

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 4 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2011～2013

課題番号：23530404

研究課題名(和文) 戦前日本における金融市場の機能に関する研究

研究課題名(英文) Studies on the development of financial markets in prewar Japan

研究代表者

粕谷 誠 (Kasuya, Makkoto)

東京大学・経済学研究科(研究院)・教授

研究者番号：40211841

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,800,000円、(間接経費) 1,140,000円

研究成果の概要(和文)：戦間期の債券市場の発展を担った公社債業者の行動を山一証券を中心に明らかにした。山一証券は地方に支店を設けつつ、国債・地方債・金融債・事業債を地方の金融機関を中心に販売していった。とくに1920年代後半から1930年代前半にその業務は発展していった。こうした証券業者に証券資金を供給していたのは、都市銀行であった。都市銀行は金融危機のなかで預金の集中度を上げていったが、遊資が発生しており、債券を引き受けたり、その売り捌きを証券業者におこなわせたが、その資金を融資した。債券の利回りは国債が最も低く、満鉄などの特殊会社債や金融債がそれに次ぎ、事業債がもっとも高い傾向にあった。

研究成果の概要(英文)：First, the activities of Yamaichi Securities Company, one of the largest securities companies in inter-war Japan, where securities market developed significantly, are investigated. Yamaichi Securities Co. established nationwide branch network in this period and sold government bonds, municipal bonds, bank debentures, and corporate bonds, to customers. Its main customers were not individuals but financial institutions such as banks and saving banks and the business grew rapidly in the 1920s and 1930s. City banks, of which deposits increased at the face of financial crises in the interwar years, underwrote bonds, made loans to securities companies, and made them sell securities. The yields of national bonds were the lowest, that of bonds issued by special companies such as South Manchurian Railway Company the second lowest, bank debentures the third lowest, and corporate bonds the highest.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済史

キーワード：金融史

1. 研究開始当初の背景

日本が 1990 年代以降、金融危機・長期不況・デフレに襲われるなかで、それとよく似た状況を体験した戦間期における金融危機の研究が盛んになっており、そのなかにおいて債券市場がどのような役割を果たしていたのかについての研究が要請されていた。

2. 研究の目的

不況基調で推移した戦間期を中心に、金融市場の動向を債券市場を中心に分析して、投資家や企業の行動がいかなるものであったのかを明らかにしていく。

3. 研究の方法

債券の流通市場の動向を明らかにしていく。それにはまず債券の流通市場になっていた証券業者の行動を明らかにすることが必要である。さらにその行動を大きく規定していた銀行業者の経営行動を明らかにしていく。以上の成果を前提として、戦間期の債券市場の動向をイールド分析を中心に明らかにしていく。

4. 研究成果

まず戦間期の債券市場の発展を担った公社債業者の行動を山一証券を中心に明らかにした。山一証券は小池国三が 1897 年に開設した株式仲買店である小池国三商店に端を発している。その後、小池合資を設立し、公社債の売り捌き業務を拡大したが、1917 年に小池国三が兜町を引退する際に、従業員によってその業務を引き継いで設立されたのが山一証券である。

山一証券は 1920 年代に大阪、名古屋、福岡、岡山、広島などの地方に支店を設けつつ、国債・地方債・金融債・事業債を地方の金融機関を中心に販売していった。こうした展開は、山一証券に独自ではなく、野村証券、のちに大和証券となる藤本ビルブローカー銀行、日興証券などの公社債業者に共通していた。これに対して株式取引所仲買人は、規制により支店を増設することができなかった。

山一証券の業務は、とくに 1920 年代後半から 1930 年代前半に発展していった。当初は債券を手持ちしないビジネスを展開していたが、債券の発行量の増大と証券業者の競争の激化とともに、リスクをとって債券を手持ちしていくようになっていった。こうした証券業者に証券を手持ちするための資金を供給していたのは、都市銀行であった。都市銀行は金融危機のなかで預金の集中度を上げていったが、遊資が発生しており、債券を引き受ける一方で、その売り捌きを証券業者におこなわせたが、その資金を融資したのである。都市銀行としては、引き受けた債券を証券業者に下引き受けさせることでリスクを分散させていたのであるが、その証券資金を融資していたことから、債券の売れ行きが順調な間はリスクが顕在しなかったが、売れ

行きが悪くなると証券業者への融資が増大することになった。

このリスクが顕在化したのが、金利が低下して債券発行が活況化したのち、急速に金利が上昇して債券の売れ行きが悪くなった 1928 年下期であった。1920 年代には単独引受も多く、引受競争を展開していた都市銀行は、こうしたことを教訓に 1930 年代には共同引受を増加させ、引受競争を抑制していった。1930 年代前半は、昭和恐慌を過ぎると金利が低下したため、借換債の発行が増加した結果、債券の発行が増加している。

しかし 1937 年の日中戦争の勃発にともない、金融統制が導入され、自由な債券市場は抑圧され、その結果、証券業者の業務も限定されていった。証券業者は都市銀行の下引受をおこなう存在へと限定されていったのであった。

次いで戦間期に活躍したもう一つの証券会社である野村証券の活動についても明らかにした。野村徳七は両替商を営んでいた父の業務を継承し、公債の売買をおこなっていたものである。両替商は江戸時代に存在していたものであるが、明治以降も両替商を名乗る商人が出現した。やがて日本の銀本位制が安定すると貨幣相場で利益を上げることができなくなり、「両替」という商売もなくなったことから、両替商のうち上層のものは銀行を開設したが、中下層のものは取引所の仲買人や公社債の販売業者へと転身していき、両替商という存在は消滅していく。野村徳七もそうした業者の一人であり、公社債現物商売をおこなったが、やがて株式仲買店も営むようになった。しかし野村は調査を重視しており、調査の結果にもとづいて証券を売買しており、この点が投機的な証券売買をおこなっていた他の証券業者とは異なっていた。調査部を中心に大卒の人材をいち早く採用したのも野村の特徴であり、山一証券より 10 年近く早い採用であった。

第一次世界大戦期の株式ブームで野村は巨大な利益を上げたが、そこで多角化に着手し、1918 年に大阪野村銀行(のちに野村銀行と改称)を設立した。大阪野村銀行は証券部を設置し、公社債業務を拡充していったが、1926 年に証券部が独立して野村証券が設立された。野村証券は山一証券と同じく、全国に支店を設置していった。野村の株式業務は大阪屋証券として独立されたが、さらに従業員によって実質的に買収される形を取った。野村証券は株式業務を営まない公社債専門の業者だったのである。野村証券は系列に野村信託をもっており、野村信託は担保付社債信託業務がおこなえたため、野村証券は担保付き社債の引き受けについても、山一証券など同業他社と比較して有利であった。

昭和恐慌後の 1930 年代は株式ブームの時代であり、また実株を金融機関などが購入することも増えていった。こうした状況の中で野村証券も株式業務を兼営するようになり、

公社債専業者としての役割を終えた。戦時統制期になると証券業務が縮小していくのは山一証券と同じである。

第三に山一証券や野村證券に証券資金を供給していた都市銀行の行動を明らかにした。まず戦前期に民間銀行で最大の社債引き受け実績を持っていた三井銀行についてである。三井銀行は1890年代に三井家が100%出資する合名会社となった。三井家の同族たちは三井銀行が無限責任であったことから、その破綻について懸念していた。自己資本比率が低くなると倒産の確率が上昇することから、三井家の同族は三井銀行が預金をたくさん集めることに消極的であった。三井銀行の支店長たちは預金をたくさん取ることをしきりに主張したが、三井家の意向をうけたトップ経営者たちはそうした支店長クラスの預金増強策を抑えに回った。三井銀行は国内の預貸金を中心とするビジネス・モデルを否定されるに至ったのである。その結果、三井銀行の支店網は他の都市銀行と比較すると少ないこととなった。

三井銀行が採用したのは、手数料ビジネスで貸借対照表を増加させない担保付き社債信託業務と他の中小銀行と競合しない外国為替業務であった。担保付き社債信託業務は担保付き社債の担保を受託することであるが、社債の引き受けと結びついていた。また担保付き社債のみならず無担保社債の引き受けもおこなわれた。三井銀行は電力会社の発行する外貨社債が海外で発行されるとその担保の受託もおこなった。三井銀行は証券業者に下引き受けをおこなわせて、リスクを回避しながら社債の引き受け業務を拡大していった。1920年代において三井銀行の債券引き受けは単独引き受けが多く、積極的なものであったが、1930年代は共同引き受けが多くなり、その独自性は薄れていき、戦時統制の時期を迎えることとなった。

次の都市銀行として、安田銀行について考察した。安田銀行は安田善次郎が両替商から発展させたものであるが、明治前期に公金を預かることで発展の機会を得た。しかしそれ以上に特徴的なことは、安田善次郎が共同出資により、事実上自らが支配する銀行を多数設立するとともに、恐慌期に経営破綻をきたした銀行の救済をおこない、安田系列の銀行としていったことである。その結果、安田金融網は20世紀初頭には日本最大の銀行グループとなるに至った。

安田財閥はのちに金融財閥と称されるようになるが、明治期の早い段階から、生命保険・損害保険に進出していた。戦間期には信託にも進出している。しかしそれと同時に鉱山業や製造業にも盛んに進出していた。しかし鉱山業には多額の投資をおこなったが、いずれも鉱脈に恵まれず、撤退することになった。特に筑豊の大炭礦の買収に加われなかったことがその失敗の大きな原因となった。また製造業にも単独で進出したが、期待を持っ

ていた製釘業が失敗したことが大きかった。製造業に共同出資して支配力を強めるといふスタイルを製麻業以外にあまり取らなかったことも製造業のウェイトが小さい要因であった。安田銀行はのちに系列銀行を合併するが、債券引き受けも積極的におこなった。しかし外国為替業務はついに進出することがなかった。

戦間期の債券の利回りは国債が最も低く、満鉄などの特殊会社債や金融債がそれに次ぎ、事業債がもっとも高い傾向にあった。国債の期間は10年以内であったが、日本勧業銀行の金融債などはそれより長い期間のものが一般的であった。また事業債の期間は当初は短かったが、1930年代に長期化していく傾向にあった。金利の低下とともにイールドの差の絶対値は縮小する傾向にあった。

最後に戦後期の住宅金融について考察した。住宅金融は住宅金融公庫の開設にはじまるといっても過言ではないほど、初期には住宅金融公庫のシェアが高かった。しかし産業金融が一段落する1965年以降、民間の住宅ローンも盛んになっていった。しかし民間銀行は短期の預金を資金源にしていたから、長期の住宅ローンを提供することは、長短のミスマッチをもたらすことになり、とくに融資量が増加してくると看過できない問題となる。日本の銀行は1970年代に債権の流動化を実施する仕組みを考案していくが、長期債の発行などの業際問題と結びつき、画期的な進展が望める形では、大蔵省の許可が得られなかった。その結果、普及したのが、変動利付きローンであり、1980年代に導入されると金利が低下していったこともあり急速に普及していった。長短ミスマッチの問題は、もっぱら変動利付きローンによって解決されたといってもよい。

しかし変動利付きローンは、金利変動のリスクを借り入れ家計に転嫁するものであるから、家計の観点から見れば、好ましいものとはいえない。そこで住宅金融公庫が改組された住宅金融支援機構は、固定利付きの住宅ローンを買取り、モーゲージ債権として売り出すという業務を開始した。この結果、住宅ローンを出して、支援機構に売却するという新しいタイプの金融機関が出現することになった。

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1件)

1. 粕谷誠「日本における金融危機の発生と規制緩和 不動産・住宅金融を中心に」『研究年報経済学』2014年。査読なし。

〔学会発表〕(計3件)

1. 粕谷誠「日本における金融規制緩和と危機の発生 不動産・住宅金融を中心に」第7

回韓・日経営史学会国際学術大会 2013 年 5 月 10 日, ソウル。

2. 粕谷誠「日本における金融規制緩和と危機の発生 不動産・住宅金融を中心に」経営史学会第 48 回全国大会, 共通論題報告, 明治大学, 2012 年 11 月 4 日。

3. Makoto Kasuya, "The Internationalisation of Japanese Banking from the 19th to the 21st Century." European Business History Association with Business History Society of Japan, August 30 through September 1, 2012, Paris.

〔図書〕(計 7 件)

1. 粕谷誠「ファイナンス 安田善次郎と野村徳七」企業家学会編『企業家学のすすめ』有斐閣, 2014 年。

2. 粕谷誠「三井財閥と銀行業 益田孝・団琢磨」長谷川直哉・宇田川勝編『企業家活動でたどる日本の金融事業史 わが国金融ビジネスの先駆者に学ぶ』白桃書房, 2013 年 3 月, 81-102 頁。

3. 粕谷誠『ものづくり日本経営史 江戸時代から現代まで』名古屋大学出版会, 2012 年 11 月, 493 頁。

4. Makoto Kasuya, "The overseas expansion of Japanese banks, 1880-2006," in Shizuya Nishimura, Toshio Suzuki, and Ranald. C. Michie (eds.), *The Origins of International Banking in Asia: The Nineteenth and Twentieth Centuries*. Oxford: Oxford University Press, 2012, 166-173

5. Makoto Kasuya, "The activities of Japanese banks in interwar financial centers: the cases of the Yokohama Specie Bank's offices in London and New York," in Shizuya Nishimura, Toshio Suzuki, and Ranald. C. Michie (eds.), *The Origins of International Banking in Asia: The Nineteenth and Twentieth Centuries*. Oxford: Oxford University Press, 2012, 196-216.

6. 粕谷誠「日本」国際銀行史研究会編『金融の世界史 貨幣・信用・証券の系譜』悠書館, 2012 年 10 月, 333-366 頁。

7. 粕谷誠・伊藤修・橋本寿朗『山一証券 100 年史 上』日本経営史研究所, 2011 年 10 月, 1-150 頁。

〔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 (KASUYA, Makoto)

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 :