

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」の様相

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、2011年2月22日、「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」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）。

第1部. 戦間期日本企業の資金調達と投資行動：産業別企業財務データベースに基づく再検討

司会：	伊藤正直	東京大学教授
論文報告：	武田晴人	東京大学教授
コメント：	粕谷 誠	東京大学教授
	南條 隆	日本銀行金融研究所企画役補佐

第2部. パネルディスカッション「再考：戦前期日本の直接金融と間接金融」

司会：	武田晴人	東京大学教授
導入：	宇都宮浄人	日本銀行金融研究所歴史研究課長
パネリスト：	石井寛治	東京大学名誉教授
	岡崎哲二	東京大学教授
	寺西重郎	日本大学教授

本ワークショップの第1部では、戦間期の企業金融の全体像を改めて検討し、第2部においては、2005年から開催してきた戦前期資本市場についてのワークショップの研究成果²を総括したうえで、戦前期金融システム全体の機能・役割について評

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。

2 2005年9月日本銀行金融研究所ワークショップ「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」（様相は『金融研究』第25巻第1号に所収）、2008年7月同ワークショップ「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」（様相は『金融研究』第

価を試み、その現代的インプリケーションも考察した。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（文責、日本銀行金融研究所、文中敬称略）。

2. 第1部. 戦間期日本企業の資金調達と投資行動：産業別企業財務データベースに基づく再検討

(1) 論文報告 武田晴人（東京大学教授）

武田は、戦間期日本企業に関する産業別財務データベースを構築し、戦間期企業の資金調達の全体像、ならびに資金調達と投資の関係について、年代別および財閥系・非財閥系別に考察を行った（報告論文は本号所収）。

(2) 指定討論者 粕谷誠（東京大学教授）のコメント

粕谷は、戦前期の資本市場、銀行、企業金融に関する先行研究のサーベイを行ったうえで、武田報告は、包括的なデータを用いて、企業の資産・負債両サイドにおける変動の全体像、産業別および財閥・非財閥別にみた特徴、戦間期における循環的変化・構造的変化を解明した研究であると位置付け、特に戦間期企業が株主の高配当要求から徐々に解放され内部留保を高めるといふ、戦後の企業成長につながる過程を浮き彫りにした点を評価した。そのうえで、以下のコメントを行った。

- 武田報告が指摘したように、戦前期には、資金化が困難な固定資産の取得資金は、返済の必要がない株式か返済期間の長い社債で調達するのが望ましいという考え方（資産と資金の適合の理論）が研究者の間にみられていた³。しかしながら、実際の企業経営においてこの規範がどの程度守られていたかは疑問である。武田報告における鉱工業大企業ベースでみると、1914～36年において固定資産と株式・内部資金の間に明確な関係はみられない。
- 資産と資金の適合の理論を前提とした場合、昭和恐慌期における企業の負債政策、すなわち活発な債務返済をどのように理解するか。例えば、恐慌により資産の価値が低下し、実質的な負債比率（負債/総資産）が上昇したため、最適な負債比率に向けて借金返済に努めたとか、銀行の自己資本が毀損し自己資本比率が低下した結果、預金による調達が難しくなり貸出を減らさざるを得なくなったということがあったか。

28 巻第2号に所収、2009年2月同ワークショップ「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性(II)：戦前期日本を事例として」（模様は『金融研究』第29巻第1号に所収）。

3 例えば、牧野 [1930] や不破 [1936] が挙げられる。

- 企業に高配当を要求する myopic (近視眼的) な株主は存在したのか。報告では、戦前企業は「出資者を引きつけるため」に高配当を行っていたとされ、1930年代にはこの構造が変化し、内部留保の蓄積が可能となったことが指摘されている。また、宮島 [2004] では小口株主が高配当を要求していたなどの分析が行われている。こうした myopic な株主が存在したり、存在しなくなったりするのはなぜか。

(3) 指定討論者 南條隆 (日本銀行金融研究所企画役補佐) のコメント

南條は、戦前期の企業金融の分析はこれまでストックベースで行われることが多かったが、武田報告では、減価償却費を独自推計して新たにフローベースの内部資金データ系列を作成し、それを用いて戦間期企業のフローベースの資金調達構造を解明している点が意義深いとしたうえで、以下のコメントを行った。

- 報告では、1930年代には企業が内部資金を主要な資金源泉として活用するようになったことが見いだされており、これは戦前企業の配当政策に関する伝統的な理解、すなわち高株価を実現するために株主の要求に応じて業績に基づかない無理な高配当を行っていたというイメージに修正を迫るものであり注目に値する。
- 産業別データから導かれた武田報告の結論が、企業別データを用いてもサポートされるか否かを検証するため、約300社の財務データを用いて1932年度と1936年度における企業の配当率関数を推計したところ、配当率は、収益率、企業規模、負債比率、財閥系ダミー等の財務変数やガバナンス変数と有意な関係(収益率・企業規模は順相関、負債比率・財閥系ダミーは逆相関)があるとの結果が得られた。1930年代には配当が収益状況を踏まえて決定されており、武田報告が指摘したように配当支払い後の内部留保が投資資金として活用される状況にあったと考えられる。
- 推計結果は、成長機会の乏しい大企業ほど多くの配当を支払っていたほか、高負債でフリーキャッシュフロー(余剰資金)の多くの部分を利子として支払っていた企業ほど配当が少ないなど、企業金融論におけるペッキングオーダー理論⁴やフリーキャッシュフロー理論⁵と整合的であり、1930年代の企業が理にかなった配当政策をとっていたことが示唆される。

4 ペッキングオーダー理論では、企業経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在することを背景として、資金調達手段によって資本コストの大きさが異なるとされ、企業は、まず最も資本コストの低い内部資金を優先的に用い、それで十分な資金を確保できない場合に負債、次いで株式と、より資本コストの大きい調達手段を活用すると考えられている。ペッキングオーダー理論については、例えば Myers and Majluf [1984] を参照。

5 フリーキャッシュフロー理論では、企業経営者は必ずしも株主利益の最大化を目指す代理人ではなく、企業内部に余剰資金が存在する場合、低採算の投資を行い企業価値を損なうとみなされており、そうした事態を防ぐために利子や配当によって余剰資金を外部に移転する必要があると考えられている。フリーキャッシュフロー理論については、例えば Jensen [1986] を参照。

- 「株式市場との関係が変化」したために、戦間期企業の配当政策が変わったと
のことであるが、これは具体的に何を指すのか。また財閥系企業の配当政策は
非財閥系企業と異なっていたか。戦間期企業の資金調達構造の経時的变化を投
資との関係でどのように評価するか。1930年代の企業の配当政策は、戦後企
業の低配当・高内部留保という財務構造の源流となったと考えられるか。

(4) リジョインダーおよび全体討論

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

- 「資産と資金の適合の理論」の論点については、戦間期から1950年代にかけ
ての資料によれば、投資家側では設備投資などの固定的な投資は他人資本でな
く株主資本で賄うのが望ましいと考えられていたことが確認できる。この背景
には、企業の倒産リスクを勘案すると運用資産は短期で流動性の高いものが望
ましいとする銀行の視点からの議論があると考えられるが、これは必ずしも企
業の流動資産と流動負債が対応すべきというものではなく、株主資本・長期負
債面を勘案した固定的な投資額の上限を想定しているという考え方である。な
お、第二次大戦後、戦時補償に絡んだ企業再建整備について、大蔵省が再建整備
の基準として財務上の考え方を提示したが、そこでも固定資産と流動資産の一
部をカバーする程度に自己資本を保有すべきであるとされていた。また、デー
タ面の指摘については、長期の固定的な投資が株主資本と内部資金を上回るこ
とがほとんどなかったというのは、長期で観察した場合の結論である。
- 昭和恐慌期の企業の債務返済に関しては、1928年以降1930年頃までは、金融
恐慌の影響による銀行側の経営状態の悪化を反映して、結果的に企業側の資産、
負債の状態が変化していったと考えられる。その後、1930年以降1934年くら
いまでは、景気が回復過程に入りつつも、低操業率を背景に投資圧力がそれほ
ど強くない状況のもとで、企業においては内部資金をもっぱら返済にあてると
いう運用が行われ、債務圧縮の主たる要因が銀行側から企業側が変わったの
ではないか。
- 当初は高配当を要求する株主が存在していたが、その後高配当を要求しな
くなったというのは、以下のような留保条件があり、暫定的な結論である。報告
で用いたデータは300社程度の大企業部門のものであるが、この時期に資本市
場で資金を調達して急激に伸びていく新興財閥等の企業群を十分捕捉できてい
るかという問題があるほか、1930年代には、財閥系企業が株式公開を進める
中で株価が急激に上がっており、株主からみると企業の経営に対して発言す
よりは他の企業の株式に乗り替えるチャンスが拡大している時期であったと考
えられ、大企業部門だけを観察すると、株主の発言が弱まったようにみえる可
能性がある。

- 1930年代の配当政策の背景にある「株式市場との関係の変化」について具体的に述べると、1932～33年頃の景気回復期に余剰資金が企業内部に発生し、返済を優先するような財務政策をとるようになったが、その後も高い利益率を反映して内部資金が潤沢であったため、大企業部門では株式市場での活発な資金調達が必要がなく、そのために配当政策が変化したと解釈している。また、当時の株価上昇には高橋是清大蔵大臣が実行した低金利政策も影響しており、それが投資家行動に及ぼした影響も考察する必要がある。
- 内部資本市場については、先行研究では財閥系企業の配当率が低かったとされている。財閥の場合、財閥本社に対する配当も多く、それが財閥企業の追加的な増資につながるため、増資資金と配当資金は相殺されることがあり、他の企業群とは異なった行動をとっていた。
- 外部資金と内部資金の経時的な変化の評価においては、銀行側の行動が変わった可能性を明示的に考察する必要がある。1920年代には銀行の社債投資が活発であったが、報告においてはそれが大企業部門の資金調達にも反映されていることが明らかとなった。また、この時期、銀行は不良債権を抱えている企業や銀行部門へのコールの貸出を行っていたが、1930年代になると、主たる資金供給は、国債投資と短期の企業金融に変わっている。一方、証券市場では、1920年代から1930年代にかけて新たに機関投資家がプレーヤーとして出てくるが、それが資本市場の構造を変えていったと考えられる。その中で、資本市場が果たした役割を考察すると、1920年代から既に社債市場を中心に資本市場の役割は大きかったが、社債を銀行が保有している限り、預金者からみれば間接的に企業に投資していることになる。1930年代には銀行の社債投資の多くの部分が国債投資に振り替わるという変化はあるが、企業サイドからみると、引き続き調達に占める資本市場の割合は大きかった。他方、資金供給側からみると、銀行貸出から、銀行経由あるいは機関投資家を通じた資本市場での投資という形態に変化しており、直接金融か間接金融のどちらが主であったかという論点については、調達サイド、運用サイドのどちらをみるかによって変わってくると考えられる。
- 低配当、高内部留保という構造の起源については、財閥系企業は1920年代以前からであり、上場している大企業については1930年代くらいからであると考えている。

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、以下の討論が行われた。

岡崎は、戦間期企業の配当政策に何らかの構造変化が生じていた可能性は大きいとしつつ、南條コメントの推計結果からは、1930年代の配当性向の低下は、配当政策の構造的な変化ではなく収益率の上昇によって生じたとの解釈も可能であり、この点をどう考えるかと質した。また、齊藤（千葉商科大学教授）は、報告では第一次大戦期において内部留保のシェアが高い事実を明らかにしているが、この時期も

収益率の上昇が配当性向の低下に寄与している可能性がある」と述べた。これに対し、武田は、配当性向と収益率の関係についての説明は今後の課題であるが、構造変化がなかったという可能性も捨てきれないと答えた。

石井は、企業経営者が配当率を下げる際には、株主総会で過半数を獲得することが前提となると指摘したうえで、1930年代には大企業においては法人株主や大株主が増加して株主構成が変化すると指摘されており、武田報告の対象企業において株主構成がどのように変化したのか、またその変化がどのように配当率に影響を与えたかについて質した。武田は、株主構成については戦間期に法人株主が多くなり、特に生命保険会社等の機関投資家が出てきて、その持ち株率が安定的に大きくなっていったことが、資本市場での投資家行動に変化をもたらしたと考えられると述べた（武田 [2009]）。そのうえで、個々の企業の株主構成の変化については、1930年代の先行研究（増地 [1936]）以降、類型論がいくつか呈示されており、現時点で確定的な結論を出すことは容易ではないが、株主構成の分散化が進んでいたことは確認されており、傾向的に株主の発言力が弱まっていったと考えられるとの見方を示した。

福田（東京大学教授）は、GDP統計上の設備投資には土地投資は含まれないが、現代企業のバランスシートにおいては大きなウェイトを占めるほか、固定資産の中でも特に担保として活用されやすいため資金調達面に大きな影響を与えると指摘したうえで、戦前期企業の設備投資における土地の取扱いおよび担保利用の実態について尋ねた。また、財務データを利用した研究では会計基準のあり方が分析に影響を及ぼすことが多く、そのため、例えば現代企業の分析においては簿価ベースのデータを時価ベースに修正するなどの調整を行っている」と述べたうえで、戦前の企業会計制度の全体感、特に恐慌期など資産価値が大きく損なわれた場合にどのような会計処理が行われていたのかについて質した。武田は、報告に用いたデータでは、土地は固定資産に含まれていると答えるとともに、土地担保については、第一次大戦期から1920年代において、農業部門を除くと土地が投資資金の担保になることは少なく、担保としては株式のほうが選好されていたと述べた。また、会計制度については、日本において標準化が行われるのは、第二次大戦後の企業会計基準以降のことであり、戦前期には企業の裁量で多様な会計処理が行われていたとしたうえで、標準化の動きは、1930年代初頭の産業合理化運動の中で財務諸表の標準化が始まり、次いで第二次大戦期に損益計算・原価計算の標準化が進められたと回答した。そのうえで、戦前期においては標準化された償却の方法が定まっておらず、報告論文で指摘したような償却率の上昇は、個別企業の意思の反映になっている可能性があること、ただし、1930年代は標準化が相応に進み、企業間で類似の会計処理がとられるようになった時期に当たることを指摘した。簿価・時価会計については、保険会社や金融機関に対しては保有有価証券の時価評価を徹底するという指導が当局から行われたが、一般の企業においては資産の評価を時価ベースで適正に行うという財務政策は必ずしもとられていなかったと考えられるとの見方を示した。

倉澤（横浜国立大学教授）は、粕谷コメント、南條コメントとも、資金の需要サイドから、供給サイドの条件を一定と仮定した分析を行っており、個別企業の配当率

や資本構成を説明することはできるとしても、武田報告が考察を加えている需給両サイドの全体的な動きを把握できるかには疑問があると指摘したうえで、株式での資金調達と比較的安定していた点からするとむしろミラー均衡 (Miller [1977]) のような資金の供給サイドを考慮することが必要であろうと述べた。これに対し武田は、2007年のワークショップでは資金供給サイドを検討した (武田 [2009]) ので、今回は主として資金需要サイドを取り上げたと述べた。

上記の討論を受け、司会の伊藤は、これまでの戦前期資本市場のワークショップにおける研究は、金融資本市場の構造やそれが機能する枠組みを主要な考察対象としてきたが、今回の武田報告は資金需要者の側からみて、企業財務のあり方が銀行貸出市場あるいは資本市場の構造を変えるのかという問題を改めて提起したと位置付けたうえで、これにより、戦前期の金融システムが直接金融優位か間接金融優位かといった従来の問題の立て方を超えて、コーポレート・ガバナンスと金融市場・資本市場の相互関係という重層的な分析枠組みが可能となるほか、従来の経済史研究において議論されてきた自己金融化⁶という概念と現代企業のファイナンスにおいて提示されているペッキングオーダー、フリーキャッシュフロー理論との関係、特にそれらの概念を用いて戦前の日本の金融資本市場を分析するとどのような知見が得られるのかという新しい視角が得られたと評価した。また、戦間期企業に関する大規模な財務データの整備について、時期別・産業別のバランスシートの状況、例えば固定資産と固定負債、流動資産と流動負債のミスマッチなどが明らかになり、今後、金融システムを通じた資金供給において誰がリスクを負担したか、企業か、銀行か、マーケットか、といった問題を考察する際の基盤になる貢献であると述べた。

3. 第2部. パネルディスカッション

(1) 導入 宇都宮浄人 (日本銀行金融研究所歴史研究課長)

宇都宮は、資本市場の健全な発展が金融システムの効率化・安定化や経済成長の促進のために必要であり、その方向性を考えるに当たってはわが国の金融システムの歴史が参考になるという問題意識のもと、これまで実施してきたワークショップでは、戦前期における直接金融の発展形態とその背景、効率性や機能度、公的当局による市場制度整備の考え方・役割などを検討してきたと振り返った。そのうえで、今回のワークショップは、2005年9月実施のワークショップ「戦前期日本の直接金融と間接金融」における寺西 (論文報告)、石井 (討論者)、岡崎 (討論者) による議論が、その後の日本銀行金融研究所や学界でのさまざまな研究を踏まえて、どの

6 柴垣 [1965] は、三大財閥系企業の資金調達において、財閥外部からの資金のウエイトが小さいことを指摘している。

ように発展・深化したかを改めて整理することを目的としているとし、具体的には、戦前期における直接金融の発展をもたらした市場的基盤は何か、直接金融の発展において制度整備を含めた政策はどのような役割を果たしたか、直接金融・間接金融を個別にみるのではなく両者を合わせた金融システム全体としてみた場合にどのような機能を果たしていたと考えられるかという3点について総括的な評価を試みたいと述べた。

(2) パネリストの報告

パネリストの石井、岡崎、寺西は、宇都宮の問題提起を受け、戦前期に直接金融が発展した市場的基盤、政策（制度整備を含む）の果たした役割、金融システム全体としてみた場合の直接金融・間接金融の機能について、報告を行った（報告論文は本号所収）。

(3) 全体討論

司会の武田は、戦前期に直接金融が発展した市場的基盤としてパネリストが共通に指摘しているのは、投資家層の形成、規律付けを与えるガバナンスなどの私的な仕組みの存在、適切な情報提供であると整理したうえで、戦前期には発達した資本市場によって情報が効率的に生産されており、それを利用して投資家と優良な投資機会がうまく結び付けられていたと評価できるかとの問題提起を行った。

投資家層の形成に関して、中西（名古屋大学教授）は、地理的にみると、個人投資家層の形成は大阪近郊が最も早く、東京近郊や名古屋近郊がそれに続き、北陸や東北などは遅れるなど地域差は大きいと、1910年代には各地の個人投資家が国債を含む有価証券への投資ウエイトを高めており、ミクロレベルで間接金融から直接金融へのシフトが観察されると述べた。また、直接金融における銀行の役割について、銀行は担保株式の事後的な徴求による前貸しを含めて、広い意味での株式担保金融を行うことによって投資家へ株式購入資金を提供していた一方で、結果的に個人投資家による担保株式の処分が銀行の意向による制約を受けてしまい、個人投資家の企業に対するガバナンス力を弱める側面があったと指摘した。また、佐藤（麗澤大学教授）は、株式投資家の形成の前に、国債市場と国債投資家の成立があり、国債投資家が株式投資に乗り出していくという側面が大きいとの見方を示した。

投資家社会と市場のあり方に関して、石井は、投資家社会が狭いサークルとして存在したのは明治期終盤までであり、日露戦争以降は鉄道や電力等の大企業が登場し、1930年頃には2万人規模の株主を有する大企業に成長していると指摘したうえで、多量の株式の発行・流通が実現するためには顔の見える関係を越えて情報が流れるシステムが必要であり、そこでは全国の富裕な商人や地主に社債・公債の訪問販売を行った野村証券のような現物商の発展が重要な役割を担ったとの見方を示し

た。中村（東京大学教授）は、小さなサークルの中での資金調達とオープンな市場での資金調達のどちらが行われるかは会社の規模に依存しており、紡績会社などは初期には規模が小さかったので、企業をタイプ分けして考える必要があると論じた。これに対して寺西は、全国企業と地方企業の区分や戦間期における中間層の台頭などに留意する必要性を認めたとうえで、戦前期の資料において情報開示という言葉が現れない事実を踏まえて、株主はフォーマルな情報開示を必要としない投資環境に置かれていたと推測できると主張した。

投資情報に関して、伊藤は、東京株式取引所の機能には限界があり、上場審査等のスクリーニングも厳格ではなかったが、それにもかかわらず株式流通が拡大した背景には、地方の投資家を含めて帝国興信所や株式会社年鑑などの情報を利用して企業評価を行っていたことが挙げられるとの見方を示した。また、岡崎は、「ダイヤモンド」等の戦前の経済雑誌では、企業や産業界に関する記事が非常に多く、企業の投資価値や資産状況などについての詳しい情報が掲載されており、戦前企業のディスクロージャーにおける経済雑誌の役割の大きさを強調した。

武田は、企業情報を伝達する手段として私的な仕組みが有効に機能していたとの理解が得られつつあるが、企業の規律付け面において私的な仕組みはどのような機能を果たしていたか、また資本市場で機能したとされる仕組みが貸出市場で機能しなかったのはなぜかとの論点を提起した。これに対して、岡崎は、株式所有が分散化している企業では株主による規律付けが働きにくい、テイクオーバーないしその可能性は企業経営者に規律を与えると指摘したうえで、1920年代以降はガバナンスの担い手として個人投資家では限界があり日本産業などの持株会社が大きな役割を果たしたと考えられると述べた。南條は、株主による効果的なガバナンスが直接金融発展の要因であったのなら、銀行も株式会社であることから、適切な企業統治・企業経営が行われ、間接金融の発展にも寄与したのではないかと質した。これに対して、岡崎は、銀行は負債比率が高いうえ、債権者は零細な多数の預金者であるため、株主によるモラルハザードが生じやすい業態であり、事業会社とは異なっていたと答えた。

高橋（日本銀行金融研究所長）は、前回の金融史ワークショップにおける武田報告（武田 [2009]）が明らかにしたように1930年代以降、生命保険等機関投資家が直接金融を支える基盤となるが、初期における投資家サークルの機能がその後、機関投資家にスムーズに引き継がれたと考えてよいかと質した。武田は、直接金融の経時的な発展は、一義的には株式市場への資金流入の増加という形で現れるが、その背後で資金流入チャンネルが個人投資家に加え保険会社・信託会社へと拡大し、多様化する過程として理解することが重要であるとの見方を示したうえで、チャンネルの多様化は、同時に個人投資家による集中投資から機関投資家による分散投資へと投資行動・判断基準の多様化をもたらしたと指摘した。また、石井は、株主総会で議決権の過半数を得るために必要となる株主数をみると、明治時代には紡績や鉄道などで全株主数の5%程度であったのに対し、1930年前後には南満州鉄道、東邦電力、日本郵船、鐘淵紡績では2%程度に低下しており、法人株主の進出が企業統

治の構造を変えたと補足した。

武田が政策の果たした役割として注目すべき点はあるかとの論点を提起したのに対し、齊藤は、戦前の日本で導入されていたドイツ型商法に基づく強力な監査役制度を取り上げ、戦前のコーポレート・ガバナンスにおいては監査役が大きな役割を果たしており、持株会社による傘下企業のコントロールにおいても監査役の派遣を通じて行う部分が大きく、この点は戦後におけるアメリカ流のコーポレート・ガバナンスとは異なっていたと論じた。

次いで、武田は、戦前期の金融システム全体としてみた場合の直接金融・間接金融の機能をどう評価するかという問題を提起し、パネリストの報告に関して、石井報告では間接金融、直接金融の双方において銀行が重要な担い手となっていたこと、岡崎報告では銀行の運転資金供給により事業会社の経営効率が高まり株式投資のリターンを上昇させて株式市場の発展に寄与したこと、寺西報告では資金動員、資金変換、資金配分、企業統治の4つの面で直接金融と間接金融で役割分担がみられたことを論じており、いずれも視角は異なるが直接金融と間接金融の間に有機的ないし補完的な関係を指摘しているが、両者の関係についてどう考えるかと問いかけた。

福田は、これまでの議論では直接金融と間接金融の量的なウエイトに焦点が当てられているようだが、経済発展のために必要な金融の情報生産機能という観点から当時の直接金融と間接金融のどちらがシステムとして優れていたかを解明することが重要であると指摘したうえで、銀行が「delegated monitor（委任された監視者）」として審査機能を果たすのが効率的であるというDiamond [1984]の理論が示唆する状況が生じていなかったのは何らかの「機能不全（failure）」があったからかと質した。これに対し、池尾（慶應義塾大学教授）は、銀行は一朝一夕に審査能力を獲得することができないため、「機能不全」ではなく時間を要したと考えることができるとの見方を示した。一方、岡崎は、機関銀行に象徴されるように戦前期の銀行は審査能力や利益相反の面で問題を抱えていたと指摘したうえで、それらは単に時間の経過に伴う経験の蓄積によって解決されたのではなく、銀行の整理・統合などのダイナミックな構造変換のプロセスを通して対応が図られたと考えられるとの見解を述べた。寺西は、銀行の審査能力の蓄積の事例として、農村部に開設された銀行の本支店が地元の金融業者と対抗できるようになるまでの時間を府県別に推計したところ17年超との結果が得られたとの研究（寺西 [1990]）を紹介するとともに、銀行の「機能不全」の背景には機関銀行の問題に加え、1893年銀行条例が民間活力を重視するあまり銀行業務の自由度を高めすぎたことが考えられると述べた。

植田（東京大学教授）は、金融の永遠の課題は短期の資金をどのようにして長期の資金に変換するかにあると指摘したうえで、戦前期には主として株式市場がこの機能を果たしたが、銀行ができなかったのはなぜかとの論点を提起した。そのうえで、戦前期に作成された日本興業銀行の資料には戦前期に長期貸出の審査方法、期間変換に伴うリスク管理を米国の銀行から学んだとの記述があり、そうした経験を基に戦後の銀行部門は、短期の銀行と中長期の銀行が補完的な役割を果たすことに

よって、リスク資金、長期資金を供給する体制を構築したのではないかと述べた。これに対して、石井は戦前の資本市場においては銀行が大きなプレーヤーとして活動しており、例えば愛知県の資産家の資料によれば、銀行から株式や公債、社債のあっせんを受けるなど発行市場において銀行が大きな役割を果たしていたことが示唆されているほか、高橋亀吉によれば1920年代の日本の銀行が保有していた社債は国際的にみても高水準であったとの指摘を行った。植田は戦前の銀行は投資銀行業務を手掛けており、1920年代から増大する社債の多くが銀行によって保有されていたとすれば、銀行が長期資金を供給していたとも考えられるとの見方を示した。

寺西は、戦前の銀行が証券関連業務を行っていた点には同意しつつ、株式については銀行の保有は少ないうえ、アンダーライティング機能をほとんど有していないことから、銀行が投資銀行化したとまではいえないと主張した。また、銀行による資金の期間変換機能については、地方銀行が取引先の経営状態を完全には把握しておらず、企業が経営危機に陥った際に最後の資金提供者としての役割を果たしていなかったこと、コール市場などマネーマーケットが金融恐慌時に機能不全に陥るなど脆弱であったことから、そうした機能を有効に果たしていたとはいえないとの見方を示した。植田が公的関与に支えられて期間変換機能が発揮されたのではないかと質したのに対し、寺西は、中央銀行の民間銀行に対する関与は小さかったため、現代におけるインターバンク市場とCP市場が一体化したような市場であった当時の短期金融市場においては、企業部門で生じたショックがダイレクトに銀行に及ぶという脆弱性を払拭できなかったと答えた。

靄見（法政大学教授）は、戦前に銀行が行っていた証券業務は付随的なものであり、戦前の銀行は基本的にはコマース・バンクであったとの見解を示し、株式担保金融は、企業に対する株式払込資金として用いられるが、この業務はユニバーサル・バンキングには該当しないほか、第1部の武田報告で指摘されたように戦前期には原則として固定資産と固定負債、流動資産と流動負債が対応することとされており、コマース・バンキングと長期資金供給は区別されていたと論じた。これに対して、伊藤は、日露戦争時期の国債引受シンジケート団の確立以降、社債保有による投資銀行業務を銀行が一貫して行っていたわけではなく、戦前期の銀行のビジネスモデルについては、さまざまな紆余曲折や実体・理念のねじれなどがみられており、直接金融と間接金融、あるいは商業銀行機能と投資銀行機能の優劣関係は経時的に変化したと主張した。具体的には、靄見[1976]の研究に示されているように、第一次大戦期の日本銀行の担保拡張においてドイツ型の信用銀行主義の流れが現れ、戦間期には山一証券の小池厚之助などがユニバーサル・バンキング、インベスト・バンキングを追求したものの、失敗に終わったこと、また1920年代に銀行の社債保有が増大する一方で、金融制度調査会ではイギリス型の商業銀行主義の確立へ向けての政策が検討されていたことなどが挙げられると述べた。

北村（一橋大学教授）は、戦後期の銀行が多額の株式を保有しているのに対し戦前期の銀行が株式をあまり保有しなかったのはなぜか、銀行のポートフォリオを考えた場合に投資対象とならなかったのか、と質した。これに対し、寺西は、法令で

禁止されていたわけではないが事実上ほとんど保有していなかったと指摘したうえで、銀行が株式引受・保有を行わなかったのは、投資妙味が少なく、有利な事業ではなかったためと推察されると答えたほか、石井は、三井銀行は一時期、インベストメント・バンクといえるほど多額の株式を保有していたが、それは定着しなかったと述べた。一方、中村は、銀行の株式保有は少なかったとしつつも、銀行の頭取による株式保有は多く、その場合株主名簿上は、同一人の株式保有であっても個人名による保有と頭取という肩書名での保有が分けて記録されていると報告したうえで、頭取名での保有には銀行の関与があり、企業側も銀行保有に近いものと認識していたと考えられると述べた。

倉澤は、株式は期間変換の面では企業にとっては満期がない資金、いわば完全な長期である一方、投資家からみれば流通市場での売却が可能な短期の資金となるが、リスクは非常に大きいと整理したうえで、当初は一部の投資家が銀行からの資金をもとに株式市場を通じる期間変換を巧みにを行い、高いリスクを負担する代わりに長期資金の供給に伴う大きなリターンを得ていたものの、徐々に銀行がこうした取引の技術を身につけた結果、間接金融のプレゼンスが増大したと理解することができるとの見方を示した。

鎮目（日本銀行金融研究所企画役）は、寺西報告が銀行貸出をリスクマネーの供給と位置付ける一方、岡崎報告は銀行貸出を季節的な流動性供給と位置付けているが、銀行貸出の原資となる預金について投資家はどの程度リスクを意識していたかという点に関して、パネリストにコメントを求めた。また、宇都宮は、戦前期において資金提供のリスクが高かったにもかかわらず、総じて円滑な資金の循環がみられ、それによって経済成長が実現したと指摘したうえで、資金提供のリスクを最終的に負担していたのは誰かと質した。これらに対して、石井は、製糸金融などはリスクの高い貸出であり、その審査を行う能力を獲得するには時間を要したかもしれないとしたうえで、長野県の十九銀行などは東京・大阪の銀行や日本銀行の資金を用いて製糸金融を支えていたが、製糸家の資金調達状況や健全性について毎年詳しい査定を行っており、自信を持って貸出を行っていたと考えられると答えた。岡崎は、銀行の商業銀行業務に関するノウハウ・技術が優れていた点に同意したうえで、銀行貸出のリスクの背景には、株主・役員構成の影響で不健全な融資をする銀行の存在があり、高金利の銀行預金の保有者はそうしたリスクを承知で保有していた一方、零細な資金保有者は郵便貯金等を利用しており、金融システム全体としてみれば金融仲介機能は一応有効に発揮されていたとの見方を示した。寺西は、資本市場を通じたリスクマネーの供給に一定の評価を与えつつも、富裕層・中間層などが銀行のリスクを承知したうえで預金を提供し、それを基に銀行が供給したリスクマネーの役割が大きかったと評価するとともに、金融恐慌時に休業した銀行の預金の払戻額は小口預金を除いて3~4割であり、預金者はこうした損失発生の可能性を織り込んで高い預金金利を受け取っていたと考えられると述べた。

谷本（東京大学教授）は、戦前期には所得・資産分配の偏りが大きく、リスクをとることが容易な資産家が存在したうえ、そうした資産家は地域社会において特別

な役割を求められるステータスにあり、リスクテイクの意味合いが今日とは少し異なっていた点に留意する必要があると指摘したうえで、これらを背景に経済全体としてみれば大きなリスクテイクが行われたと考えられるとの見方を示した。これに対し武田は、前提となる資産家層が異なるので、預金者のリスクテイクに関して戦前期と戦後期を比較することは難しいという趣旨かと質すとともに、銀行が商業金融的な機能を果たしていたというこれまでで行ってきた議論からすれば、銀行部門がリスクのうち期間変換リスクを負わなかったこと、その前提として預金者が期間変換リスクに対して回避的であったことが示唆され、リスク回避的な資産家がイメージされるが、この点についてどう考えるかと尋ねた。谷本は、異なる時期の経済状況を単純に比較するのは難しく、資本市場や金融市場の経済全体におけるプレゼンスなどを踏まえる必要があるとしたほか、預金者が最終的にリスクを負担するのであれば、銀行の審査能力やリスク管理機能の程度が有する意味合いには、時期によって相違があった可能性があるのではないかと述べた。

靄見は、第1部の武田報告および明治期企業の資金調達における株式、内部資金、借入の動向を踏まえ、直接金融と間接金融の関係において内部資金の役割を明確に位置付ける必要があるとの問題提起を行うとともに、企業の資金調達構造とマクロの金融システムのあり方は必ずしも同じ事象ではなく、これまでのワークショップでは主に金融システムに関心が払われてきたが、その場合でもマイクロベースの投資家、銀行、企業の行動を突き詰める必要があり、未解明のまま残されているマイクロベースの問題について、さらに研究を蓄積する必要があると述べた。これに関して、池尾は、企業の資金調達方法としては、本来、内部資金が先にあり、外部金融はさまざまな条件が満たされた場合に可能となると指摘したうえで、銀行と資本市場で位置付けが異なるとしても戦前日本において外部金融が発展したということは当時の金融システムが先進的であったことを示唆しているとの見解を示した。福田は、金融の役割とは企業の流動性制約を緩和して十分な設備投資を可能とすることであり、経済成長を続ける国においては内部資金だけでなく外部資金が必要となると指摘したうえで、戦後期の日本ではメインバンクが適切な資金供給によって企業の流動性制約を弱めたが、戦前期日本については資本市場による流動性制約の緩和効果が十分であったかどうか重要なポイントであると論じた。

植田は、内部資金の少ない新興会社などの資金調達はどうかであったのか、ここでも少数の富裕層が重要な役割を果たしたのかと尋ねた。これに対し、寺西が、近親者や富裕層、商人等が銀行借入で資金を調達し出資する形が多く、IPOによる資金調達などは少なかったが、株式公開の場合は、東京の渋沢栄一、大阪の松本重太郎、名古屋の奥田正香のような世話人を中心とする投資家社会の役割が大きかったと答えたほか、岡崎は、発起人・渋沢栄一のネームバリューを背景として株式で資金が一気に集められた大阪紡績のように、資本市場を通じて新規に設立された企業も少なくなかったと指摘した。靄見は、岡崎の指摘は大企業、寺西の指摘は比較的小規模のファミリー企業に当てはまると同意しつつ、明治の企業勃興期に設立された100~300人程度の株主を有する中規模の企業については、仲買人や取引所が関与し

ないようなローカルな資本市場が存在し、そこでの資金調達が重要であったと補足した。

(4) 司会総括

武田は、これまでの金融史ワークショップを振り返り、戦前期金融システムは直接金融中心か間接金融中心かというシンプルな論点から出発し、回を重ねるにつれて、そうした単純な二項対立ではなく、資本市場や銀行が果たしていた役割、投資家や企業等のプレーヤーの行動に即して理解する必要があるとの共通認識が生まれ、さまざまな実証研究が行われたが、得られた結果は多様かつ複雑なもので経済理論が示すほど単純ではなく、それらの評価については今後さらに検討を加える必要があると述べた。そのうえで、直接金融、間接金融の発展の背景には、公的な制度だけではなく私的な制度によって支えられた情報の生産、流通活動があり、それらの発展に応じて金融システムのあり方が進化を続けたことから、戦前期の金融システムを理解するためには一時点における静態的な構造に焦点を当てるのではなく、変化のプロセスを捉えるという視角が重要であると総括した。

また、金融システムは単線的に進化し、効率化してきたのではなく、複雑な経路を辿ったという事実を踏まえる必要があるとし、例えば第一次大戦期の株式市場の爆発的拡大や金融恐慌、昭和恐慌時の銀行破綻、1930年代における国債大量発行など、その時々で生じる政策や実体経済面のショックが金融システムに大きな影を落とし、その反動として循環的な動きが生じていた点を視野に入れて考察する必要性を強調した。福田の指摘した流動性制約の問題についても、戦前期日本が単調増加の成長経済にあったのであれば問題は単純であるが、大企業部門では資金余剰と資金不足の状況が循環的に発生しており、それぞれの局面において利用可能であった資金調達手段が選択された結果として、直接金融や間接金融という現象が観察されているのであり、戦前期金融システムの理解を深めるためには、最初の金融史ワークショップで石井が指摘した立体的把握に加え、時系列的な把握、すなわち段階的な変化を把握するという視点が有益であろうと結んだ。

参考文献

- 柴垣和夫、『日本金融資本分析』、東京大学出版会、1965年
- 武田晴人、「戦間期日本資本市場における生命保険会社の投資行動」、『金融研究』第28巻第2号、日本銀行金融研究所、2009年
- 鷺見誠良、「日本金融資本確立期における日銀信用体系の再構成」、『経済志林』第44巻第1号、法政大学、1976年
- 寺西重郎、「金融の近代化と産業化」、『産業化の時代 下』、岩波書店、1990年
- 不破棄一郎、『現代金融経済全集第4巻 企業金融論』、改造社、1936年
- 牧野輝智、『日本金融論』、日本評論社、1930年
- 増地庸次郎、『我が国株式会社に於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—日本経済発展のミクロ分析—』、有斐閣、2004年
- Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, 51 (3), 1984, pp. 393–414.
- Jensen, Michael C., “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76 (2), 1986, pp. 323–329.
- Miller, Merton H., “Debt and Taxes,” *Journal of Finance*, 32 (2), 1977, pp. 261–275.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 1984, pp. 483–527.

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、肩書きはワークショップ開催時点)

雨宮正佳	日本銀行理事
鮎瀬典夫	日本銀行金融研究所審議役
池尾和人	慶應義塾大学教授
石井寛治	東京大学名誉教授
伊藤正直	東京大学教授
植田和男	東京大学教授
宇都宮浄人	日本銀行金融研究所歴史研究課長
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
神山恒雄	明治学院大学教授
北村行伸	一橋大学教授
倉澤資成	横浜国立大学教授
齊藤壽彦	千葉商科大学教授
佐藤政則	麗澤大学教授
鎮日雅人	日本銀行金融研究所企画役
白塚重典	日本銀行金融研究所経済ファイナンス研究課長
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
中西 聡	名古屋大学教授
中村尚史	東京大学教授
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
福田慎一	東京大学教授
吉田知生	日本銀行金融研究所審議役

(以上 29 人)