

ワークショップ

「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性 (I) : 戦前期日本を事例として」の様相

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、2008年7月16日、「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性 (I) : 戦前期日本を事例として」と題するワークショップを開催した (プログラムは以下のとおり、参加者〈ラウンド・テーブル着席者〉リストは別紙)¹。

座長： 伊藤正直 東京大学教授

セッション 1. 戦間期日本における資本市場と生命保険会社の投資行動

論文報告： 武田晴人 東京大学教授

コメント： 岡崎哲二 東京大学教授

寺西重郎 日本大学教授

セッション 2. 戦間期日本企業の資金調達、資本コスト、資本構成：

最適資本構成理論からみた企業財務の効率性

論文報告： 南條 隆 日本銀行金融研究所企画役補佐

橘川武郎 一橋大学教授

コメント： 粕谷 誠 東京大学教授

宮島英昭 早稲田大学教授

全体討論

本ワークショップでは、戦前期日本の資本市場に焦点を当て、市場参加者、特に運用者としての投資家と調達者としての企業の行動を通じて、わが国の金融システ

.....
本稿に示された意見はすべて発言者ら個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。

1 文中における各参加者の所属ならびに肩書きはワークショップ開催時点のものである。

ム改革へのインプリケーションを探る議論が行われた。以下では、プログラムに即して、セッションごとに議論の概要を紹介する（以下、敬称略。文責：日本銀行金融研究所）。

2. セッション1. 戦間期日本における資本市場と生命保険会社の投資行動

(1) 論文報告 武田晴人（東京大学教授）

武田は、戦間期の生命保険会社（以下、生保）の資産行動の分析を通じて、生保が日本の資本市場の発展に果たした役割についての報告を行った（本号所収）。

(2) 指定討論者 岡崎哲二（東京大学教授）のコメント

岡崎は、武田報告の主要な発見として、① 1930年代に有価証券、特に株式への運用比率が上昇する中で、生保の運用資産構成が会社の類型を問わず均一化していったこと、②業種別にみた運用株式の分散が進展し、特に「その他」のカテゴリーに属する生保が多様な業種で資産を運用するようになったこと、③長期的にみると、財閥系生保のグループ内企業株式への運用比率が1910年代から低下傾向にあったこと、④有価証券運用利回りは、「その他」生保、四大生保、財閥系4社の順に低くなることという4点を挙げたうえで、以下のコメントを行った。

- 報告では、投資分野の分散化は、特に「その他」生保によって収益性の向上を目的として進められたとしており、「その他」生保がアクティブな運用により運用資産の範囲を広げていったとの見方が提示された。しかしながら、投資資産の分散化は、当時の市場の変化、具体的には市場の拡大や市場ポートフォリオの変化を前提とすると、生保が市場の変化に受動的に対応した結果であるとの代替的な仮説も成り立ちうるのではないか。実際、業種別の計数を用いて算出した市場ポートフォリオと生保の類型ごとのポートフォリオの乖離を計算すると、四大生保、財閥系4社、「その他」生保の順に乖離が小さくなることが確認される。
- 四大生保、財閥系4社、「その他」生保の類型化自体が適切かという論点もありうる。類型別にみた生保の資産運用利回りの差異を被説明変数として、生保タイプ・ダミーを説明変数として回帰分析を行うと、統計的に有意となる結果が得られたが、契約規模や過去からの成長率等の要因を説明変数として加えるとダミー変数は統計的に有意ではないとの結果が得られる。したがって、これら3つのタイプの運用資産の利回りは異なるが、規模や過去からの成長のパスを考慮すると、タイプ間には差がない可能性が示唆されている。

- 有力生保において、この時期、専門的な資産運用のスタッフが設置されるようになってきた点も踏まえると、有力生保は独自に効率的と考えるポートフォリオを考慮した運用を行っていた一方、個別的な評価能力を持たない中小の生保は基本的には市場ポートフォリオと安全資産と組み合わせる投資行動をとっていたとの解釈も可能ではないか。

(3) 指定討論者 寺西重郎（日本大学教授）のコメント

寺西は、武田報告が、生保が有価証券投資の中心部分に次第に躍り出て、証券市場の発展をリードするような立場になったことを示す重要な素材を提供したと述べたうえで、以下のコメントを行った。

- 生保の資産運用は、銀行預金から始まり、貸出になり、最後に有価証券投資へと変化した。背後にはどのようなメカニズムがあるのか。すなわち、貸出は情報レントを上乗せして獲得できる資産運用形態であり、有価証券投資と並んで収益には非常に重要な部分になると考えられるが、なぜ1920年代から1930年代にかけて貸出が増えず有価証券投資のシェアが増えたのか。これについて審査能力等との関係、情報生産能力、情報生産にかかるコストと情報から得られる収益である情報レントのバランスなどから検討できないか。
- 財閥系と非財閥系の違いから考えると、財閥系生保には銀行がグループにいるということが大きかったと考えられるが、財閥系と四大生保の貸出シェアを比べると財閥系の方が低い。財閥系では銀行のシグナルが効かなかったのか。1929年から1932年において、財閥系生保の金融への株式投資が大きいことは部分的に貸出の代替の意味を持つのではないか。また、貸出のシェアは景気循環的であり、第一次大戦の前、1920年代初め、1932年頃など不況期に大きいようであるがこれをどう解釈するか。
- 武田報告では、1933年以降、収益における売却益のシェアが増大しているということを指摘するとともに、生保は進んでリスクをとることによって、ハイリスク・ハイリターンへの投資を志向したと主張している。しかしながら、満州事変期あるいは1930年代の株式ブームの中心は、満州事変をきっかけに満蒙の権益を確保しようという動きを背景とした資源関連企業の株価上昇だったと考えられる。さらに、生保の株式投資は、電力などの公益事業のシェアが中心であることに加え、製造業に注目してみても割合が大きくなっているのは繊維産業で、株価の値動きからすると安全株だったといえる。そういう意味では仮に製造業の株式シェアが増えたとしても、それは本来的な生保の安全志向からは離れたものではないのではないか。

(4) リジョインダーおよび討論

武田は、指定討論者からのコメントに対し、以下のようなリジョインダーを行った。

- 岡崎・寺西コメントに共通して、本報告においては運用者である生保からの視点での分析がある一方、資本市場の側からの分析を欠いているのではないかと指摘がある。市場の拡大に伴い、拡大を主導するセクターに資金が流れた結果、市場における資産の構成と生保の資産構成が近似するのは自然である。しかしながら、金融機関別の株式投資の業種別構成比をみると、銀行、生命保険、損害保険、信託の間で重点的に投資するセクターに有意に差があるのではないかと考えられる。また、寺西コメントで指摘されたように生保は安定志向である可能性もあるが、本報告で取り上げた時期については、それ以前に比べると、アクティブなプレーヤーになったと評価している。なお、四大生保のポートフォリオと株式市場の業種別構成が乖離していたという点については、四大生保が従来の安定志向の運用を脱する必要があると考えて資産運用部門を強化した可能性もある。
- 最近のコーポレート・ガバナンスの議論の中で、資本市場を通じた株主による統治と、内部資本市場を通じた財閥での企業の統治のあり方に差異があるかどうか大きな論点となっている。予め2つの資本市場を区分けせずに、両方の市場に接点を持っている生保の行動をみることにより、両市場の相互の関連を解明することができないかというのが、本報告の前提となる問題意識である。したがって、類型別の投資行動の分析については今後議論を深める余地があると考えている。
- 寺西コメントにおいて、貸付金の役割をどう考えるかという問題が提示されたが、まず事実関係として、昭和恐慌期（1930年代初頭）に帝国生命、日本生命などの有力生保でようやく財務部門が独立したといわれているように、それ以前については一般的に、審査能力が議論できるような状態ではなかったとされている点を指摘しておきたい。また、財閥系銀行が系列生保とともに貸出を行っていたかどうかという事実関係については未解明である。1929～32年の時期についてみると、生保からの資金経路としては、金融株の保有よりは系列内銀行への預金の方が重要であったと思われる。
- 景気循環と生保の貸出との関係であるが、1927～33年の有力生保の貸付金の構成をみると、ほぼ半分が保険証券担保貸付である。当時の記録によると、保険契約者が資金繰りに窮して解約を求めた場合に、保険金の9～10割を貸し付けて解約を回避するケースもかなりあるとされている。その限りでは、貸付が不況期に増加して好況期に減少する現象が起こりやすい。こうした貸付金は、リスクや情報生産機能の面で通常の貸出とは性質が異なるため、貸付金の役割についてはこうした点を踏まえた分析が必要である。

- 1930年代の株式投資における資源関連セクターの重要性についての指摘は、数字としてはそのとおりであるが、当時の植民地における権益との関連等を評価するに当たっては、個別銘柄レベルでの分析も必要となる。なお、電力株については、生保の運用における安定性志向の結果ではなく、取引関係の中で電力に対する資金の運用のあり方を、ある時期には貸付金で短期に運用し、ある時期には株式に転換する、あるいは社債にかえるというような経路の選択を行っていたと解釈できるのではないか。

3. セッション2. 戦間期日本企業の資金調達、資本コスト、資本構成：最適資本構成理論からみた企業財務の効率性

(1) 論文報告 南條 隆（日本銀行金融研究所企画役補佐）、橘川武郎（一橋大学教授）

南條・橘川は、1930年代を中心とする戦間期日本企業の資金調達手段の選択と資本構成の決定行動に関して、最適資本構成理論に基づいた事例分析と計量分析を行い、企業の財務行動の効率性や最適な資本構成の決定要因について報告を行った（本号所収）。

(2) 指定討論者 粕谷 誠（東京大学教授）のコメント

粕谷は、南條・橘川報告を、戦前期の株式市場、債券市場の効率性を明らかにしてきた近年の資本市場史研究を踏まえ、資金調達者のサイドから株式発行と負債発行という選択の効率性について検証を試みた研究と位置付けたうえで、以下のコメントを行った。

- 分析の枠組みに関して、①資本構成のトレードオフ理論における節税効果、倒産コストは、戦前期の所得税制、倒産法制とどのように結びついていたか、また、②ジェンセン＝メックリングのエージェンシー理論において問題とされている株式を保有する経営者と外部株主のエージェンシー問題は取り上げられていないが（Jensen and Meckling [1976]）、資本構成に影響していないか。
- 数多い企業の中から東邦電力、日本窒素肥料、東京地下鉄道を事例として取り上げる理由はあるか。また、東邦電力の事例において、1935～37年には株主資本の資本コストが高かったにもかかわらず増資を行っているが、最適資本構成を追求していたといえるのか。日本窒素肥料の事例では、朝鮮窒素肥料という重要な関連会社があったので、両者を一体とした分析を行う必要がある。
- 資本コストを意識した行動があったことは十分に実証されているが、資本構成を意識した行動との間には若干距離がある。

(3) 指定討論者 宮島英昭（早稲田大学教授）のコメント

宮島は、南條・橘川報告を、戦前日本企業の資本構成の決定に関する初めての定量分析であり、簿価ベースに加え時価換算した資本構成についての推計を試みた初めての研究と位置付けたうえで、以下のコメントを行った。

- 具体的に実証されていることは、厳密な意味の「最適」資本構成のテストとは必ずしも言い切れないので、むしろ本報告のタイトルは、資本構成の決定要因と表現すべきでないか。
- 計量分析では、増資・内部資金と負債の選択の問題を取り上げているのに対し、事例分析では負債における借入と社債の選択を含め、資金調達全般に取り上げられており、やや整合的でない印象がある。
- 簿価ベースの資本構成と時価ベースの資本構成のどちらを重視すべきであるかの理由が明確でない。簿価ベースと時価ベースで固定比率の係数推計値の符号が逆転するのはなぜか。また、推計の時期として1932年と1936年を取り上げることは妥当か。
- 財閥系ダミーが説明変数として有意になることは、必ずしも財閥がモニタリングを行っていたことを意味するわけではなく、財閥の保守主義の可能性も考えられる。
- 推計モデルの拡張の可能性として、企業の成長可能性を表す変数として時価簿価比率（market book ratio）を追加することや、エージェンシー・コストの代理変数として外部株主の保有比率や経営者の保有比率を用いること、倒産リスクの代理変数として、ROE（Return on Equity）の標準偏差等を用いること、フローベースでの増資と負債の選択を検討することが考えられる。

(4) リジョインダーおよび討論

橘川は、主に分析の枠組みや事例研究に関して次のように回答した。

- 節税効果については、石油業界において在庫評価方法が利益や税額を左右し、企業の競争力に影響を与えたという経路などもあり、今後の課題として取り組みたい。
- 3つの事例については、資金調達戦略が判明する数少ない企業であるほか、当時の主要産業である電力と鉄道、そして時代を反映した新興コンツェルンに属する企業という側面を重視した。
- 東邦電力の1935年から1937年における増資は、松永社長が1930年代前半の電力外債問題を経験して資本コストは高くても自己資本比率を高める必要があると考えた結果の選択である。こうした考え方は、戦後の高度成長期まで受け継がれており、電力業界が他の産業と異なって、株主資本比率の向上を図る財

務行動をとった背景になったようである。

- 事例分析と計量分析で必ずしも平仄を合わせる必要はないと考えており、事例分析で企業の資金調達が多様な姿を明らかにしつつ、資本コストの引下げという共通する財務戦略を見出し、それを計量分析で検証するというアプローチをとっている。

南條は、主に分析の枠組みや計量分析に関して次のように回答した。

- 戦間期における節税効果は、5% という低い法人所得税率のもとで小さかったと考えられるほか、倒産コストは、メインバンクが存在しない状況で倒産が粛々と行われることは難しいので高かったと考えられる。
- 推計のベースについては、時価ベースでデータがとれる企業が少ないこと、特に1932年については財閥系に非公開企業が多く、サンプルがバイアスを持つ懸念があったため、簿価ベースの推計をメインとし時価ベースの推計で補完するかたちをとった。また、分析時点については、1932年は景気の回復局面、1936年は景気の拡大局面であり、景気循環上のステージが異なる2時点を選んでいる。
- 推計モデルの拡張に関しては、時価ベースの推計をメインに据える場合には、説明変数に時価簿価比率を入れることができるが、非上場企業を含む簿価ベースの推計では株価データが使えないので対応を考えたい。
- 経営者株主と外部株主のエージェンシー問題を考察するためには、経営者の持株数についてデータベースを構築する必要があるので、今後の課題として取り組みたい。また、資本構成というストックベースを分析対象としているのは、先行研究に従ったためである。連結ベースでの分析についてはデータの制約が強く長期的な課題と考えている。

上記のリジョインダーを踏まえ、岡崎は、産業ダミーを落とした推計では決定係数が低下しており、産業固有の要因を除くと、最適資本構成理論で説明できる部分はそれほど大きくないのではないかとの見方を示した。

4. 全体討論

(1) 戦間期生命保険会社の投資行動

北村（一橋大学教授）は、生保各社のポートフォリオ選択の差異は、ガバナンスの構造、例えば保険会社の財務運用者、保険契約者の質、契約者のモニターの仕方の影響を受けているのか、また保険料率の設定について規制はあったのかと質した。これに対し、武田は、会社形態でみると相互会社と株式会社でポートフォリオに目立った違いはみられず、保険契約者についても、財閥系生保は保険契約市場におい

て優位性を持っていたとの先行研究は存在するが、そのことが運用に影響を与えたかどうかは不明であると答えた。また、保険料率については基本的に各社が自由に設定できたとし、モニタリングについては保有証券や貸出担保について詳細な報告を徴求していた規制当局が重要な役割を演じたのではないかとの見方を示した。この点に関連し、伊藤座長（東京大学教授）は、戦間期生保において利差益、死差益、費差益という概念が確立していたのか、それが生保各社の資金運用に有意な影響を与えたのかと質した。武田は、そうした区分ではなく、保険収支と運用収支という区分で把握されていたとしたうえで、戦間期には有力生保は投資先の従業員と保険契約を結ぶ一方で、中小生保には質の悪い契約者が増えたために、運用で利益を稼ぐ必要が強まったと考えられ、これがアクティブな運用につながった背景だと推察されると述べた。運用スタイルの評価に関連して南條は、武田報告においては、株式投資における銘柄選択でなく、貸出や債券等を含めたアセット・アロケーションを考察していると解釈され、生保の運用資産全体と市場ポートフォリオの乖離を取り上げる必要があると指摘した。

また、北村が、財閥系生保であれば系列外の企業の株式購入は認められないなどの制約はあったのかと質したのに対し、武田は、先行研究によれば他の財閥系企業の株式保有は総じて少なかったと報告されていると答えたほか、岡崎は、他の財閥系企業の株式保有を禁止する規範はなく、他の財閥系企業の株式を多く保有するケースもみられたと補足した。

倉澤（横浜国立大学教授）は、マーコピッツのポートフォリオ理論が生まれるのが1950年代であり、戦前日本においてポートフォリオや分散化によるリスク軽減という発想が既に実務として根付いていたのであれば先進的であると述べたほか、伊藤座長も、安全資産や危険資産、裁定取引といった考え方を前提とした資産選択が行われていたかどうかはマーケットの形成に係る重要な論点であると指摘した。また、齊藤（千葉商科大学教授）は、生保資金運用において有価証券投資が中心を占めるようになり、1930年代に株式投資が増大した背景として、野田正穂の研究を踏まえ、満洲事変以後の軍需市場の拡大を背景とする重化学工業の発達によって株式市場が発展したこと、遊休設備の存在に基づく資金需要の低迷と預金の増大と低金利政策の推進によって金利の低下が生じたことを指摘した。また、1930年代の景気の好転によって、生保貸付において重視された保険契約者への保険証券担保貸付が低迷したことに注目した。武田は、生保の運用方針においては、預金は収益性が低い流動性を確保するために必要であるとか、証券運用で望ましい順番は国債、社債、株式であるという考え方が多いほか、金融恐慌から1932年頃までの時期は、生保は運用資金の増大を受けて運用領域を拡大しており、その過程でリスクを下げるために投資先を分散するのがよいという考え方が出てきた可能性はあるとの見解を示した。そのうえで、1930年代の貸出の伸び悩みは、貸出市場の低迷ではなく生保の運用戦略に変更があったと推察されること、運用方法の選択に関しては、同一の資金供給先に対して時期によって貸出、社債、株式と経路を変化させていることを指摘した。南條は、戦間期の銀行については、『銀行研究』や『銀行経営論』などの

業界誌・実務書において、例えば社債投資において値動きの異なる複数の銘柄を保有することでリスクを削減できるとか、資産運用においては性質的危険分散、对人的危険分散、地理的危険分散、期間的危険分散などさまざまな角度からの分散投資を行ってリスクを削減することが望ましいとされており、マーコビッツ的な運用実務が広がっていたと指摘した²。

靄見（法政大学教授）は、財閥に属する企業が時期によって変化していること、また1929～31年においては社債のデフォルト多発や社債浄化運動が生じて社債市場が変容していることを指摘したうえで、これらが生保の投資行動に与えた影響について質した。また、石井（東京大学名誉教授）は、戦間期には緩かだった生保に対する資産運用規制が1939年には厳格化された背景について、大手生保と中小生保のどちらに問題があったのかと質した。武田は、財閥系の定義については麻島氏の研究に従って財閥の持株比率が10%以上の企業という比較的広い定義を用いていると答えたうえで³、さまざまな制度変更が生保の社債投資に影響を与えていると考えられると述べた。規制強化については、1930年代から1940年代にかけて中小生保の3社に1社が脱落しており、そこで保険契約の継続性確保が問題となって運用規制につながった可能性が高いが、同時に国債の購入を勧めたい大蔵省の意図もあったのではないかとの見解を示した。

（2）戦間期企業の資金調達、資本構成

中村（東京大学准教授）は、明治期には企業統治を巡るさまざまな紛争が負債選択に影響を与えたが、戦間期はどうであったかと質した。これに対し、橘川は、企業統治紛争の影響は戦間期にもみられたが、社債市場が成長し調達手段の選択肢が増えたことは、資本構成のコントロールに役立ったと補足した。

岡崎は、戦間期は固定資産の評価替えが問題になった時期であり、時価ベースの推計で固定比率の係数推計値の符号が簿価ベースと逆転しているのは、固定資産が時価評価されていないからではないかと指摘した。また、寺西は、時価ベースと簿価ベースのどちらでみるべきかについて、株式発行を時価と額面のどちらで行ったかがメルクマールになると述べたうえで、1930年代には株主割当による額面増資が多く、新興財閥等がプレミアム増資、すなわち時価での増資を行っていたと紹介した。これに対して、橘川は、時価発行は新興財閥に共通してみられたのではなく、日産で顕著にみられたものであったが、たとえ額面発行が主流であっても、時価は追加払込徴収の際の株式担保金融に影響するので、簿価ベースと時価ベースの両方をみる必要があると答えた。

北村は、クロスセクション・データによる負債比率の推計は負債比率の決定要因の分析にすぎず、企業が最適資本構成を追求する行動をとっていたかどうかを検証

2 戦前期における普通銀行の資産運用に関しては、南條・粕谷 [2006] を参照。

3 財閥系生保の系列企業への投資については麻島 [1991] を参照。

するためには、パネルデータを用いて同一企業の経時的な調整行動を分析する必要があると指摘した。これに対して、南條は、Rajan and Zingales [1995] などの先行研究を踏まえ⁴、観察される負債比率が最適な負債比率であると想定して推計を行っていると答えた。倉澤は、現実の資本構成については、これを最適な資本構成への調整過程とみることも最適な資本構成が実現した結果とみることも可能であると指摘した。そのうえで、南條・橘川報告は、統計上の問題はあっても、限られたデータに基づく分析としては比較的よい結果が得られているとする一方で、近年の行動ファイナンスにおいては最適資本構成が存在しないという主張も現れていることに留意して、最適資本構成という言葉を強調しすぎない方がよいと述べた。

靄見は、戦前日本に存在した無数の企業の中から、トップの企業を取り出して、現在の経済理論に適合的な企業行動をとっていたという結論が日本企業全体の実態といえるのか疑問が残ると論じたうえで、分析対象企業の特徴について質した。これに対し南條は、ベースとなるデータは三菱経済研究所「本邦事業成績分析」であり、大企業でディスクローズのしっかりしたトップ企業が中心となっているほか、サンプル企業の財務状況のバラツキが大きいという傾向が窺われると答えた。

北村は、当時の財務担当者がその時代の知識でどのような財務行動をとっていたかを分析するのも有益であると述べたうえで、戦間期に注目されていた財務指標について質した。これに対して、橘川は、東邦電力の松永社長は1930年代には自己資本比率や有利子負債比率を中心に考えて行動していたほか、マスコミが借金会社の研究などのかたちで電力会社批判を行ったことなどを受けて減価償却費にも配慮していたと答えた。また、倉澤は、現代のファイナンス理論からみて、戦前において結果的に合理的な資金調達や資本構成の選択が行われていたということは意味があるとの見解を示した。

(3) 戦間期の資本市場と金融システム

2 報告に関する討議を踏まえ、伊藤座長は、開発経済学において、途上国の金融システムは多くの場合バンク・ベースであって、マーケット・ベースの直接金融は徐々に発展してくると考えられているのに対し、戦前日本の金融が、例えば最適資本構成理論がフィットするような状況にあったとすると、そうした効率的で合理的な企業行動を可能とする背景があったのではないかと問題提起を行った。また、戦間期の金融を研究する意義について、橘川は、日本の金融は、1930年代に欧米に近いマーケット・ベースとなったあと、戦後の高度成長期にバンク・ベースに戻り、1980年代には再びマーケット・ベースへ向かうという流れにあることから、1930年代をベンチマークとして扱うのが戦後の分析を行ううえでも有益であると論じた。これに対し、寺西は、1930年代は機関投資家や証券会社が成長し、企業も市場を大いに利用して発展した時期であるが、1930年代の特殊性に留意する必要があるとし、具体

4 最適資本構成の理論と実証研究については、Myers [2003] や Rajan and Zingales [1995] を参照。

的には①石井寛治氏が強調している銀行セクターの機能不全と②対外進出の結果として生じた国際的な孤立を指摘し、伊藤座長は1930年代に固有の特殊性と戦前戦後を通じて共通する普遍性を組み合わせた分析が重要であると論じた。宇都宮（日本銀行金融研究所企画役）は、資本市場に対する規制が少なかったのが戦前期の特徴であり、日本銀行の役割も市場への直接的な介入ではなく、例えば1920年半ばには無担保社債の増加に警鐘を鳴らし社債の有担化を提唱するなど、市場のルール作りの面で貢献していたのが注目されると述べた。

須田（日本銀行政策委員会審議委員）は、今日、ガバナンスを考えるうえでは、外部との関係を強く意識するが、報告に登場した戦前企業の場合はどうなっていたのかと質した。これに対して、橘川はオープン・エンド・モーゲージなどの資金調達方法を欧米から学んでおり、外圧ということではないが、海外から学ぶということが重要な意味を持ったと指摘したほか、南條は戦間期の企業は、資本市場のみならず、財市場、労働市場のいずれにおいても非常な圧力にさらされていたが、創意工夫を行う自由が保障されていたために効率的な対応ができたと考えられると論じた。高橋（日本銀行金融研究所長）は、南條・橘川報告からは企業が財務体質の改善に専念していた印象を受けるが、武田報告からは、生保が評価損益と売買損益をうまく操作して期間収益の振れをならしていたとのことであり、期間収益の安定性重視という戦後の日本企業に通じる企業行動が窺われるとの見解を示した。これに対して橘川は、多くの企業で収益の安定性は重視されたが、産業による格差が大きかったと答えた。武田は、戦間期の生保は巧みな資産運用によって保険契約者を引きつけて資本市場への資金供給のパイプを太くしており、生保の成長にみられるような投資家の多様化が戦間期における資本市場の発展を支える基礎的条件になったとしたうえで、今後は、本ワークショップにより理解が深まった資金提供者と資金調達者の行動を踏まえて、両者の関係をより具体的に検討することが課題であると論じた。

(4) 座長総括

伊藤座長は、戦前日本の資本市場については、データベースの未整備もあって解明されていない部分が多く、本ワークショップでの報告のようにミクロの経済主体の経時的な行動をデータに基づいて分析するという視角が貴重であるとしたうえで、今回、生保に代表される投資家行動と企業の資金調達行動が明らかになったのを踏まえ、戦前期の資本市場における価格形成や、法制度的な枠組み、資本市場と短期金融市場・預金市場・貸出市場等との関係を検証するのが次なる課題であると総括した。その際、戦前の資本市場と第二次大戦後の資本市場との連続と断絶は重要な視点であり、高度成長期あるいは現在につながる資本市場の構造・制度・機能がどのように形成されてきたのか展望する必要があると強調した。

別紙. 金融史ワークショップ参加者（ラウンド・テーブル着席者、
五十音順、敬称略）

浅井良夫	成城大学教授
石井寛治	東京大学名誉教授
伊藤正直	東京大学教授
宇都宮浄人	日本銀行金融研究所企画役
永廣 顕	甲南大学教授
大貫摩里	日本銀行金融研究所主査
岡崎哲二	東京大学教授
粕谷 誠	東京大学教授
北村行伸	一橋大学教授
橘川武郎	一橋大学教授
倉澤資成	横浜国立大学教授
香西 泰	日本経済研究センター特別研究顧問
齊藤壽彦	千葉商科大学教授
須田美矢子	日本銀行政策委員会審議委員
高橋 亘	日本銀行金融研究所長
武田晴人	東京大学教授
谷本雅之	東京大学教授
齋見誠良	法政大学教授
寺西重郎	日本大学教授
中村尚史	東京大学准教授
南條 隆	日本銀行金融研究所企画役補佐
畑瀬真理子	日本銀行金融研究所企画役
宮島英昭	早稲田大学教授

(以上 23 名)

参考文献

- 南條 隆・粕谷 誠、「銀行のポートフォリオ選択の効率性に関する一考察：戦前期日本における普通銀行の資産運用を事例として」、『金融研究』第25巻第1号、日本銀行金融研究所、2006年、105～144頁
- 麻島昭一、『本邦生保資金運用史』、日本評論社、1991年
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305–360.
- Myers, Stewart C., “Financing of Corporations,” in George M. Constantinides, Milton Harris and Rene M. Stulz, eds. *Handbook of the Economics of Finance Vol. 1 Corporate Finance*, Elsevier, 2003.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales, “What Do We Know about Capital Structure?: Some Evidence from International Data,” *Journal of Finance*, Vol. 50, 1995, pp. 1–2.

