

# 戦前日本における企業金融・ 企業統治の進化： 寺西論文「戦前日本の金融システムは 銀行中心であったか」に対するコメント

おかざきてつじ  
岡崎哲二

寺西 [2006] は、金融に関する歴史的・実証的研究を長年にわたってリードしてきた著者が、タイトルの問題に絞って論点を整理しつつ、自身の見解を提示したものである。論点を12の命題にまとめた、たいへん明快な論文であり、興味深く読んだ。また、その中で金融システムの性格に関する論争の一方の当事者として取り上げていただいたことに感謝する。

寺西 [2006] に関するコメントとして、最初に全体の論旨にかかわる点を指摘したい。寺西 [2006] は大きく、量的資金フローに関する2節と銀行・株式市場の「質的能力」に関する3節に分かれている。著者は、「論争において両者はともに量的資金フローの比較にそれぞれの主張の根拠を求めている」と整理したうえで、この論文では質的能力の視点を導入するというスタンスを表明している。しかし、この整理は適切ではない。岡崎 [1993] およびそれを拡張した岡崎 [1994] は、戦前日本の金融システム・企業金融の戦後と異なる特徴を量的に把握したうえで、その根拠として株主の能力、銀行の能力を含む企業統治の特徴を論じている。その点は Hoshi and Kashyap [2001] も同様であり、実際、岡崎 [1993, 1994] のタイトルはそれぞれ「企業システム」、「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」、Hoshi and Kashyap [2001] のタイトルは「*Corporate Financing and Governance in Japan*」である。すなわち、岡崎、星等は、銀行の役割を強調する先行研究の問題点を企業金融と金融システムに関する量的なデータによって明らかにしたうえで、先行研究に欠けていた企業金融・金融システムと企業統治の関係という視点を導入して議論

---

本稿は平成17年9月9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」の報告論文（寺西重郎「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」、一部改稿のうえ、本号に所収）に対するコメント論文である。なお、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。

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

を補強、拡張しているわけであり、その点で、寺西 [2006] は岡崎、星等と共通する枠組みに立っている。そして、寺西 [2006] の「質的能力」に関する命題(v)と(vi)は、岡崎 [1993, 1994]、Hoshi and Kashyap [2001] が強調した論点と基本的に同じものである。いいかえれば、寺西 [2006] は、戦前日本の金融システムが株式市場中心であり、それに大株主主導の企業統治構造が対応していたとみる点で、岡崎、星等の見解を事実上サポートするものとなっている。

一方、寺西 [2006] は、企業規模別、産業別にみれば基本的に資金調達パターンは19世紀末から変化しなかったという事実を強調している。この指摘は岡崎・浜尾・星 [2004] に対する批判としては妥当であるが、同論文の公開バージョンの岡崎・浜尾・星 [2005] はその批判を免れている。岡崎・浜尾・星 [2005] では、主要企業と非主要企業を区別したうえで、主要企業については産業革命期から一貫して株式市場が主導的な役割を果たしていたと述べているからである(17頁)。

それでは、戦前期に日本の金融システムは制度的変化を経験しなかったのだろうか。この点について寺西 [2006] は、企業における専門経営者の進出を除けば、基本的な特徴は変わらなかったとしている。しかし筆者は、企業統治ないし寺西 [2006] のいう「質的能力」の視点からみると、銀行と株式市場の両面で重要な変化が生じたと考える。両面の変化に共通する基本的な原因は、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である(岡崎 [2005a])。

まず銀行についてみると、銀行の負債構成が第一次大戦期に大きく変化したことが重要である。20世紀初めには40%前後、第一次大戦前にも30%前後の水準にあった銀行の自己資本比率は、1920年代には20%以下に低下した(図1)。これは20世紀初めには日本の普通銀行は依然として自己資本を貸付けるという性格を残していたこと、そして第一次大戦期に急速な預金銀行化が進展したことを示している(岡崎 [2004])。自己資本比率の大幅な低下は、預金者と銀行株主の間のエージェンシー問題を深刻化させたと考えられる。特定の企業と密接な関係を持ち、それらに融資を集中するという「機関銀行」は20世紀初めから存在したが、少なくとも1920年代と比較すると、20世紀初めには金融システムに対する負の影響は大きくなかった。その理由は、銀行の高い自己資本比率によって、貸出リスクの大部分を銀行株主が負っていたことにあると考えられる。一般に、銀行の自己資本比率の低下は、一方で銀行のリスク耐性を低下させ、他方で銀行株主のモラル・ハザードの原因となる。しかも、第一次大戦期には、同時に銀行株主の分散化が進展した。『株式年鑑』(大阪屋商店)の1915年版と1921年版に共通に株主データが記載されている13行の普通銀行についてみると、この期間に平均株主数は1,307人から2,479人に増加した(表1)。株式の分散化は、株主・預金者間のエージェンシー問題に加えて、支配的株主・少数株主間のエージェンシー問題を深刻化させる。

図1 普通銀行の預金銀行化

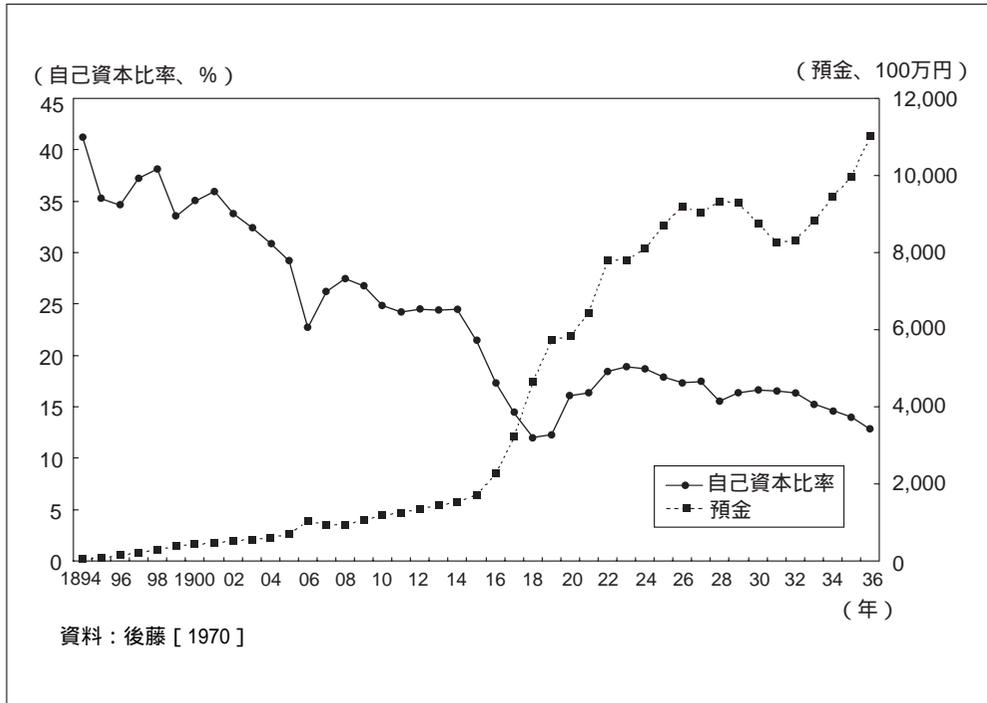


表1 普通銀行株主数の増加

	(人)	
	1914年	1920年
三十四	2,036	5,695
第一	2,762	4,811
明治	1,698	3,597
近江	1,088	3,247
第三	1,420	3,202
三十八	87	2,466
豊国	2,198	2,054
愛知	779	2,005
帝国商業	2,677	2,003
百三十	1,470	1,873
四十三	1,021	1,743
明治商業	602	1,369
日本商業	453	640
平均	1,307	2,479

資料：『株式年鑑』(大阪屋商店)の1915年版と1921年版。

1920年代の日本で金融システムが不安定化し、その原因として「機関銀行」が論議の対象となったのはこのような変化を背景としている。Okazaki, Sawada, and Yokoyama [ 2005 ] は銀行と企業の役員データを用いて、1920年代に銀行と企業の役員兼任関係が銀行の収益性に負の影響を与えたことを示した。この結果は、産業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・ハザードを起こしたことを含意している。一般に、銀行と産業企業間の密接な関係は、一方で貸し手と借り手の間にある情報の非対称性を緩和する役割を果たすが ( Lamoreaux [ 1986 ] )、他方で産業企業に投資をしている銀行の支配的株主によるモラル・ハザードの原因ともなる ( LaPorta *et al.* [ 2003 ] )。そしてこれら2つの機能のうちどちらがより支配的になるかを定める条件は、銀行の負債構成と銀行と産業企業の株式所有構造である。第一次大戦期の日本で生じた銀行の自己資本比率低下と株式分散化は、銀行・企業間の密接な関係に基づく融資の負の側面を拡大する結果をもたらしたといえる。

そして、そのことは銀行システムの進化を誘発した。すなわち1920年代の金融危機による銀行退出と、金融危機に対応するための政策的銀行合併の結果、銀行のガバナンス構造と銀行・企業間関係に変化が生じた。機関銀行の弊害が顕著だった中小銀行が退出と合併のために消滅し、また被合併銀行から産業企業との兼任役員が排除されたことによって、産業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 ( Okazaki, Sawada and, Wang [ 2005 ] )<sup>1</sup>。

株式市場面の変化は、銀行でも生じた株主の分散化である。第一次大戦期の株式ブームは多数の新しい参加者を市場に招き入れた。『株式年鑑』の1915年版と1921年版に共通して掲載されている大企業100社について、平均株主数は1914年から1920年の間に1,488人から3,949人に増加した。そして、株主の分布を地域別にみると、北海道、東北、北陸、中国、四国等の地方における増加が顕著であった ( 武田 [ 1979 ] 146 ~ 147頁 )。

株式の少数株主への分散化と地域的分散化は、支配的株主や経営者と少数株主間のエージェンシー問題を深刻化させる。1920年代に多数の企業で生じた収益性の長期的低迷、「蛸配当」などの諸問題 ( 高橋 [ 1930 ] ) はこの問題の表現とみることができる。その間に、1920年代から1930年代にかけて、株式所有構造に重要な変化が生じた。大株主の法人化である ( 志村 [ 1969 ] )。主要企業の最大株主 ( 10 ~ 15名 ) に占める個人株主の比率は1919年の74.4%から、1936年には15.7%に低下した。一方で法人株主の比率は同じ期間に15.1%から60.8%に上昇した。そして1936年の法人大株主の53.8%は持株会社であった ( 志村 [ 1969 ] 408 ~ 413頁 )。岡崎 [ 1999 ] は、1920年代から1930年代にかけて財閥の持株会社が、既存の財閥傘下企業に対し

1 エージェンシー問題の視点からみた銀行・企業関係の国際間・異時点間比較については岡崎 [ 2005b ] を参照。

て組織的なガバナンス機能を担うとともに、外部の企業に対してもその買収を通じて規律付け機能を果たしたという見方を示した。

大株式の法人化や上記のような財閥の機能は、1910年代以降に生じた株式所有の分散化によって生じたモラル・ハザードが誘発した、自律的な制度進化とみることができる。興味深いことに、このような現象は日本に特異なものではない。20世紀初めのアメリカでも、株式所有の分散化の結果、株主による企業モニタリング能力が低下した。このような状況下で、企業統治機能を担ったのはJ.P.モルガンをはじめとする大投資銀行であった。大投資銀行はパートナーを企業の取締役会に参加させることによって、企業統治と投資家に対するシグナリング機能を果たし、企業価値を向上させた（De Long [1991]）。日本で1920～30年代に生じた株式所有の法人化と財閥化は、アメリカにおける大投資銀行の企業投資への進出と対応する動きであり、その意味で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1つの形とみることができる。

要するに、第一次大戦期に生じた銀行の負債構成の変化と、銀行・産業企業の双方で生じた株式の分散化の結果、本源的な資金供給者と銀行・産業企業間のエージェント問題が深刻化した。1920年代の金融危機と企業にまつわるさまざまな問題はその表現であった。そして、金融危機と長期不況が銀行と株式市場の両面で制度進化を誘発し、銀行の健全化と持株会社と法人大株主による有効な企業統治が実現した。その制度的基礎のうえに株式市場の拡大に基づく1930年代の経済成長が実現したと考えられる。

## 参考文献

- 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、97～144頁
- 、 「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」, 『金融研究』第13巻第3号、日本銀行金融研究所、1994年、59～95頁
- 、 『持株会社の歴史』, 筑摩書房、1999年
- 、 「戦前日本の金融システムと銀行淘汰」, 『経済史研究』第8巻、2004年、1～18頁
- 、 「経済教室 - 企業統治と日本(下)」, 『日本経済新聞』2005年4月20日、2005年a
- 、 『コア・テキスト経済史』, 新世社、2005年b
- ・ 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
- ・ 、 「戦前日本における資本市場の生成と発展 - 東京株式市場への株式上場を中心として」, 『経済研究』第56巻第1号、2005年、15～29頁
- 後藤新一、『日本の金融統計』, 東洋経済新報社、1970年
- 志村嘉一、『日本資本市場分析』, 東京大学出版会、1969年
- 高橋亀吉、『株式会社亡国論』, 万里閣書房、1930年
- 武田晴人、「日本帝国主義の経済構造 - 第一次大戦ブームと1920年恐慌の帰結」, 『歴史学研究』1979年別冊、1979年、142～155頁
- 寺西重郎、「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」, 『金融研究』第25巻第1号、日本銀行金融研究所、2006年、13～40頁
- De Long, J. Bradford, “Did J.P. Morgan’s Men Add Value?: An Economist’s Perspective on Financial Capitalism,” in Peter Temin, ed. *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, The University of Chicago Press, 1991.
- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press, 2001.
- Lamoreaux, Naomi, “Banks, Kinship, and Economic Development: The New England Case,” *The Journal of Economic History*, 46 (3), 1986, pp. 647-667.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Guillermo Zammaripa, “Related Lending,” *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 2003, pp. 231-268.
- Okazaki, Tetsuji, Michiru Sawada, and Ke Wang, “The Fall of ‘Organ Bank’ Relationships during the Wave of Bank Failures and Consolidations: Experience in Pre-war Japan,” *CIRJE Discussion Paper*, F-379, 2005.
- 、 , and Kazuki Yokoyama, “Measuring the Extent and Implications of Director Interlocking in the Pre-war Japanese Banking Industry,” *The Journal of Economic History*, 65 (4), 2005, pp. 1082-1115.