

機関番号：12601

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2008～2010

課題番号：20530298

研究課題名（和文） 日本における債券市場の展開過程

研究課題名（英文） The Development of bond markets in Pre-war Japan

研究代表者

粕谷 誠 (Makoto Kasuya)

東京大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：40211841

研究成果の概要（和文）：戦間期の日本は、不景気基調で推移していた。不良債権の発生により、自己資本が毀損していたことなどの理由から自己資本の低い銀行は、高リスクの貸出を避け、より安全な債券に投資していった。債券市場の発達にともない、銀行の社債引受が発達し、信託銀行や貯蓄銀行が発達するなど、多彩なビジネスモデルが開発された。

研究成果の概要（英文）：The Japanese Economy was sluggish in the inter-war period. Banks, of which ratio of capital to the total assets declined due to the increase of the non-performing debts, collected higher-risk loans and invested in lower-risk bonds, although banks with higher capital ratio continued to make loans. With the development of bond markets, banks underwrote a large amount of bonds (underwriting bonds is a kind of investment banking); trust companies were established; and savings bank held a large amount of bonds. In this way, various business models of banking emerged in inter-war Japan.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010年度	1,000,000	300,000	1,300,000
年度			
年度			
総計	3,300,000	990,000	4,290,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学，経済史

キーワード：金融史，債券市場，金融機関

## 1. 研究開始当初の背景

戦間期は不景気の時代であり、多くの銀行が破綻していったが、その一方で債券の発行が急速に増加し、産業の資金調達に占める債券の比率も上昇した時代であったことと、その債券が個人ではなく、金融機関によって消化されたことは、多くの研究によって明らかにされていた。しかし金融機関がどういった利害にもとづいて債券を保有したのかは、ほとんど研究されておらず、債券市場の発達が金融機関経営にどのような影響を与えたかに

ついてほとんど検討されてはいない、という状況であった。

## 2. 研究の目的

本研究は、戦間期日本における債券市場について、国債・地方債・社債の発行と流通の実態について解明することを目的とし、さらにそれが銀行の多様なビジネスモデルの発展とどのような関連があるのかも明らかにすることとした。

### 3. 研究の方法

上記の目的に迫るため、本研究では以下のような方法を採用した。

(1) 金融機関の債券保有の動機を計量的に検証するという方法である。これまでの研究では、債券保有は、「貸出より安全である」と漠然と考えられ、預金取り付けを恐れ、預金者への預金払い戻しという責任感を持った経営者のいる銀行が、債券を保有した（逆にいうと、そうではない銀行は、貸出をおこない、そのうち機関銀行化したものが破綻した）と考えられてきた。金融機関の債券の保有の決定要因を実証すべく、計量的な分析をおこなった。

(2) 金融機関の多様なビジネスモデルの探索。銀行とは預金を預かり、貸出に運用するものであるが、これはいわゆる商業銀行である。しかし銀行はこのほか多様なビジネスを展開しうる。それには企業の資金調達に不可欠の役割を果たしている証券業務にかかわる投資銀行、証券を売り捌いたり、その流通をになったりするブローカーなどがある。しかしこのほかにもさまざまなビジネスモデルは可能で、債券市場の広がりや金融機関のビジネスモデルの展開を考察することで、債券市場の展開の具体的な意味も明らかとなる。

### 4. 研究成果

#### (1) 戦間期の銀行の債券保有動機

戦間期の銀行の債券保有動機を計量的に検討するためには、個別銀行のデータが得られるとベストであるが、債券の種類ごとにすべての銀行についてデータを得ることは不可能である。そこで道府県別のデータを使用することとする。道府県のデータは、支店のデータはその所在府県によって把握され、資本金は本店所在府県で把握されるので、支店が債券を保有すると、道府県データでは齟齬をきたすが、通常は債券は本店が所有するので、大きな問題は発生しない。

まず総資産に占める債券の比率（債券比率）を利鞘、自己資本比率で説明することとする。なお年次は、1928年、1932年、1936年の3ヵ年をとり、1928年をベースの年とし、1932年と1936年にダミー変数を与えてある。その結果は、以下の通りである。

	係数	t 値
定数項	0.35	11.38
利鞘	-4.79	-5.11
自己資本比率	-0.20	-2.48
1932 ダミー	0.02	1.47
1936 ダミー	0.09	5.09

サンプル 138, 修正決定係数 0.39, F 値 23.18

この結果によれば、利鞘が大きい、すなわち貸出によって大きな利益が見込める銀行は債券の保有を減らす、また自己資本比率が高く、リスク負担能力のある銀行は、債券の保有を減らす、という行動が見られたことになる。この計量結果によって、これまで漠然と考えられていたことがほぼ確かめられたといえる。

以上は債券全体の保有である。しかし債券のなかには、最も安全な国債とリスクの大きい社債、その中間の地方債がある。この保有の割合は、いかに決定されていたのであろうか。債券総額に対する国債の比率を国債比率、地方債のそれを地方債比率、社債のそれを社債比率とし（3つの比率の合計は1）、それを証券会社ダミー（道府県に有力証券会社がある場合は1とする）、定期預金比率（総預金に占める定期預金の比率）、地方債比率（民間機関引受によって発行された各道府県内団体地方債残高の道府県内預金残高に対する比率）の3つによって説明することとした。なおこれはシェア方程式となるので、SUR によって推定することとした。その結果は以下の通りである。年次は先の推計と同じで、同じ年次ダミーを使用している。

	国債比率	地方債比率	社債比率
定数項	0.75 (11.09)	0.07 (6.27)	0.18 (2.69)
証券会社 ダミー	-0.07 (-2.30)		0.07 (2.29)
定期預金 比率	-0.25 (-2.23)		0.25 (2.23)
地方債比 率	-0.24 (-6.37)	0.24 (6.44)	
1932 ダ ミー	-0.06 (-1.92)	-0.02 (-1.33)	0.09 (2.74)
1936 ダ ミー	0.08 (2.33)	-0.02 (-1.35)	-0.06 (-1.83)

修正決定 係数	0.15	0.22	0.15
------------	------	------	------

カッコ内はt値。

これまでの研究で、証券会社は社債の売り捌きを主要業務としていたことが明らかにされている一方で、国債については日本銀行による売却ルートがあったことが明らかにされているが、この結果はそれを確かめているといえる。また定期預金の多い銀行は、より流動性の低い社債を多く保有することが期待されるが、その通りの結果となっている。さらに銀行は、なじみがあるので地元の自治体が発行する地方債を多く保有することが期待されるが、このことも計量結果によって確かめられている。

### (2) 戦間期の銀行の債券保有動向

銀行が債券をどのくらい頻繁に売買したのかについては、社債と地方債は発行市場で取得し、償還までもっているケースが多いが、国債については、かなり盛んに売買をおこなっていることが、各銀行の債券保有明細表から確かめられた。また三菱銀行のように、債券の引受をおこなっている銀行は、1920年代には、発行後も債券を売却していたのに対し、1930年代にはそうした売却をほとんどおこなわなくなってしまった。これは1930年代に債券流通市場に対する大手銀行や保険会社の統制力が増加し、それまでのように、引き受けた債券を自由意志で処分するのではなく、最後まで保有する意思のあるもののみを所有し、他は発行時に保有者を見つけて売却するようになったことによることが示唆された。

償還時まで所有し続けるという意味では、社債は銀行にとって貸出の変形ともいえるが、もちろん社債を担保に入れて資金を借り入れたり、売却したりすることもできたので、柔軟性は高かったといえる。ただし金融危機時に売却しようとしても、大口の買い手を見つけることは困難で、大幅なディスカウントは避けられなかったであろうから、売却されたケースは少数にとどまっていたこともあわせて明らかにされた。

### (3) ビジネスモデルの多様性と債券

銀行のビジネスモデルは多様であった。江戸時代においてすら、それはあてはまる。江戸時代の主要な金融機関は両替商であり、通貨の鑑定や両替のほか、預金・貸出・為替という基本的な銀行業務を営んでいた。しかし同時に、両替商を介さない「直接金融」の事例も報告され、かなり広汎にそうして金融がおこなわれていた可能性がある。例えば大阪では、「口入屋」とよばれるブローカーが商人同士

を結び付けることで、直接資金の貸借がおこなわれていたし、江戸でも口入業者が、不動産担保借入金のおこなっていた。また幕末期には、質屋が江戸周辺で広汎に存在していたことも明らかにされている。

明治期には外国からさまざまな金融制度が導入されている。そのなかで手形・小切手、商業銀行など実質的に江戸時代に存在していた制度とともに、株式・社債といった制度が、フォーマルに導入された。

株式会社制度は明治中期には日本経済に根付いていったが、社債制度は普及が遅れ、大量に発行されるようになったのは、すでに述べたとおり、1920年代である。社債が大量に発行されるようになると、都市銀行とともに信託会社はその発行を引き受けるようになった。ところで銀行が確定利付で預金を預かり、貸出をおこない、その運用のリスクを負うのとは異なり、信託は資金委託者がリスクを負担し運用の成果を手中におさめ、信託会社は手数料を取得するという点でビジネスモデルは異なっている。しかし信託会社は、手数料率を調節して、確定利付に近い形で投資家に運用成果を還元しており、銀行の定期預金に近い運用がおこなわれていた。

さらに戦前期の日本には貯蓄銀行という制度が存在した。貯蓄銀行は民衆の零細な貯蓄を預かるものなので、政府はその安全性を特に重視した。その結果、1922年に貯蓄銀行法が施行され、貯蓄銀行の資金運用は大幅に規制された。貯蓄銀行の資金運用先は、国債や許可のある社債、さらに国債等を担保とした貸出などに限られるようになり、貯蓄銀行は債券の保有を増加させたのである。このことは貯蓄銀行が安全ではあるが、低利の資金運用に甘んじたことを意味する。しかし貯蓄銀行の預金金利は、普通銀行の金利と（協定利率では）変わらなかったから、貯蓄銀行は利鞘が薄いことになる。そこで貯蓄銀行の公益性が強調されたのである。しかし貯蓄銀行は株式会社であり、営利機関であったから、公益性の重視とは相容れない側面があるはずである。実は貯蓄銀行の自己資本比率は普通銀行のそれよりはるかに低かった。このことはたとえ貯蓄銀行の資金運用が安全であっても、ただちにそれだけで、貯蓄銀行の預金が普通銀行の預金より安全であったとは言い切れないことを意味した。すなわち普通銀行は、高リスク運用と低いレバレッジ、貯蓄銀行は低リスク運用と高いレバレッジということで、フロンティアを共有していた可能性が高いことが示唆された。

このように債券市場の発達にともなって普通銀行から分化して信託会社や貯蓄銀行といった多様なビジネスモデルが発達したのであるが、普通銀行と共通する面が多くあることが明らかとなった。

このほか債券発行銀行が戦前期から存在していた。銀行が債券を発行し、企業に貸し出すという行為は、企業が社債を自由に発行できるのであれば、リダンダントであるといえる。主たる債券発行銀行は日本勧業銀行と日本興業銀行であった。日本勧業銀行は、大企業貸出というよりは、不動産担保貸出をおこなっており、また日本興業銀行もやはり外資輸入や社債引受などを主要業務とし、大企業貸付は主要業務となっていなかった。しかも両行とも大蔵省預金部という特殊な債券の引受先に依存する割合が高かった。こうして日中戦争により金融統制が開始されるまでは、社債市場との競合により、戦後のような大企業貸出が債券発行銀行の主要業務となることはなかったものであり、債券市場が金融機関のビジネスモデルを制約していたもう一つの事例といえることが明らかとなった。

#### (4) 株式と負債との補完関係

企業の資金調達にとって、株式発行と社債を含む負債発行は代替関係にある。金融環境が厳しいときには、一般的に株式であれ、負債であれ、発行が困難である。昭和恐慌期はそういう時期にあたる。このとき株式発行と負債発行にはどのような関係があったのであろうか。

戦前日本に特有な制度として、株式の分割払込がある。すなわち株式の額面全額を払い込まなくても会社設立が可能で、取締役会の決議で未払込部分の払い込みを株主に請求できるという制度である。追加の払い込みを怠るとその株式が公売に付されることとなっていた。昭和恐慌期は金融環境が悪く負債発行と増資が困難であったといえるが、未払込株式の払込徴収は、公売によって所有株式が没収されるという脅威があり、株主への払込の強制力が大きかったため、部分払込が大きな役割を果たしたことが予想される。そこで1932年における有力非金融企業174社の設備投資（設備投資／固定資産）について、売上（売上増減／固定資産）、キャッシュフロー（キャッシュフロー／固定資産）、負債比率（負債／総資産）、株式追加払込（株式追加払込額／固定資産）、固定資産で基準化したキャッシュフローと固定資産で基準化した株式追加払込額との交差項で回帰分析をおこなった。

その結果は、売上が増えるほど、キャッシュフローが多いほど、負債比率が低いほど、株式の追加払い込みがあったほど、設備投資がおこなわれていたことが明らかになった。社債を含む負債発行が困難な状況下で、株式の分割払込制度が、資金調達に大きな役割を果たしていたのである。さらに注目されるのは、キャッシュフローがプラスの影響を持つ

ていたということである。この事実は企業がいわゆる流動性制約のもとにあったことを示すが、キャッシュフローと株式追加払込額の交差項は、マイナスとなっている。この計量結果により、株式の追加払込が非金融企業の流動性制約を緩和する効果があることが明らかにされた、と解釈することが可能である。社債を含む負債発行が、株式と機能を補完しつつ、重要な役割を果たしていたことが明らかとなったといえる。

#### 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計3件）

- ① Makoto Kasuya, “Bond Markets and Banks in Inter-war Japan,” *Business History*, 査読有, Vol. 51, No. 6, 2009, pp. 907-926.
- ② Takashi Nanjo and Makoto Kasuya, “Part-Paid Stock, Corporate Finance, and Investment: Economic Consequences of the Part-Paid Stock System and Supplementary Installments in Early 1930s Japan,” *Monetary and Economic Studies*, 査読無, Vol. 27, 2009, pp. 219-246.
- ③ 南條隆・粕谷誠「株式分割払込制度と企業金融、設備投資の関係について—1930年代初において株式追加払込が果たした役割を中心に—」『金融研究』, 査読有, 第28巻第1号, 2009, 47-71.

〔学会発表〕（計2件）

- ① “The Activities of a Japanese Bank in the Interwar Financial Centers: A Case of the Yokohama Specie Bank” The 15<sup>th</sup> World Economic History Congress, 7 August 2009, Utrecht, Holland.
- ② 「江戸時代の金融ビジネス」経営史学会第44回全国大会, 立教大学, 2008年10月。

〔図書〕（計5件）

- ① 粕谷誠・伊藤正直・斎藤憲編『金融ビジネスモデルの変遷—明治から高度成長期まで—』日本経済評論社, 2010, X+364.
- ② 粕谷誠「日本における金融ビジネスモデルの変遷」粕谷誠・伊藤正直・斎藤憲編『金融ビジネスモデルの変遷—明治から高度成長期まで—』日本経済評論社, 2010, 1-32.
- ③ 宮本又郎・粕谷誠編『講座・日本経営史1 経営史・江戸の経験—1600～1882—』ミネルヴァ書房, 2009, viii+334.
- ④ 宮本又郎・粕谷誠「総論」宮本又郎・粕谷誠編『講座・日本経営史1 経営史・江戸の経験—1600～1882—』ミネルヴァ書房, 2009, 1-48.

⑤粕谷誠「金融ビジネス」宮本又郎・粕谷誠  
編『講座・日本経営史1 経営史・江戸の経  
験—1600～1882—』ミネルヴァ書房，2009，  
243-277。

〔産業財産権〕

○出願状況（計0件）

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

○取得状況（計0件）

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

粕谷 誠 (Makoto Kasuya)  
東京大学・大学院経済学研究科・教授  
研究者番号：40211841

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：