

戦前日本の金融システムは 銀行中心であったか

てらにしじゅうろう
寺西重郎

要 旨

戦前の金融システムについては、産業銀行的な銀行を中心とする金融システムであったという後発資本主義国論の立場からの見解が、従来から支配的であり、資本市場の果たした役割を強調する研究は概して少数派であった。しかし近年、戦前における株式市場の発展を強調する研究が発表され、従来の通説との間で論争が起こっている。本稿では、数量的および質的な側面から銀行と株式市場の果たした役割を包括的に再検討する。数量的な面では、民間非金融部門の資産・負債構成と製造業および公益部門の主要企業の資金調達の長期データを検討する。民間非金融部門は全体として銀行借入に強く依存しているが、大企業のみをとると株式による資金調達への依存度が高いことが指摘される。また、こうした特徴には通時的な傾向が看取されるが、それらは、データのカバレッジの違いなどによるものであって、システムの基本的変化ではないことが明らかにされる。質的な面では、銀行と株式市場の資源配分機能（情報生産機能およびリスク負担機能）と企業統治機能の2側面について、両者の果たした役割を比較する。株式市場は、企業統治では一定の役割を果たしているものの、資源配分機能は資産家の狭いグループの内部でしか発揮されていないことが指摘される。他方、銀行は、資源配分機能の面ではリスク資金の供給で大きな役割を果たしたが、その企業統治機能は十分でないことが指摘される。

キーワード：戦前の日本、金融システム、銀行、株式市場、企業統治、リスク負担、
情報生産

本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿のもととなった研究は、2004年の秋に日本銀行と政策投資銀行の研究会で報告された。これらの研究会では、福田慎一教授（東京大学）、浅井良夫教授（成城大学）、花崎正晴氏（日本政策投資銀行）、粕谷誠助教授（東京大学）などの方から有益なコメントをいただいた。また鎮目雅人氏（日本銀行金融研究所）は報告原稿を読み、貴重な助言を提供された。2005年9月9日の日本銀行金融研究所・金融史ワークショップでは、石井寛治教授（東京経済大学）、岡崎哲二教授（東京大学）の両氏から懇切なコメントを、また、香西泰氏（日本経済研究センター客員研究員）をはじめとする参加者からさまざまな貴重な助言、示唆をいただいた。ここに記して感謝したい。この時のご意見を参考に「はじめに」を大幅に改訂し、「結語」部分の最後のパラグラフを書き加えた。ただし、本稿に示されている意見は日本銀行あるいは金融研究所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。

寺西重郎 一橋大学経済研究所教授（E-mail: jteranishi@ier.hit-u.ac.jp）

1 . はじめに

高度成長期におけるわが国の金融システムは銀行中心の仲介型のシステムであった。家計部門の資産保有は預貯金が中心であり、企業部門は中小企業だけでなく大企業まで主として銀行借入により資金を調達した。株式市場の機能は株式の持合いにより、社債市場の機能は政府規制により大きく減殺されていた。経済の投資リスクは個人投資家のリスク負担によって担われるのではなく、国家の暗黙の預金保護のもとで銀行の貸出資産多様化によるリスク引下げ機能によって担われていた。株式持合いのもとで株主の権限が制限された結果、企業統治において株主主権が機能する余地は限られ、かわって企業統治は経営者の内部規律とメインバンクの監視により行われた。本稿では、戦前期の金融システムが高度成長期と同じような銀行中心のものであったか、それとも逆に株式など資本市場中心のものであったかを検討する。

学説史的には、戦前期金融システムはドイツ的な産業銀行色の強いものであったという見方がかつては支配的であった。加藤 [1957] などの機関銀行論はその典型であり、山口 [1966, 1970, 1974] の繊維産業金融史は商人・地主の株式投資の分析をふまえたうえで、日銀信用に支えられた銀行を中心とする資金の流れが果たした大きな役割を強調した。しかし他方で、志村 [1969] は、第一次大戦後において株式市場による社会的資金の動員がきわめて重要であったことを指摘したし、杉山 [1970, 1976] や霧見 [1983] は戦前期における資本・貨幣市場の萌芽的な発展の重要性を強調した。また、最近ではHoshi and Kashyap [2001] が、戦前の企業金融と企業統治において株式市場を利用する「文化」のあることを強調した¹。

こうした研究史の前提のうえで、戦前期の金融システムの性質について、それが銀行中心の間接金融型のものであったとする石井 [1997, 1999] と株式市場による企業金融を中心とする資本市場型のものであったとする岡崎 [1993]、岡崎・奥野 [1993]、岡崎・浜尾・星 [2005] の間で論争が起きている。両者の論争は、単なる量的役割の比較だけでなく、銀行と証券の質的能力とその進化の相違にも及んでいる。しかもその対立には、両者の戦前期経済システムの把握に関する基本的スタンスのちがいともいえるべきものがかかわっている。すなわち、石井の主張は、日本資本主義の後進性を前提として先進国型市場の未発達と国家介入の必然性を強調する立場にかかわるものであり、他方岡崎らは、日本経済の発展を欧米型の制度への接近ないし制度のグローバルな標準化の立場、言い換えると一種の近代化論的進歩史観からとらえ、近代的市場進化の歴史的根拠を探ろうとするも

1 Teranishi [2003] はHoshi and Kashyap [2001] の議論の批判的評価を行っている。

のである²。

この論争について、筆者はかつて藤野・寺西 [2000] および寺西 [2003] において次のように指摘した。すなわち、数量的には、大企業部門の資金調達は株式に大きく依存していたが、より広くマクロ的な民間非金融部門をとると銀行借入によるファイナンスの程度は、戦後並みに高い。本稿では、戦前の金融システムに関する量的な情報をできるだけ包括的に整理し、この指摘のもつ意味を明らかにするとともに、こうした量的な考察を補完するものとして、銀行や株式市場の質的な能力に関する事実を多角的に評価し、戦前期の金融システムの性格をトータルに把握することを試みる。

次の2節では、藤野・寺西 [2000] が発表した数量データをより詳しく吟味することにより量的側面からの比較を行う。3節では、リスク負担、情報生産や企業統治に関する質的な側面を検討する。最後の4節で主要な結論をとりまとめる。なお本稿での資本市場の考察は株式市場に限ってなされる。短期金融市場や社債市場の問題は稿を改めて分析する予定である。また以下では、後進資本主義論とグローバル化論という経済像ないしモデルのちがいにふれることなく、できるだけファクチュアルに問題をとらえたいと考える。モデルのちがいにかわるより高い次元での考察は今後の課題として残されている。

2 . 量的側面からの検討

さまざまなレベルと範囲の企業部門の資金調達の量的大きさの観点から、銀行等による仲介型と株式を中心とする市場型の金融メカニズムを比較しよう。以下の分析において、資金調達には自己資金すなわち支配的株主による株式保有と内部保留をも含むものとする。言い換えると、ここでの資金調達は外部資金のみならず自己資金をも含む全体としての資金の調達を対象とする。以下ではまず、企業部門を構成する各部門間の資金調達方法の比較を行い、次に戦前期全期間（といっても松方デフレ期以後）についての調達方法の通時的变化を検討する。

(1) 部門別の比較

部門別分析では、民間非金融部門、全体としての大企業部門、製造業の大企業部門および在来商工業をとりあげる。

最初に、最も広い企業部門の概念として、マネーフロー表における民間非金融部門の資金調達を検討しよう。マネーフロー表は、マクロレベルで経済各部門を金融、

.....
2 前者の立場からは、高度成長期金融システムは、戦前期からの連続性のうちに把握されることになるし、後者の立場からは、それは戦争という外生的ショックにより近代化の経路が攪乱されたことにその起源を求めることになる。

政府、民間非金融、海外部門等に分割し、部門間の資金フローの大きさを金融手段 (financial instruments) ごとに記述するシステムである。このうち民間非金融部門について、戦後では、日本銀行のマネーフロー表 (『資金循環統計』) で法人企業部門と個人部門、すなわち家計部門と個人企業 (農業や中小企業) に分割された表が利用可能であるが、戦前については、民間部門を一括した表しか利用可能でない。したがって、ここでの民間非金融部門のデータには、法人形態 (株式会社および合資合名会社等) をとった大企業だけでなく、農業や在来的商工業などの個人、家族生産組織、それに家計部門が含まれる。

表1は民間非金融部門の負債残高の構成比を期間別に示したものであり、表2は主要企業の資金調達構成比を全産業と製造業について示したものである。これらの比較から次のことがわかる。

- (i) 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割合が高く、逆に株式割合が少ない。

民間非金融部門において借入金のシェアは40%以上から70%程度であるのに対し、全産業の主要企業の負債において借入金のシェアは2~7%、支払手形は5~10%程度、あわせても8~17%程度であるにすぎない。これを表1における借入金の株式・出資金に対する比率と表2の借入金・支払手形の株式に対する比率との比較でみると、前者は0.85~3.18の間であるのに対し、後者は0.1~0.3強の間でしかない。

ちなみに、ここで民間非金融部門の借入金は金融機関のデータから推計されたも

表1 民間非金融部門の負債 (残高の構成比の期間平均値、%)

| | 株式 | 社債 | 借入金 | 出資金 | コールその他 | 借入金の株式・ 出資金に対する比率 |
|------------|------|-----|------|------|--------|----------------------|
| 1886~90年 | 24.7 | 0.0 | 71.1 | 0.0 | 4.1 | 3.18 |
| 1891~95年 | 38.4 | 0.0 | 59.2 | 2.4 | 0.0 | 1.55 |
| 1896~1900年 | 35.3 | 5.1 | 57.8 | 1.6 | 0.2 | 1.43 |
| 1901~05年 | 32.8 | 5.4 | 59.7 | 2.2 | 0.0 | 1.57 |
| 1906~10年 | 26.8 | 6.6 | 62.1 | 4.4 | 0.0 | 1.86 |
| 1911~15年 | 26.6 | 6.7 | 60.7 | 6.0 | 0.0 | 1.83 |
| 1916~20年 | 31.6 | 5.4 | 57.5 | 4.3 | 1.3 | 1.58 |
| 1921~25年 | 35.7 | 6.9 | 50.2 | 5.8 | 1.3 | 1.18 |
| 1926~30年 | 35.2 | 7.5 | 46.6 | 10.1 | 0.6 | 1.09 |
| 1931~35年 | 37.6 | 7.7 | 41.9 | 11.7 | 1.0 | 0.93 |
| 1936~40年 | 42.1 | 5.6 | 40.2 | 11.0 | 1.1 | 0.85 |

備考：株式、社債、借入金、出資金、コールその他の合計に対するパーセンテージ。まず各年のパーセンテージを求め、それを期間ごとに5年平均した。借入金には銀行等による手形割引を含む。

資料：藤野・寺西 [2000] 附録

のであり、証書貸付や手形貸付などの銀行貸付とともに銀行などによる手形割引を含む。他方、主要企業のデータでは銀行などによる貸付は借入金として計上されており、また手形発行高は支払手形として示されているが、手形のうちどれだけが銀行などによって割引かれたかは不明である。しかし取引慣行からみて企業の振り出した手形は、大部分銀行によって割引かれたものと考えられるから、表1の借入金と表2の借入金と支払手形の合計値はほぼ概念的に対応するものとみて差し支え

表2 主要企業の資金調達（残高の構成比の期間平均値、％）

(A) 全産業

| | 株式 | 積立金 | 社債 | 借入金 | 支払手形 | 借入金・支払手形の 株式に対する比率 |
|----------|------|------|------|-----|------|-----------------------|
| 1902～05年 | 66.2 | 16.7 | 9.0 | 2.5 | 5.6 | 0.12 |
| 1906～10年 | 63.8 | 17.9 | 8.5 | 3.0 | 6.8 | 0.15 |
| 1911～13年 | 62.1 | 17.8 | 10.7 | 3.3 | 6.0 | 0.15 |
| 1914～15年 | 56.7 | 16.3 | 12.2 | 6.3 | 8.6 | 0.26 |
| 1916～20年 | 55.7 | 22.9 | 11.7 | 2.6 | 7.1 | 0.17 |
| 1921～25年 | 55.9 | 19.1 | 13.4 | 4.5 | 7.1 | 0.21 |
| 1926～27年 | 51.6 | 13.2 | 21.8 | 6.1 | 7.4 | 0.26 |
| 1928～30年 | 51.0 | 11.2 | 20.9 | 6.9 | 10.1 | 0.33 |
| 1931～35年 | 52.4 | 11.1 | 21.6 | 7.0 | 8.0 | 0.28 |
| 1936～40年 | 53.9 | 14.1 | 15.8 | 7.0 | 9.0 | 0.30 |

(B) 製造業

| | 株式 | 積立金 | 社債 | 借入金 | 支払手形 | 借入金・支払手形の 株式に対する比率 |
|----------|------|------|------|-----|------|-----------------------|
| 1902～05年 | 59.0 | 10.3 | 6.3 | 7.6 | 16.8 | 0.41 |
| 1906～10年 | 55.7 | 18.0 | 8.0 | 4.6 | 13.7 | 0.33 |
| 1911～13年 | 54.4 | 17.6 | 12.8 | 3.7 | 11.6 | 0.28 |
| 1914～15年 | 54.2 | 14.7 | 10.2 | 6.7 | 14.2 | 0.39 |
| 1916～20年 | 50.2 | 24.0 | 11.0 | 2.5 | 12.4 | 0.30 |
| 1921～25年 | 48.6 | 25.3 | 9.7 | 4.0 | 12.4 | 0.34 |
| 1926～27年 | 44.3 | 20.3 | 17.8 | 5.2 | 12.5 | 0.40 |
| 1928～30年 | 49.8 | 15.2 | 15.3 | 8.9 | 10.8 | 0.40 |
| 1931～35年 | 54.4 | 17.0 | 13.6 | 7.6 | 7.5 | 0.28 |
| 1936～40年 | 55.3 | 18.7 | 8.8 | 8.6 | 8.5 | 0.31 |

備考：株式、積立金、社債、借入金、支払手形の合計に対する構成比を示す。まず各年について、2期の金額の平均値をとり、平均値についての各年の構成比を期間ごとに平均した。1902～13年は『会社総覧』（大阪株式取引所）を基礎資料とする51～52社のデータ。1914～27年は『事業会社経営効率の研究』および『東洋経済株式会社年鑑』（東洋経済新報社）を基礎資料とする53～80社のデータ。1928年以降は『本邦事業成績分析』（三菱経済研究所）の産業別データの集計値である。

資料：藤野・寺西 [2000]

ない。また表2の主要企業は、すべて株式会社であり、ここでの株式の数値は払込資本金がとられている。しかし、戦前の大企業は、1920年代までの財閥の持株会社に代表されるように株式会社以外の大企業法人が大きなシェアをもっていた。例えば、1925年において、全国の株式会社数は1万7,600社でその1社当たり払込資本金は54万2,000円であったが、合資会社は1万1,500社、合名会社では5,200社あり、その1社当たりの出資額はそれぞれ6万4,000円および17万1,000円であった(寺西[2003]24頁)。表1ではこうした株式会社以外の法人企業の出資金の数値もおさえられている。

(ii) 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、借入金と支払手形の割合が低い。

表2において全産業と製造業の主要企業をくらべると、前者において株式の割合は1902～05年において66.2%であるのに対し後者では59.0%であり、明らかに前者が高い。この差は、次第に小さくなっているものの1920年代までは存在する。逆に借入金と支払手形の比率は、全産業の方が製造業より低く、この差も縮小傾向にあるものの1920年代までは持続している。全産業と製造業の差は借入金・支払手形の株式に対する比率においても明らかに存在する。1920年代までの間、この比率は全産業について10～20%台であり、製造業において30～40%である。

以上の命題(i)(ii)にみられる民間非金融部門と主要産業のちがいは、および主要企業内での全産業と製造業のちがいは、主としてデータのカバレッジによっている。まず、民間非金融部門と主要企業のちがいは、家計の外部からの資金調達を無視すると、主要企業が近代的大企業からなるのに対し、民間非金融部門にはおびただしい数の在来部門小生産者(在来商工業者と農業)が含まれていることによっている。戦前期経済において実質GDPに占める農林水産の割合は1888年において41%、1920年において24.7%、1938年において15.9%であった。これら在来部門小生産者は、株式などでの資金調達はほとんど行わなかったから、その借入依存度は非常に高く、これが民間非金融部門の借入金の株式・出資金に対する比率を引き上げていたものと考えられる³。次に主要企業における全産業と製造業のちがいは次のような理由によるものと考えられる。表2において全産業には、製造業に加えて電気(電力)、ガス、鉄道、電気鉄道、海運など広義の公益関連事業の主要企業が含まれている。これらの広義の公益関連事業は、その知名度と公共性から初期から大部分の資金を資本市場から調達していた。例えば、1897年頃において鉄道会社の資金調達の92.6%が株式(払込済)であるのに対し、紡績は55.1%、食品工業は64.6%、化学工業は71.1%、窯業は57.8%、金属工業は72.5%、機械工業は66.3%であった(寺西[1982]209頁)。表3にみられるように、この傾向は第一次大戦後も変わってい

3 後にみるように、在来部門小生産者は銀行から直接資金を借り入れることはまれであり、大部分は商人や地主を介しての重複的な金融仲介に頼っていた。表1の借入金はこうして銀行から商人や地主を通じて在来商工業者に流れた資金をとらえたものである。

表3 1926～27年の産業別主要企業の資金調達（残高の構成比の期間平均値、％）

| | 株式 | 積立金 | 社債 | 借入金 | 支払手形 | 借入金・支払手形の 株式に対する比率 |
|----------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| 製造業 | 44.3 | 20.3 | 17.8 | 5.2 | 12.5 | 0.40 |
| 綿糸紡績業 | 47.9 | 32.8 | 9.4 | 3.6 | 6.3 | 0.21 |
| 造船業 | 30.7 | 19.6 | 26.9 | 1.9 | 21.0 | 0.76 |
| 化学肥料 | 47.9 | 5.7 | 23.6 | 11.6 | 11.2 | 0.47 |
| セメント | 57.4 | 6.8 | 22.2 | 6.8 | 6.8 | 0.24 |
| 製紙 | 41.3 | 9.2 | 30.3 | 9.7 | 9.6 | 0.47 |
| 製糖 | 45.4 | 19.1 | 12.4 | 3.8 | 19.4 | 0.42 |
| ビール | 50.4 | 35.6 | 8.6 | 0.9 | 4.5 | 0.11 |
| 製粉 | 28.1 | 7.5 | 14.3 | 7.3 | 42.9 | 1.81 |
| 電気 | 54.9 | 3.0 | 31.7 | 6.6 | 3.7 | 0.19 |
| 電気鉄道（鉄道） | 66.4 | 8.0 | 10.1 | 12.1 | 3.4 | 0.23 |
| 海運 | 55.3 | 37.1 | 8.1 | 1.4 | 1.2 | 0.05 |
| 全産業 | 51.6 | 13.2 | 21.8 | 6.1 | 7.4 | 0.26 |

資料：藤野・寺西 [2000]

ない。すなわち1926～27年時点において製造業の各産業の資金調達と電気、電気鉄道、海運などの広義の公益関連事業の資金調達方法をくらべると、明らかに前者で借入金と支払手形の割合が高く、後者で株式の割合が高い。ちなみに社債については、製造業で17.8%と高く、電気鉄道や海運で低い。しかし電気は31.7%と高い。電気の社債には大量の外貨債が含まれている。

（2）時期別の比較

以上、量的にみて、戦前期日本では、主要大企業の資金調達で資本市場、株式市場が大きな役割を果たし、他方、在来小生産者の金融では銀行貸出の役割が重要であったことがわかった。次の検討課題は、こうした市場型と仲介型の金融方式が特定の時期に格別に大きな役割を果たしたことがあったか、および傾向として時間を追ってその量的シェアが高まる傾向にあったか否かという点である。具体的には、石井 [1997] は、「産業革命期（1886～1907年）」において、銀行の役割がきわめて大きかったことを主張する⁴。また、トレンドに関して、岡崎・浜尾・星 [2004] は、銀行は産業革命期に比較的大きな役割を果たしていたがその後次第に資本市場によって代替されていったと主張し、戦前期において長期的に市場型化への動きがあったと主張する。他方、石井 [1999] は、銀行を中心とする資金循

4 岡崎・浜尾・星 [2005] もこの主張を株式の役割も無視できるという「限定」つきで受け入れている。

環は1920年代に金融危機により一時的「麻痺」に陥ったものの、基本的に戦前期の金融システムは銀行中心であったと主張している。

まず、産業革命期について検討しよう。表1によれば、1886年から1910年頃にかけて株式に比べて借入金のシェアが圧倒的に大きいことがわかる。しかし表1では、他方で1886～90年の期間から1891～95年の期間にかけて株式のシェアが24.7%から38.4%に急上昇していることが注目される。産業革命期初期における株式の役割の重要性は、民間非金融部門の資金調達をフローでみた表4でより明瞭であって、1891～95年の期間では株式のシェアが借入金のシェアより大きいという現象がみられる（ここでの株式には銀行などの金融機関の発行した株式は含まれていないことに注目されたい）。このことは、産業革命期の前半において大規模な企業の実設が行われ、そのための資金として株式が多用されたことに対応している。よく知られているように最初の企業勃興は1887～89年であり、1890年のリセッションのあと1893年から1895～96年頃にかけて第2の企業勃興があった。この企業勃興は、鉄道・電力などの公益的な産業と紡績・製紙・製糖・セメント・造船・製鉄などの諸製造工業にかかわるものであった。これらの企業はその設立後は、運転資金を求めて銀行借入を利用したであろう。しかし企業設立自体はあくまで株式を中心としたものであったことが重要であろう⁵。他方、しかしながらこの時期の経済発展はこうした近代的大企業の実設だけでなく、農業関連産業を中心とする在来的商工業の急速な発展によるものであった。在来産業の発展のかなりの部分は、企業勃興による需要拡大によるものであったであろう。しかしその他の大きな原因の1つは、（1897年までの）銀本位制のもとでの銀の金に対する比価が低下したことによる輸

表4 民間非金融部門の負債（期間中におけるフロー値の構成比、%）

| | 株式 | 社債 | 借入金 | 出資金 | コールその他 |
|------------|------|------|------|------|--------|
| 1887～90年 | 41.1 | 0.2 | 58.7 | 0.0 | 0.0 |
| 1891～95年 | 48.6 | 6.3 | 45.2 | 0.0 | 0.0 |
| 1896～1900年 | 28.9 | 0.5 | 62.3 | 8.2 | 0.0 |
| 1901～05年 | 22.7 | 6.1 | 65.1 | 6.2 | 0.0 |
| 1906～10年 | 23.8 | 9.9 | 55.8 | 10.5 | 0.0 |
| 1911～15年 | 25.7 | 7.4 | 62.8 | 4.1 | 0.0 |
| 1916～20年 | 41.0 | 2.4 | 47.9 | 5.9 | 2.7 |
| 1921～25年 | 23.0 | 15.8 | 51.2 | 8.7 | 1.3 |
| 1926～30年 | 45.4 | 26.4 | 25.1 | 8.9 | -5.7 |
| 1931～35年 | 68.8 | 14.1 | 0.0 | 10.2 | 6.9 |
| 1936～40年 | 42.8 | 11.5 | 46.0 | -1.0 | 0.7 |

資料：藤野・寺西 [2000]

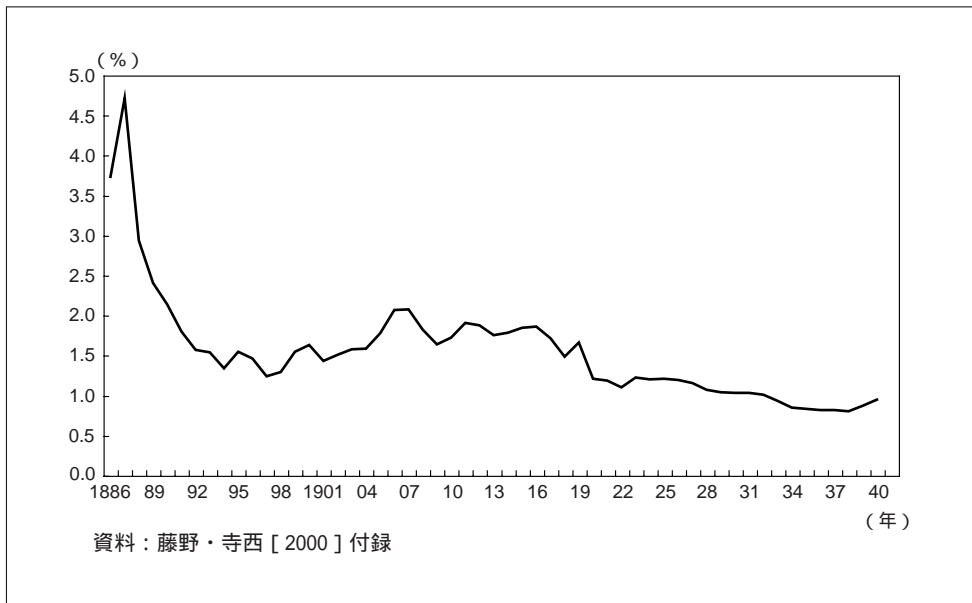
.....
5 株式担保金融の問題については後に検討する。

出伸長にある。いま1つの理由は、インフラの整備等により在来諸産業の内外の市場が拡大したことによっている。こうした在来諸産業の発展は、設備資金とともに多額の運転資金の必要を伴ったはずであり、その大部分は直接・間接に銀行借入によってファイナンスされたとみられる⁶。いわゆる産業革命期において銀行が大きな役割を果たすこととなったのはこうした事情によると考えられる。したがって次のようにいえよう。

(iii) 産業革命期には銀行の役割はたしかに大きかったが、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。

次にトレンドの検討に移ろう。表1で資本市場と銀行の相対的大きさの指標としての借入金の株式・出資金に対する比率の動きをみると、初期に3.18から1.43に激減したあと、しばらく上昇傾向をたどり⁷、1920年代以降はトレンドとして減少傾向にあるように見える。このことを確認するために年ごとの値を図示したものが図1であり、以上の観察を裏付けている。このことは、1910年代頃まで銀行の役割が強まり、その後1930年代にかけて株式の役割が強まるということを意味している

図1 民間非金融部門の借入金の株式・出資金に対する比率



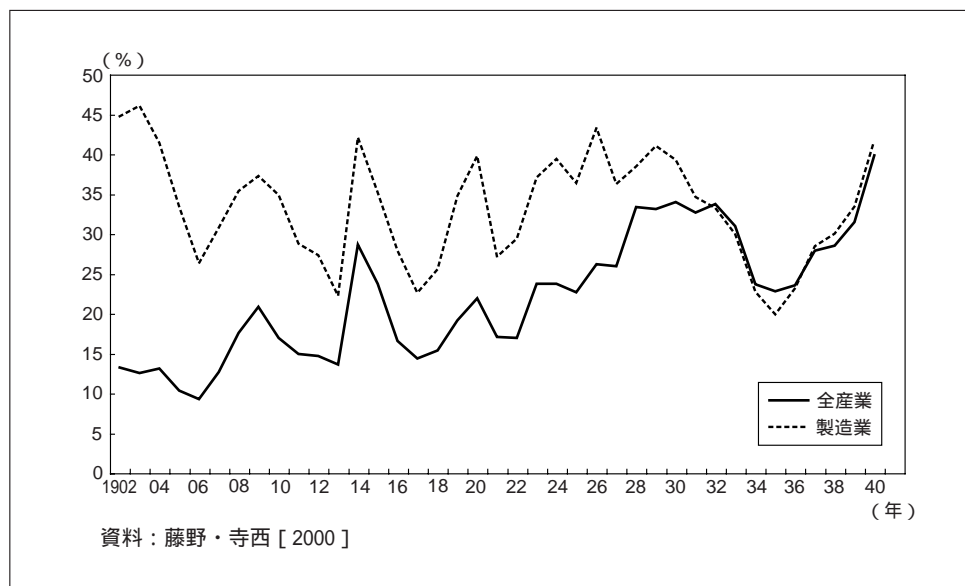
6 在来部門の設備資金はその大部分が自己資金によってまかなわれたと思われる。

7 1886～96年頃のこの比率の低下は、先にふれた大量の近代企業設立によるものである。

のであろうか。次に、表2で全産業の主要企業の借入金・支払手形の株式に対する比率をみると、この値は長期的に上昇傾向を示しているようである。上昇傾向は年ごとの値を図2では、きわめて明瞭に確認される。このことは主要企業において銀行を通じる資金調達が、水準としては全体として低いものの、時期を追って拡大したことを意味するのであろうか。

筆者はこれらの解釈は必ずしも正しくないと思う。まず主要企業について、産業ごとの借入金・支払手形の株式に対する比率を示した表5の数値をみると、全体として製造業の各産業では、大きなトレンドの変化はないことが注目される。念のために、製造業の借入金・支払手形の株式に対する比率の年ごとの値を図2に表示してみると、循環的な動きはあるものの、トレンドとしてはほとんど変化がないことがわかる。それゆえ、全産業の主要企業の借入金・支払手形の株式に対する比率の変化は、個々の産業ないし企業の資本市場への依存率の変化でなく、広義の公益産業に対する製造業の相対的な大きさという産業構造の変化ないしサンプル企業のバイアスによるものであることが推測される。そこで、藤野・寺西[2000]において製造業の使用総資産(株式、積立金、社債、借入金および支払手形の和)の全産業の使用総資産に対する比率を、原データの切り替わり時点である1902、13、14、27、28および40年について求め、これを会社統計表における工業と全産業の比率とくらべてみると表6のようになる⁸。両系列はほぼ似かよった動きを示しているとい

図2 主要企業の借入金・支払手形の株式に対する比率



8 参考までに表6には当年価格生産額における製造業生産額の、製造業と運輸通信公益事業生産額との和に対するシェアをも示してある。資本係数の大きな違いを反映して、この比率は他の2系列と大きく異なった動きを示している。

えよう。すなわち、全産業の主要企業における株式の借入金・支払手形に対する比率の変化は、おそらくはサンプルのバイアスによるものではない。したがって、図2における全産業の借入金・支払手形の株式に対する比率の長期的上昇は、主として借入依存度の高い製造業が産業構造においてシェアを高めてきたことによっていると考えられる。ただし、ここで注意しなければならないのは、表5において電気鉄道と海運の借入金・支払手形の株式に対する比率が、1920年代後半ないし1930年代に入って急増していることである。この理由は、今後の検討課題であるが、こ

表5 借入金・支払手形の株式に対する比率（％）

| | 1902～ 05年 | 1906～ 10年 | 1911～ 13年 | 1914～ 15年 | 1916～ 20年 | 1921～ 25年 | 1926～ 27年 | 1928～ 30年 | 1931～ 35年 | 1936～ 40年 |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 製造業 | 0.41 | 0.33 | 0.28 | 0.39 | 0.30 | 0.34 | 0.40 | 0.40 | 0.28 | 0.31 |
| 綿糸紡績業 | 0.46 | 0.27 | 0.30 | 0.41 | 0.17 | 0.13 | 0.21 | 0.11 | 0.09 | 0.43 |
| 造船業 | - | - | - | 0.76 | 0.59 | 0.57 | 0.76 | 0.70 | 0.34 | 0.28 |
| 化学肥料 | - | - | - | 0.32 | 0.20 | 0.46 | 0.47 | 0.51 | 0.42 | 0.38 |
| セメント | - | - | - | 0.35 | 0.35 | 0.32 | 0.24 | 0.23 | 0.15 | 0.16 |
| 製紙 | - | - | - | 0.43 | 0.23 | 0.47 | 0.47 | 0.47 | 0.45 | 0.15 |
| 製糖 | - | - | - | 0.26 | 0.37 | 0.36 | 0.51 | 0.58 | 0.39 | 0.23 |
| ビール | - | - | - | 0.11 | 0.12 | 0.09 | 0.11 | - | 0.11 | 0.13 |
| 製粉 | - | - | - | 1.09 | 1.47 | 1.91 | 1.81 | 1.70 | 1.63 | 1.55 |
| 電気 | 0.13 | 0.14 | 0.13 | 0.20 | 0.05 | 0.15 | 0.19 | 0.17 | 0.17 | 0.09 |
| 電気鉄道（鉄道） | 0.01 | 0.08 | 0.12 | 0.25 | 0.15 | 0.11 | 0.23 | 0.34 | 0.44 | 0.37 |
| 海運 | 0.01 | 0.02 | 0.01 | 0.05 | 0.00 | 0.04 | 0.05 | 0.26 | 0.19 | 0.27 |
| 全産業 | 0.12 | 0.15 | 0.15 | 0.26 | 0.17 | 0.21 | 0.26 | 0.33 | 0.29 | 0.30 |

資料：藤野・寺西 [2000]

表6 サンプル・バイアスのチェック

| | 藤野・寺西 [2000]における 使用総資本の製造業 / 全産業比率 | 会社統計表における 資本金の工業 / 全産業比率（製造業生産額 + 運輸通信公益事業生産額） | 当年価格生産額における製造業生産額 / 全産業生産額 |
|-------|---|---|-------------------------------|
| 1902年 | 0.28 | 0.20 | 0.94 |
| 1913年 | 0.39 | 0.39 | 0.91 |
| 1914年 | 0.52 | 0.41 | 0.89 |
| 1927年 | 0.45 | 0.39 | 0.87 |
| 1928年 | 0.44 | 0.39 | 0.87 |
| 1940年 | 0.63 | 0.52 | 0.93 |

備考：1. 藤野・寺西 [2000] の値は各年について1期（前期）の値をとった。

2. 会社統計表のデータは『本邦主要経済統計』（日本銀行）による。1914年までは払込資本金、その後は出資額または公称資本金であり、全産業には金融・商業・農業などを含む。

3. 当年価格生産額は『長期経済統計』（東洋経済新報社）第1巻の表12および表17による。

のためもあって図2における両比率は1930年代になってほぼ重なりあうこととなっている。以上から差し当たって次のようにいえよう。

(iv) 全産業の主要企業の借入金と支払手形への依存度の通時的な上昇は、主要企業における製造業のシェアの高まりを反映したものである。

次に、表1および図1における民間非金融部門の借入金の株式・出資金に対する比率の動きに移ろう。われわれは、在来小生産者の借入依存度についてのデータはもっていない。しかしそれは水準としてほぼ100%に近く、また通時的にさほど変化しなかったと考えて差し支えなからう。他方、近代的な大企業部門では、上でみたように借入金・支払手形の株式に対する比率は、製造業シェアの上昇を反映して、通時的に上昇傾向をもっていた。他方、在来産業の全産業におけるシェアは、中村説によると第一次大戦頃までは一定（すなわち在来と近代の均衡成長）、第一次大戦以降は減少傾向（すなわち不均衡成長）にあったと考えられる（中村 [1973]）。したがって次のようにいえよう。民間非金融部門の借入依存度は、第一次大戦頃まで近代部門の中で相対的に借入依存度の高い製造業のシェアの上昇を反映して、なだらかな上昇傾向をたどる。しかし第一次大戦以降は近代部門の中での製造業のシェアの上昇にかかわらず、全面的に借入に依存していた在来小生産者部門のシェアが低下したため、民間非金融部門の借入依存は減少することとなった⁹。したがって表1や図1にみられる第一次大戦以降の変化は、必ずしも近代的大企業による資本市場利用の程度が高まったことを意味するのではない。岡崎・浜尾・星 [2004] は表4と類似のデータ等から、長期的にみて戦前期において資本市場が銀行の機能を代替したと主張しているが、以上の考察からするとこの見方は必ずしも説得的ではない。

以上要するに次のようにいえる。

(v) 第一次大戦以降の民間非金融部門の借入依存度の低下は、在来産業部門の衰退という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産業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。

.....
 9 D で借入、 E で株式を表し、さらに近代部門（modern sector）と在来部門（indigenous sector）をそれぞれ添字 M と I で示そう。負債・株式比率を a で示すと $a_I = D_I / E_I$ 、 $a_M = D_M / E_M$ であり、 $a_M / a_I < 1$ である。民間非金融部門のマクロ的負債・株式比率は次のように表される。

$$\frac{D_M + D_I}{E_M + E_I} = a_I \left(\frac{1 + (a_M / a_I) \cdot (E_M / E_I)}{1 + E_M / E_I} \right).$$

それゆえ、 a_M が増加するとマクロ的負債・株式比率は増加し、 E_M / E_I が増大すると、マクロ的負債・株式比率は減少することとなる。

3. 質的側面からの検討

質的側面の検討に移ろう。以下では銀行などの仲介型の金融メカニズムと株式を中心とする市場型金融市場が資源配分と企業統治に関してどのような役割を果たしたかを検討する。資源配分効率については、第1に、銀行と株式市場がどの程度有効に投資機会についての情報を提供していたか、第2に、2つのメカニズムが、どの程度経済全体の投資リスクの負担にかかわっていたか、第3に、2つのメカニズムによる資源配分はどのような層の家計の選好を反映した資金配分を行っていたかが問題とされる。企業統治については、銀行の企業部門に対するモニター能力と株主によるそれとが比較される。また、株主が企業支配に当たってどのような工夫を行いエージェンシー・コストを引き下げたかについてもふれられる。もちろん、現在の研究水準とデータの利用可能性のもとではこうした問題のすべてに満足する解答を与えることはできない。以下の考察は、この問題についての考え方を整理するとともに、現在までの研究成果に基づいてきわめて暫定的な比較を行うことを目的とする。

(1) 資源配分効率の比較

まず、銀行の果たした資源配分上の役割から考察をはじめよう。まず情報生産については次のようにいえよう。

- (i) 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まかなうとともに、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充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否かについては疑わしい。

まず、近代的企業への貸出については、後述するように機関銀行性の問題があり、銀行の貸出は銀行自身の主体的判断に基づいてというよりは、関連する産業企業の資金需要に受動的に依拠してなされた面が強い。もちろん、戦後にくらべると銀行が不動産担保に依存する度合いは、軽微であった¹⁰。しかし、信用貸しや個人資産家への株式担保金融に関しても、多分に銀行家と個人の間いわゆる関係依存貸出 (connected lending) の性格が強かったと思われる。

次に在来的小生産者への貸出については、銀行の貸出は、銀行による商人・地主への貸出、商人・地主の小生産者への貸出という二重ないし二段階の構造¹¹をもっていたことが注目されなければならない。このことを雄弁に示すのが、銀行の業種別割合のデータである。表7にみられるように1920年代頃まで銀行の貸出の50%以

10 ほかに、担保物件の少ない農村部では不動産担保が多用された。

11 このメカニズムは寺西 [1982] で重複金融仲介とよばれた。

表7 銀行の業種別貸出割合（％）

| | 商業 | 工業 | 農業 |
|-------|------|------|-----|
| 1893年 | 49.2 | 1.0 | 5.6 |
| 1897年 | 63.7 | 1.2 | 8.3 |
| 1926年 | 50.4 | 18.6 | 7.6 |
| 1928年 | 71.8 | | 7.4 |
| 1938年 | 42.1 | 22.4 | 5.8 |
| 1940年 | 19.6 | 42.8 | 1.7 |

資料：寺西 [1982]

上が商業への貸出であった。商業への貸出の大部分は、米穀商や肥料商によって農家への貸出に向けられ、織物商や製糸問屋によって織物・生糸などの小生産者への前貸金融に向けられたと考えられる。また、地主や貸金業者は銀行から借入を行いつつ農家などへの貸付を行っていた。すなわち銀行は自己の情報蓄積によるのではなく、商人や地主の情報ネットワークを利用することにより在来商工業者への貸付を行っていたのである。商人・地主あるいは貸金業者の情報ネットワークがいかに強力であり、この意味で銀行の情報機能が限界をもっていたかは、寺西 [1991] およびTeranishi [1994] の計測がひとつの示唆を与えてくれる。両論文では、1920年代を対象に府県のクロスセクション・データにより貸金業者からの貸出の需要関数が計測されている。需要関数は利子率変数などと並んで、銀行や信用組合などによる代替的貸出の利用可能性に依存する。計測は¹²、信用組合の貸出は貸金業貸出にきわめて競合的であるが、銀行の貸出が貸金業者に対抗しうるには長期間の情報蓄積期間が必要であることを明らかにした。具体的には、ある府県に開設された銀行支店は、当初はほとんど貸金業者の貸出能力と対抗することができず、開設後約17年から19年程度の年月を経なければ農村部などでの有効な貸出を行えないことが示されている。

次に、銀行を通じるリスク負担については次のようにいえる。

(ii) 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。

理論的には、銀行は預金者の零細資金を集めて貸出先を多様化することによりリスクを削減する能力がある。しかし、戦前期の銀行では、この銀行のリスク削減機能は2つの意味において不十分であった。第1は、いわゆる銀行の機関銀行性であり、

12 具体的な銀行の情報生産の指標としては、府県ごとの銀行支店の設立後の平均的経過年数の推定値がとられている。

銀行の多くは特定の企業や特定地域の産地向けに集中的に資金を供給し、このため多様化の利益を犠牲にする傾向があった。第2に、小銀行乱立のせいもあって、銀行自体の資金規模が小さく、大規模化する優良な貸出先の需要に十分応じることができず、結果として多様化の利益を享受できなかったことがあるかもしれない¹³。表8によって、銀行、上場企業および全株式会社の規模分布を比較すると、1934年において銀行の規模分布は全株式会社とほぼ同程度であり、資本金1,000万円以上のシェアは前者で58.0%、後者で61.2%である。しかし上場企業の中にはきわめて

表8 1921年および1934年における全株式会社、上場企業および普通銀行の公称資本金規模別分布

| 1921年 | 全株式会社 | | 普通銀行 | |
|-------------|--------|-----------|-------|-----------|
| | 社数 | 資本金構成比(%) | 社数 | 資本金構成比(%) |
| 10万円以下 | 6,643 | 1.7 | 295 | 0.6 |
| 10～50万円 | 6,267 | 8.1 | 606 | 5.2 |
| 50～100万円 | 2,122 | 8.2 | 469 | 11.3 |
| 100～500万円 | 2,222 | 25.6 | 371 | 26.3 |
| 500～1,000万円 | 285 | 11.6 | 56 | 14.6 |
| 1,000万円以上 | 263 | 45.0 | 38 | 41.9 |
| 総数 | 17,802 | 100.2 | 1,835 | 99.9 |

| 1934年 | 全株式会社 | | 上場企業 | | 普通銀行 | |
|-----------------|--------|-----------|------|-----------|------|-----------|
| | 社数 | 資本金構成比(%) | 社数 | 資本金構成比(%) | 社数 | 資本金構成比(%) |
| 10万円以下 | 10,113 | 1.8 | 3 | 0.0 | 0 | 0.0 |
| 10～50万円 | 7,195 | 6.6 | 44 | 0.2 | 0 | 0.0 |
| 50～100万円 | 1,851 | 5.4 | 72 | 0.7 | 132 | 4.0 |
| 100～500万円 | 2,106 | 18.7 | 229 | 7.9 | 277 | 24.3 |
| 500～1,000万円 | 310 | 9.6 | 116 | 10.0 | 30 | 10.5 |
| 1,000万円～5,000万円 | 402 | 58.0 | 158 | 33.2 | 38 | 29.0 |
| 5,000万円以上 | | | 47 | 48.1 | 6 | 32.2 |
| 総数 | 21,977 | 100.1 | 669 | 100.1 | 483 | 100.0 |

備考：上場株式会社の資本金構成比は株数の構成比である。

資料：増地 [1936] 3頁、後藤 [1970] 78頁、『日本長期統計総覧』(日本統計協会) 第4巻174頁。

13 志村 [1969] はこの点に着目して、規模が小さいゆえに銀行が株式のアンダーライティング業務に進出することを得ず、したがって日本ではアメリカ的な投資銀行化への過程が生じなかったと論じている。ただし、安田とか三井などの大銀行は公社債引受業務に積極的に進出したのであって、この志村の命題は今後再検討の余地がある。

大きなものがあり、資本金1,000万円以上のシェアは81.3%である。また5,000万円以上のシェアでみると銀行のシェアは32.2%であるのに対し、上場企業の48.1%すなわち半分近くがこの規模である。逆に資本金500万円以下の上場企業は8.8%しかないのに銀行では28.3%ある。1921年については残念ながら上場企業の規模分布のデータは、当面利用可能ではない。しかし銀行法による銀行集中政策以前の時期では、銀行と上場企業の規模分布の格差は一層大きかったのではないかと推測される。

以上から、戦前期の銀行の貸出多様化によるリスク削減能力はさほど小さくなく、銀行部門の貸出リスクはきわめて大きく、その大きな部分は預金者によって負担されていたと考えられる。戦前期におけるたびたびの金融危機は銀行のかかえる高いリスクを裏書きしている¹⁴。しかも、特に銀行法施行以前の銀行の情報開示はきわめて不十分であった。このことを逆にみると、戦前期の預金者は銀行のかかえるリスクを十分意識しつつ銀行預金を保有していたことになる。民間非金融部門の資産保有構造の推移を示す表9と表10は、こうした預金者によるリスクテイキングの戦前期における重要性を示唆している。表9によると民間非金融部門の資産残高に占める預貯金の割合は、1886～90年の18.6%から1916～20年の43.3%にまで上昇しており¹⁵、その後も高水準にある。表10のフローの値でみてもほぼ同様の傾向がみられる。民間非金融部門による非金融部門の株式の取得は、残高でみて初期に急増しており（表9）、フローでみても初期にきわめて大きい（表10）。1887～90年のフローの構成比は36.5%という高水準にある。また銀行における資金動員に、その資本金による資金調達を加えると、そのシェアはさらに高まる。表9において預貯金と金融部門株式を加えたシェアは1901～05年に46.0%の水準に達している。フローでみると1896～1900年に最大の57.0%に達している。

次に、株式市場の資源配分上の役割について考えよう。まず情報生産については、次のようにいえる。

(iii) 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否かについては疑問が多い。

戦前の株式市場は発行市場が未発達のまま流通市場のみ活発な機能を発揮したと言われる（志村 [1969]）。しかし、流通市場は次のような特質をもつものであり、

14 (a)1900～01年の金融危機では、合計で59行が閉鎖休業、(b)1920年の反動恐慌では合計21行が休業、(c)1922年の金融危機では11行が休業、(d)1927年の金融恐慌では、第十五銀行、台湾銀行などを含む42行が休業。

15 この点からみると、石井 [1997] が銀行の大きな役割に注目することは当を得ている面がある。しかし、産業革命期の本質は、さきにもたように新企業設立にあるわけであり、銀行の役割はそれを補完して運転資金を供給したり、在来産業をファイナンスしたものであり、あくまで脇役的存在であったという問題は残る。また1920年代には銀行は「麻痺」状態にあったとされるが（石井 [1999]）、この間信託と保険は急速にのびており、こうした契約型貯蓄の資金仲介機能を考えると、仲介型金融全体としては必ずしも「麻痺」とはいえないことにも注意する必要がある。

表9 民間非金融部門の資産（残高の構成比の期間平均値、％）

| | 現金 | 預貯金 | 保険 信託 | 内国債 地方債 | 株式 | | | 社債 | 出資金 |
|------------|------|------|----------|------------|------|------|-------|-----|-----|
| | | | | | 合計 | 金融部門 | 非金融部門 | | |
| 1886～90年 | 21.6 | 18.6 | 0.1 | 29.2 | 28.3 | 17.0 | 11.3 | 0.0 | 0.0 |
| 1891～95年 | 21.4 | 20.9 | 0.2 | 19.2 | 31.7 | 13.4 | 18.3 | 1.0 | 0.0 |
| 1896～1900年 | 16.4 | 26.2 | 0.5 | 13.7 | 36.1 | 15.1 | 21.0 | 1.3 | 4.3 |
| 1901～05年 | 11.2 | 31.0 | 0.9 | 12.5 | 34.4 | 15.0 | 19.4 | 1.7 | 4.5 |
| 1906～10年 | 8.4 | 34.8 | 1.2 | 17.5 | 25.3 | 10.5 | 14.8 | 1.8 | 4.8 |
| 1911～15年 | 6.4 | 34.6 | 1.9 | 14.6 | 26.0 | 9.5 | 16.5 | 3.5 | 5.2 |
| 1916～20年 | 5.0 | 43.3 | 1.9 | 8.3 | 28.2 | 7.2 | 21.0 | 3.1 | 4.3 |
| 1921～25年 | 3.7 | 37.9 | 2.8 | 6.7 | 32.3 | 7.4 | 24.9 | 4.2 | 5.7 |
| 1926～30年 | 2.5 | 37.9 | 7.6 | 6.1 | 28.3 | 5.9 | 22.4 | 4.0 | 6.3 |
| 1931～35年 | 2.2 | 37.1 | 11.1 | 5.8 | 29.2 | 4.5 | 24.7 | 3.2 | 6.2 |
| 1936～40年 | 2.9 | 41.6 | 12.2 | 5.4 | 27.6 | 2.6 | 25.0 | 2.4 | 4.2 |

備考：ここで日本銀行の株式は非金融部門に入っている。その他を含めて合計で100%になる。表10も同じ。

資料：藤野・寺西 [2000] 附録

表10 民間非金融部門の資産（期中におけるフロー値の構成比、％）

| | 現金 | 預貯金 | 保険 信託 | 内国債 地方債 | 株式 | | | 社債 | 出資金 |
|------------|------|------|----------|------------|------|------|-------|------|------|
| | | | | | 合計 | 金融部門 | 非金融部門 | | |
| 1887～90年 | 22.0 | 17.8 | 0.2 | -4.6 | 42.2 | 5.7 | 36.5 | 0.2 | 0.0 |
| 1891～95年 | 16.8 | 33.6 | 0.8 | 5.6 | 32.9 | 5.8 | 27.1 | 3.7 | 0.0 |
| 1896～1900年 | 5.2 | 35.3 | 1.2 | 3.5 | 43.1 | 21.7 | 21.4 | 1.7 | 9.8 |
| 1901～05年 | 5.3 | 25.9 | 1.4 | 32.4 | 13.4 | 3.5 | 9.9 | 2.0 | 3.3 |
| 1906～10年 | 2.5 | 38.4 | 2.0 | 11.8 | 20.3 | 5.9 | 14.4 | 3.4 | 7.0 |
| 1911～15年 | -1.7 | 44.5 | 5.3 | 1.9 | 31.2 | 9.3 | 21.9 | 10.0 | 4.9 |
| 1916～20年 | 3.9 | 41.8 | 1.5 | 3.7 | 36.0 | 7.0 | 29.0 | 2.2 | 4.7 |
| 1921～25年 | 1.6 | 29.7 | 10.3 | 7.9 | 22.6 | 5.0 | 17.6 | 9.0 | 8.9 |
| 1926～30年 | -4.1 | 40.3 | 30.7 | -0.1 | 26.0 | -2.1 | 28.1 | 0.2 | 8.0 |
| 1931～35年 | 4.7 | 32.6 | 25.7 | 9.8 | 25.9 | -1.6 | 27.5 | -1.3 | 4.7 |
| 1936～40年 | 3.6 | 57.8 | 10.4 | 4.0 | 21.2 | -0.2 | 21.4 | 1.1 | -0.4 |

資料：藤野・寺西 [2000] 附録

その機能もまた必ずしも十全なものではなかった。第1に、取引形態としては現物取引と先物取引の一種である定期取引とよばれる差金決済取引の2種類あったが、株式取引所での取引は大部分が差金決済取引であり¹⁶、しかもその取引は現在の信用取引とちがって一切現物の裏付けがないきわめて投機的なものであった。このため買占めが起こると、極端な場合には、買い占めた株数が発行済み株式数を上回る事態さえ生じた。第2に、取引所を通じての株式の移動、すなわち現物取引と定期の受渡高の合計は、大阪で全売買高の1割以下、東京でも3割程度であった。現物の受渡しは専ら場外市場でのみなされた。第3に、取引所で取引されたのは、鉄道株、海運株などの大企業の株式のみであり、他の多くの株式は場外市場でのみ売買された。すなわち株価形成においても取引所の果たした役割は、株式市場全体からみると限定的なものであった。

このような特性からみて株価は投機筋の定期取引を通じてランダムに形成され、その限りでは効率的であった可能性がある。しかし価格に企業の将来収益予想が反映される程度は少なく、多分に現物商と投資家が個人的に得た個別企業情報にのみ基づいて価格形成がなされていたと思われる。片岡・丸・寺西〔2004〕は、紡績株29銘柄と鉄道株28銘柄を対象に1900年1月5日から12月29日までの日別の株価データと1898年1月から1903年の12月までの月別の株価データを用いて、株価形成の効率性の検定を行った。その結果、第1に、日々の株価変動率（収益率）に関して自己相関があるか否かの検定については、戦後と同様に効率性の条件が満たされていること、すなわち、相関を利用して超過収益をあげる余地は限られていたことを見出した。第2に、公定歩合変更の発表に対する株式収益率の反映は必ずしも瞬時でないこと、および、企業の純収益はその開示以後はじめてなだらかに株式収益率の累積残差平均値に影響するという点で、戦後についての分析結果とは異なった状況にあったことが示された。すなわち戦前の明治後期では株価は公定歩合のサプライズ効果を反映するに当たっては必ずしも十分伸縮的でなく、また企業収益の予想をその情報開示以前に織り込んで価格形成を行うという先見性をもっていたかという点必ずしもそうではなかったのである。

次に、株式市場のリスク負担については次のようにいえる。

(iv) 株式市場に参加していたのは流通市場で定期取引を行う投機筋を除くと大きな個人資産をも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。しかし彼らは、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うちでのみシェアする傾向があった。

16 明治期において現物取引の割合は、多い年で東京株式取引所で4分の1程度、大阪株式取引所では5%に満たなかった。

典型的な例は、財閥である。財閥家族は、無限責任社員として持株会社を所有し、持株会社は傘下企業を非公開のまま封鎖的に所有するというかたちで、その資産管理を行った¹⁷。傘下企業の投資行動は、持株会社によって厳しく監視され、原則として財閥内部の蓄積資金でのみ投資を行うという方式が、1920年代まで続いた。特に、外部からの借入の導入に関しては、本社の厳しいコントロールがしかれていた（宮島 [2003]）。財閥の経営において、個人資産家としての財閥家族が、どの程度投資行動に関与していたかについては諸説のあるところであるが¹⁸、無限責任のもとで財閥家族個人が投資リスクを十分意識していたことは間違いないであろう¹⁹。

財閥などの非公開会社ほどではないにしても、公開の大企業においても既存株主の仲間うちでの支配意識は顕著であった。そのことを最も雄弁に語るのが公開企業の増資の方法である。志村 [1969] が明らかにしたように、戦前期においては企業の増資のほとんどが既存株主への増資新株の額面割当によって行われた。額面による割当方式がとられた理由は、多くの場合、創業者利益の実現であるが、さらに重要なことは公募でなく既存株主に対する割当増資の方式がとられたことである。表11にみられるように、公募増資の割合は1914年以後の戦前のほぼ全期間にわたってきわめて小さく、大部分が既存株主への割当てによっていることがわかる²⁰。

表11 主要会社（402社）の増資方法

| | 1914～17年 | 1918～22年 | 1923～27年 | 1928～32年 | 1933～37年 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 増資額（公称資本金、百万円） | 387 | 2,497 | 1,459 | 967 | 3,928 |
| 増資方法別構成比（％） | | | | | |
| 合併増資 | 1.9 | 15.3 | 34.1 | 37.9 | 9.0 |
| 株主割当 | 72.7 | 67.8 | 52.5 | 54.8 | 68.9 |
| 功労株 | 0.2 | 1.4 | 2.8 | 1.1 | 1.4 |
| その他割当 | 4.7 | 2.9 | 2.4 | 1.3 | 9.5 |
| 公募 | 12.8 | 5.6 | 4.9 | 2.9 | 5.9 |
| 不明 | 7.8 | 7.1 | 3.3 | 2.0 | 5.1 |

備考：雑誌、社史等による調査。志村 [1969] では各年の社数、増資額とその方法別パーセンテージのみ与えられている。ここでは各年のパーセンテージからそれぞれの方法ごとの金額を推定し、あらためて期間ごとの金額の構成比を求めた。

資料：志村 [1969]

17 1937年にいたってはじめて財閥本社の一部が株式会社化し、本社社員は有限責任となった。

18 安岡 [1998] は家族による支配構造を強調するのに対し、森川 [1980] はそのもとでの専門経営者の裁量の度合いを強調し、麻島 [1983] や岡崎 [1999] は持株会社による傘下企業のモニター機能を重視する見解を示している。

19 武田 [1995] と宮島 [2003] は、「総有制」という特異な所有方式が無限責任社員である家族のそれぞれのリスク意識を高め、経営への発言（voice）を強めたと主張する。

20 しかも新株の発行は、銀行などの金融機関がアンダーライティング機能をもたなかったために、企業自身の手で行われた。

1920年代では合併増資のシェアが高いが、これは既存株式の合併会社株式への切り替えにすぎないから、性質としては株主割当と同一である。こうした既存株主による仲間うちの支配の構図は、新設企業の資本調達方法においてもみられる。表12に示されているように、新企業の資本金調達は多くの部分が縁故募集などによって行われている²¹。

もちろん、新株の公募も少しは行われたし、既存株式の売買は（主として場外市場で）活発になされたから、既存株主以外の新しい株主は増加した。表13にみられるように1920年から1934年にかけて郵便貯金の口座数は1.8倍、銀行の口座数は1.3倍になったにすぎないが、大企業の株主数は3.4倍に増加している。しかしそうした株主数の広がりをも前提として、そのときどきの既存株主は、特にそのうちの支配的株主とその仲間うちによる企業支配にこだわったとみられるのである。

表12 新設会社の資本調達方法の構成（％）

| | 1912～14年 | 1915～19年 | 1933～37年 |
|--------------|----------|----------|----------|
| 発起人、賛成人、縁故募集 | 64.0 | 78.2 | 19.9 |
| 会社 | 13.6 | 14.8 | 48.9 |
| 公募 | 7.0 | 4.4 | 3.8 |
| 政府 | - | - | 20.3 |
| その他 | 15.4 | 2.7 | 7.1 |

備考：公称資本金でみた資本の調達額の方法別構成比。雑誌、社史などによるサンプル調査。サンプルのカバレッジは1912～14年で全新設会社1,019社（資本金6億3,400万円）のうち70社（7,100万円）、1915～19年で6,309社（45億4,300万円）のうち100社（6億3,100万円）、1933～37年で6,652社（116億4,400万円）のうち302社（24億6,600万円）。

資料：志村 [1969]

表13 預金全口座数と株主の推移

| | 1920年 | 1934年 |
|---------------|--------|--------|
| 郵便貯金口座数 | 24,102 | 43,618 |
| 普通銀行口座数（千口） | 6,812 | 8,831 |
| 大企業10社株主数（千人） | 104 | 349 |

備考：普通銀行の口座数には貯蓄・積金の口座は含まない。大企業10社は東京電燈、大同電力、日本勧業銀行、大阪商船、東邦電力、日本石油、日本郵船、川崎造船所、日本電力、南満州鉄道。

資料：後藤 [1970]、増地 [1936] および『郵政百年史資料』（郵政省）。

21 1930年代には会社の割合が多くなっているが、これは大企業の株主における法人のシェアが急増したことに対応している。

以上の考察について2点の注釈を行っておこう。第1点は、株式市場を通じる資金部分の厚生的意味である。理論的にはよく発達した株式市場は、経済の消費者（＝資産保有者）の現在および将来の消費に対する嗜好を反映して、資金を配分するはずである。この点から考えると、戦前の株式市場は、限られた数の裕福な個人資産家の嗜好を反映するかたちで主要企業への資金配分、したがって近代産業の発展パターンを決定したことになる。零細な個人（＝消費者）は預金を保有し、銀行のリスクを積極的にとるといふかたちで経済の投資活動に参加したのであるが、その嗜好は主として在来的な生産活動への資源配分に反映されたといえるであろう。第2点は、いわゆる株式担保金融の機能である。戦前の株式は50円、100円という高額額の額面価格であったため分割払込みが一般的であり、その分割払込資金の調達のため保有する株式を担保にして銀行融資を受けるといふ慣行が幅広くみられた。石井[1999]はこの点に注目して、大企業の株式市場による資金調達は、株式担保金融を通じる銀行借入によって支えられていたものであって、この意味でも戦前期の金融システムの中心は銀行を通じる資金の流れであったと主張する。しかしこの点で重要なことは、株式担保で貸し出された資金が株式の払込資金に用いられるか、あるいは他の用途に用いられるかは銀行は関知するところではないことである。逆に、どのような方法でファイナンスされたにせよ株式への投資の配分は、投資家（＝家計）の意思決定によるものである。株式投資のリスクを銀行が負っているのではなく、銀行は単に投資家への貸出のリスクを負っているにすぎない。この意味で、株式担保金融の広がりを根拠に株式市場の果たした役割を割り引きして考えるという主張は必ずしも支持しがたいと考えられる²²。

しかしながら、投資家への貸出のリスクを銀行がとったということはきわめて重要な意味をもつ。この貸出の資金源泉は零細な預金であり、預金者は、銀行による投資家への貸出のかたちで、大企業への資金供給を行ったのである。預金者のとったリスクは銀行のリスクである。しかし、資金フローとしては、このルートで零細預金者から大企業への資金の流れが生じたのである。上述の銀行からの商人への貸出の大きな部分は、こうした株式投資のかたちで大企業部門に流れ込んだ可能性がある。言い換えると、こうした資金フローの意味では、銀行を通じる資金循環メカニズムが重要であったという、石井氏の主張は妥当である。資金のうち株式担保の部分のみに注目したため、石井氏の主張は混乱を招いたのである。

（2）企業統治における役割の比較

次に近代部門における主要大企業の統治メカニズムについて、資本市場と銀行などの金融機関がどのような役割を果たしたかを考えよう。まず次の点に注目する必要がある。

22 この点、福田慎一氏のコメントに負う。また寺西[1982]204～207頁を参照。

(v) 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た。

財閥の企業統治に当たって所有者である一族が強い支配力をもっていたとみられることは上述のとおりである。傘下企業の投資計画についても、投資の起案は持株会社の専門経営者のリーダーシップに負うところが大きであったが、おそらく最終的な投資計画の承認に当たっては一族の意向が大きな重要性をもったと思われる。

このことは、軽工業分野における綿紡・製紙・セメント・麦酒などの主要企業でも同様である（宮島 [2003]）。これらの企業の多くは、関連する事業を営む商工業者によって共同出資型企業として所有されていたが、企業的意思決定は共同出資を行った主要株主の合意のうえになされた。株主の数は限られていたため、株主総会が株主の合意形成の場として有効に機能したこともよく知られている（片岡 [1988]）。

さきにもみたように、これら大企業の増資は、大部分が増資新株の株主割当によってなされた。しかも戦前の日本では（社債は別として）株式のアンダーライティング機能は未発達であったから、新株の発行・割当およびその後の払込みの管理などはすべて、発行主体である企業自身の手によってなされた（志村 [1969]）。このことは、金融機関の投資銀行化の遅れという金融機関側の事情もさることながら、企業の既存株主に株式所有比率の維持による企業支配権の確保についての強い意欲があったことにもよるものと思われる。

次に銀行のモニターについては次のようにいえよう。

(vi) 大企業の企業統治において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。

これはなによりもいわゆる機関銀行化のもとでは、銀行は企業ないし企業グループの下に位置づけられる存在だったからである。機関銀行とは産業・企業がその必要資金を大衆預金の吸収によって調達するために資金の伝導管として設立した銀行である。戦前期の銀行の多くがこうした性格をもっていたことは加藤 [1957] 以来しばしば指摘されたところである。こうした銀行システムのもとでは、企業と銀行の間に株主だけでなく重役や経営者の重複（interlocking directorship）が生じ、株主・重役への関係依存貸出（connected lending）が横行し、銀行預金者や外部（非支配的）株主の利益に反した銀行行動が生じがちであった。宮島 [2003] は戦前日本の企業群を大株主保有比率と経営者による株主保有比率などの観点から、三井、三菱、住友の3大財閥系企業、軽工業における共同出資型の公開企業および企業家型企業の3タイプに分類し、このうち企業家型企業のファイナンスは機関銀行と密接な関係をもっていたと論じている²³。宮島の言う企業家型企業は、一般に大正財

23 寺西 [2005] に宮島 [2003] の3類型論の批判的検討が与えられている。

閥や新興財閥と言われる企業群を中心とするものであるが、これら企業では経営と所有の分離の程度が少なく、企業者型経営者が機関銀行からの資金を利用しつつ積極的な企業活動を行った。これらの企業では、銀行はグループ企業の一部でしかなく²⁴、銀行からの企業に対するモニター力は、おそらく、限られたものであったと思われる。

他方、綿紡績などを中心とする軽工業部門は日本のリーディング産業であり、手形売買市場で短期資金を調達するなど、高い資金調達を誇っていた。電気(電力)などの公益関連の企業も同様で、外貨社債による海外市場からの資金調達も可能であり、銀行との関係は一般に稀薄であった。また、財閥グループにおいても、グループの内部蓄積に基づく資金調達機構のもとで、銀行は必ずしも中心的企業ではなく、いわば財閥の「外延的拡張」を担当する存在であった(柴垣[1965])。以上から、戦前期においては、銀行が借り手である大企業をモニターする機能には大きな限界があったと考えられる。

それでは、こうした統治構造をもつ戦前期大企業で、経営者やその他従業員と株主との関係はどうであったのだろうか。所有者である支配株主が圧倒的支配力を行使したのか、あるいは同時期のアメリカにみられるように、経営者と所有者の間に鋭い対立が生じ、エージェンシー・コストが高まったのであろうか。戦前の日本では、これらとは別の状況が生じたとみられる(Teranishi[2005])。

(vii) 大企業の統治構造において株主は最終的支配権を掌握していたが、それにも関わらず、その残余所得権と企業支配権を徐々に専門経営者や中間管理職に委譲していった。

財閥における専門経営者への残余所得権と企業支配権の委譲の過程は、高橋[1977]および森川[1980]に詳しく論じられている。特に、内外で高等教育を受けた高級官僚や日本銀行のエリート職員が財閥からのリクルートの対象となった。財閥はこうした専門経営者に(最終的決定権は一族内に保留しつつも)多くの裁量権を与え、また多額の賞与を約束した。一例であるが、三井銀行の専務取締役中上川彦次郎(イギリスに学び、工部省・外務省を経て山陽鉄道の社長から三井銀行へ移る)は、銀行の利益の10%を賞与として要求したといわれる(筆者の暫定的推計では、当期純利益の処分について、これら財閥系企業は非財閥系企業にくらべて重役賞与の割合が高く配当の割合が低い)。多額の重役賞与は残余所得権の委譲であり、また三井において中上川の行った大改革は残余支配権の委譲がなされたことを示唆している。

同様の専門経営者への残余所得・支配権の委譲は財閥以外の企業でも行われた。例えば、綿紡績企業では大株主のうち経営手腕のある者が経営を引き受けることが

.....
²⁴ これはあくまで一般論である。例えば鈴木商店にとって台湾銀行は機関銀行であったが、台湾銀行がグループの傘下にあったとはいえない。

多かったが、次第に外部から専門経営者をリクルートする傾向が強まった。さらに、これら企業では、取締役会と経営陣を一体化させ、所有と経営の分離からするエージェンシー・コストの削減が図られた。例えば、綿紡績の雄である鐘淵紡績では、武藤山治（アメリカに学び鐘紡専務取締役、後社長）が1927年に株主総会において定款を改正し、社長、常務取締役は鐘紡に5年以上の勤務経験をもつ者に限り、これら役員はすべて専任とすることを決定した。同様の改革は、その後、東洋紡績、倉敷紡績、富士瓦斯紡績、日清紡績などでも行われた（由井 [1995]）。これらの組織改革が株主総会において株主の同意のもとに行われたことに注意する必要がある²⁵。

1920年代以降になると、大卒のホワイトカラー社員の雇用が増加し、彼らに対しても残余所得権と支配権の委譲が進行した。これら大卒社員に対しては終身雇用制がしかれ年功賃金が支給されるとともに、中間管理職として多くの裁量権が与えられた。特に製造業の工場には、本社と類似の経理・営業・労務などのセクションが設けられ、製品開発・工程改良・原材料入手などについてこれらに多くのオートノミイが与えられた。主要工場のセクション・チーフとなることはエリート・コースであり、将来経営陣に加わるためのワン・ステップであった。

以上のような専門経営者の登用、そのもとでの経営陣と取締役会の一体化および内部昇進機構の進展の一部は表14からうかがうことができる。すなわち、表中の(A)にみられるように1905年には75社中5社でしか2人以上の専門経営者はいなかった

表14 専門経営者の時代の進展

| | 1905 | 1915 | 1930 |
|-------------------|------|------|------|
| (A) 専門経営者の数 | | | |
| 2人以下 | 69 | 86 | 42 |
| 2人以上 | 5 | 29 | 113 |
| 合計企業数 | 75 | 115 | 158 |
| (B) 取締役中の専門経営者比率 | | | |
| 3分の1未満 | - | 50 | 20 |
| 3分の1以上 | - | 19 | 45 |
| 合計企業数 | - | 69 | 65 |
| (C) 専門経営者のキャリア・パス | | | |
| 内部昇進 | 8 | - | 247 |
| 中途入社その他 | 28 | - | 223 |
| 合計経営者数 | 36 | - | 470 |

備考：1. 森川 [1981, 1991] に基づいて作成された武田 [1995] 141頁の表を作り直したものである。

2. (A)の合計企業数は不明を含む。(C)の中途入社その他は、派遣役員と不明を含む。

25 ちなみに、富士瓦斯紡績専務取締役和田豊治の1905年のボーナスは30万円であり、同社の同年の純利益は300万円であった。

が、1930年には158社中113社となっている。また表中の(B)は経営陣と取締役会の一体化が進展したことを示している。さらに表中の(C)は内部昇進で専門経営者となった人の割合が増加したことを表している。

ちなみにTeranishi [2005] はこうした組織改革が産業構造変化や国際競争激化などのため、新技術取入れの必要性が高まったことによっており、株主(企業所有者)は従業員や経営者に企業の残余支配権を委譲することにより、ホールドアップ問題を回避し、企業特殊技能形成のインセンティブを与えたと論じている。

4 . 結語

戦前期の金融システムは銀行中心的であったか。この問題に関するわれわれの考察は、2節の量的側面について5つの、3節の質的側面について7つの命題に示されている。これら12の命題を要約すると次のようにいえよう。

まず、量的な側面について。株式を中心とする資本市場は大企業の資金調達において大きな役割を果たした。しかし、その役割が、例えば近代化論の想定するように、通時的に高度化したかということ、そうした形跡はみられない。民間非金融部門の資金調達において第一次大戦以降銀行借入のシェアが減少しているが、これはマクロ的な産業構造のうえで借入依存度の高い在来産業が衰退したことによっている。他方、銀行など仲介型の会社システムは、在来小生産者の資金調達および製造業を中心とする大企業の運転資金調達に大きな役割を演じた。しかし銀行の役割が、戦後に連続するかたちで、通時的に高まったということもまたない。大企業部門全体としては借入依存度が時間を追って上昇したが、これは広義の公益事業部門などにくらべて借入依存度の高い製造業のシェアが産業構造上高まったというみかけ上の理由に主としてよっている。

次に質的な側面について。株主ないし個人投資家は戦前期経済のリスク・マネーの供給において重要な役割を演じた。しかし、個人投資家の中心となった資産家たちはそのリスクを仲間うちでしかも身近にある情報に基づいてとる傾向があり、欧米型の公開型企业への動きは限られていた。また、株主は大企業を最終的に支配したが、日常の企業経営上の支配権は専門経営者や中間管理職に委譲する行動をとった。他方、銀行の質的能力は、企業情報の蓄積と処理および企業モニターの両面において強い限界をもっていた。しかしながら、預金者は、経営体としての銀行のリスクを承知しつつマクロ的に多額の資金を供給した。銀行に集められた預金は、1つには直接の貸出として在来産業や、企業(特に宮島 [2003] のいう企業家型企业)の運転資金となったし、いま1つの形態としては商人や投資家に貸し出され、株式資金のかたちで大企業の設備投資をファイナンスしたのである。この意味で銀行預金は、戦前期の経済発展におけるリスク・マネーの供給に大きな役割を果たしたのではないだろうか。

最後に、以上の考察に直接関連して残された問題にふれておきたい。第1に、戦

前の経済発展のファイナンスにおいて小生産者ないし中間層の貯蓄（その多くが預金形態をとったと思われる）がどのような影響をもったかという問題がある。初期における日本の経済発展資金の源泉として地主や商人の蓄積資金が主要な役割を果たしたということは、多分間違いないところであろうが、他方でそれ以外の層の貯蓄がどのような役割を果たしたかは、まさに成立した資本主義の運動パターンを考えるうえできわめて重要な論点である。石井 [1997, 1999] などでは、銀行預金形態をとったこれらの貯蓄が大株主と大企業からなる資本制生産を支えたのであり、その鍵となるメカニズムとして株式担保金融があると考ええる。他方、寺西 [1989]、Okazaki and Sawada [2005]などは、戦間期における中間層の預金増が銀行のモニタリングの弱化をもたらし、銀行中心の金融システムの機能不全につながったと考える。第2に、証券であれ銀行であれ、制度は不断に変化し進化している。本稿の質的面での考察では、簡単化のためにこの問題にあまりふれないうえに、この面の考察も残された重要な課題である。ちなみに、岡崎・浜尾・星 [2005]は株式の上場制度と取引所取引を中心に戦間期以後、株式市場の機能の向上が顕著であったと論じている。他方で寺西 [1989]やOkazaki and Sawada [2005]などが論じているように、銀行制度についても機関銀行性の払拭などの面で大きな機能の向上があったわけであり、これらの制度の進化をよりていねいに考察することが必要である。

参考文献

- 麻島昭一、『戦間期住友財閥の経営史』、東京大学出版会、1983年
- 石井寛治、『日本の産業革命』、朝日新聞社、1997年
- 、『近代日本金融史序説』、東京大学出版会、1999年
- 岡崎哲二、「企業システム」、岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本の経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年、97～144頁
- 、『持株会社の歴史』、筑摩書房、1999年
- ・奥野正寛、「現代日本の経済システムとその歴史的源流」、岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本の経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年、1～34頁
- ・浜尾泰・星岳雄、「戦前期日本における資本市場の生成と発展：東京株式取引所への株式上場を中心として」、CIRJEディスカッションペーパー、J-119、2004年
- ・、
、「戦前期日本における資本市場の生成と発展：東京株式取引所への株式上場を中心として」、『経済研究』Vol. 56 No. 1、2005年、15～29頁
- 片岡豊、「明治期における株主と株主総会」、『経営史学』第23巻第2号、1988年、33～58頁
- ・丸淳子・寺西重郎、「明治後期における株式市場の効率性の分析（上）（下）」、『証券経済研究』第47号（9月）、2004年、53～63頁
- ・、
、「明治後期における株式市場の効率性の分析（上）（下）」、『証券経済研究』第48号（12月）、2004年、69～81頁
- 加藤俊彦、『本邦銀行史論』、東京大学出版会、1957年
- 後藤新一、『日本の金融統計』、東洋経済新報社、1970年
- 柴垣和夫、『日本金融資本分析』、東京大学出版会、1965年
- 志村嘉一、『日本資本市場分析』、東京大学出版会、1969年
- 杉山和雄、「紡績会社の手形発行と市中銀行」、山口和雄編『日本産業金融史研究紡績金融（編）』、東京大学出版会、1970年
- 、「株式会社制度の発展 - 紡績、鉄道を中心にして」、小林正彬・下川浩一・杉山和雄・梅井義雄・三島康雄・森川英正・安岡重明編『日本経営史を学ぶ（1）明治経営史』、有斐閣、1976年
- 武田晴人、『財閥の時代』、新曜社、1995年
- 鶴見誠良、「第一次大戦中短期金融市場の発展とビルブローカーの経営軌道」、『経営志林』第51巻第1号、1983年、29～63頁
- 寺西重郎、『日本の経済発展と金融』、岩波書店、1982年
- 、「不均衡成立と金融」、中村隆英・尾高煌之助編『二重構造』（日本経済史6）岩波書店、1989年
- 、「工業化と金融システム』、東洋経済新報社、1991年
- 、「日本の経済システム』、岩波書店、2003年
- 、「書評：宮島英昭（著）『産業政策と企業統治の経済史』」、『早稲田商学』第404号（6月）、2005年、101～107頁
- 中村隆英、『戦前日本の経済成長』、岩波書店、1973年

- 藤野正三郎・寺西重郎、『日本金融の数量分析』、東洋経済新報社、2000年
- 増地庸次郎、『我国株式会社における株式分散と支配』、同文館、1936年
- 宮島英昭、『産業政策と企業統治の経済史』、有斐閣、2003年
- 森川英正、『財閥の経営史的研究』、東洋経済新報社、1980年
- 、『日本経営史』、日本経済新聞社、1981年
- 、『経営者企業の時代』、有斐閣、1991年
- 安岡重明、『財閥経営の歴史的研究』、岩波書店、1998年
- 山口和雄編著、『日本産業金融史研究・製糸金融篇』、東京大学出版会、1966年
- 編著、『日本産業金融史研究・紡績金融篇』、東京大学出版会、1970年
- 編著、『日本産業金融史研究・織物金融篇』、東京大学出版会、1974年
- 由井常彦、『概説1915-37年』、由井常彦・大東英祐編『大企業時代の到来』、岩波書店、1995年
- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan*, Cambridge, Mass; MIT Press, 2001.
- Okazaki, Tetsuji, and Michiru Sawada, “Evolution of Financial System in Prewar Japan: Fall of ‘Organ Bank’ Relationship,” mimeo, University of Tokyo, 2005.
- Teranishi, Juro, “Modernization of Financial Markets: An Analysis of Informal Credit Markets; in Prewar Japan,” *World Development*, Vol. 22, No. 3, March, 1994, pp. 315-322.
- 、 “Review of Hoshi and Kashyap’s Corporate Financing and Governance in Japan,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 41, 2003, pp. 566-574.
- 、 “Investor Right in Historical Perspective: Globalization and the Future of the Japanese Firm and Financial System,” CEI Working Paper Series, No. 2004-21, 2005 (forthcoming in *Asian Economic Papers*).