ、1920年代後半にかけて銀行法や規制強化などによって再び新しい均衡へと収束したとの見解を示した。

## ロ．銀行中心の金融システムか、資本市場中心の金融システムか

石井は、自らの研究の出発点として、戦後の日本で個人投資家が活躍する株式市場が展開しなかった歴史的背景を探りたいとの問題意識が存在していたとしたうえで、岡崎等が一連の研究の中で、戦前の日本においてはアングロサクソンの株式市場が展開していたとの主張を行ったため、これに対する疑問がわいてきたと述べた。

10 普通銀行と貯蓄銀行の貸出に占める株式担保金融の割合は、1910年代の30%台後半から40%程度の水準から、1931年に21%まで低下したのち、上昇に転じ、1937年には28%となった。

11 橋本寿朗、『現代日本経済史』、岩波書店、2000年を参照。



**佐藤**は、寺西、石井、岡崎の立場は、第一次大戦前の日本の金融システムについての認識においては異なっているわけではなく、違いは1920年代以降の変化の捉え方にあり、寺西は第一次大戦期前後の連続性を重視し、石井は明治以降1920年代までを視野に置いているのに対し、岡崎は第一次大戦以降1930年代までを含めた時期における変化を重視しているという認識を示した。また、これに関連して、**福田**は、第一次大戦後の構造変化として、金融システム安定のためのセーフティネットの整備と中央銀行の役割の拡大を指摘した。

銀行中心型と市場中心型の対比という分析の枠組みに関し、**福田**は、代表的研究としてアレン＝ゲイル<sup>12</sup>を取り上げ、そこでは金融システムが市場中心型か銀行中心型かという問題は経済の発展段階と関係付けられており、遅行している国では技術の模倣が多く、文科系出身の銀行員でも容易に審査ができるため、銀行中心型となりやすい一方、先行している国では最先端の技術の評価が求められるため、幅広くリスク分散が可能である市場中心型が生じやすいと論じられていると整理した。そのうえで、後進国であった戦前日本における市場の発展は、経済発展に伴って銀行中心型から市場中心型に移行すると考えたアレン＝ゲイルの見方に修正を迫る事例となりうるものであるとその意義を評価した<sup>13</sup>。さらに、銀行中心型と考えられている戦後の金融システムについても、三輪芳朗<sup>14</sup>のように市場の機能を重視する研究が存在することを紹介し、2分法的な分類には常に例外がありえるとしつつも、大局的な把握を試みるのが重要であると強調した。また、**岡崎**は、アレン＝ゲイルは、日本の1930年代の金融市場では株式が重要な役割を果たしていたと記述しており、そこでは堀内論文<sup>15</sup>が引用されていると付言した。この点に関連して、**香西**は、ガーシェンクロン<sup>16</sup>やアレン＝ゲイルなど、銀行を後発国的な資金仲介機関とする見方について疑問を呈し、株式市場がイギリスやドイツでは未発展であった一方、アメリカや日本で発展したことから、後発国が新しい制度を導入したという側面があるのではないかと<sup>17</sup>との見解を示した。さらに、これまでの研究では戦前日本の株式市場の重要性が過小評価されてきたことは認めつつ、市場中心型であったと判断を逆転させることが妥当かどうかについては議論の余地があると述べた。

**浅井**は、一口に銀行中心の金融システムといっても、1920～30年代とそれ以前と

12 Allen, F. and D. Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000. を参照。

13 日本の金融システムについては、Hoshi and Kashyap [2001] が、今後は戦前期にそうであったように市場中心型へ復帰するという見方を提示している。

14 三輪芳朗＝J・マーク・ラムザイヤー、『日本経済論の誤解 「系列」の呪縛からの解放』、東洋経済新報社、2001年を参照。

15 Horiuchi, A., “Financial Sector Reforms in Postwar Japan: an Overview,” Working Paper, University of Tokyo, 1995.

16 Gerschenkron, A., *Economic Backwardness in Historical Perspective: A book of Essays*, Harvard University Press, 1960. を参照。

17 大島清、『日本恐慌史論（上）』、東京大学出版会、1952年を参照。

では意味合いが異なるとして、戦前の日本を一括りにして「銀行中心だったかどうか」という問題を設定することが妥当かと疑問を呈した。具体的には、19世紀の日本は資産家資本主義（クローニー・キャピタリズム）の時代であり、日露戦争から第一次大戦にかけて大衆貯蓄が増えたあとは大衆資本主義の時代であると位置付けた。そのうえで、銀行中心型か市場中心型かという類型は大衆資本主義時代の金融システムに当てはまるものであり、資産家資本主義における市場と大衆資本主義における市場は質的に大きく異なっているとの見方を示した。さらに、間接金融と直接金融という整理を初めて行ったガーレイ＝ショー<sup>18</sup>は、1960年代に途上国のアドバイザーとして、経済発展段階の低い国では資本市場の育成よりも、中央銀行による成長通貨の供給と銀行制度の整備のほうが重要であると主張していたことを紹介したうえで、日本の資産家資本主義の時代における市場と近代的な銀行制度である国立銀行の関係について質した。これに対し、石井は、明治の企業勃興期には、大阪等で鉄道会社や紡績会社の有力な株主となったのは商工業者の上位数パーセントであり、それ以外は株式とは無縁な層であったことから、資産家資本主義と評価することが可能であるとの見解を示した。そのうえで、この時期には資産家の資金だけでは十分でなかったため、株式市場に参加するほどの資産を持たない人の資金を銀行経由で集める必要があったと論じた。さらに、日本では第一次大戦期までに資本主義が確立し、資本主義の内部で資本を賄うことが可能となり、その過程で大衆株主層が成長をみたと指摘したうえで、1930年代にこうした大衆株主層がなぜ後退したのかが今後の研究課題であると述べた。

さらに浅井は、大衆資本主義の時代における日本（銀行中心型）とアメリカ（市場中心型）の違いが生まれた背景について質した。これに対し、岡崎は、日本では第二次大戦期に大きな反転（グレート・リバーサル）が起こっており、これが日米の差をもたらしたと考えていると答えた。この点に関連して、霧見は、1890年頃の日米における大企業の資金調達について、アメリカでは社債が大きな役割を果たしたのに対し、日本では社債の代わりを銀行が補っていた点が大きく異なっていた事実を紹介した。そのうえで、日米で違いが生じた背景として、アメリカでは社債へ積極的な投資を行う信託会社や生命保険会社などの機関投資家が存在して資本市場を通じた資金運用を担っていた一方、日本においてはこれに代わるものとして定期預金が大きく発展しており、これが銀行を通じた資金の流れの背景となっていたことを指摘した。さらに、従来日本的な仕組みであると考えられてきた株式担保金融がアメリカでも普及していた事実を紹介しつつ、こうした点はアメリカの学界では大きな論点とはみなされていないと指摘し、アメリカの金融システムが日本との比較においてより市場中心といえるかどうかを含めて、日本とアメリカの金融システムの特徴について再検討する必要があると述べた。

18 Gurley, J. G. and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960. を参照

**霧見**は、寺西が金融の量的側面の検討において明らかにした資金調達の階層性や多様性についての検討が、質的側面においてはなされておらず、大企業中心の分析にとどまっている点を指摘したうえで、コーポレート・ガバナンスについても規模別、産業別、法人形態（株式会社、合資会社、合名会社等）別に検討する必要性があると論じた。これに関連して、**南條**は、リスクを勘案した資本コストをもとに考えれば階層性や多様性は整合的に理解できるとし、産業革命期など事業の当たり外れが極端であった時期や、業績の変動が大きい産業においては、要求リターンは高いが大きなリスクを負担できる資金調達手段として株式が選好されたのに対し、第一次大戦後の慢性不況期には事業会社の収益が低位安定したため、要求リターンの低い資金調達手段として社債などが選ばれたとの見方を示した。また、コーポレート・ガバナンスの有効性は株主や銀行など資金提供者の要求するリターンに影響を与えていたと考えられると述べた。

**香西**は、石井が提起した直接金融と間接金融の共存という視角に賛意を示したうえで、経済全体は直接金融と間接金融からなるポートフォリオを有しており、どちらが中心かという問題は経済の動きに合わせて行われるポートフォリオ調整の結果とも考えられるとの見方を示した。そして、個別のセクターを分析対象とする証券市場論、銀行金融論に加えて、金融システム全体をどう評価するかという意味でのシステム論が重要であると述べた。さらに、株式担保金融に関する認識について、間接金融が直接金融を支えたという側面だけではなく、株式を担保に借入をした澁沢栄一のような人物がいたからこそ間接金融が発展したという意味では、直接金融が間接金融を支えたという逆の見方もできるのではないかと述べた。また、寺西が報告の中で、量的にみた間接金融のウエイトが時代を経るにつれて高まっていった要因について、産業構造の変化を反映するものであり、必ずしも個別の近代的産業や企業において資本市場の利用度が高まったことを反映するものではないと述べた点に関して、構成要素ごとの内容が同じでも構成比率が変わればマクロ的には大きな変化と捉える必要があるのではないかと指摘した。さらに、預金者のリスクに対する評価や株式市場の効率性などを分析するうえでは、預金金利や証券利回りにリスク・プレミアムがどの程度反映されていたかなど、金融市場の機能の数量的なチェックが重要であることを指摘した。

**武田**は、分析の視角として、金融システムは資金余剰主体から資金不足主体へ資金を仲介する仕組みであり、本源的な資金余剰主体、本源的な資金不足主体、そして資金仲介者という区別を軸に考える必要があると指摘するとともに、株式を直接金融、銀行貸出を間接金融と単純に捉えるのではなく、例えば株式担保金融における澁沢栄一や廣海家などの株主は、むしろ金融仲介者として位置付けるべきであると論じた。そのうえで、戦前の金融システムを分析する際には、資金仲介者や市場の位置付けが時間の経過とともにどう変化したかが重要な問題となろうと付け加えた。そして、具体的な論点として、銀行が中心的なプレーヤーであり続けたかどうか、ならびに、第一次大戦後の株式市場におけるプレーヤーの多様化には発展では

なく歪み<sup>19</sup>と捉えるべき面もあったのではないかとといった点を実証的に検討する必要性を指摘した。

**翁**は、市場の自律的な動きの結果として金融システムが変化したという見地からの発言が多く出されたとしたうえで、日本銀行や政府の政策やその影響はどうであったのかという問題提起を行った。この点に関連して、**堀内**は、1900年代初めから大蔵省、日本銀行が小規模銀行の参入抑制に努めたにもかかわらず、実際に銀行統合、銀行の規模拡大が進むのは1920年代に金融危機が実際に発生し、銀行法が制定された後の1920年代末以降であったとして、1920年代初までは政策当局の意に反して大規模銀行は小規模銀行に対し効率性等の面で優位性を発揮できなかったと述べた。

**鎮目**は、1920年代に金融システムが不安定化したのち、日本の金融システムは自律的な制度進化を遂げて新たな均衡に向かったのか、それともこうした自律的な制度進化は不十分であり政府の介入が必要であったのかと質した。これに対して、**岡崎**は、銀行に関しては銀行法や銀行合同政策に関して政府が果たした役割が大きかったのに対し、株式市場については政府の介入がなくても自律的な制度進化が起こったと考えられるとの見解を示した。

### (3) 総括コメント

**香西**は、戦前日本の金融システムを考えるうえでは、直接金融と間接金融のどちらが優勢であったかという視点は重要であるが、同時に直接金融と間接金融は相互に依存し合う関係にあり、その両面を検討していくことが重要であると総括した。そのうえで、株式市場が発達しても株式が預金を完全に代替することは不可能であり、金融システムには双方が不可欠であることを前提として、そもそも預金や株式がどのような金融商品であったのかを明らかにしていくことが重要であると述べた。そして、本日提示された論点を踏まえ、預金のリスクや株式のガバナンス機能などに関する実証分析の重要性を指摘した。さらに、今後解明されるべきテーマとして、資産家資本主義から1920年代、1930年代を経ていわゆる1940年体制に至る歴史の流れと、この間の政策対応を挙げた。

---

19 例えば、東京電燈の証券子会社が株式担保金融を利用して東京電燈の株式を購入し、株価をつり上げたあとで東京電燈が増資をした。