

再考：

# 戦前期日本の直接金融と間接金融

てらにしじゅうろう  
寺西重郎

## 1. 直接金融発展の市場的基盤

日本の証券市場は、基本的に少数の資産家のサークルとして生成し機能したという側面がある。情報システム・株主総会の機能・分割払込制度などに関する諸特徴はこの点を考慮に入れないと十分には理解できないと思われる。

1925年において普通銀行の預金口座の数は、1,435万口であった。1人1口座とするとその当時の人口5,974万人の24%すなわち4人に1人は銀行口座を持っていたことになる。この数は、地租を納めていた人数1,135万人より若干多く、所得税納入人員189万人の7.5倍に当たる。同じ年の郵便貯金の預入人員は3,125万人であり、銀行預金口座数の2倍強であった。

これに対して株式の保有者は、主要367社の延べ大株主数で52.9万人（1919年）、普通銀行の1,527行の延べ株主数で58.9万人であった。しかしこの50～60万人の大株主のうち、所得のうちの無視しえない部分を利子配当所得に頼っており、しかも金融市場に対する政策や企業統治に働きかけるインセンティブを有していた投資家は、その10分の1程度、1府県当たりたかだか2,000から3,000人であったと考えられる。以下ではまずそのことを示そう。

石井〔1999〕第11章により1901年の大阪・京都・神戸・名古屋4市の商工業者の株式・公社債保有額の保有額人数の分布をみると、株式・公社債保有者の56.5%の人は合計額1,000円未満の保有で、その合計保有額は全体の2.2%でしかなくことがわかる。付合いで株を持ったケースも多いとみられる。この部分は無視してよからう。1万円以下の投資家は人数で88.4%、合計保有額で15.2%でありこの線くらいまではマクロ的には、零細株主として無視してよからう。1人当たり1万円以上の保有額とすると人数で11.6%、合計保有額で84.8%、2万円以上とすると人数で7.0%、合計保有額で76.9%すなわち4分の3を押さえられることになる。株式・公社債保有者の7%を占める2万円以上の保有者が企業部門の統治を支配していたとみてよいであろう。

---

本稿は2011年2月22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「戦前期日本の金融システムの構造と機能：資本市場の発展とその含意」第2部パネルディスカッションにおける報告論文である。なお、本稿に示されている意見は日本銀行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 日本大学教授 (E-mail: teranishi.juro@nihon-u.ac.jp)

次に、その投資家は証券税制や企業統治などに働きかけるインセンティブを持つためには、少なくとも個人所得のうち5%程度以上が株式配当と公社債の利子でなければならないと考えよう。『大正6年租税調書』によって、1916年時点の階層別の所得構成をみると、所得階層が上がれば所得に占める利子配当の割合は増加する傾向が読み取れるが、農業者や営業者でみると、所得の5%を利子配当が超えるのはだいたい所得が5,000円以上であるとみられる。

さて、1901年のGNEは1916年のGNEの2,484/6,148すなわち40%ゆえ、この1916年における第三種所得決定額5,000円以上の階層は、1901年においては、所得金額2,000円以上に当たるとみられる。石井[1999]第11章は、商業興信所のデータによって、大阪市の商工業者を所得額(推定値)と株式・公社債保有額によって分類しその人数分布を示している。この表から第三種所得決定額で2,000円以上の人々を押さえると、全体の株式・公社債保有者の過半数を押さえられていることがわかる。また2万円以上の株式・公社債保有者の各保有階層について過半の投資家数をカバーしていることも知られる(1~2万円の保有階層については、1,000円以上の所得階層でなければ過半の投資家をカバーできない)。すなわち、このことは1901年において所得2,000円以上の人々が結託すれば、株主総会の議決において過半数を掌握することができる、すなわち少なくとも集団行動で企業の支配権を掌握できることを示している<sup>1</sup>。これを1916年についていうと所得5,000円以上の人々が結託すると企業部門の統治を掌握できることになる。

したがって、仮に1925年について1901年の株式・公社債保有額の分布が適用できるとすると、1901年において2万円以上の株式・公社債所有者の保有シェアである7%で、インセンティブ的にも保有シェアにおいても、投資家の中心部分を押さえることができることになる。言い換えると1925年において、50万人から60万人いたとみられる上場企業の株主のうち、その7%程度が実質的な意味での株主であったとみられる。この階層は、証券行政や企業統治に働きかけるインセンティブを持ちまたその働きかけがある程度の有効性を持っていたはずであり、金融市場の機能と発展の中心的ステークホルダーであった<sup>2</sup>。

さて、1925年について、総株主数が銀行の延べ株主数589万1,000人によって表されると仮定しよう。いまその7.0%が1901年の2万円以上の株式・公社債保有層(1.5万円以上の株式保有層)に対応すると考えると4万1,000人。これを単純に47府県で割ると1府県当たり872人。1万円以上保有層とするとその11.6%は、6万8,000人で、1府県当たり1,446人となる。

次に1916年と1925年の所得変化を無視し1916年の第三種所得決定額5,000円以上の層と1925年の所得5,000円以上の層の行動が同一であるとする。『帝国統計年鑑』の納税者のデータでみると所得5,000円以上階層は15万1,000人おり、この

1 この表は株式だけでなく公社債をも含んだ資産保有に関するものであるが、株式と公社債の保有比率がサンプルになった人々の間ではほぼ同一であれば以上の議論は成立する。

2 以上の議論は石井[1999]第11章の大阪市大株主層の株式・公社債保有額と第三種所得の分布データにより再確認されている。詳しくは寺西[2009]参照。

階層が証券税制ないし企業統治に関与するインセンティブを持っており、その関与が有効であったとすると、47 府県で割ると最大でも 3,200 人であったことになる。所得 1 万円以上の階層の 5 万 8,000 人とすると 1 府県当たり 1,234 人となる。

いずれにせよ、各府県において 1,000 人から 3,000 人程度の中間層以上の階層が、株式・公社債の実質的保有者として、その機能と発展にかかわっていたと考えることができよう。

株主総会中心主義とか分割払込制などの戦前期の株式制度は、地方規模の名望家を資産家の核として育成しようとする政府の意図とともに、こうした株式保有の構造を背景に成立したものである。また、中間層や富裕層からなる少人数の投資家集団が各地の名望家として緊密な連絡網を持っていたことは、投資対象に対する情報を集団内部で占有していたことを示唆する。わが国で金融市場に関する情報開示の政策的促進がさほど問題とされることがなかったのはこうした投資家集団に依存した投資家社会の特質によるところが大きいと考えられる。

## 2. 政策の果たした役割

戦前期の証券市場の機能は基本的に 1893 年の取引所法によって規定された。取引所法の特徴は、第 1 に、取引所の組織形態を会員組織または株式組織とすることにより、営利企業としての株式組織の取引所を最終的に認めたことであり、第 2 に、仲買人に委託売買とともに自己売買を行うことを認め、欧米流のブローカーとディーラーの間の分業システムを否定したことである。さらに、第 3 に、実物（現物）取引とともに転売買戻しによる差金決済が可能な清算取引を認め、後者についてのみ取引所集中主義を適用し、現物売買は自由とした。第 4 に、取引上の違反行為に際して取引所の強制担保責任（損害賠償責任）を確定したことも重要である。

これらの初期制度設計上の特徴は、株式売買の活発化を最優先し、取引所と仲買人の単独ないし共同による利潤最大化を目的とする仕組みをもたらすことになり、良くも悪しくも株式の流通市場のミクロ構造の機能と効率性を規定した。また、いわゆる「官許の賭博場」といわれた株式取引所の投機的性格の醸成にも大きなかわりを持つこととなった。

戦前期株式市場の主要な特質は取引所法を基本とする制度設計に密接にかかわって生じた。第 1 に、取引所と場外市場の組合せは、ほぼ必要にして十分な株式所有の移動、すなわち会社持分権の再配分を可能にした。これには、清算取引については取引所への取引集中義務を規定したが、実物取引に関しては自由に任せたことが効いている。現物商による活発な株式売買は現物商が公社債市場に進出するに及んで、現物問屋ひいては証券会社の発展を促した。

第 2 に、戦前期の株式市場は、価格情報の意味では極めて効率的であった。これは 1893 年の取引所法のもとで株式売買の活発化を最優先し、仲買人と取引所の共同利潤を最大化する仕組みができたことに対応している。資産制約等にとらわれることなく、価格に含まれる情報を用いてあらゆる裁定機会を追求する行動が、戦後をも上回る株式市場の効率性をもたらしたのである。

第3に、上場企業の行動を綿密に調べて将来利潤の高い企業やプロジェクトを選択するという意味での効率性は必ずしも高いものではなかった。一部の証券業者は企業情報を積極的に集める能力を持ち、そうした努力を怠らなかった。しかし、多くの一般の仲買人や現物商は情報を集める努力をしなかったか、信頼しうる企業情報を集めるだけのレピュテーションを持っていなかったと思われる。戦前の株式市場は、価格情報に関して高度に効率的であったが、その効率性が実物的な資源配分にかかわる資金配分にまで及ぶものであったか否かの判断については、この意味で大きな疑問符がつく。

### 3. 金融システム全体としてみた直接金融と間接金融の機能

直接金融と間接金融の機能を、資金動員、資金変換、資金配分および企業統治の4点に関して比較してみよう。以下のような意味で戦前期の金融システムは複線的構造を有していたと考えられる。

**資金動員**：金融市場は株式や公社債の発行市場を通じて、富裕層や中間層の貯蓄を動員した。互いに情報をシェアした少数の富裕層と中間層が各地において当時の投資家社会を構成していたとみられる。株式の発行市場は、投資家のネットワークや企業関係者を通じて機能し、公募発行は1930年代に財閥系企業についてみられたほかは、その展開は限られていた。大企業部門は、戦後と違って、初期では主として株式で、その後は社債と株式で設備資金の主要部分を調達した。投資家社会による株式保有は、銀行による株式担保金融の広範な広がりを通じて銀行部門の発展により支援された。銀行にとってもこの貸出は、その情報生産機能の不足を補完する重要な収益源としてその経営の支柱となった。

預金銀行としての銀行システムは、これに対して、中間層や零細資産保有者の貯蓄を動員した。銀行預金金利は銀行のリスクをかなり正確に反映して決まっており、戦前期においては市場金利の代表であった。大銀行といえどもリスクが高いと判断されれば、平均金利よりはるかに高い金利でなければ預金を集めることはできなかった。この意味で預金者は十分に計算されたリスクをとっていた。戦前期の銀行は、銀行条例によってその性格を規定されていた。自由な市場競争を強調した銀行条例は、その設計思想において、銀行にリスク資金の供給システムとしての役割を課していたと考えられる。

**資金変換**：次に、資金の変換に関しては、銀行は国立銀行時代を除くと大口貸出規制を免れたため、少額貯蓄を集めて大口の貸出として産業資金の使用に供した。また貸出の中心は満期期間3ヵ月程度の手形貸出であり、期間変換機能は限られていた。しかし第一次大戦後は農業の不振化に伴う貸出の固定化や工業に対する固定貸が増え、特に証書貸出の貸出期間が長期化した。また、特定企業に支配された機関銀行的な銀行では、関係企業に対する大口貸出により、貸出多様化によるリスク分散に困難をきたす事態が生じた。コール市場や手形売買市場の発展は、銀行の固定貸増大を防ぐ効果を持ったが、1927年の金融恐慌ではその第二波で短期金融市場が崩壊したため、自己実現的な全国的取付けが生じた。

株式市場は活発な流通市場を持っていた。証券市場の基本法であった取引所法が、取引所と仲買人の収入を最大化させるべく、株式売買の活発化を目的とする制度構築を誘引する効果を持っていたため、株式市場の価格情報に関する効率性は戦後をしのぐほどであった。また取引所の外部に現物市場が発達し、十分な株式の移動が行われた。また公社債市場では銀行と証券会社の引受により、有担保・無担保さまざまな社債が発行され、活発に市場取引が行われた。債券現物業者の中から後の大証券会社が育った。証券の活発な流通に支えられて、株式市場と公社債市場の期間変換機能は極めて高く、株式・公社債市場を通じて大量の長期資金が大企業部門に供給された。

資金配分：資金配分にかかわる情報生産機能では、銀行と市場ともに不十分であった。銀行の貸出は在来部門に対しては、未組織金融市場による情報独占を切り崩すのは容易でなく、借り手との間に有効な情報チャンネルを築くのに長期間の情報投資を要した。銀行はこのため商人などの情報機能を利用して在来部門や中小企業に資金供給を行った。短期・長期の証券市場が利用可能な近代的大企業についても、銀行は企業との間に長期的な顧客関係を築くことができず、安定的な借り手の確保は容易でなかった。株式担保金融はこうした限界を補完するビジネスであった。他方株式市場でもその情報生産力は限られていた。株式価格が企業の将来収益ないし企業価値を反映する度合いは低位にとどまった。企業価値に関する情報はもっぱら狭い投資家社会の中で生産され仲間内でシェアされていたとみられる。

企業統治：最後に、企業統治は基本的に株主によって行われた。銀行の企業統治機能は限られたものであった。株主は、財閥においてもその他の主要企業においても、専門経営者に経営権を委譲したが、最終的な支配権は確保していた。財閥では、持株会社が株主である財閥の意向を反映して、グループ企業を統治した。その他の企業では、株主総会が強い力を持ち、株主のコンセンサスで企業統治が進行した。こうした企業統治方式が可能であったのは、株主は狭い投資家社会のメンバーによって構成されていたことを反映している。

以上要するに、戦前の金融システムにおいては、金融市場は富裕層と中間層の貯蓄を動員し、近代産業に対する長期資金の供給と企業統治において大きな役割を果たし、他方、農業をはじめとする在来産業の金融は銀行に負っていた。銀行は中間層の貯蓄と零細貯蓄を動員して在来産業のファイナンスを行うとともに、大企業に対しては株式担保金融を通じて設備資金を供給し、また手形売買市場などの短期金融市場と協働して大企業の短期金融を担当した。戦前の銀行制度は、国立銀行時代と銀行法の制定以後を別にする、銀行と預金者によるリスク・テイキングを前提に設計されており、銀行が新設と破綻を繰り返しつつ、大量のリスク資金を供給した。戦前期の金融システムでは、銀行と金融市場の間に、一種の役割分担があったとみられる。

参考文献

- 石井寛治、『近代日本金融史序説』、東京大学出版会、1999年  
寺西重郎、「明治大正の投資家社会」、『年報』第22号、成城大学経済研究所、2009年、  
5～52頁

