

経済研究所 年報

第 22 号
April 2009

研究報告

明治大正の投資家社会……………寺西 重郎

2003年以降における中小企業の
経営財務面での動きをめぐって
—CRD の分析結果から—

……………鹿野 嘉昭

イスラム金融—国際金融界の新潮流

……………吉田 悦章

グローバルにおける住宅金融の
急展開と混乱……………内田 真人

スコアリング貸出の課題

—新銀行東京を例に……………南里光一郎

平田 英明

成 城 大 学

經 濟 研 究 所
年 報

第 22 号

成 城 大 学

巻 頭 の 辞

昨年のリーマン・ショックを契機に、米国の住宅ローンをベースに証券化ビジネスがグローバル化の下に世界中に展開されてきたが、そこに内在化していた脆弱性が一挙に表面化し、国際的な信用不安、とりわけ投資家のみならず、金融機関同士の不信の構造が伝染病の如く拡大してしまったことは、多くの方々の記憶に新しいことかと思われる。当初は、必ずしも十分とはいえなくとも各国の中央銀行、政府の対応策もあって、信用不安は金融界のレベルに止まり、実体経済にはそれほど波及しないであろうという観測も出ていた。ところが、昨年末そして今年に入って、世界経済とくに輸出を主導する産業部門において急激に景気が低迷し、それは経済危機といってもよいほどに急降下し始めた。世界的な需要の縮小、資産価格（株式価格）の低下、それに伴う資産の劣化という、90年代の日本で味わった複合的な景気停滞の様相が世界的なレベルで現出しているのではないかと思わせるほどである。

21世紀に入り、それまで米国そして新興国を中心に長期的な景気拡大を謳歌していたのに、この大転換のパノラマは今でも信じられないほどである。その意味でも、「100年に一度の、未曾有の」といった表現が頻繁に使われるほどに、現在は歴史の一転換点にあるということなのであろう。この100年という数字には、大雑把であるけれども、事経済に限れば、記憶すべき事件が起きていたということで、奇妙な符号がある。世界恐慌が発生したのは1929年米国においてであったが、戦間期における米国の台頭の背後には欧州の後退があり、その契機が1914年の第一次世界大戦であった。20世紀に入り、欧州の先進国（一等国）は未曾有の景気拡大を大戦勃発直前まで体験していたのである。

そのさらに100年ほど前、英国は産業革命の進行のなかで、対岸のフランスとナポレオン戦争を引き起こし、その過程のなかでイングランド銀行は1797～1819年の間銀行券の兌換を停止した。これが物価上昇、為替相場の下落をもたらし、いわゆる地金論争の舞台を提供したのである。その後に展開する19世紀の欧州列強を中心にした世界経済の展開を想起すれば、論争の舞台がまた銘記すべき事件であったというべきかも知れない。さらに、悪ふざけのつ

もりではないのであるが、ジョン・ローが1716年に「一般銀行」を設立して、1719年には「インド会社」を改組の上設立し、翌年には財務総監（大蔵大臣）に任命されたのも、さらにおよそ100年前のことであった。皮肉にも任命と同時に経済が急転直下パニック状態になり、正貨への兌換をもとめて人々が押しかけ、ローも失脚して亡命するはめになった。金融と実体経済とのかかわりは、かのように現時点までその内容を変えながらも深く関与しあってきたことで、その奥深さを改めて感じさせられる。

当経済研究所は、とりわけ金融に関する研究に関ってきた経緯があるのであるが、昨年度の5月講演会にはトピカルなテーマともいえるイスラム金融、米国住宅ローンを国際協力銀行吉田悦章氏と内田真人本学教授（現主事）に発表していただき、10月講演会には中小企業の経営財務の実態と明治大正期の投資家社会の特徴についてそれぞれ鹿野嘉昭同志社大学教授と寺西重郎日本大学教授にお話をしていただいた。さらにミニシンポジウムでは平田英明法政大学准教授にスコアリング貸出の数量分析という興味深い研究をご報告いただいた。これらのご講演・ミニシンポジウムをもとに、改めて論文として第22号の年報に掲載していただき、刊行にたどり着いた次第である。各先生には、ご多忙のなかでのご執筆に深く感謝申し上げたい。

2009年4月

成城大学経済研究所長

明 石 茂 生

目 次

巻頭の辞 ……………明石茂生…… 1

研究報告

明治大正の投資家社会 ……………寺西重郎…… 5

2003年以降における中小企業の
経営財務面での動きをめぐって ……………鹿野嘉昭…… 53
—CRDの分析結果から—

イスラム金融—国際金融界の新潮流 ……………吉田悦章…… 77

グローバルにおける住宅金融の急展開と混乱 ……………内田真人…… 89

スコアリング貸出の課題—新銀行東京を例に ……………南里光一郎……109
平田英明

「高垣文庫貴重書目録—補遺—」の訂正……………127

研究所だより ……………129

前号目次・編集後記 ……………133

「経済研究所年報」刊行一覧……………134

明治大正の投資家社会

寺西重郎

投資家とは資産運用としての証券投資によるリスク・テイキングを行う経済主体である。新古典的な理論の世界では、通常、個々の投資家がそれぞれの選好と意思決定でリスクとリターンの組み合わせを自由に選択できるという状況が想定されている。投資家は資産選択に当たっては投資の利潤からの期待効用を最大化するのだが、その効用は最終的には現在および将来の消費効用¹⁾に依存しており、将来時点の消費のために証券投資を行うと考えられている²⁾。経済各部門に対する投資財の配分は、結局投資家の消費財に対する選好によって規定されることとなる。

しかし現実には、投資家は必ずしも自分の好みの証券を自由に選択できるとは限らない。理由は取引コストにある。第一に、投資家は証券の背後にある期待利益の流列について十分な情報を持っているとは限らない。地域特殊ないし産業特殊の情報が多く情報は偏在している。特に新産業についてはハードな情報は少なく、情報の入手には多大のコストがかかる。第二に、一般的に非対称情報また公開情報不足から経済主体間の契約の履行結果を立証することは難しく³⁾ 不完備契約が一般的である。このため、一般投資家と企業（経営者や既存の株主）の間エージェント・コストが高い。仮に所有権が確定し、不法行為や契約違反に対する罰則制度が確立していたとしても、すなわちアダムスミスという正義のルールが敷かれているとしても、こうした理由による取引コスト

1) いわゆる王朝モデルを考えると、遺産相続と子孫の享受する消費効用が考慮の対象となり、無限の将来にわたる効用が意思決定の対象となる。

2) いわゆる消費に基づく資産価格評価モデル (consumption-based capital asset pricing model) が、こうした考え方の典型である。このモデルでは、証券に関する資産選択が異時点間の消費配分と同時決定される。たとえば羽森茂之 (2007) 参照。

3) 契約の履行に関する情報が観察可能であっても、それが（法廷において）立証可能でなければ契約違反を罰することはできない。

が投資行動の妨げになる。

もちろん取引コストは一定ではない。時間の経過とともに、会社制度、会計制度、司法制度などのフォーマルな制度が進化し契約の完備度が高まる。また交通通信技術の進歩によって情報取得費用が低下するし、公開情報の拡大は私的情報の価値を引き下げるであろう。こうした理由により、取引コストが低下することにより、他の条件を一定とすれば、新古典派的な投資家社会に近づいていく傾向がある。金融市場の近代化現象である。歴史的には、こうした現象は、資産家によるレントナー社会の拡充や大衆投資家の時代の進展などの形をとる。こうした傾向は大正期から昭和期において生じた。

本論文では、明治大正期における初期の証券市場と投資家社会を検討の対象とする。この時期の投資家社会は次の3点で、新古典派的な世界や単純な近代化現象と異なっていた。第一は、投資家の効用が消費以外のものにも依存していたことである。第二に、意味のある投資家社会がかなり限定的な小集団であったことである。第三に、法制度などのフォーマルな制度を補完するものとしてリレーションに基づく取引方法が機能したことである。

以下の第一節では、投資家の意思決定が必ずしも消費効用にのみ基づいているとは限らないことを指摘する。言い換えると、この時期には、投資配分の意思決定において消費効用以外のモチベーション、すなわち地方振興や事業遂行意欲が初期においては重要な役割を果たした可能性がある。谷本雅之(1998)および谷本雅之・阿部武司(1995)は、明治前期の資産家(投資家)をそのモチベーションによって3分類し、新古典派的モデルの想定するレントナー的投資家の機能を補完するものとして、地方名望家的投資家と地方企業家的投資家の果たした役割⁴⁾を強調した。以下での我々の議論はこの仮説の検討を中心に展開する。

第二節では、投資家社会の広がりが極めて限定的であり、緊密な情報網によって結ばれた等質的な小集団であったことを示す。初期の証券市場において財

4) 武田晴人(2007)は、1943年に日新火災海上株式会社に統合される3つの損害保険会社(帝国帆船海上保険、福寿火災保険、豊国火災保険)の設立過程を分析した興味深い論考である。帝国帆船海上(1907年創立)は、船主や回漕店という技術的な背景のある株主グループによって、福寿火災(1911年創立)は中京地方の地縁によって形成された株主グループによって、豊国火災(1912年創立)は大阪という発展した大都市の個別にリスクを取りうる有力な個人投資家たちによって設立されたとされる。

閥や華族など大資産家や豪商農の果たしたことはよく知られている。我々の検討によれば、明治大正期の投資社会はこうした大資産家の範囲を超えた広がりを見せていたが、それにしてもたとえば国政選挙の有権者よりはるかに小さい小集団であったのではないかと思われる。そうした小集団の投資家社会を前提としていわゆる株主総会中心主義が機能したと考えられる。

第三節では、投資家社会の広がりが限定的であったことに関連して、初期の証券市場では、株主総会だけでなく株式の発行市場も投資家社会のリレーションの機能を高めるように設計されていたことを論じる⁵⁾。例えば、地縁血縁による株式発行、分割払込と株式担保金融によるレントナー中間層の動員、日銀の関与による株式担保金融の制度化などがそれである。

[1] 個人投資家の時代

(1) モチベーションからみた投資家のタイプ

谷本雅之 (1998) および谷本雅之・阿部武司 (1995) の枠組みにブロードに従って、投資家を、レントナー的な中央および地方の投資家と中央および地方の企業家的投資家、地方名望家的投資家の3タイプに分けて考えよう⁶⁾。投資のモチベーションの観点からは、レントナー的投資家は、利潤所得に依存する配当金利生活者などの投資家であり、投資の目的はもっぱら現在および将来の消費にあると考えてよからう。企業家的投資家と名望家的投資家は、それぞれ消費とは別の追加的動機から、レントナー的投資家より低い要求リスク・プレミアムで満足する経済主体であるとみなすことができる。すなわち、企業家的投資家は、金融的投資家であると共に企業の創業と経営にかかわる人的資源の供給主体であり、投資対象産業にかんする情報網と技術知識をその人的資本の価

5) リレーションや多角的罰則戦略がある程度機能し効率的な機能が実現とみられる側面があると言えるかもしれない。Dixit (2004) が、法律の無い経済システム (lawlessness) として記述した世界である。

6) 谷本等は投資家という表現を用いず、資産家という歴史研究になじんだ用語を用いている。また中央のレントナー的資産家や企業家的投資家はあえて取り上げず、地方のレントナーを企業家的地方資産家、名望家的地方資産家と対比することで地方起源の工業化に議論を絞り込んでいる。我々は、マクロ的な資金源泉の考察への配慮からレントナーに中央のもの、たとえば華族、をも加え、財閥を中央のレントナー的ないし企業家的資産家とみなすこととしたい。

値として持っている。人的資本の有効利用が可能な限りで、こうした投資家は金融的投資に関しては均衡値ないしレントナーとの比較で、低い要求リスクプレミアムで満足し、リスク・テイキングに前向きな行動をとる。地方名望家的投資家は、特定地域の社会的政治的リーダーとして、自己のかかわる地域の工業化・産業化による発展に消費以外の価値を見出している。地方振興が促進される限りで、資金の供給に当たって均衡値より低いリスク・プレミアムで満足し、進んで事業のリスクをとると考えられる。以下では、明治大正期の投資家の少なからざる部分が、単なる消費効用ではなく、人的資本の有効利用や地方振興という追加的要因によって動機づけられていたこと、しかしそれにもかかわらず、量的な投資資金の供給の意味では利潤・消費動機に基づくレントナー的投資家が主要な役割を果たしたとみられること、を指摘する⁷⁾。

企業家的投資家

企業者の投資家から始めよう。中央における企業家的投資家としては、いわゆる財閥をあげることができよう。財閥が企業家的投資家であったか否かは、財閥がその企業群に支配権を掌握していたか否かという問題にも絡んで難しい論点を含んでいるが、本稿ではとりあえず財閥はレントナー的投資家としての側面と企業家的投資家としての側面の2面性を持っていたと仮定しておこう。よく知られているように、三菱の岩崎家は、海運業から得た人的資本をもとに商

7) 日本の経済発展における投資家や出資者の問題は、かつてはもっぱら出資者の社会階層の問題として研究されてきた。すなわち、企業の設立資金は地主が中心になって出資したのか、それとも商人資本の役割が大きいのか、二つの社会階層の重要性は産業によって異なるのかなどが主要な論争点であった。これは、戦前期の社会経済システムの変動方向をマルクスの発展段階説や西洋の発展パターンとのアナロジーによって解釈する場合、明治維新の政治的意味付けがクルーシャルな意味をもったことによる。明治維新を、封建制を多分に残した絶対主義革命であるとする立場からは、産業化資金の供給源の問題は封建的地主制の発展過程に結び付けて理解され、地主の投資行動が、地主による農民の搾取、国家による農業余剰の取奪に伴う矛盾の蓄積とどのようにかかわっているかが問題とされた。他方、明治維新を近代的市民革命であるとする立場ないし政治的意味合いを捨象して経済の近代的発展を論じる立場からは、発展資金の供給の問題は、市場的メカニズムを前提とした商人の近代的投資行動と企業者精神の生成に結び付けて論じられたのである。地主資金の問題は商業において生じた余剰資金の投資活動との対比でのみ問題とされた。また、実物的投資活動を担うものとして、企業者精神の生成ないし企業家の価値体系の展開（ヒルシュマイアー・由井常彦 1977）、企業家職能の供給源としての士族の役割（高橋亀吉 1977）などが企業発展の動輪として強調された。

業・造船へと事業を拡大した。三井家は呉服屋で得た番頭たちの人的資本を用いて銀行・商社へ、また払下げで得た炭鉱の知識から化学工業へと進んだ。住友は、銅山経営の知識をもとに電線金属へと進み、安田は両替商としてのノウハウをもとに銀行保険業に進出した。こうした経緯は財閥が企業者的投資家の側面を特にその初期に色濃く持っていたことを示唆している。

明治大正期においてこうした企業家的投資家の例は地方において枚挙にいとまない。森川英正(1985)における地方財閥の研究がその格好の実例を与えてくれる。森川の研究は、多角的事業体を封鎖的に家族支配するケースすなわち財閥形態⁸⁾に成長したものを中心に扱っており、多角化しなかった事業体については比較的手薄であるが、投資家が企業家として自己の技術的知識を利用して関連企業を立ち上げた豊富な例を提供してくれる。表1は森川が16の地方財閥の起源となった家業と主たる事業・投資先をまとめたものによっている。多くのケースで、起源となった家業と密接な技術的関係にある事業に投資が行われていることが読み取れよう。金融業すなわち貸金業からは商社を含んだ金融業や銀行業に、呉服商からは百貨店に、製糸業から紡績に事業が拡大している。酒造業の寺田家が紡績業に進出しているのは一見不思議に見えるかもしれないが、岸和田紡績を設立した寺田甚與茂は、家業の酒造業を継ぐ前に叔父の経営する手紡綿糸商で丁稚奉公していたという経緯がある。絹川太一(1942)は、このときに任された付近の農家から手紡糸を蒐集するという「任務は後日岸和田紡績に相当の影響を与えたであろう」と記している(59頁)。醤油醸造・製酢や酒造業からは食品業への進出がみられる。酒造業の辰馬家が海運業に進出しているのは酒の販売輸送には海運が不可欠だったことによる。海運業経営はまた損害保険業への進出の必要性和可能性を高めている。豊田家の織機製造から自動車製造へは同じ機械工業というシナジーがあったものと思われるし、石橋家は足袋の製造からタイヤ製造に移行する間に時期に、ゴム靴の製造を行っている。いずれのケースでも、近代的事業に進出する前に投資家・企業家は技術的に共通性の多い在来的事業にかかわっていたことが分かっていこう。

8) 森川は財閥を家族支配と多角経営の2点で定義する。これに対して安川重明(1976)などはこれに加えて産業の寡占的支配を財閥の要件としている。この点については森川英正(1976)(1985)などを参照されたい。経営史の観点からは森川定義が有効であろうし、財閥の「独占段階資本主義」における役割を検討するに当たっては安川のように限定的定義を用いることも有用であろう。

表1 地方財閥の起源となった家業と主たる事業・投資先(1930年頃)

財閥名	所在府県	起源の家業	主たる事業	有力投資先
相馬	北海道	金融業	相馬商店(問屋・金融)	百十三銀行, 函館貯蓄銀行
茂木	千葉	醤油醸造業	野田醤油, 千秋社, 野田商誘銀行	総武鉄道, 野田醤油
中野	新潟	石油鋳業	中野興業(石油鋳業, 不動産)	日本石油, 新潟第四銀行, 新潟電力, 新潟港湾倉庫
片倉	長野	製糸業	片倉製糸紡績, 片倉殖産, 片倉米穀肥料, 日東紡績	第十九銀行, 高畑鉄道
鈴木	静岡	回漕業	鈴木商店(回漕, 商事), 鈴木倉庫	清水銀行, 三十五銀行, 清水運送, 清水食品
中埜	愛知	製酢業	中埜酢店, 中野銀行, 中野産業合名, 中埜酒店, 敷島屋製粉所	敷島製パン, 日本麦酒鋳泉, 知多鉄道
神野	愛知	金融業	神富殖産, 明治銀行	名古屋鉄道, 三河水力電気
豊田	愛知	織機製造業	豊田紡績, 豊田自動, 織機製作所, 菊井紡績	中央毛織紡績
伊藤	愛知	呉服商	松坂屋, 伊藤銀行, 伊藤産業合名, 山東煙草, 山東窯業	名古屋製陶
寺田	大坂	酒造	岸和田紡績, 岸和田煉瓦綿業, 和泉銀行,	南海鉄道, 共同信託
辰馬	兵庫	酒造	辰馬本家酒造, 辰馬汽船, 辰馬海上火災	三十四銀行, 神戸海上運送火災, 安治川土地
坂口	鳥取	商造業	日本製糸, 米子銀行, 米子製鋼所, 坂口商店	山陰水産
貝島	山口	炭鋳業	貝島鋳業, 貝島乾溜, 貝島木材防腐, 貝島石灰工業	中央火災傷害, 山陽電軌
安川	福岡	炭鋳業	明治鋳業, 九州製鋼, 安川電気製作所, 明治紡績, 黒崎窯業	若松築港, 嘉穂鋳業
麻生	福岡	炭鋳業	麻生商店, 嘉穂銀行,	九州産業, 九州電力, 博多電気軌道
石橋	福岡	仕立業	日本足袋, プリジスタントナイヤ,	

資料 森川英正(1985)

注 千秋社と神富殖産はそれぞれ茂木家, 神野家の同族資産保全会社である。

場合、そこで培われた人的資本の有効利用が近代的事業での要求リスクプレミアムを引き下げたとみられる。もちろん在来的産業の経験に関連した人的資本は製品の販売や原材料の仕入れなどには有効であっても、最新式の工場を運営するには必ずしも適切でない。この部面ではいわゆる専門経営者が雇用された。初期の専門経営者に技術系が多いことは例えば森川英正 (1981) などで強調されている。

ちなみにこの16の地方財閥のケースで、多くが銀行経営と何らかの関係を有しているのかかわらず、重化学工業にかかわる安川 (電機)、豊田 (自動車)、石橋 (タイヤ) の3家のみが金融業に事業経営や投資先として全く関係を持っていないことが注目される。これは、この3家が成長したのが第一次大戦中ないしそれ以後の時期であり (森川英正 1985, 261 頁)、そのときには銀行業自体が整理過程に入っていたことがかかわっていたのかもしれない。しかしその当時でも銀行業への参入は盛んにおこなわれていたから、3家の場合は重化学工業という事業分野の性質にかかわりがある可能性もある⁹⁾。

地方名望家的投資家

次に、地方名望家的投資家の検討に移ろう。谷本雅之 (1998)、谷本雅之・阿部武司 (1995) は、新潟の資産家の数量分析や各地の資産家の投資行動の例から、単なる利潤動機からではなく、地方経済社会の発展のために出資した地方名望家としての資産家が数多くいたことを主張する。従来の研究では地方名望家は主として政治活動に従事し、家産を投げうって地方の発展に尽くしたことが強調されてきた¹⁰⁾ から、産業活動の面を強調する谷本等の指摘は斬新である。和歌山の浜口家や茨木の関口家が地方名望家的投資家の典型例としてあげられる。和歌山の浜口儀兵衛は、紀州に本拠をおきながら銚子で江戸市場向けの醤油醸造業を展開した実業家であり、国元の津波被害に対して支配人の反対

9) 安川家の場合事業経営を持って人格陶冶の場とするような特異な精神主義 (森川英正 1985, 250) がかかわっているのかもしれない。

10) たとえば高久嶺之介 (1997) には京都府の名望家河原林義男のケースが報告されている。河原林は代々林業で財をなした家柄であったが、明治以降自由民権運動に身を投じ民党に加入するなど積極的な政治活動を行った。衆議院議員を2期務めたのちは政界を引退し、銀行、鉄道、木材会社などの役員を歴任するが事業家としてはめだった仕事はしていないようである。

を押し切って防波堤の建設工事を行うなど地方の発展に尽くしたとされる。維新後は自由民権運動にかかわり初代の和歌山県会議長を務め、そのかたわら和歌山県と千葉県の間運・銀行など地方企業に積極的に出資し地方産業の発展に心を砕いたが、明治中期には家産を喪失したとされる¹¹⁾。また茨木の関口家12代目八兵衛は、代々受け継いできた醤油醸造業を営むかたわらビール製造を始め、その他醤油の海外輸出、ソース製造・煉瓦製造・為替回漕業・製茶業・牧畜業など新事業に次々挑戦した。「義侠心」に富む「慈善家」との評判があり、事業活動の傍らで改進黨に入党し、その後民党系政治家として第一回衆議院選挙に出馬当選した。しかし政治活動と新事業で多大の負債を抱え、13代の直太郎の時期には事業の縮小を余儀なくされたとされる。

こうした事業への投資活動と同時並行的に政治的・社会的活動を行った地方名望家的投資家は明治期には各地にある程度存在したと思われる。しかし、上記の浜口、関口家がともに最終的には事業の縮小を余儀なくされたように、事業と政治社会活動の両方を成功させることはおそらく容易なことではなかったと思われる。地域利害と情報網を利用して、事業活動では計算されたリスクをとったならば成功の可能性は高まったであろうが¹²⁾、その場合名望家として高い評価を得る可能性が下がったかもしれない。森川英正(1985)は、事業を成功させ財閥化した地方資産家の多くは政治活動に消極的(少なくとも中央政界での活動は少ない)であったと記している(283頁)。おそらく事後的に成功した地方名望家的投資家はかなり少数であったと思われる。しかしこのことはこのタイプの投資家に代表されるような投資家のモチベーションが存在し機能したことを否定することにはならない。事実、多くの成功した地方投資家には、政

11) 谷本等は浜口の地方企業への出資が醤油業と無関係な領域に向けられたとしているが(谷本雅之・阿部武司1995, 104頁など)、紀坂曳船組や銚子汽船など海運はそうでない。当時の醸造業においては海運は営業販売に不可欠な活動であったのではないであろうか。

12) 谷本雅之(1998)は、新潟の1万円以上の株式保有者の投資活動を記録した『富之越後』を数量的に分析し、当時(1902年)においても中央株の情報はかなり豊富に入手可能であったにもかかわらずリスクのある地方株投資の割合の大きいことや1企業に40%以上の株式投資資金を集中的に投資している投資家の多いことから、投資家が地方振興の動機から進んでリスクを負担したと主張する。しかしこのことは地域の情報網を利用したり自己の保有する技術的知識の活用を目的として十分に計算されたリスクをとった可能性を排除しえない。言い換えるとレントナー的投資家や企業家的投資家であっても同様な行動をとった可能性がある。

治活動をおこなわず、事後的には狭い意味での名望家と呼ばれなくとも、地方経済の振興に心を砕いていたものが数多くいたと思われる¹³⁾。その場合そうした投資家の要求リスク・プレミアムは他の投資家より低くなったと考えられる。以下ではこうした投資家を含めて広義の地方名望家的投資家と呼ぶことにしたい。

レントナー的投資家

初期における地方名望家的投資家と地方企業家的投資家の重要性は否定できない。こうした投資家のモチベーションの強さが、企業者機能の供給や初期リスク負担における低リスクプレミアムを通じて、活発な企業設立・投資活動をもたらした。しかし金融市場を通じて供給された資金量の意味では、レントナー的投資家の果たした役割がおそらく圧倒的である。

表2は1899年時点における大企業103社の5,000株以上保有する大株主の分布を示したものである。取り上げられた株主は99人、延べ994人である。100万円以上の所有者の名前は次のようである。

1,000万円以上；内蔵頭，第十五銀行，岩崎家

500万から1,000万円；三井家

300万—500万円；島津家（公爵），雨宮敬次郎（東京）

200万—300万円；前田家（侯爵），毛利家（公爵），鍋島家（侯爵），安田家2，野本貞次郎（東京），

100万—200万円；浅野長勲（侯爵），徳川茂承（侯爵），徳川儀禮（侯爵），黒田長成（侯爵），徳川家達（公爵），岩倉具定（公爵），久松定謨（伯爵），酒井忠道（伯爵），藤田組（東京），洪沢栄一（東京），亀田介次郎（東京），原六助（東京，生糸商），阿部彦太郎（大阪，米商人），外山脩造（大阪，紡績会社），松本重太郎（大阪），田中平八（神奈川，生糸商），田中新七（神奈川，生糸商），若尾一家（神奈川），諸戸清六（三重），足立孫六（静岡）。

13) たとえば谷本雅之・阿部武司(1995)では地方企業家的資産家に分類される倉敷紡績を起こした岡山の大地主大原家も地方経済の振興に強い関心を抱いていた。上述の寺田甚與茂は、大阪府知事に提出した岸和田紡績設立許可の申請書に泉南地方で失業が増加していることをその主たる理由として挙げている。同じく1表に挙げられている各種の食品工業を興した静岡の実業家鈴木与平（鈴与）はその事業拡大の重要な目的を地方での失業救済を置いていた。こうした例は枚挙にいとまない。

表2 巨大株主の分布(主要103社, 1899年)

	華族	東京	大阪	その他府県	計	時価合計
1000万円以上	2	1			3	78,555
500-1000万円		1			1	8,856
300-500万円	1	1			2	8,281
200-300万円	3	2			5	12,879
100-200万円	8	5	4	4	21	27,478
50-100万円	17	9	9	10	45	31,713
50万円未満	1	11	6	4	22	7,783
	32	30	19	18	99	17,5545

資料 石井寛治(1999)9. 原典は『時事新報』5505号(1899年3月29日)―5514号(1899年4月7日)。全国103社の株主を株主ごとに集計し合計で5,000株以上保有する者を表示。

注 華族には天皇家(=内蔵頭), 第十五銀行を含む。
時価の不明な株主1名については平均株価より推計されている。

華族と財閥及び商人が上位を独占していること, また資産家は東京と大阪に集中していることが分かる。これら大株主の投資は銀行(日本銀行, 横浜正金銀行, 第十五銀行, 第一銀行など), 鉄道(日本鉄道, 山陽鉄道, 甲武鉄道, 九州鉄道, 関西鉄道, 北海道炭鉱鉄道など), 船舶(日本郵船, 大阪商船など)の3産業に集中していることが中村政則(1975)によって指摘されている。

しかし表1に取り上げられた投資家は99人延べ994人であり, 1898年現在の会社企業(株式, 合資, 合名)の延べ株主総数68万4,070名の0.15%でしかない。またその保有株式の時価総額は1億7,555万円であり, これは1898年の全国会社企業の払込資本額6億2,167万円に比べて28%でしかない(石井寛治1999, 503頁)。

したがってレントナー的投資資金の大部分は, 東京大阪はじめ各地の多数の商人や地主によって供給されたものと考えられる必要がある。この場合, レントナー的投資家には, 機能面では産業企業に関する情報を持ち企業設立のリーダーとして活躍した有力財界人と, リーダーのもとで地縁・血縁やその他の人的関係から共同出資したフォロワーとしてのレントナー投資家の2種類があったと考えられる。伊牟田敏充(1976)は企業勃興期における資金動員の「支配的メカニズム」は, 有力者財界人のリーダーシップの下に成立した共同体的フレームワークによるレントナー投資家の動員であったと主張する。すなわち「有力財界人を発起人に多く並べ, これらの資本系列は異なっても発起人グループとしては一体化した, それぞれ資産と名望を有する財界人を起点とした血縁的・地縁的・同業者仲間連鎖を通じて賛成人や株式応募者がたぐり寄せられるとい

う、いわば共同体的フレームワークのもとに遊休資金が出資されるというメカニズム」である（伊牟田敏充 1976, 93）。

有力財界人の例としては、東京の渋沢栄一、大阪の松本重太郎、名古屋の奥田正香などがよく知られている。渋沢栄一は第一国立銀行を起こし、日本鉄道の設立に主導的な役割を果たしただけでなく、東京海上保険、東京製綱、札幌麦酒、日本精糖、王子製紙、東京瓦斯など多数の有力企業の設立にかかわった。これらの会社はいずれも巨大な初期投資が必要なだけでなく、安定した利潤をもたらすまでに長期にわたるコミットが必要であった。渋沢は自ら取締役や会長となり経営責任を明確にし、自ら率先して多額の出資を行なうとともに、出資経営の両面で多くの協力者を動員した。島田昌和 (2007) は、1900 年代前後の時期に渋沢の関連していた 49 社の役員 269 人を分析し、渋沢は多数の事業を立ち上げ経営するに当たって、二つのコアとなるグループを形成し活用していたとしている。出資に当たっては、事業を立ち上げる草創期に一群の出資型経営者のグループの協力を仰いだ。その代表は浅野総一郎であり、様々な事業で渋沢の対等のパートナーをして深い関係をもった。大倉喜八郎は特に出資面で渋沢を支えた。三井物産の益田孝、益田の弟益田克徳、馬越恭平、第一銀行の西園寺公成、日下義男なども経営出資で渋沢を支えた。これに加えて、渋沢は立ち上げた会社を維持発展するための経営面での協力者のグループを持っていた。札幌麦酒の経営にあたった植村澄三郎、製紙業の大川平三郎、造船・電力業の梅浦精一や第一銀行生え抜きの専門経営者たちがそれであり、それなりの出資をおこなうとともに経営面で起業に深くコミットした。

第百三十国立銀行の松本重太郎は、銀行の豊富な資金を背景に大阪共立銀行、大坂興業銀行、日本貯蓄銀行などの金融機関だけでなく、大阪紡績などの紡績業、阪堺鉄道、山陽鉄道などの鉄道業での企業設立に主導的な役割を果たした。百三十銀行とのかかわりを中心に松本重三郎の財界活動を分析した石井寛治 (1999) によると、1897 年 1 月時点で、松本が役員をしている会社は 29 社でありそのうち 12 社は頭取または社長であった。また、中京地方では、明治銀行、名古屋銀行、愛知銀行の有力株主はその投資対象において異なった投資グループを形成していたといわれる。1914 年まで名古屋商業会議所の会頭を務めた奥田正香は、明治銀行を中心にして名古屋電灯、名古屋電鉄、名古屋瓦斯などの主要株主を東ねており、グループの投資家たちは、大株主であるとともにグ

ループ企業の取締役や社長として経営にかかわっていた。このほかに同地方では、名古屋銀行を中心とし帝国燃糸、日本車両などに出資するグループ、愛知銀行を中心とするグループなどがあったといわれる¹⁴⁾。

華族や財閥を別にすると、レントナー的投資家のもっとも大規模な供給源は商人階層であり、地主の投資額は量的に重要性が低い。表2とその説明において華族・財閥と並んで生糸商などの商人が巨大株式保有者のかなりの割合を占めていることが分かる。地主は新潟の西脇済三郎(1900年時点の所有地422町)と山口権三郎(同じく161町)が50-100万円の層に含まれるだけで、大株主に占めるシェアは小さい。

日本最大の地主であった山形の本間家は家訓によって株式投資を行わなかったし、地主大国である新潟においても、株式所有の主体は都市商人層であった。1902年ごろの新潟県の249人の資産家の株式投資記録である『富之越後』のデータを分析した守田志郎(1963)は、地方株投資が投資額の70.2%を占めていることを指摘している。このことを中村政則(1975)は、地主資金が地方株に投資された証左であると解釈しているが、守田の主張は、地方株投資を行ったのは都市在住の投資家であり、彼らはある程度の土地を所有しているがいわゆる地主ではなく、むしろ商工業者としての性格が強いとする点にあった。事実県内の最大の地主地帯である北蒲原郡では地方株投資比率は61.5%でしかない(156頁)し、上層地主ほど安全な中央株志向が強いことが指摘されている(守田志郎1963, 277)。

地主の証券投資は、量的には商工業者に及ばず、また危険回避度が高く中央株志向が強いものであったが、地主のレントナー化は明治後期以降時期を経るに従って一層強まってきたことは注目に値する。特に1904-5年の日露戦争後は地主の証券投資が活発化したことが知られている。これはこのころを境に農業の成長率が低下してきたことによる。農業の停滞化には次の二つの理由がある(高橋亀吉1973)。第一は、明治維新以来農業の高成長を支えてきた諸条件が消滅したことである。まず、稲作の生産性を飛躍的に高めてきた高収量品種の全国的普及がこのころ飽和点に達したことがある(速水佑次郎1973)。また農産

14) 和田和夫・小早川洋一・塩見治人(1991)(1992)(1993)は、明治31年、明治40年、大正7年の3時点について『日本全国諸会社役員録』によって、中京地方の主要企業の株主と役員兼任状況を分析し株主グループを検出することを試みている。

物市場の拡大を支えてきた運輸交通手段の整備も一段落したし、地租の実質的負担を引き下げてきた米価の上昇も1900年頃からブレーキがかかってきた。第二に工業部門の労働需要の増加に伴い、農業労働力（下男・下女）の供給がタイトになってきたことである。このため明治の農業成長の原動力となってきたいわゆる地主手作り経営・豪農経営が賃金コストの上昇のため縮小を余儀なくされたのである。ちなみに、これら二つの理由に加えて、日露戦争中の1904年4月には、戦時非常特別税の一環として地租の増徴があったことも指摘されるべきであろう。この増徴は戦後もそのまま継続された¹⁵⁾。

農業の成長率の低下は地主をしてその資産運用を土地投資から証券投資へと大きく転換させた。表3は大地主の証券投資額の推移をマクロ的な民間部門の保有証券額の推移と比較したものである。これにより1901年と1907年の投資額を比較すると、民間部門全体の証券投資は9億3千万円から15億5千万円へと1.7倍に増えたのに対し、新潟斎藤家では2万5千円から5万7千円へと2.3倍に増えていることが知られる。以下、新潟市島家では3.1倍、山梨奥山家では3倍、岡山大原家では1.9倍、岡山頼家では2.7倍、岡山星島家では18倍、宮城斎藤家では19倍と、山梨広瀬家と岡山西服部を除いていずれもマクロよりも高い率で証券投資が拡大していることがわかる。このことは農業成長率の低下が地主の有価証券投資の活発化、レントナー化を推し進めたという仮説に整合的である。

地主の農業経営はこのあと第一次大戦後にも小作争議の頻発などによってさらに行き詰ったとされる。いま1918年と1926年を比べるとマクロ的には民間の有価証券投資は55億3千万円から129億3千万円へと2.3倍に増加している。これに対して、岡山頼家の有価証券投資は2.5倍、岡山西服部家のそれは2.29倍となっているが、秋田T家のそれは1.9倍になっているに過ぎず、地主の有価証券保有に及ぼした影響は表3の情報だけでは明らかではない。しかし個別事例としては、新潟市島家の証券投資が1917年以後活発化したことが守田志郎(1963)に報告されているし(184-186頁)、岡山西服部家でも1920年代以降土地経営の不利化を背景にレントナー化の進展が進展したことが報告されている(西田美昭1985)。

15) 地価の3.3%から4.3%への引き上げ。ただし地租増徴の代償として、米初輸入税が導入され、米の保護貿易への第一歩が踏み出された。

表3 大地主の有価証券所有額(1000円)

地主	府県	所有土地 (町)	1901年	1907年	1912年	1913年	1918年	1920年	1926年
斎藤家	新潟	1,340 (1900年)	25	57					
市島家	新潟	2,776 (1900年)	62	191	477	500			
奥山家	山梨	41 (1904年)	28 (28)	85 (73)	142 (128)	(146)	(326)	453 (432)	
広瀬家	山梨	92 (1897年)	93	62	96	141	142	167	
大原家	岡山	369 (1889年)	285	542					
頼家	岡山	208 (1899年)	41	110		141	150		382
西服部家	岡山	88 (1900年)	57	68	103	114	409	604	935
星島家	岡山	226 (1900年)	9	162					
斎藤家	宮城		5	99		94	781		
T家	秋田			7		19	151		292
民間部門保有有価証券額(1000万円)			93	155	244	259	553	886	1,293

資料 中村政則(1979) 永原慶二・中村政則・西田美昭・松本宏(1972) 太田健一(1965) 有本正雄(1870) 大石嘉一郎(1985)

注 奥山家の数字は上段が中村政則(1979) 下段が永原慶二・中村政則・西田美昭・松本宏(1972)による。星島家の数字は有価証券購入金額。頼家と西服部家の土地は塩田と山林を除く。

参考までに、大地主であり大規模な貸金業を経営していた岡山の西服部家の大正期における活発な有価証券投資の様子が、中村政則(1985)に示されているのでその一部を紹介しておこう。(いずれも同家の業務『日誌』からの抜粋である。)
 「大正七年一月二十九日、高木又二郎商店より神戸機械株五十円二十銭にて株買い入れ野村より四十九円八十銭にて五十株買入、手付金として金三百円岡銀より送金す」;
 「大正七年三月三十日、大阪加島商店へ東洋汽船株五十株百三十七円四銭買注文をなせしに晩電報にて百三拾四円五十銭買整ふ」;
 「大正八年五月十七日、東京紅葉屋へ注文の日本麦酒株八百五十円位売物簿につき売手あり次第迄出合用ひとなす旨申越す」;
 「大正八年十二月二十三日、本早朝六時頃、和一郎殿岡山鴻池銀行、山口銀行へと金の引出及び和歌山紡績株百株の代金を大阪加島商店へ送金の為め、出岡、午後一時帰窓」。中村は「証券市況

表4 大阪市の大株主の職業（所有株式1万円以上、1901年）

	会社・銀行員	貸金業	株式取引所仲買	織維商	食糧商	其他商	製造業	運輸業	不明	計
100万円以上	29	4	13	1	3	14	2		8	2
10万円以上	78	9	24	12	28	48	13	4	52	85
2-10万円	30	9	13	46	25	57	13	3	40	302
1-2万円				37						227
計	137	22	50	96	56	119	29	7	100	616

資料 行井寛治(1999)

を睨みつつ、有利な投資先を求めて行動する服部和一郎ほか事務員の姿が髣髴とするのではあるまいか」と記している（中村政則 1985）。

以上がレントナー的投資家としての地主階層の動向である。土地経営から証券投資へのシフトは、農業先進地帯である近畿地方を中心とする西日本で1910年代以降明確になったが、東北地方では生じなかったといわれている（中村政則 1979, 116）。

表4は1901年における大阪の1万円以上の株主の職業を見たものである。616人の投資家のうち半数近い271人が商人であるが、これに加えて会社員・銀行員という階層が137人という無視しえない数であることも注目される。この時期にすでに専門経営者がかなりの金融資産を蓄えていたのである。こうした会社役員が重要株主となる傾向がその後も強まったことは、以下で検討する紡績会社のケースで確認されている。すなわち村上是つ(1970a)によれば、紡績会社株主における会社役員割合は1898年に40.8%であるが、この比率は1906年には55.8%に、1913年には63.5%に高まっている¹⁶⁾。

(2) 産業別のモチベーション；紡績業と鉄道

以上の議論を、紡績と鉄道という明治期の主導産業を例にとって産業別に吟味しておこう。

紡績会社

紡績会社は、主として、以上の論脈における企業者的投資家の主導によって設立されたとみるこ

16) 村上是つ(1970a)第52表による。サンプルとなった株主数は、1898年866人、1906年387人、1913年269人である。

とができる。表5は村上はつ(1970a)によって、紡績会社64社¹⁷⁾の1898年での株主の職業構成をみたものである。対象となる株主は、大会社では200株以上、小会社では50ないし20株以上、ふつうは100株から150株以上の株主であり、全部で1,141人が検討とされたが、そのうち職業の判明したものの866人について構成が示されている。これから次のようなことがわかる。第一に、呉服太物木綿商と綿糸商の比重が合わせて27.4%と高いことである。こうした商人は繊維関係の所業取引を通じて、綿糸紡績に関する製品・原料・販路などに関する十分な情報を持っており、紡績会社の設立ないし関与することによって、そうした情報に基づく人的資本を活用することを得たのである。彼らのうちには紡績会社の重役になるものも多く¹⁸⁾、「重役として、さらにまた大株主として、紡績会社の経営方針決定に大きな発言力」をもったとされる(村上はつ1970a, 99頁)。また表6は、主要な紡績会社についてその設立にあたっての発起人

表5 紡績会社の重要株主の職業(1898年上期)

		人 数	構成比(%)
商人	呉服太物木綿商	161	18.6
	綿糸商	76	8.8
	米穀肥料商	49	5.7
	その他商人	103	11.9
醸造業		43	5
大地主		21	2.4
会社役員	紡績会社重役	236	27.3
	銀行重役	64	7.4
	その他会社取引所役	53	6.1
その他		60	6.9
合計		866	100

資料 村上はつ(1970a)

注 カバレッジは64社で当時の紡績会社81社の79%に当たる。払込資本金では90%。64社の主要株主1141名のうち職業のわかる866名。職業は各人の職業のうち最初に記載してあるものによって分類。商人で重役、地主で重役・商人など兼任が多数ある。

17) 1898年の紡績会社数は81社で払込資本金合計は34,476千円であった。64社の払込資本金合計は30,888千円であったからカバレッジは、89.6%である。

18) 1906年上期の職業が呉服太物木綿糸綿花商である株主64名のうち30人が紡績会社の重役を兼ねていた。なお表5の職業分類はそれぞれの株主がいくつかの職業を兼ねる場合は第一番目に挙げられた職業によって分類されているから、そうした兼職が多く含まれている。

と出資者を整理したものである。尼崎紡績を除いて繊維関係商人が設立にあたって重要な位置を占めていたことが分かる。尼崎紡績についても創立委員の中に旧藩の特権商人が含まれており、それらは海産物問屋、油商および綿商などであったとされるから、やはり繊維関係商人とは無縁ではなかった。

表5によれば繊維関係商人に米穀肥料商などを加えた商人のシェアは合計で45.2%に達する。大地主のシェアはわずか2.4%であり、地主の投資は極めて小さい。ただし、商人の中には地主を兼ねるものも多くいたから、その点を考慮すると地主による投資が一概にマイナーであったとは言い難い。また地主のうちで紡績会社に投資したものは商人などを兼ねるものが多かったこと、及び、特に地方の紡績会社では地主の投資は無視し得なかったことが指摘されている(村上はつ1970a, 92頁)。

また、紡績会社の株主についてはその地域的拡散に限界があり、その多くが地元の投資家によって所有されていたことにも注意が必要である。村上の整理した64社の866人について言うと、そのうち会社の設立場所と異なる地方(関東地方、近畿地方など)に居住する株主はわずか130人でしかない。また東京以外に所在する紡績会社61社の株主765人のうち東京居住の株主はわずか46人である¹⁹⁾。

表6 主要紡績会社の設立主体

会社	設立年	所在地	公称資本金 (設立時, 1000円)	設立主体兼出資者
大阪紡	1883	大阪	250	華族, 渋沢栄一などの実業家, 綿関係商人
三重紡	1886	三重	220	醸造業者, 地主, 米穀・肥料・醸造商, 綿関係商
鐘淵紡	1888	東京	1,000	東京の綿関係商人数人
尼崎紡	1891	兵庫	100	旧藩士, 旧藩の特権商人, 銀行経営者
摂津紡	1888	大阪	1,200	綿関係商人, 紡績会社重役
福島紡	1892	大阪	100	銀行重役, 紡績会社重役, 綿関係商人, 醸造業者
岸和田紡	1892	大阪	250	醸造業者, 綿関係商人
郡山紡	1893	奈良	250	旧藩主, 綿関係商人
堺紡	1892	大阪	150	綿関係商人, 綿油会社経営者

資料 山口和雄(1970), 村上はつ(1970b), 石井寛治(1970a), 高村直助(1970a)(1970b)(1970c), 杉山和雄(1970a)(1970b)。

注 設立年は創立認可の下りた年ではなく, 会社名がその後と同一のものとして確定しかつ採業が開始された時点をとった。

19) 村上はつ(1970a)の第51表から計算。

鉄道会社

鉄道会社の建設は、公共財的性格を持つ事業であること、必要資金規模が一般にきわめて大きいこと²⁰⁾、完成まで収益が得られず投資の迂回期間が長いことなど、紡績などの一般産業とは異なる特質を持つ。このためもあって地域独占企業であるのにもかかわらず、華族・財閥といった中央のレントナー株主や銀行・生保といった機関投資家が大株主として資金供給と企業統治両面で大きな役割を果たす傾向があった。

鉄道には公共財的性格があることから、主要な幹線鉄道の建設にあたっては国家の補助が提供された。その代表は岩倉具視を中心とする華族と一部上層士族によって発起された²¹⁾日本鉄道(1881年度認可、東京・青森間)の創業のケースである。この鉄道は北方の開発・安全保障にかかわることなどから特に公共的意味が大きいとされ、内務卿松方正義の提案で工事落成までの期間、払込金に対し年8%の利子補給がなされた。加えて国有地の無償貸下げ、工部省鉄道局による工事の施行や鉄道要員の訓練など様々な補助がなされた。利子補給がなされたのは、日本鉄道以外では、北海道炭鉱鉄道(5%)、九州鉄道(4%、のちに1マイル2,000円の補助金に変更)、山陽鉄道(1マイル2,000円の補助金)、北海道鉄道(1マイル8,000円の補助金)のみであった(野田正穂1980, 51)。杉山和雄(1975)によると、1881年から1888年の間に申請した18の鉄道会社のうち10社が、利子補給、官有物払下げ、建設工事の代行、土地収用上の特別措置、官僚に社長になってもらうことなどの何らかの便宜を受けたとされる。

また鉄道建設の必要資金が大きいことから、華族や財閥のレントナー資金が大々的に動員されると共に、地元資金の動員に当たっては官憲の組織力や強制

20) 1905年時点で5大鉄道の払込資本金は日本(5,040万円)、山陽(3,085万円)九州(4,874万円)、関西(2,418万円)、北海道炭鉱(1,250万円)であったが、主要紡績会社の払込資本金額は、大阪(180万円)、三重(311万円)、鐘淵(580万円)、尼崎(75万円)、摂津(140万円)、福島(50万円)、岸和田(76万円)といった状況であった(片岡豊2006, 18)及び(山口和男編『日本産業史研究；紡績金融編』付表2 紡績会社の主要勘定)。

21) 発起人の内訳は華族71人、士族86人、平民516人であり、平民のうち419人は5,000円から1万円の出資である。その多くは発起人資格の最低限出資額5,000円の出資であったと思われる。また華族の中には第15銀行が含まれている。これは国立銀行条例に「職工作業の功を興し及び此等の功を興す会社の株主となることを許さす」(第54条)という規定があったためである。池田章政などの持株には自己の持株と第15銀行の持株が合計されて計上されている(星野誉夫1971)。

力が使われることもまれではなかった。日本鉄道については、発起人となった華族の引き受けた株式の多くが地方の有力者に転売されたとみられるが、その際一種の強制がなされたといわれる。各県に募集額を割り当て、各県はこれを天下り式に郡役所を通じて戸長に割り当てたり、地元の有力者を説諭して引き受けさせたりした。これらの人々は松方デフレの影響で証拠金を放棄して脱退したものや、払込金以下の金額で株式を手ばなしたものも少なくなかったといわれる（野田正穂 1980）。しかし不況が底入れし、工事が完成に近づくと、株価は上昇し、特に 1888 年から 1890 年にかけての第 3 回から第 8 回にかけての増資時には、株主にたいする増資新株の額面での割り当てが多大のプレミアムを生んだ（片岡豊 2006）。九州鉄道についても郡長・区長などの地方官が募集のオルガナイザーとして主導的な役割を果たしたことが中村尚史（1998）に報告されている。

鉄道建設の迂回期間が長いことから、直ちには配当が期待されず、鉄道会社の株主のうちには追加払込や増資に応じることができないものが多く出た。このため大規模な株式移動が生じたことが片岡豊（2006）に指摘されている。日本、九州、山陽、北海道炭鉱と並んで 5 大幹線鉄道の一つであった関西鉄道（1888 年認可）では、会社設立時の発起人は、三井鉱山の三井三郎助と神奈川の貿易商平沼専蔵を除いて大部分が地元三重県を中心とする有力資産家や地主・商人であった。しかし開業直後の低収益時や 1900 年前後の他会社合併時に地元の株主の多くが主要株主のリストから姿を消しており、代わって三菱財閥、島津、徳川といった上層華族や他地域の資産家が大株主となっている。こうした新しい株主は株価が額面を割った時期に株を購入したものとみられる。九州鉄道（1887 年認可）でも事情は類似であり、認可時の発起人は圧倒的に福岡、熊本、佐賀 3 県の地元資産家であったが、1891 年の恐慌後は三菱、三井、住友といった財閥が大株主となり、その後もその状況は持続した。また 1900 年以降は銀行や生命保険会社が大株主の一角に登場し地元の個人投資家はほとんど姿を消している。同じく幹線の山陽鉄道（1888 年認可）では、三菱が当初から最大株主であったが、それ以外では大阪の資産家が大株主の中心であった。しかし 1893 年に三井銀行が突然大株主として登場し、その後も明治生命や日本貯蓄銀行、住友銀行などという財閥系銀行・生保の保有が増大し、財閥系資本による支配が確立した。三井の中上川彦次郎の後を継いで社長となった松本

重太郎の持ち株は1902年で3,293株であり、三井銀行の30,351株の十分の一程度でしかない。

以上は幹線鉄道の例であるが、そのほか多数の地方鉄道ではどうであったか。十分な株主情報の得られる地方鉄道は数が限られるが、その中には上記の関西、九州、山陽などと同様に地元資本から財閥・華族などのレントナー資本家に支配権が移行したものがある。たとえば1896年設立(岡山県)の中国鉄道は地場の商人や地主によって設立されたとみられるが、1902年ごろの株主には安田善次郎、松平康民などの財閥・華族が主要株主として登場してくる。また阪鶴鉄道(兵庫県)でも、松本重太郎や住友系の株主とともに地元の資産家が主要株主に名を連ねていたが、1905年になると三井物産系に株主が筆頭、次席の株主となったことが確認されている(片岡豊2006)。

また、機業地のニーズを背景に、はじめて民間の手で自生的に設立されたとされる両毛鉄道(栃木・群馬県)では、折からの鉄道ブームに乗って全国各地から株式の応募が殺到したといわれる。また1890年時点での株主の構成をみると東京48%、栃木19.6%、群馬8.9%、新潟7.7%、和歌山・埼玉・神奈川2.84%の順であり、保有株式の構成でみると東京38.5%、新潟22.7%、和歌山13.2%、栃木11.9%、群馬5.7%の順となっている。地元である栃木と群馬の資金力が相対的に劣位にあることがわかる。株主には安田善次郎始めが金融関係者が多く、筆頭株主は新潟の第四国立銀頭取西脇国三郎であった²²⁾。西脇は多数の新潟の資産家に両毛鉄道への投資を勧誘したといわれる。両毛鉄道はしかし明治23年恐慌の影響を受けるなど、営業が必ずしも順調でなく、1897年には日本鉄道に買収された(石井常雄1958)。

近江鉄道は、旧彦根藩士と近江商人によって発起された地方鉄道であり、保有株式でみると、滋賀県が最上位、次いで大阪府、東京都、京都府の順で、この4府県で全株式の98.9%を占めた。株式募集はかなり順調であったが、建設工事が始まると、日清戦争後の物価上昇と銀貨高の影響から建設費(用地買収費・輸入機材)が予想外にふくらみ、社長をはじめとする役員交代やむなきに至った。新しい執行部は、重役の連帯責任による個人保証という非常手段

22) 初代社長は鉄道国有反対論者の田口卯吉であった。田口は地元足利の富豪木村半兵衛の知己であった関係でこの建設計画に加わった。しかし明治23年恐慌の影響もあって経営不振となり、2年後に辞任した。

を用いて、大阪の北浜銀行から多額の借入金（手形割引）を行い、危機を乗り切らざるを得なかった（石井寛治 1999, 第 10 章）。

野田正穂 (1980) は、中小の地方鉄道では不況時の株式払込や増資が難しく、銀行借入や社債の発行で建設費をまかなうことが多かったとしている。表 7 によれば、長期資金調達に占める社債と借入金の割合は、上位 6 位の鉄道会社では 4.6% であるのに対し、その他の 46 社では 21.9% であり大きな差があることがわかる。これは中心となる株主の資金力を反映したものであろう。同様な傾向は紡績会社でも見られる。同じ 1900 年について長期資金調達に占める社債・借入金の比率は、上位 10 社では 13.1% であるがその他の 44 社の 20.2% より低い。しかしこの差は鉄道会社ほど大きくない。紡績会社ではまた長期資金と固定資本の差の固定資本に対する比率が、上位 10 社ではわずか 1% であるのに対し、その他 44 社では 21.7% に達している。これは上位の紡績会社で設備投資が盛んであったことに加えて、優良な会社が紡績手形の発行により容易に運転資金を入手できたことを反映している。逆に言うと、中位以下の紡績会社では長期資本に

表 7 紡績会社と鉄道会社の資金調達 (1900年度)

	建設費 または固定資本	払込資本金 及び内部積立	社債及び借入金	長期資金合計	社債及び借入金 /長期資金合計(%)	(長期資金—建設費または固定資本) /建設費ないし固定資本
紡績会社						
上位10社	14,142	12,417	1,872	14,289	13.1	1
その他44社	22,997	22,339	5,655	27,994	20.2	21.7
合計(54社)	37,139	34,744	7,539	42,283	17.8	13.9
鉄道会社						
上位6社	134,326	0	0	0		
その他35社	63,188	0	0	0		
合計(41社)	197,514	0	0	0		

注 紡績の上位10社は大阪、三重、鐘淵、尾崎、摂津、福島、岸和田、郡山、堺、倉敷紡績会社。鉄道の上位6社は日本、九州、山陽、関西、北海道炭鉱、豊州鉄道会社。

資料 石井寛治 (1999) 454 頁及び杉山和雄 (1970a)

よって運転資金を調達せざるを得なかったということである(杉山和雄1970)。紡績手形の発行は日露戦争以後さらに活発となった。

[2] 投資家社会の規模

表8によると、1925年において普通銀行の預金口座の数は、14,347千口であった。一人1口座とするとその当時の人口59,737千人の24%すなわち4人に一人は銀行口座を持っていたことになる。1家計に1口座強という感じである。この数は、地租を納めていた人数11,345千人より若干大きく、所得税納入人員1899千人の7.5倍に当たる。同じ年の郵便貯金の預入人員は31,247千

表8 資産家、納税者及び投資家の人口規模

総人口 (1925年)		59,737
市部人口		12,897
その他人口		46,840
納税者		
第三種所得税納税者	所得階層別人数(1925年度)	1,899
	千円以下	538
	千円超五千円以下	1,210
	五千円超一万円以下	93
	一万円超十万円以下	56
	十万円超	2
地租納税者人数	(1926年1月1日)	11,345
営業税納税者人数	(1926年年度)	1,079
投資家		
主要企業367社の大株主数(1919年)		23
主要367社の合計延べ株主数(1919年)		529
普通銀行1527行の合計延べ株主数(1925年)		589
大資産家(平均157万円の大資産保有者)(1916年)		2
普通銀行の預金口座(1925年)		14,347
郵便貯金預入人員(1925年)		31,247
(参考) 衆議院選挙有権者(1924年5月)		3,288

単位 千人及び千口座

資料 人口は日本長期統計総覧(1)第2-14表、納税者と有権者数は第46回日本帝国統計年鑑、銀行株主は銀行局年報(昭和元年)、大資産家は渋谷隆一(1985)、主要367社の株主は武田晴人(1986)による(原データは『全国株主要覧(大正9年版)』)銀行預金の口座数は後藤新一(1970)また郵便貯金の預入人員は金融事項参考書(昭和7年調)。

注 主要367社の大株主とは一銘柄50株以上合計300株以上保有する大株主であり、全国で合計23,459人。

人であり、銀行預金口座数の2倍強であった。

このようにかなり良く普及していた銀行預金や郵便貯金に比べて株式保有はどの程度普及していたのであろうか。また単に株式を保有しているというだけでなく、収入が株式配当に依存しており、証券税制などに強い関心を持っていた株主はどの程度いたのであろうか。主要企業について、企業統治に影響を及ぼすインセンティブを持ちその行動が企業行動に影響を与えていたような株主の行動を見るにはどの範囲の株主の行動を把握すればよいのであろうか。これらの問題に的確にこたえることは容易ではないが、以下ではこうした関心に立って、1925年ごろについて分析上意味のある投資家社会のサイズについて考察する。

株式投資者のサイズ

まず上場企業を中心に見た場合²³⁾、株主の総数はいくらであったのか、すなわち株式を保有している人は何人ぐらいいたのか。一つの手がかりは表9の石井寛治(1978)²⁴⁾から引用した1901年の大阪・京都・神戸・名古屋の4市の商工業者の数字である。商業興信所編『大阪・京都・神戸・名古屋商工業者資産録』(第5版、1902年)から、このときの4市の商工業者のうち9,017人²⁵⁾が最低なにかしらの額の株式公社債を保有していたことがわかる。これは4市の所得税納入者27,496人の3分の1程度すなわち、32.8%にあたる。かりにこの比率が1925年にも適用可能であるとすると、1925年において全国の所得税納入者1899千人のうち32.8%は623千人である。もちろん大阪などの4市はもっとも証券投資の発達した地方であるから、同じ比率を全国に適用したのではかなり過大評価の恐れを免れない。しかし大阪周辺は早くから株式投資などが普及した地方であり、その他の地方も1901年以後1925年にかけて大阪など

23) 戦前期において特に大正期までの時期では非上場企業の比重が非常に大きい。特に財閥系の主要企業はそうであった。武田晴人(1986)によると、1919年において、三井・三菱・住友・安田・藤田・古河の6財閥について株式会社形態をとっている非上場子会社18社の公称資本金総額は5億3,100万円であり、これはその年の資本金500万円以上の企業の資本金総額の11%であった。しかしながらこれら非上場企業の株主数はきわめて小さい。1930年時点において上記18社に含まれる三井物産の株主は31人、三菱造船は23人、三菱製鉄は18人、三菱商事は21人、住友製鋼は14人、古河鋳業は19人であった(野田正穂1962)。

24) 石井寛治(1999)に若干の修正を加えて再録。

25) 石井寛治(1999)の表11-7では再集計の結果9,020人に修正されている。

表9 大都市商工業者の証券保有額別分布(1901年)

一人当たり保有額	人数(人)	累計%	合計保有金額(1千円)	累計%
200万円以上	2	0	5,822	7.8
100-200万円	2	0	3,006	11.8
50-100万円	8	0.1	5,138	18.6
30-50万円	12	0.3	4,455	24.6
20-30万円	30	0.6	7,382	34.4
10-20万円	72	1.4	10,383	48.3
5-10万円	148	3	10,445	62.2
3-5万円	170	4.9	6,471	70.8
2-3万円	185	7	4,561	76.9
1-2万円	419	11.6	5,903	84.8
0.5-1万円	639	18.7	4,466	90.8
0.1-0.5万円	2,238	43.5	5,292	97.8
0.1万円未満	5,095	100	1,634	100
ゼロ	18,476	100	0	100
合計	27,496		74,957	

資料 石井寛治(1999)。原資料は『大阪・京都・神戸・名古屋商工業者資産録』(第5版, 1902年)

注 大阪, 京都, 神戸, 名古屋の商工業者の株式と公債所有額。

にキャッチアップする形で株式投資が普及していったとすると、623千人という数字は株式保有者の推定値としてさほど不自然でないかもしれない。

いま一つの手がかりとして1925年におけるすべての普通銀行1,527行の株主数を『大蔵省銀行局年報』(第51次, 1926年)から合計すると589千人となることがある(表8)。最近数多くの資産家についてその保有株式の銘柄が明らかになってきているが、株式を保有する人はそのほとんどが銀行株式を持っているようであり、たとえば明治35年ころの新潟県について守田志郎(1963)も「およそ株を持っているものと言えは100%近くが銀行の株主になっている」と述べているのもあながち誇張ではない(172頁)。この数字は延べ数なので株主数を過大に評価している可能性もあるが、銀行株を持っていない人のことをも考えるとこの数字あたりが株主の総数として妥当かもしれない。

第三の手がかりとして、武田晴人(1986)の『全国株主要覧』(ダイヤモンド社, 大正9年版)にもとづく1919年における367社の株主データがある²⁶⁾。この資料は主要511社²⁷⁾を対象として1919年ごろについてその株主名簿から50株

26) このデータは武田より先に志村嘉一(1969)で分析された。志村の分析については武田が詳しい再吟味を行っている。

以上の保有者を書き抜き、所有株合計が300株以上のものを報告したものである。武田は全511社のうち1919年末の発行済み株式数と株主数の判明する367社を集計し詳しい分析を行なっている。367社の総株主数は529千人であり、総株式数は71,891千株である。この529千人は勿論延べ株主数であるから、一人で何社もの株式を保有している場合、実際の367社の株主数はこれより小さい。しかし、この数字も367社以外の株を持っている人のことを考慮すると実際の株式保有者数に近いものかもしれない。

以上から1925年時点においておよそ50から60万人が株式保有者であったとさしあたって考えることとしたい。

株式所有者の行動のインセンティブ有効性

次に、この総株主数のうち何人ぐらいが株式市場に関する政策や投資先の企業統治に関心を持つアクティブな株主であったかを考えよう。いま、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あったなら、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と考えてみよう。表10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。ちなみに独立業者は利子配当生活者を対象としてサンプリングしているのでこの際考慮外に置く。また公務業者すなわち会社員などについて所得5万円以下の層で、88.47%という高い比率が出ているが、これは特異値であると思われる²⁸⁾。

ここで簡単化のために、1925年についても1916年に関する表10の所得構成が適用できるとしよう。表8で1925年について第3種所得税納税者で所得決定額が5,000円以上の人数をみると151千人であることがわかる。GNEでみると1925年のGNEは1916年のその2.6倍だから、仮に所得1万円以上の層をみると58千人となる。

27) 武田晴人(1986)には512社と記している個所がある。

28) 原資料である『租税負担調査(大正6年九月調)』の調査方法の個所で「本調査は各税務監督局長に依りたるものにして材料の内容に涉り仔細に比較するときは遺憾の点なきにあらすと雖敢て取捨増減を加へず」と述べているのは特にこの点にかかわっているものと思われる。

表10 所得階層別の総所得に占める株式配当及び公社債利子の割合(1916年, %)

所得階層	農業者	営業者	公務業者	独立業者
500円以下	0.88	0.96	0.00	82.14
700円以下	1.14	1.00	0.00	79.05
1,000円以下	2.04	1.71	0.10	81.00
2,000円以下	4.53	2.66	0.00	82.13
3,000円以下	5.23	3.67	0.48	85.85
5,000円以下	7.67	6.41	3.28	88.11
1万円以下	10.56	7.95	9.96	90.11
5万円以下	12.99	6.23	88.47	88.85
職業全体の平均	7.78	4.85	9.84	87.61

資料 大正6年『租税負担調査』

税制への働きかけの有効性

この所得階層の人は普通直接国税3円以上をほとんどが支払っているから²⁹⁾当然に国政選挙での選挙権をもっている³⁰⁾。事実1924年時点で衆議院選挙の選挙権保有者は3,288千人であり、これは株主数の最大推計値より大きく、所得の5%以上を利子配当で得ている人の数151千人(あるいは58千人)よりはるかに大きい。従って151千人の人は証券税制などに働きかけるインセンティブを持つだけでなく、選挙でその働きかけを実行する術を持っていることになる。

企業統治上の働きかけの有効性

次に投資家が企業統治に働きかけるインセンティブを持っているときどのような条件があればその働きかけが有効になるかを検討しよう。

もちろん一社について1,000株以上持っているような大株主であれば取締役になったりして個人で企業統治に大きな影響を及ぼすことができる。ここで問題にするのは、それほどの大株主でない投資家が集団行動によって企業統治に有効な影響を及ぼす可能性である。上記の武田晴人による367社の株主分析で

29) ちなみに1925年時点の所得税制では課税所得額5,000-7,000円の個人所得の所得税率は6.5%であった。5,000円の6.5%は325円である。

30) 1900年以降直接国税(地租、営業税、所得税、営業収益税、資本利子税など)10円以上、1919年以降3円以上納める満25歳以上の男子に衆議院選挙の選挙権が与えられた。(納税資格が撤去され男子普通選挙が定められたのは1915年の法改正、これに基づき1928年の第16回総選挙出普選実施。)

は、延べ株主 529 千人のうち 1 社につき 50 株以上合計 300 株以上保有する大株主は 23,459 人で、その所有株式数は 57,197 千株であり、平均 2,487 株保有していることになる³¹⁾。残りの 506 千人で 14,694 千株保有しているわけだから人数にして 95.6% の人で 20.4% 保有していることになる。一人当たり 29 株であり、一株 50 円として保有額にして 1,450 円である³²⁾。問題はこうしたいわゆる零細株主をどう考えるかである。株主の底辺の広がりという意味ではこうした株主はおおきな意味を持っているが、掌握している株式の割合が 20% であるから、この層の投資家だけで完全に有効に結託したとしても、企業統治の点では支配権は弱い。またインセンティブの面でも、保有額 1,450 円から仮に 5% の収益が生じるとして 73 円であり、所得 2,000 円の商工業者にとって総所得の 3.7% であり、50,003 円の所得の人にとっては 1.5% でしかない。所得の源泉としては大きな関心を払うかどうかがぎりぎりのところであろう。

表 9 は石井寛治 (1978) により上記の 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示したものである。これによ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% でしかないことがわかる。付き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ろう。1 万円以下の投資家は人数で 88.4%、合計保有額で 15.2% でありこの線ぐらいまではマクロ的には、零細株主として無視してよかろう。一人当たり 1 万円の保有額以上とすると人数で 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 をおさえられることになる。ちなみに藤野正三郎・寺西重郎 (2000) の金融資産負債残高表によって 1901 年の民間部門保有資産の保有額をみると株式 696 百万円、国債・地方債 198 百万円、社債 33 百万円であり、株式公社債保有額に占める株式の割合は約 75% であった。2 万円の株式公社債保有者は約 1.5 万円の株式を持っていたと推測される。

明治期には後述するように、大株主の総会での議決権を定款で制限することはごく普通に行われていたが、小株主の議決権を制限することもしばしばな

31) 武田晴人 (1986) の第 11 表にその内訳が出ている。すなわち 5 万株以上保有者 127 人、1 万株以上 759 人、5,000 株以上 897 人、1,000 株以上 8,530 人、1,000 株未満 14,929 人、合計 23,459 人である。

32) 武田のデータは 50 株以上持った株主を書き出して作成したものであるが、株主数は延べ人数であるため、単純平均すると一人当たり持株が 50 株以下となる。

れていた。たとえば日本鉄道では、100株未満の株主、すなわち保有額5千円以下の株主には、定款で株主総会出席権を与えなかったし、九州鉄道でも10株未満の株主について同様な規定が置かれていた(星野誉夫1970)³³⁾。100株持たないと総会に出席できないという日本鉄道の規定は少し極端であるが、伊牟田敏光(1976b)によると、議決権を行使しうる最低株数を規定した企業の定款は、同論文で調査の対象となった271の定款のうち19であり、1889年までの期間でみれば118のうち16となる³⁴⁾。明治末期以後は持株数などによる議決権制限は見られなくなるが、その場合でも、おそらく1万円ないしそれ以下の株式保有では、それらの投資家が非常にうまく結託したとしても企業統治に影響を与えることは難しいと思われる。もちろん、そのような投資家が何千株も保有する大投資家と結託することも理論的には考えられるが、通常大株主と小株主では企業統治に関する考え方が異なることが多く³⁵⁾、実際には結託は困難であったと思われる。

1925年について、かりに総株主数が銀行の延べ株主数5891千人によってあらわされると仮定する。いまその7.0%が2万円以上の保有層とすると41千人、1万円以上保有層とするとその11.6%は、68千人となる。

以上はしかしかなり直観的な議論であった。企業統治への働きかけの有効性については所得分布の面からいまだ少し厳密に接近できる。うえで我々は、1916年の所得構成データによって、所得5,000円以上の人々が証券税制や企業統治への働きかけのインセンティブを持つと論じた。1916年のGNEは、1901年のGNEの2484/6148すなわち約40%ゆえ、1916年の所得5,000円以上は、1901年で所得金額2,000円以上に当たるとしよう。表11は、さきに用いた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)と株式会社債保有額によって分類しその人数分布を示したものである(石井寛治1978,第

33) 同時に両社では大株主の議決権も制限されていた。日本鉄道の株式は創立時より一株50円であった(星野誉夫1970, 99)。

34) 後掲の12表による。一時的にも議決権行使の最低株数を定めた企業はたとえば次のような企業である。帝国生命、大日本海産、倉敷紡績、堺紡績、日本勧業銀行、日本鉄道、大阪商船、日本郵船、日本生命。

35) たとえば1899年の九州鉄道の経営改革運動では、東京の財閥などの大株主は長期的視野に立った設備投資を主張した(これは経営者側の立場でもあった)が、地元熊本を中心とする小株主(反経営者の立場ということで改革派とよばれた)は短期的な配当増加に関心があったといわれる(東條正1985)。

10表)。この表から第三種所得決定額で2,000円以上の人々をおさえると、全体の株式会社債保有者の過半数を押さえていることがわかる。(合計で599人のうち364人)。」また2万円以上の株式会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³⁶⁾。

したがって、かりに1925年についての表11の株式会社債保有額の分布が適用できるとすると、第三種所得決定額5,000円以上の階層をとると、投資家の過半数をおさえることができるこ

表11 大阪市の商工業者の課税所得と株式・公債保有額の分布

	10万円以上	5万円以上	3万円以上	2万円以上	1万円以上	5千円以上	3千円以上	2千円以上	1千円以上	500円以上	300円以上	合計
200万円以上	1											1
100-200万円				1	1	3			1			1
50-100万円				2	4	1		2				5
30-50万円				1	3	3	4	3				9
20-30万円		1		2	5	10	11	10	7	4	1	15
10-20万円				1	4	15	18	21	15	8	2	50
5-10万円		1		2	4	10	23	28	18	13	3	85
3-5万円				1	7	10	14	30	17	21	9	101
2-3万円			1	1	5	15	27	57	48	43	26	109
1-2万円						67	97	151	106	89	41	223
合計	1	3	1	10	33	67	97	151	106	89	41	599

資料 石井寛治(1999)
大阪市の商工業者で1万円以上の株式・公債を保有するものうちデータの取れるもの599人を対象。第3種所得税額から所得額を逆算したもの。ゴ
注 チェックで下線の数字はその階層の人数を左から合計すると階層の人数の過半に達することを意味する。

36) 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ほぼ同一であれば以上の議論は成立する。

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、第三種所得決定額が5,000円以上の階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。

まとめ

さて、1925年について、総株主数が銀行の延べ株主数5,891千人によってあらわされると仮定しよう。いまその7.0%が2万円以上の保有層とすると41千人。これを単純に47府県で割ると1府県あたり872人。1万円以上保有層とするとその11.6%は、68千人で、1府県あたり1,446人となる。また所得5,000円以上階層の151千人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58千人とすると1府県あたり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。

大企業の支配した近代的産業の資源配分に関してはこれらの数万人の中間層以上の階層の選好が大きな影響力を持っていたと考えられる。戦前期において市場経済の効率性とは、さしあたって、これらの人々の選好を反映したパレート最適な資源配分がなされたことを意味する。しかしながら寺西重郎(2003)やTeranishi(2005)で強調したように、これらの中間層以上の資産家たちは、名望家として市場と政府のインターフェイスにおいて地域経済をリードする機能を果たした。厳密な意味での政治的活動に情熱を燃やした名望家は、近代的企業家として成功したものは必ずしも多くはなかったとみられること上述の通りである。しかし、単なる私的な利害関係を超えて、地方経済の振興に強い関心を抱いていた投資家の多くは投資家として株式や公社債などの証券市場での資産運用にかかわっていた。こうした広義の名望家的投資家ないしレントナー的な地方名望家たちの投資は必ずしも自らの消費選好のみにもとづいていたのではなく、地域住民の厚生や地域の経済発展に強く動機づけられていたと思われる。従って明治大正の投資家社会の厚生的意味については中間層以上の階層

の広義の名望家的投資家としての側面をも考慮して評価がなされなければならないであろう。

(2) 株主総会

明治大正期の株式市場を通じる資源配分や企業統治においては、会社機関としての株主総会が大きな機能を果たした。北沢正啓(1966)の言うように、1899年の(新)商法は株主総会中心主義をとっており、このことは戦前期を通じて変わらず、1938年の改正においても株主総会の機能は一層強化された。この間アメリカなどでは取締役会が企業統治において大きな役割を果たす方向での変化が生じたが、日本では一貫して株主総会が企業統治において中心的地位を占めた³⁷⁾。

株主総会中心主義は上で示したような限定された規模の株主層を前提として機能したと考えられる。このことを、片岡豊(2006)が整理した企業合併時に於ける株主総会の機能を題材に考えてみたい。片岡は、鉄道国有化前の16の鉄道会社の合併の事例³⁸⁾を研究し、株主総会における合併の意思決定ないし合併に伴う利害対立の調整がコンセンサス・ベースでなされたことを明らかにしている。合併に関する利害の対立は、経営側と株主の間だけでなく、社債権者や優先株の株主と一般株の株主との間、地元株主と中央株主の間など、さまざまな形で生じた。経営者や一部株主の方針が納得できない場合には、他の大株主が真っ向から反対しただけでなく、一般の中小株主も合併条件に不満な時には株主総会の場で積極的に合併推進派に働きかけ、譲歩を得ない限りその案を承認しないという態度をとった。株主総会の運営に当たっては、多数決によって決着がなされた例はなく、採決により賛否が大きく分かれるという事態は徹底して避けられた。あくまで満場一致か大多数での賛成が得られる案を提示することに全力がかけられた。この意味で「株主総会は株式会社の意思決定機構というよりは、むしろ様々な利害を持つ株主と経営者側の意思統一を計るた

37) また、取締役の間に権能の差異とヒエラルキーが生じ、専務取締役が最上位に位置し社長機能を代行するシステムが発達した(由井常彦1979)。

38) 合併は全部で19件あったがこのうち3件は、経営不振から別会社を作りその新会社に資産を一切譲渡するという手続きをとったものであった。戦前日本では、企業の合併統合(M&A)は、財閥をはじめとする企業の重要な成長戦略であり事業再組織化の有力なツールであった(宮島英昭2007)

めの機関であった」(片岡豊 2006, 180)。

コンセンサスによる意思決定が可能であったことの背景には、株主集団が全体として地方中央の中間層以上の資産家たちという同質的な成員からなっていたことと集団に規模が小集団であったことが効いていると思われる。事実16件のうち、少なくとも3件で合併・被合併企業の株主の多くが共通であったとされているし³⁹⁾、株主グループ間の調整には、松本重太郎など関連する地元を代表する財界人による仲裁が最終的に奏功した⁴⁰⁾。被合併企業の株主への補償額がその企業の株価を下回っている場合でも、共通株主が多い場合には合併が成立している⁴¹⁾。すなわち、片岡が分析した鉄道会社の合併には、地方ごとの同質的な少数成員からなる投資家グループにおける情報の共有や利害の共通性が大きく効いているのである。こうした状況は鉄道だけでなく、多くの地方企業について成立したものと思われる。さらに、同様な情報の共有や利害の一致は、中央の大資産家の間でもさまざまなかたちで存在したものと思われる。渋沢栄一がそうした性質を持つグループを束ねる存在であったことはあまりに有名であるが、渋沢と対極的に個人プレーを重視した安田善次郎についてもある種の情報ネットワークが形成されていたことを看取することができる。たとえば、安田善次郎の聞き書きを取りまとめた『富の礎』には、渋沢栄一・益田孝・大倉喜八郎などの政府と関係の深い実業家による春雨会というグループがあり、それとは別に、民間実業家のグループとして安田や川崎八右衛門などを中心とする階楽会というグループがあったことが記されている(安田善次郎 1911, 358-359)。安田は単なるクラブのようなものであったとしているが、その中から共済生命保険ができたことなどからみても、事業上の情報ネットワークとしても機能したとみてよいであろう。

39) 南海に鉄道よる阪堺鉄道の合併、九州鉄道による筑豊鉄道の合併及び九州鉄道による豊州鉄道の合併。

40) 同質的な資産家の集団内では有力財界人による株主総会での説得がしばしば有効となる。島田昌和(2007)は、渋沢栄一が様々な会社の株主総会で発言し会議をリードしたことを記している。

41) 南海鉄道による阪堺鉄道による合併では、前者の株価は70円、後者の株価は183.7円であったが、阪堺鉄道株1株に対して南海鉄道株2.5株を交付することで合併が成立した。すなわち阪堺鉄道の株主は市場で株式を売却すれば183.7円入手できたのに対し、合併では175円しか受け取れなかったのである。このことはこれらの株主がその損失を南海鉄道の資産価値の上昇によって相殺することを期待したことを意味している。

また明治期においては、株主の議決権は必ずしも1株につき1票すなわち単純持株比例制ではなく、多くの場合大株主の議決権が制限されていたことに注意せねばならない。表12は伊牟田俊充(1976b)における明治期の会社定款の議決権に関する規定を整理したデータに基づく。調査の対象となった定款は271である。1株1票の規定は初期においては例外的であることが分かっていく。1889年までの時期をとると全部で118の定款のうち1株1票を採用しているのはわずか17でしかない。しかし明治後期になると1株1票が支配的となる。1893-96年では103のうち63、率にして61.2%がそうであり、1897年から1900年では34のうち26、率にして76.5%がそうである。

1株1票でないものの代表は大株主の議決権を制限するものである。1889年までに118の定款のうち52は大株主の議決権の制限を行っている。これに大株主の議決権だけでなく小株主の議決権をも制限するもの16を加えると、118のうち68、率にして57.6%が株主の議決権の制限を行っていることになる。大株主の議決権の制限の方法は、1876年の改正国立銀行条例の方法が代表的であり、逡減的な権利を与えるものである。すなわち国立銀行成規第44条には「銀行の株主等は各其所持せる株数十個までは一株に一個宛の発言投票をなすへし又十一株以上百株までは五株毎に一個宛を増加し百一株以上は十株毎に一個宛を増加することと定むへし」と定められていた⁴²⁾。これと同じ

表12 明治期における議決権の規定による定款の分類

	1株1票	大株主の 議決権制限	大株主の 議決権と 小株主の 議決権制限	1人1票	その他	合計
1872年-1876年	3	2	0	0	1	6
1877年-1885年	2	20	6	3	3	34
1886年-1889年	12	30	10	1	25	78
1890年-1892年	5	7	1	0	3	16
1893年-1896年	63	36	0	0	4	103
1897年-1900年	26	5	2	0	1	34

資料 伊牟田俊充(1976b)206頁の第2表

注 大株主の議決権制限は原表のB, C, H, GHを、大株主の議決権と小株主に議決権制限は原表のFH, FGH, FHI, GHを合計した。またその他は原表のEとその他の合計である。

42) ただし1872年の最初の国立銀行条例では1株1票の単純持株比例制の議決権配分方式がとられていた。

規定は東京株式取引所や東京海上火災などで採用された。大株主の議決権制限の方法としては、国立銀行方式の変形として、通減の率を変えたり、通減させた上で議決権の上限を定めたものなどがある。こうした制限は、1893年施行の旧商法が「株主の議決権は一株に一個たるを通例とす然れとも十一株以上を有する株主の議決権は定款を持って其制限を立つることを得」(第204条)を根拠としている。11株以上については各社が独自に定めることができたため、多くの企業で大株主の議決権を制限したが、その方法は実にさまざまであった。

小株主の議決権を制限することも271件のうち19件で行われた。その方法も各社まちまちであり、日本鉄道では議決権を与える100株を最低単位としたが、さすがにこの規定はかなり厳しく、多くは5株ないし10株であった。また、こうした規定はなくとも多くの会社で重要な案件の審議に当たっては株主総会に先立ち大株主会を開催することが通例であり、大株主の意向が強い力を持つのが常であった。

大株主の議決権制限に対して、大株主はその所有株を、従業員や親戚・知人などに分散保有させて規定を回避することがなされた⁴³⁾。しかし緊急の場合はこの方法は時間がかかり、小株主の結託に対抗するに苦慮することも少なからずあった。1899年の九州鉄道の改革運動はその代表的な例である。このとき経営陣は、長期的観点から、設備投資を行い、一時的減益を度外視して輸送力の増強を行うことを計画していたが、短期的な配当を重視する現状維持派とのあいだに激しい抗争が生じた。現状維持派(経営陣の方針に反対するという意味で改革派と呼ばれた)には地元の零細株主が多く⁴⁴⁾、このグループは配当減の中での株式払込の連続という状況に不満を募らせていたのである。大株主である三菱は、渋沢栄一、三井財閥や福岡の炭鉱関係の大株主と手を組み経営側の支持に回ったが、九州鉄道の定款では、議決権は大株主の権利を制限する議決権通減制をとっており、しかも3,900株以上はすべて200個の議決権しか持たないという上限が定められていた。このため総会での決議は予断を許さない状況

43) たとえば、日本鉄道の場合、1株主の行使しうる議決権の最高限度が24票であり、そのために必要な株数は2,400株であった。1898年の臨時株主総会に当たって、最大の株主である第十五銀行は持ち株のうち10.8万株を同行取締役・監査役・支配人・課長・副課長・手代など45名に2,400株づつ名義変更し自己の議決権を一挙に24票から1,104票に増加させたといわれる(伊牟田敏充1976b, 242頁)

44) 九州鉄道設立時の株式払込の様子は中村尚史(1998)に克明に分析されている。

であった⁴⁵⁾。紛争は結局、井上馨の仲裁などにより経営者側の勝利に終わり、九州鉄道における中央財閥支配の強化につながるのであるが、これを機に議決権の配分も単純持株比例制に改められることとなったとされる（東條正 1985）。

[3] 株式発行市場における投資家と企業

(1) 株式の発行市場

新企業の設立と増資

明治大正期の新企業の設立は、有力財界人などにリードされた発起人の集団が中心になり、血縁地縁などの人的ネットワークを介した株式の縁故募集により行われた。表 13 は明治末以降の 3 期間について 472 の会社新設に際しての株式募集の方法を整理したものであり、志村嘉一 (1969) による。1912-14 年についてみるとサンプルとなった 70 社に関して 62 社が発起人・賛成人及び縁故募集によって株式を募集しており、全体の公称資本金の 64% がこの方法で集められたことがわかる。1915-19 年については 100 社中 81 社、資本金総額の 78.2% である。

公募の割合は、資本金シェアで 1912-14 年で 7.0%、1915-19 年で 4.4% と極めて少ない。件数で見るとそれぞれの期間で 25 件、29 件と少なくはないが、縁故募集の優位は揺るがない。(複数の方法がとられることが多いため件数の

表 13 新設企業の株式発行方法

	発起人・賛成人 ・縁故募集	会社	公募	政府	その他	サンプル社数
1912年-14年件数	62	9	25	0	2	70
資本金(%)	64.0	13.6	7.0	0.0	15.4	100.0
1915年-19年件数	81	27	29	0	9	100
資本金(%)	78.2	14.8	4.4	0.0	2.7	100.0
1933年-37年件数	91	158	62	15	32	302
資本金(%)	19.9	48.8	3.8	20.3	7.1	100.0

資料 志村嘉一 (1969)

注 主要な経済雑誌に経済された記事、会社史および興銀『調査月報』に掲載された新設会社の資本調べなどにより集められた 472 の新設会社の情報を取りまとめたもの。

45) 紛争の初期において、経営者側は 24.5 万株をおさえていたがその掌握する議決権数は 8,402 票であり、現状維持派の持ち株は 14.5 万株であったが議決権数は 7,232 票を持っていた。

合計は会社数より多い。)公募の場合、株式募集を新聞広告で行うこともしばしばみられたが、そういう方法での募集も、発起人たちがかなりの自己資金を出し、残余を一般募集に頼るのでなければ成功しなかったといわれる(伊牟田敏充 1976b)。たとえば明治20年1月から23年5月の間の『大阪朝日新聞』に広告を掲載した56社については、発起人の出資比率は40-60%程度であり、その残りが一般公募により出資されたとされる(伊牟田敏充 1976, 81頁)。しかし公募による社会的資金の集中は必ずしも容易ではなく、株式の払込回数を増やし、株式の額面を少額にするなどの対応が必要であった。また40-60%という発起人の引き受け率は表14に見られる数字よりかなり高いが、これは早期の転売によって創業者利得の獲得を目的とした投機的な発起人が少なくなかったことによるとされている。

発起人・賛成人は大部分が個人であった。会社による引き受けは明治大正期にはわずかでしかない。政府による引き受けも明治大正期ではわずかであり、表ではゼロとなっている。1930年代になるとこれらの数字はドラスティックに変化する。

表14は、既存会社の増資新株の発行がどのように消化されたかを見たものである⁴⁶⁾。1922年ごろまでをみると、株主割当が1914-17年で72.7%、1918-22年で67.8%と圧倒的であることが分かる。株主割当は、公募による発行が容易でないという制度的条件を反映するものであったが、それはまた既存株主の持株比率を維持するという目的に沿う方法であった(志村嘉一 1969, 258-266)。新株の割当はほとんどが額面でなされたから、割り当てられた株主にとってはそれを市場で売れば創業者利得が得られることとなった。第一次大戦後から昭和初期にかけては合併増資⁴⁷⁾の割合が高い。1923-27年で34.1%、1928-32年で37.9%である。これはこの時期のM&Aの増加に対応している⁴⁸⁾。公募の割合はここでも極めてわずかでしかない。

明治大正期の株式発行におけるいま一つの著しい特色は、株式の発行が銀行

46) 表で、功勞株とは、功勞のあった重役や社員に褒章的な意味で額面ないし時価以下の価格で割り当てる株式のことである。

47) 企業の吸収・合併の伴い、被合併企業の株主に合併比率に応じて合併する側の企業の増資新株が割り当てられる。

48) 宮島英昭(2007)参照。ただし、表14では1928-32年に合併増資の割合が高いが、宮島の図序-2ではこの時期はM&Aの波の底に当たっている。

表 14 主要会社の増資方法

	1914-17年	1918-22年	1923-27年	1928-32年	1933-37年
増資額(公称資本金, 百万円)	687	2,497	1,459	967	3928
増資を行った社数	157	255	128	66	239
増資方法(構成比, %)					
合併増資	1.9	15.3	34.1	37.9	9.0
株主割当	72.7	67.8	52.5	54.8	68.9
功勞株	0.2	1.4	2.8	1.1	1.4
その他割当	4.7	2.9	2.4	1.3	9.5
公募	12.8	5.6	4.9	2.9	5.9
不明	7.8	7.1	3.3	2.0	5.1

資料 志村嘉一(1969)

注 前表と同じ。

や証券会社の手を経ることなく、企業自身で行われたことである。その理由は第一に公募の割合が少なかったことである。発行株式の引き受けが新会社設立の場合は発起人グループ、増資の場合は既存株主によってなされたため、そうした投資家と関係の深い企業自身が発行業務を行うことが合理的であったことである。第二に、銀行や証券会社の資力が株式のアンダーライティングを行うには十分でなかったということもある(志村嘉一1969, 261-268)。こうした点は1930年代に入ると大きく変化してくる。

分割払込

株式発行時の投資家の払込は分割払込制によって行われた。この制度は1872年の国立銀行条例によって最初に始まり、広く他産業にも適用され、その後1890年公布(1893年施行)の旧商法によって一般的な法制度とされた。廃止されたのは1948年商法改正時のことである。

国立銀行条例は「国立銀行の株主等は開業免状を得其業を肇る前に元金高の五割は是非共之を銀行に入金すへし」(第7条)、「他の五割は元金高の一割を以て月賦と定め開業免状を得たる月の翌月より入すへし」と定めた。この主な理由は、この条例で定められた1株の額面金額が100円という高額であったことである。野田正穂(1980)は、高額面株は富豪・資産家を安定株主として囲い込むためには合目的な方法であったとしている(206頁)。この規定は改正国立銀行条例でもほぼそのままの形で引き継がれ(第30条)、株主は株式申込のさい証拠金として1割、開業前に4割、残りの5割を5か月の分割払いで払

い込むこととされた。また額面は大銀行では100円または50円、小銀行では50円または25円でよいこととされた。分割払込の方法はその後設立された多数の企業で踏襲された。特に建設工事の進行具合に応じて資金の必要な鉄道会社では、こうした制度は資金集めの有効な手段となった。商法施行以前は分割の方法もまちまちであり、額面50円で1円、2円という少額の払込もまれではなかった。たとえば1889年設立の尼崎紡績では、額面50円に対して分割払込回数は14回であり、一回の払込の最高は3円、最低1.5円であった。

その後1890年公布の旧商法ではその167条に「会社設立の免許得たるときは・・・取締役は速に株主をして各株式につき少なくとも四分の一を会社に払込ましむ」ことを規定し、分割払込を一般的な制度として公認するとともに最低払込を4分の1と定めた⁴⁹⁾。さらに株式の額面金額を第175条で、一般に20円以上、資本金十万円以上の企業では50円以上とした。1899年公布・施行の新商法では、1回で全額を払い込む場合を除いて50円未満の額面は禁止された。これにより、50円額面株は日本の株式会社制度のなかに定着をみるに至った。50円額面株に関する商法の規定は1951年の商法改正まで変更されることはなかった。

部分払込株式は、議決権や譲渡可能性など一般の株式とほぼ同等な権利を持つものとされた。このため、部分払込であっても取引所に上場され広く取引が行われた。株式分割払込にかかわる主要な権利義務は次のように整理されよう。第一に、部分払込株式も全額払込株式と同じ議決権を持つ。すなわち未払いにかかわらず完全な1株として議決権の行使ができた⁵⁰⁾。第二に、追加払込の催告は、株主総会の決議事項ではなく取締役の権限とされた⁵¹⁾。すなわち大多数の株主にとって、払込の催告は会社側から一方的に行われた。経営側は株主総会にかけることなく払込金を入手できるから、資金面での裁量権を得た⁵²⁾。第

49) ここ規定は新商法の第128条第2項に引き継がれた。基本的に1948年まで維持された。ただし鉄道企業については、1895年に商法第167条の例外規定として10分の1の払込で登記が可能とされた。これは大規模な資本を募集しつつ部分開業が可能にさせるためであった。

50) 青地正史(2006)による。その根拠は旧商法の第182、第215条などで部分払込株の譲渡が認められていたことにあるとされている。

51) 野田正穂(1980, 214)。これに対して、増資は株主総会の決議事項であることが新商法で明確にされた(南條隆・粕谷誠2007)。

52) 多くの会社で一回の払込額の限度や払込の間隔などを定めていた。しかし具体的な払込期

三に、株主が払い込みを怠り株式が失権した場合は、株式は没収され競売に付されることとされた。第四に、部分払込株式が他の者に譲渡されたのち失権した場合も、売却後2年間は株式を譲渡したものに払込の義務があるとされた⁵³⁾。第五に、既発行株式の全額払込後でなければ増資はできないこととされた⁵⁴⁾。

(2) 株式担保金融

投資家は株式発行に応募するにあたってしばしば手持ちの株式を担保とする銀行借入れにより投資資金を調達した。購入した株式を再び銀行借入れの担保とするということを、繰返すとすれば、投資家は自己資金の数倍の株式購入を行うことができる⁵⁵⁾。このことから、株式担保金融は株式市場を用いた企業金融が銀行システムによって支えられてことの証左として重視されてきた(石井寛治 1999)。すなわち株式担保金融は金融市場の広がり銀行の機能に負っていることを意味し、金融システムにおける銀行と金融市場の相対的な地位を判断する上でクルーシャルな意味を持つ論点である。

投資家が銀行から借入れにあたっての担保は、手持ちの株式だけでなく、地主などの場合土地が用いられることもあった。手持ちの株式は払込の完了したものでなく部分的にしか払い込まれていないものも対象にされた。(ただし部分払込株式の場合、銀行は払込の催告があると自ら払い込まねばならないことがあるので、部分払込株式を担保にすることは好まなかったといわれる(高村直助 1971, 262))⁵⁶⁾。また株式担保借入で借入された資金は株式投資に用いられるとは限らず、商工業の事業資金や土地の購入資金などに用いられることもしばしばであった。株式投資に用いられる場合でも新規発行株だけとは限らず市場での流通株のも購入に用いられることもあった(中西聡 2008)。

日と金額の設定は取締役の裁量下にあった。なお、南條隆・粕谷誠(2007)は、こうした分割払込制の下での柔軟な株式資金の供給が昭和恐慌化での経済回復にプラスに効いたと論じている。

53) 旧商法の第212-215条。未納額の担保義務が期間が2年間であることは182条。

54) このことは旧商法では明確でなかったが新商法第210条で明確に規定された(野田正徳 1980, 113)。ただし鉄道・電力・保険などの企業は特別法で部分払込の下での新株発行が認められていた(青地正史 2006)。

55) 理論的には銀行の掛目に依存する無限級数になる。

56) 貸付額は株式時価の75%ぐらいであったといわれる。たとえば第一銀行は、郵船や確実な鉄道株の新株を除いて4分の1の払込の株式は担保にしなかった(村上はつ 1970b, 402)。

株式担保金融という用語は、こうした多様な銀行貸出と借入資金の使途のかわりのうちで、株式担保でなされる銀行貸出が、新株の応募に用いられる場合、流通株の購入に用いられる場合、株式投資以外の事業のファイナンスに用いられる場合、の三つの意味で持ちられてきた。以下では第一のケースに第二の流通株購入のケースを含めて「株式担保金融」と呼び、第三の株式投資以外の事業ファイナンスをも含む場合は「銀行の株式担保貸出」と呼ぼう。株式担保金融は銀行の株式担保貸出の部分集合であり、銀行の株式担保貸出による株式投資である。また土地などを担保とする銀行からの株式投資資金の借入れと株式担保金融を合わせて「銀行の株式投資金融」と呼ぼう。銀行の株式投資金融と銀行の株式担保貸出の共通集合が株式担保金融である。

銀行の株式担保貸出は少なくとも1920年ごろまで銀行貸出の大きな割合を占めていた。表15は石井寛治(2006)から引用した普通銀行と貯蓄銀行の貸付と当座貸越における株式担保比率の割合である。1916年以降は銀行局の公式データであるが、1915年以前は推計値である⁵⁷⁾。これから1920年ごろまで貸付・当座貸越の約40%が株式担保でなされたことがわかる。この割合は都市部と地方では異なり、都市部でもっと大きく、不動産担保の多い農村部ではもっと低かったと思われる。もちろん株式担保での借入れがすべて株式購入に向けられたとは限らない。しかし上で述べたように他の形態の担保による借入資金が株式購入に用いられた可能性をも考慮すると、40%前後の銀行借入が株式購入の資金とされたという推定はさほど不自然ではないかもしれない。石井寛治(1999)は、1896年の国立銀行と普通銀行の株式担保の割合は、割引手形を含めて42%であったとし、産業株の3分の2、銀行株の9分の2が銀行に担保に提供されていたとしている。伊牟田敏充(1976a)は、国立銀行の貸付金のうち株式担保の占める割合は1890年の41%から、1896年の60%へと上昇し、各種銀行の株式担保の貸付割合は1896年には133百万円に上り、同年の全株式会社資本金の37%にあたっているとしている⁵⁸⁾。1898年日本勧業銀

57) これは1915年までは手形割引に貸付の一部である手形貸付が大量に含まれており、公式データにおける貸付の担保別データでは手形貸付が含まれていないという欠点を持つからである。石井は1915年までの手形割引の63.1%が手形貸付であり、その61.6%が株式担保であるとの仮定のもとに貸付と当座貸越全体の株式担保の割合を推計した。

58) これらの比率は株式担保の割合の大きい手形貸付を大量に除外しているから多少低めに出ていると思われる。

行が紡績業に対して救済融資を行ったが、その際の報告書には次のように記されている。「抑抑京阪地方の実業家と称する者は多くは種々の会社に関係して身分不相応の株式を所有せり即甲の会社の株式を得ればこれを銀行に担保とし此借入金を以て乙の会社の株式を買入れ其買入たる株式は再び以前の如くして銀行に担保として借入を為す」(明治財政史第14巻718頁)。

株式担保金融による株式投資の様子は、個別投資家の事例でも少しずつ明らかになってきている。中西聡(2008)は、大阪府泉南郡貝塚の集散地問屋であり、地元貝塚銀行の頭取でもあった資産家廣海家の長期にわたる株式投資の実態を克明に報告している。同家の株式投資は1910年第後半1920年ごろまで年を追って盛んになり⁵⁹⁾、1919年ごろには「購入した株式を担保にして銀行から借り入れた資金をさらに株式購入と払込に充てるという連鎖」があったとされている。また、1920年恐慌で株価が暴落したため、同家の所有する株式の大部分が銀行の担保に入ってしまう、1920年には自ら所有する株式の処分ができなくなったこと、さらには昭和恐慌時には株式の価値の下落で大打撃を受けたことも明らかにされている。いま一つの例は洪沢栄一の株式投資であり、島田昌和(2007)は1891年の洪沢家の詳細な損益勘定を示している。それによると、洪沢家の同年における総収入は186千円でありそのうち約半分の90千円が株式の配当収入であった。しかも支出のうち42千円は預金⁶⁰⁾及び借入金利息であり、洪沢家が銀行借入れによってその活発な株式投資を賄っていたことが明らかになった。

株式担保貸出は1902年ごろまでの銀行貸出の最大限40%を占めているわけであり、その少なからぬ部分が株式購入に向けられたとすると、マクロ的に株式担保金融は極めて重要な現象であるといわざるを得ない。それでは、銀行の株式担保貸出による株式投資はなぜこのように一般的な現象となったのであろうか。まず、銀行側の要因を考えてみよう。銀行が株式担保貸出による株式投資を歓迎したのは、第一に、設立当初の企業に比べて、投資家たる資産家ははるかに信用力があつたことがある。銀行は企業に貸し出す代わりに資産家に貸し出すことによりリスクを避けたのである。先に見た近江鉄道の例は資産家の

59) それ以前も株式担保で銀行借入がなされたが主として北海道の魚肥の買い付けなどにかかわる商業目的の借入であった。この点は中村尚史(2003)でも確認されている。

60) 雇員などからの預け金であろう。

信用度を示す典型例であり、不足する建設資金の調達を取締役を借入金の保証人とすることによって可能になったのである。すなわち大阪の北浜銀行の常務取締役岩下清周は「融資の返済が確実であるという見通しがあったからこそ融資に応じたのである。そして、その確実さを岩下は、収益の見通しのあやふやな近江鉄道会社に見出したのではなく、取締役として名を連ねている人物達の資力に見出したのである」(石井寛治1999, 463)。同様のロジックが資産家に対する株式投資金融について成立すると思われる。第二に、株式の銘柄によっては、銀行は顧客から担保として預かった株式を担保に、日本銀行から低利の借入を行うことができた。日本銀行は日本銀行法第12条によって不動産や株券を抵当として貸金を為すことを禁じられていたが、1890年の恐慌時に日本鉄道、東京海上火災、日本郵船とそのほか12種の鉄道株を担保とする貸し出しを始めたのである⁶¹⁾。これは特殊銀行などが未整備であるため、「臨機応急の策」としてとられた措置であったが、担保品付手形割引(1897年からは見返品付手形割引)⁶²⁾として、実際上やむを得ない便法として長く存続した⁶³⁾。

次に投資家の側からみると、銀行の株式投資金融による株式投資は税法上極めて有利な取引であった。まず、1887年に導入された個人所得税は、公社債・預金の利子、配当、俸給・手当、賞与金などは「直にその金額を以て所得とす」とされた。したがって株式投資資金を銀行から借りた場合その金利を経費に計上することは許されていなかったと思われる。たとえば1891年の渋沢家の収支決算(島田昌和2007, 203)をみるとその税額が支払金利を控除することなく計算されているとみられる。ただし、金融資産以外の資産からの所得や営業からの所得の算定にあたっては、原材料費、雇員給料、原材料費などとともに負債利子を除いたものを所得としたため⁶⁴⁾、個人事業を営む者(商工業者や地主を含む)が株式投資金融の借り入れ金利を負債利子として経費として計上することは(厳密には脱税であるのだが)きわめて容易であったと思われる。

次に、1899年から所得税の課税対象が法人所得(第一種所得)、利子所得(第二種所得)、個人所得(第三種所得)に三分され、(所得税を課せられた法人から受

61) もっとも、これより先1885年に、横浜正金銀行、第十五銀行、日本鉄道の3社の株式を抵当品・保証品にすることで事実上の株式担保金融に踏み出していた(野田正穂1980, 222)。

62) このとき総武鉄道など6種の鉄道株が適格担保に追加された。

63) 1942年の日本銀行法で社債株式担保貸出が正式な業務と認められた。

64) 明治20年3月23日勅令第5号所得税法第2条(明治大正財政史第6巻978頁)。

けた) 配当所得は第三種所得の課税対象から除かれ第非課税とされたため、株式投資は極めて有利な資産運用方法となった。しかもこのときの改正では、第三種所得の課税所得は単に「総収入金より必要の経費を控除したる予算年額」として算定する⁶⁵⁾とされたため、株式投資などのための借入金利も経費として計上することが認められたと考えられる。すなわち、このときから銀行借入れに対する利子支払は経費として課税所得から除外されるのにたいし、株式からの配当所得は課税所得に影響しないため、借入が多いほど節税となったのである。しかも仮に株式投資から得られる配当が借入金利と同じであっても、税制面から節税となり税引き後所得が増える構造になったのである。加えて配当は不確実な収益であるが、節税は確実に税引き後所得を増加させる。投資家は株式担保金融によって、銀行からの借入枠を最大限に利用することで(ひどく逆鞘の投資物件を選ばない限り)いくらでも収益を増やし、その確実性を高めることが可能となったのである。この状況は1920年に至り個人所得の配当に課税(第三種個人所得として総合課税)されることになって若干変化するが、配当に対しては40%控除が認められたため、 $0.6 * \text{配当率} - \text{借入金利}$ が負である限り、同様な節税効果が期待できた。もちろん $(0.6 * \text{配当率} - \text{借入金利})$ が正の場合は課税所得が借入に従って増えるので、それによる増税効果と純利子収益の大きさが最適な借入を決定し、借り入れれば借り入れるほど得をするということにはならない⁶⁶⁾。表15において1920年以後株式担保の割合が水準として低下しているのはこの税制の変化に対応していると考えられる。1920年にはいわゆる反動恐慌で株価の大暴落が生じ、株価はその後昭和恐慌期にかけて長期にわたって低迷したが、表15によれば1930年代半ばの株価回復期においても株式担保金融のシェアは増加していない。このことは株価よりも配当課税の影響が大きいことを示唆していると思われる。

以上の考察は、しかしながら、利子の損金算入が株式担保借入を促進した可能性を指摘しているだけで、仮にその効果が実際に大きかったとしても、そのことはシステムの問題として、株式担保金融を通じて銀行が株式市場の機能を強化したという判断に導くものではない。株式投資のリスクを負担したのはあ

65) 明治32年2月13日法律第17号所得税法第4条(明治大正財政史第6巻985頁)。

66) 現在 Y_0 だけの第三種所得がある個人が、 D だけの新規の株式投資を銀行借入によって調達した資金によって行おうとしている。簡単化のために株価は変化しないと期待されている

表15 株式担保金融の割合

年末	%	年末	%	年末	%
1893	40.1	1909	37.4	1925	27.4
1894	40.4	1910	38.6	1926	27.8
1895	42.7	1911	38.8	1927	27.6
1896	46.7	1912	38.9	1928	26.6
1897	42.8	1913	39.3	1929	24.8
1898	42.3	1914	38.8	1930	22.1
1899	40.0	1915	40.0	1931	21.7
1900	39.6	1916	40.0	1932	23.1
1901	37.7	1917	37.6	1933	25.3
1902	36.7	1918	33.4	1934	28.2
1903	35.9	1919	36.5	1935	27.5
1904	34.9	1920	31.8	1936	27.8
1905	36.0	1921	32.2	1937	28.3
1906	42.4	1922	30.0	1938	26.4
1907	39.8	1923	29.1	1939	25.3
1908	38.6	1924	28.4	1940	22.6
		1925	27.1		

資料 石井寛治(2006)及び後藤新一(1970)表47.
 注 普通銀行と貯蓄銀行の貸付。ただし一番右の1925-40の数字は普通銀行のみであり、後藤新一1970による貸付金及び当座貸越における株式担保の割合

くまで投資家であってそのことは投資資金がいかにファイナンスされたかということに関係しない。かつて筆者は寺西重郎(1982)及び(2006)で、株式担保の割合がいかに大きともそれは金融システムにおける銀行と金融市場の相対的な重要性の判断に影響を与えるものではない、として次のように論じた。「株式担保で貸し出された資金が株式の払込資金に用いられるか、あるいは他の用途に用いられるかは銀行の関知するところではないのである。逆に、どのような方法でファイナンスされたにせよ株式への投資の配分は、投資家(=家計)の意思決定によるものである。株式投資のリスクを銀行が負っているのではなく、銀行は単に投資家への貸し出しリスクを負っているにすぎない。この意味で株式担保金融の広がりや根拠に株式市場の果たした役割を割引して考え

ものとして。銀行の金利を r 、株式投資の期待収益率を ρ で示そう。 $\rho > r$ と仮定する。 T で租税関数を示す($T' > 0$)。現在の所得税は $T(Y_0)$ であり、投資後の所得税は $T(Y_0 + (\alpha\rho - r)D)$ となる。ここで α は配当収入の課税率 ($1 - \alpha$ は控除率) である。投資の税引き後期待収益は $(\rho - r)D - T(Y_0 + (\alpha\rho - r)D) + T(Y_0)$ となる。 α がゼロすなわち配当が全額控除であったり、 $\alpha\rho < r$ であれば、 D が大きいほど投資の税引き後期待収益は増加する。 $\alpha\rho > r$ であれば最適な D が存在する。

るという主張は必ずしも支持しがたい」(寺西重郎 2006, 33)。すなわち、株式投資のデシジョンと銀行借入れのデシジョンは相互に独立であり、したがって株式担保金融がいかに広範な広がりを見せていても、そのことは銀行が市場を支えているということを意味するのではないと主張した。この判断は以上の税制に関する考察を踏まえても変わらない。

ちなみに、株式担保金融における銀行の役割を強調する論者は、銀行貸出が株式投資を増加させた側面のみ注目して、逆に株式投資が銀行活動を活発化させたという対照的な側面を無視しているように思われる。すなわち株式投資資金の銀行からの借入れが、貸出金利したがって競争を通じて預金金利を引き上げ、銀行の活動水準を引き上げたという側面である。

最後に株式担保金融を株式の額面価格の高位に結びつけて説明する議論に触れておこう。野田正穂(1980)は、50円、100円といった高額面価格が分割払込を必要ならしめ、このことが株式担保金融を必然化したと主張した。すなわち追加払込に応じられないときは株式は失権し、競売に付されるため、株主は銀行借入れによって何としてでも権利を守ろうとし、このことが株式担保金融に頼らせたというのである。しかしこれは追加払込に関する手元流動性の管理の問題であり、そもそも借入により株式を購入するか否かの意思決定の問題とは別だと考えねばならないからこのことによって株式担保金融の発生を説明することはできないと思われる⁶⁷⁾。また山一証券(1958)は、「株式担保貸出制度と株式分割払込制度が存続したために、株主の株金払込は容易となり、大規模な会社が新設される場合でさえ、ごく一部の資産家による全株式の引受を可能にした」(41頁)と述べていることについても同じ批判が妥当する。

(てらにし・しげろう 日本大学商学部教授)

67) 田口卯吉は投資家は第一回目の払込だけでなく第二回目以後の払込に備えて準備しなければならぬが、大多数の株主は、「決して最終の払込にまで適当すべき資金を所持する者にあらず。第一回目の払込に適する資金は必ず用意せしむるべしと雖も、第二回目以後の資金は必ず他の用途に使用し置けるなり」としている(田口卯吉 1887)。

<参 考 文 献>

- Dixit, K. Avinash 2004 *Lawlessness and Economics: Alternative Modes of Governance* Princeton University Press
- Teranishi, Juro 2005 *Evolution of the Economic System in Japan* Edward Elgar
- 青地正史 2006「戦前日本企業と「未払込株金」」『富山大学紀要・富大経済論集』51巻2号 1-34.
- 有本正雄 1980「日本資本主義における資本形成の一側面——山陽筋地方資産家の検討を通して」『広島商大論集』第11巻1号95-123頁
- 伊牟田敏充 1976a『明治期金融構造分析序説』法政大学出版会
- 伊牟田敏充 1976b『明治期株式会社分析序説』法政大学出版会
- 石井寛治 1970「郡山紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究；紡績金融編』東京大学出版会713-751
- 石井寛治 1970「堺紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究；紡績金融編』東京大学出版会752-802
- 石井寛治 1978「産業資本確立過程の株主層」逆井孝仁・保志恂・関口尚志・石井寛治編『日本資本主義——展開と論理』東京大学出版会
- 石井寛治 1999『近代日本金融史序説』東京大学出版会
- 石井寛治 2006「戦前日本の株式投資とその資金源泉：寺西論文「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」に対するコメント」『金融研究』第25巻第1号41-51頁
- 石井常雄 1958「両毛鉄道会社における株主とその系譜」『明治大学商学論叢』第41巻第9・10号129-152
- 大蔵省臨時調査局租税部内国税掛 1918「租税負担調査；大正六年九月調」大蔵省臨時調査局
- 大石嘉一郎 1985『近代日本における地主経営の展開』お茶の水書房
- 太田健一 1965「瀬戸内海沿岸地方における地主制の動向——資本制的生産の展開との関連」『土地制度史学』第7巻3号(第27号)52-66
- 片岡 豊 2006『鉄道企業と証券市場』日本経済評論社
- 片岡 豊 1987「明治期の株式市場と株価形成」『社会経済史学』53巻2号 25-47
- 北沢正啓 1966「株式会社の所有・経営・支配」岩波講座『現代法』9』岩波書店
- 後藤新一 1970『日本の金融統計』東洋経済新報社
- 渋谷隆一編 1988『都道府県別資産家地主総覧(東京編1,3)』(覆刻版)日本図書センター
- 島田昌和 2007『渋沢栄一の企業者活動の研究——戦前期企業システムの創出と出資経営者の役割』日本経済評論社
- 志村嘉一 1969『日本資本市場分析』東京大学出版会
- 杉山和雄 1970a「福島紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融編』東京大学出版会619-672
- 杉山和雄 1970b「岸和田紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融編』東京大学出版会673-712
- 高橋亀吉 1973『日本近代経済発達史』第1巻、東洋経済新報社
- 高久嶺之介 1997『近代日本の地域社会と名望家』柏書房
- 高村直助 1970a「大阪紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融編』東京大学

出版会

- 高村直助 1970b「尼崎紡績会社」山口和雄編 『日本産業金融史研究・紡績金融編』東京大学出版会
- 高村直助 1971『日本紡績業史序説（上）』塙書房
- 高村直助 1996『会社の誕生』吉川弘文館
- 武田晴人 1986「大正九年版『全国株主要覧』の第一次集計結果（1）」『経済学論集』51巻4号38-59頁
- 武田晴人 1986「大正九年版『全国株主要覧』の第一次集計結果（2・完）」『経済学論集』52巻3号55-67頁
- 武田晴人 2007「企業設立と発起人——明治末期に損害保険のケース」大東英祐・武田晴人・和田和夫・粕谷誠『ビジネス・システムの進化——創造・発展・企業者活動』有斐閣
- 谷本雅之・阿部武司 1995「企業勃興と企業経営・在来経営」宮本又郎・阿部武司編『経営革新と工業化』（日本経営史2）岩波書店
- 谷本雅之 1996「関口八兵衛・直太郎——醤油醸造と地方企業・名望家」竹内常善・阿部武司・沢井実編『近代日本における企業家の諸系譜』大阪大学出版会
- 谷本雅之 1998「日本における“地域工業化”と投資活動」『社会経済史学』64巻1号88-114頁
- 寺西重郎 1982『日本の経済発展と金融』岩波書店
- 寺西重郎 2006「戦前期日本の金融システムは銀行中心であったか」『金融研究』第25巻第1号13-40
- 東條正 1985「明治期鉄道会社の経営紛争と株主の動向」『経営史学』第19巻4号1-35
- 永原慶二・中村政則・西田美昭・松本宏 1972『日本地主制の構成と段階』東京大学出版会
- 中村政則 1975「日本ブルジョアジーの構成」大石嘉一郎編『日本産業革命の研究（下）』東京大学出版会
- 中村政則 1997『近代日本地主制研究』東京大学出版会
- 中村政則 1985「有価証券投資の展開」大石嘉一郎編『近代日本における地主経営の展開』お著の水書房
- 中村尚史 1998『日本鉄道業の形成；1869-1894年』日本評論社
- 中村尚史 2003「地方資産家の投資行動と企業勃興；大阪府泉南郡貝塚町廣海家の事例」『経営史学』38巻2号27-58
- 中西 聡 2008「両大戦間期における地方資産家の銀行借入と株式投資」『地方金融史研究』39巻81-106
- 南條隆・粕谷誠 2007「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」IMES Discussion Paper Series No. 207-J-20（日本銀行）
- 西田美昭 1985「日本地主制における西服部家の位置」大石嘉一郎編『近代日本における地主経営の展開』お著の水書房
- 野田正穂 1980『日本証券市場成立史』有斐閣
- 羽森茂之 2007『消費者行動と日本の資産市場』東洋経済新報社24)
- ヒルシュマイヤー、J・由井常彦 1977『日本の経営発展』東洋経済新報社
- 星野誉夫 1970「日本鉄道会社と第十五銀行（1）」『武蔵大学論集』17巻第2号77-109
- 星野誉夫 1970「日本鉄道会社と第十五銀行（2）」『武蔵大学論集』19巻1号1-22

- 宮本又郎・阿部武司 1995「明治の資産家と会社制度」宮本又郎・阿部武司編『日本経営史
2 経営革新と工業化』岩波書店
- 宮島英昭 2007「増加する M&A をいかに読み解くか」宮島英昭編『日本の M&A』東洋経
済新報社
- 村上是つ 1970a「紡績会社の証券発行と株主」山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融
編』東京大学出版会 69-120
- 村上是つ 1970b「三重紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融編』東京大学
出版会 393-455
- 村上是つ 1970c「鐘淵紡績会社」山口和雄編『日本産業金融史研究・紡績金融編』東京大学
出版会 456-524
- 森川英正 1985『地方財閥』日本経済新聞社
- 守田志郎 1963『地主経済と地方資本』お茶の水書房
- 山口和雄 1966「製糸業の発展と製糸金融」山口和雄編著『日本産業金融史研究；製糸金融
編』東京大学出版会 3-36 頁
- 安田善次郎 1911『富の礎』近江屋書店
- 和田一夫・小早川洋一・塩見治人 1992「明治40年時点の中京財界における重役兼任」『南
山経営研究』第6巻第3号 215-248
- 和田一夫・小早川洋一・塩見治人 1992「明治31年時点の中京財界における重役兼任」『南
山経営研究』第7巻第2号 217-254
- 和田一夫・小早川洋一・塩見治人 1993「大正7年時点の中京財界における重役兼任」『南山
経営研究』第8巻第1号 75-125

2003 年以降における中小企業の 経営財務面での動きをめぐって*

—CRD の分析結果から—

鹿 野 嘉 昭

(要旨) 本論文では、中小企業の経営財務データベースである CRD に蓄積されている個票データのうち 1997 年から 2006 年までの 10 年間、継続的に利用することが可能となっている 14 万社のデータを利用して 2003 年以降、日本の中小企業の経営財務状況がどのような変貌を遂げたのかという問題について分析検討した。その結果、2002 年以降の景気回復過程のなかで中小企業経営においては規模・業種面で二極分化の動きが進んだほか、地域間の経済格差も拡大したことが初めて計数的に見出された。この事実は、グローバル化、情報化という日本経済を取り巻く環境変化とともに日本の中小企業も厳しい試練に直面していることを意味しているが、それと同時に、グローバル化などの流れをうまく利用できれば企業業績をさらに伸張させうる余地があることを示唆している。政府においては、本稿で明らかになった中小企業の経営財務の実態や規模間格差について十分留意のうえ、これまで以上にきめ細かな中小企業政策の策定・実施が期待される。

1. はじめに

われわれは鹿野 (2008) において、有限責任中間法人 CRD 協会が管理・運営する中小企業の経営財務データベースである中小企業信用リスク情報データベース (Credit Risk Database, 以下、CRD と略) を利用のうえ、日本の中小企業の

* 本論文は、著者が有限責任中間法人 CRD 協会非常勤研究員として実施している研究成果の一部である。なお、本論文の作成に際しては、平成 20 年度私立大学等経常費補助金特別補助高度化推進特別経費大学院重点特別経費 (研究科分) からの研究補助を得た。

典型的な姿や近年における経営財務内容の時系列的な変化を明らかにした。すなわち、CRDに蓄積された中小企業の経営財務データのうち2003年中に決算期が到来した56万社分を標本に利用のうえ中央値によりその典型的な姿を捉えると、従業員数6名、売上高1億2,500万円(一人当たりの売上高は2,000万円)、営業利益100万円、当期利益40万円、株主資本比率は9.2%という状況にあるなど、経営規模が非常に小さいほか収益性および財務基盤も脆弱であることを初めて確認した。その一方で、従業員数100人以上の中小企業の経営財務内容は比較的良好な状況にあるなど、規模間格差が大きいことも示唆された。

加えて、1997年から2003年にかけては売上高が名目GDPの減少を大幅に上回る落ち込みを記録するなど、日本の中小企業経営は景気の悪化を上回る深刻な事態に直面していたことや、困難に直面していたのは中小企業の大部分を占める従業員数20人未満の小規模企業であり、同100人以上の企業においては比較的良好な経営パフォーマンスが確認されるなど、中小企業経営の脆弱化と二極分化の動きが近年静かに進行していたことも計数的に見出された。そしてまた、その背景としては、景気循環的な要因に加え、グローバル化、情報化のなかで生じた大企業の製品・生産委託需要の海外シフトや消費需要の大型店舗・コンビニエンスストアへの集中といった日本経済の構造変化が挙げられる。

その一方で、これまでの分析に利用したCRDは2005年3月時点で抽出・作成されたものであり、その後収録された個票データは利用されていない。とりわけ、これまでに得られた分析結果の多くは2003年までのデータに依存しており、2003年以降の景気回復局面において日本の中小企業の経営財務面においてどのような特色や変化がみられたのかという問題に対しては何ら答えることができない。いうまでもなく、これらの課題に答えるにはデータベースのアップデートが不可欠となる。それゆえ、本稿では2008年1月に抽出・作成されたCRD(以下、CRD2008と略)を利用して、これらの問題について検討することにした。

以下、第2節では、CRD2008に蓄積されている中小企業データを用いて、その典型的な姿とその特性について概観する。第3節では、2003年以降における中小企業の経営財務面での変化とその背景などについて分析検討する。最後に、第4節では、本稿で得られた分析結果を取りまとめるとともに今後の課題を指摘する。

2. 日本の中小企業の典型的な姿

2.1 分析に際しての留意点

最初に、CRD 2008 を利用して日本の中小企業の典型的な姿を確認することにして。表1は2008年1月時点においてCRDに収録された中小企業数（法人企業＜金融、公務を除く＞、個人事業主を除く）および、その従業員数、売上高、総資産、資本金の中央値と平均値を1997年から2006年までの各年について掲げたものである。また、参考欄には、これまで利用してきた2005年1月作成の標本から得られた分析結果がCDR 2003として掲載されている。

CRD 2008 に蓄積された個票データのうち2003年中に決算期を迎えた中小企業数は101万9,392社にもものぼるなど、CRD 2003（56万5,730社）の1.8倍の規模となっている。加えて、2000年以降、各年の収録企業数は75万社を上回っている。その一方で、総務省「事業所・企業統計調査結果」によると、2006年時点での日本の会社企業（大企業を含む）数は151万6,000社にのぼる¹⁾。そ

表1 CRD からみた日本の中小企業の姿

	会社数	中央値				平均値			
		従業員数 (人)	売上高 (百万円)	総資産 (百万円)	資本金 (百万円)	従業員数 (人)	売上高 (百万円)	総資産 (百万円)	資本金 (百万円)
1997年	359,983	8	183	120	10	23	725	641	20
1998年	464,196	7	161	107	10	21	614	538	18
1999年	575,403	6	139	98	10	19	529	475	17
2000年	753,975	6	127	86	10	18	466	410	16
2001年	910,643	6	119	78	10	17	438	373	16
2002年	985,828	5	109	71	10	16	404	345	15
2003年	1,019,392	5	103	67	10	15	391	332	15
2004年	1,012,401	5	102	66	10	16	399	334	17
2005年	941,208	5	105	69	10	15	421	352	16
2006年	750,881	6	117	79	10	18	486	411	18
〈参考〉									
CRD 2003	565,730	6	125	85	10	19	560	574	25

（資料）CRD 協会運営のCRDに基づき著者作成。

1) 総務省「事業所・企業統計調査結果」によると、2001年時点での会社企業総数は161万7,000社であり、2006年までの5年間で10万2,000社減少した。

れゆえ、CRD 2008 の場合、2001 年以降は総数のおよそ半分以上の中小企業の経営財務データが蓄積されているということが出来る。とりわけ、2003 年および 2004 年の収録企業数はいずれとも 100 万社あるいは全体の 6 割を上回っているため、そのカバレッジも CRD 2003 (およそ 35%) との比較において大きく向上しているといえよう。その一方で、1990 年代における中小企業データの収録は 2000 年以降との比較においてさほど進んでいない。

この CRD 2008 に基づき日本の中小企業の典型的な姿を各年について中央値を利用して算出したところ、表 1 のとおり、CRD 2003 のそれと概ね一致していた。しかし、その一方で、たとえば売上高の中央値の場合、1997 年の 1 億 8,300 万円から 2004 年の 1 億 200 万円まで最大 8,000 万円の乖離がみられるなど、年ごとの差が大きいのも事実である。もっとも、この表を子細に検討すると、従業員数、売上高および総資産の中央値と企業数とは、企業数の少ない年ほどそうした規模指標が大きくなるなど、反比例していることがわかる。その背景としては、次に掲げるようなデータ収集に起因する技術的な要因が指摘できよう。

すなわち、CRD の場合、収録対象となるのは会員金融機関から送付を受けたデータであり、データの追加送付がなされるほどより規模の小さな企業の経営財務データが送付される傾向が強い。そのため、データ蓄積企業数が増えれば増えるほど、より規模の小さな企業の層が厚みを増す。こうした事情を反映して、収録企業数の増加とともに従業員数、売上高などの規模指標の中央値や平均値は表 1 のとおり遞減すると考えられるのである。

ちなみに、表 2 は CRD 2008 を利用して従業員数を基準とした 2003 年時点での日本の中小企業の規模別・業種別の分布状況を示したものである。この表からも明らかなように、CRD 2008 の場合、従業員数 20 人未満の小規模企業が全企業数の 84.1% を占めるのに対し、CRD 2003 における小規模企業の構成比率は 80.5% にとどまる。この企業規模にかかわる分布面での相違が CRD 2008 における 2003 年データにかかわる規模指標の中央値を押し下げる方向で作用しているのである。なお、2001 年の総務省「事業所・企業統計調査」によると、小規模企業の比率は 86.0% となっており、この母数を基準として判断すると、CRD 2008 の分析結果のほうが日本の中小企業の実態をより適切に描写しているといえよう。

表2 CRD における日本の中小企業の規模別・業種別構成 (2003年)

業種	会社数	従業員数 (人)										構成比	
		従業員数 (人)											
		0	1~4	5~9	10~19	20~49	50~99	100~199	200~299	300~			
農林漁業	3,026	560	793	733	510	316	75	26	13				
鉱業	1,464	100	223	383	387	307	45	15	4				
建設業	238,647	26,310	78,611	68,169	42,685	18,489	3,147	928	184				124
製造業	209,743	19,128	53,508	46,267	38,323	32,067	12,087	5,881	1,601				881
電気・ガス・水道	1,203	89	359	313	208	145	54	28	7				
運輸・通信	43,645	3,978	5,841	7,623	9,829	10,358	3,536	1,623	468				389
卸売	132,021	15,269	48,318	29,891	19,129	13,470	4,331	1,275	219				119
小売	143,319	21,784	60,345	30,431	16,288	10,262	2,606	1,059	308				236
飲食店	33,018	5,456	11,048	7,340	4,724	3,238	817	282	61				52
不動産	45,974	8,960	26,142	6,468	2,467	1,340	395	146	35				21
サービス	166,958	24,405	51,173	36,419	25,122	19,115	6,684	2,706	700				634
その他	374	86	128	77	35	33	7	4	3				1
合計	1,019,392	126,125	336,489	234,114	159,707	109,140	33,784	13,973	3,603				2,457
構成比、%		12.4	33.0	23.0	15.7	10.7	3.3	1.4	0.4				0.2
同、累計		12.4	45.4	68.4	84.1	94.8	98.1	99.5	99.9				100.1
<参考>													
事業所・企業統計調査		51.8		72.4	86.0	95.2	98.1	99.7					100.0
CRD 2003 の累計		9.2	40.1	63.4	80.5	93.1	97.3	99.1	99.6				99.9

(注) 卸・小売、飲食店については資本金1億円未満あるいは常用雇用者数が100人未満の会社。
 サービスについては資本金5,000万円未満あるいは常用雇用者数が100人未満の会社。
 (資料) CRD 協会運営のCRDおよび総務省「平成13年事業所・企業統計調査報告」に基づき著者作成

このように考えると、現在までのところ、CRD 2008 のなかで日本の中小企業の典型的な姿を最も適切に表しているのは標本企業数が最も多い2003年のデータと結論づけることができる。それゆえ、本稿ではCRD 2008のうち2003年データを利用のうえ、日本の中小企業の典型的な姿や経営財務状況についてCRD 2003に基づく既往分析結果と比較しつつ検討することにした。

2.2 CRD 2008 からみた中小企業の姿とその収益性

先に指摘したように、CRD 2003を分析したところ、日本の中小企業の典型的な姿については、従業員数6名、売上高1億2,500万円(一人当たりの売上高は2,000万円)、営業利益100万円、総資産8,500万円、当期利益40万円、株主資本比率は9.2%という状況にあることが確認されている。これに対し、CRD 2008に蓄積された2003年データからは、先に掲げた表1のとおり、従業員数5名、売上高1億300万円(一人当たりの売上高は2,000万円)、総資産6,700万円というCRD 2003よりもやや小振りの姿が導かれる。理由は単純であり、データ収録企業数の増大とともに中小企業総数に占める小規模企業の比重が高まったからである。この結果はまた、「日本の中小企業の経営規模はきわめて小さい」という鹿野(2008)が初めて確認した事実を裏打ちしている。

次は、収益性である。表3は、2003年データに蓄積された中小企業101万社のデータを利用して、日本の中小企業の経営規模とその収益性にかかわる各種の指標を業種別・規模別に計算したものである。この表からは、日本の中小企業の場合、①売上高総利益率(粗利益率)は大企業よりも高いものの、経費高を主因として売上高営業利益率が1%を下回っているというように、脆弱な経営財務構造となっている一方で、②規模が拡大するほど経営財務内容が大きく好転するなど、小規模企業と規模の大きな企業との間での格差が大きいという傾向が読み取れるなど、鹿野(2008)と同様の結論が得られる。ただし、経営規模に関しては、先に指摘したとおり、今回利用した2003年データのほうがやや小さいほか、収益性も幾分低下したという点には留意を要する。

表3 中小企業の経営指標・経営比率（中央値、2003年）

(1) 経営規模指標	会社数 (社)	従業員数 (人)	総資産残高 (百万円)	売上高 (百万円)	売上高 総利益 (百万円)	販売一般 管理費 (百万円)	うち 人件費 (百万円)	営業利益 (百万円)	経常利益 (百万円)	当期利益 (百万円)
従業員、1～19人 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	730,310 189,465 138,098 97,338 107,064	5 5 6 5 4	54 49 59 86 48	84 88 75 165 94	29 23 26 40 30	29 23 26 40 31	16 14 15 26 17	0.50 0.50 0.70 0.90 -0.10	0.40 0.40 0.40 0.50 0.10	0.20 0.20 0.20 0.30 0.08
同、20～99人 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	142,924 21,636 44,154 17,801 12,868	32 28 35 33 31	433 432 514 951 366	542 569 558 1,550 674	157 99 127 312 217	147 92 113 291 214	88 60 65 167 126	7.29 6.00 10.40 16.00 3.69	5.41 4.37 6.31 13.30 3.43	2.83 2.00 3.50 6.00 1.85
同、100人以上 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	20,033 1,236 8,363 1,613 1,603	150 142 151 135 156	2,580 4,330 3,280 4,410 2,040	2,920 5,190 3,430 6,950 4,210	715 664 636 1,300 1,180	618 528 530 1,200 1,140	304 308 246 648 591	58.60 96.00 80.00 86.10 36.60	50.00 86.85 62.50 82.00 39.00	21.00 26.25 25.60 32.60 16.90
<参考> 上場企業 うち建設業 製造業 商社 小売業	3,750 243 1,737 438 285	405 642 465 302 549	23,914 35,208 26,493 23,408 24,813	21,989 40,936 21,041 33,904 46,646	4,610 4,229 4,469 5,533 12,830	3,629 3,343 3,687 4,655 11,787	1,459 1,764 1,295 2,034 4,692	767 763 706 698 1,301	753 577 724 733 1,253	252 108 222 248 502

表3 (2) 経営比較

	従業員一人当たり						売上高 総利益率 (%)	売上高 販売一般 管理費比率 (%)	売上高 販売一般 管理費比率 (%)	売上高 人件費比率 (%)	売上高 営業利益率 (%)	株主資本 比率 (%)
	売上高 (百万円)	売上高 総利益 (百万円)	売上高 販売一般 管理費 (百万円)	うち 人件費 (百万円)	売上高 総利益率 (%)	売上高 販売一般 管理費比率 (%)						
中小企業 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	20.6 19.3 15.9 39.2 25.5	6.9 4.9 5.1 9.4 8.1	6.8 5.0 5.0 9.3 8.4	4.6 3.3 3.7 7.8 5.4	33.3 25.6 32.0 24.0 31.6	33.1 22.3 16.9 23.4 19.9 21.2	0.68 0.62 1.20 0.58 0.00	8.66 10.13 9.29 10.00 5.68				
従業員, 1~19人 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	16.8 17.6 12.5 33.0 23.4	5.8 4.6 4.4 8.1 7.4	5.8 4.6 4.3 8.1 7.7	3.3 2.8 2.5 5.2 4.2	34.4 26.1 34.7 24.4 31.6	19.4 15.7 20.2 15.8 17.7	0.59 0.57 0.93 0.55 -0.11	7.50 9.48 6.54 9.24 5.08				
同, 20~99人 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	16.9 20.3 15.9 47.0 21.7	4.9 3.5 3.6 9.5 7.0	4.6 3.3 3.2 8.8 6.9	2.7 2.1 1.9 5.1 4.1	29.0 17.4 22.8 20.1 32.2	27.1 16.2 20.3 18.8 31.8	1.35 1.05 1.86 1.03 0.55	16.07 22.85 16.73 17.03 12.68				
同, 100人以上 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	19.5 36.5 22.7 51.5 27.0	4.8 4.7 4.2 9.6 7.6	4.1 4.0 3.7 8.9 7.3	2.0 2.2 1.6 4.8 3.8	24.5 12.8 18.5 18.7 28.0	21.2 10.4 15.5 17.3 27.1	2.01 1.85 2.33 1.24 0.87	18.22 22.03 20.88 17.39 15.00				
<参考> 上場企業 うち建設業 製造業 商社 小売業	54.3 63.8 45.2 112.1 85.0	11.4 6.6 9.6 18.3 23.4	9.0 5.2 7.9 15.4 21.5	3.6 2.7 2.8 6.7 8.5	21.0 10.3 21.2 16.3 27.5	16.5 8.2 17.5 13.8 25.3	3.49 1.86 3.35 2.06 2.79	41.41 26.13 47.49 39.96 40.70				

(注) 各指標とも、標本企業の中央値を利用して算出。
(資料) CRD 協会運営のCRDおよび日経ニュース「企業財務データ」(ジャスダックを含む)に基づき著者作成。

3. 2003年以降における中小企業の経営財務動向

3.1 これまでの分析結果と問題意識

鹿野(2008)ではまた、1997年から2003年までの7年間、財務諸表が継続的にCRDに蓄積されている中小企業15万1009社を標本に利用して、近年における中小企業の経営財務動向を分析のうえ、次のような結論を得ている。

すなわち、第1に、この時期、売上高は名目GDPの減少(△5%程度)を大幅に上回る△20%前後の落ち込みを記録するなど、日本の中小企業は景気の悪化を上回る深刻な事態に直面し、業種的には建設業の不振が目立った。第2に、困難に直面していたのは中小企業の大部分を占める従業員数20人未満の小規模企業であり、とりわけ、4人以下の企業の売上高は2003年までの6年間で△3割弱という大幅な減少を余儀なくされた。その一方で、企業規模の拡大とともに売上高の減少も軽微なものとなり、従業員数50人以上の企業の売上高減少額は大企業のそれを下回っていた。第3に、営業利益、当期利益といった利益水準についても、中小企業経営の脆弱化と二極分化の動きを示す動きが確認された。

これらの分析結果は非常に興味深いものではある。しかし、データ面での制約から標本期間が2003年で終わっており、この点、問題であるといわざるを得ない。というのも、日本経済は2002年末ごろから景気回復の道を歩んでおり、そうしたマクロ経済面での変化が中小企業経営に対しどのような影響を及ぼしたのかが分析の対象となっていないからである。とりわけ、今回の景気回復は輸出の増大により牽引されていたところに特色があるため、2003年以降における中小企業の経営財務面での動きに関する分析は、グローバル化、情報化という日本経済を取り巻く環境変化が中小企業経営に及ぼす効果を議論するうえでも欠くことができない。

それゆえ、本稿では、CRD 2008に蓄積された中小企業のうち、1997年から2006年までの10年間にわたっての財務諸表が利用可能となっている14万6,897社の経営財務データに基づき、これらの問題について分析検討することにした。この分析に利用したデータベース(以下、CRDcと呼ぶ)の概要について簡単に説明しよう。

表4は、CRDcに蓄積された中小企業14万社の業種別・規模別の分布状況を示したものである²⁾。この表からも明らかのように、CRDcの業種別分布状況はCRD2008に蓄積された2003年データとほぼ一致しているが、製造業の比重が29%（2003年データでは21%）とやや高いところが特徴的といえる。次に、従業員数を基準とした規模別の分布状況を見ると、比較的大きな企業から構成されていることがわかる。実際、従業員数20人未満の小規模企業が占める比率は67%にとどまるなど、2003年データに基づく小規模企業比率(84%)を17%ポイント下回っている。その裏返しの結果として、CRDcの場合、従業員数50人以上においては各規模階層とも2003年データのほぼ2倍の水準となっている。

当然のこととして、CRDc

表4 CRDcに蓄積された中小企業の業種別・規模別分布

(1) 業種別企業分布状況	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
	合計	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897
建設業	31,968	31,923	31,933	32,018	32,077	32,111	32,228	32,284	32,269	32,295
製造業	41,807	41,736	41,687	41,647	41,543	41,476	41,177	41,076	40,957	40,763
卸売業	20,129	20,143	20,239	20,371	20,441	20,479	20,678	20,810	20,868	20,966
小売業	17,829	17,837	17,873	17,809	17,736	17,702	17,643	17,520	17,444	17,409
飲食店業	2,471	2,501	2,504	2,515	2,536	2,526	2,559	2,573	2,574	2,577
<構成比, %>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
建設業	21.8	21.7	21.7	21.8	21.8	21.9	21.9	22.0	22.0	22.0
製造業	28.5	28.4	28.4	28.4	28.3	28.2	28.0	28.0	27.9	27.7
卸売業	13.7	13.7	13.8	13.9	13.9	13.9	14.1	14.2	14.2	14.3
小売業	12.1	12.1	12.2	12.1	12.1	12.1	12.0	11.9	11.9	11.9
飲食店業	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8

2) 総務省『事業所・企業統計調査』と比較すると、CRDおよびCRDc統計の場合、従業員数ゼロの企業の比率が非常に高い。このことは、従業員数ゼロの企業のなかには、従業員数不明の企業がゼロとして報告され、本来の姿と比較して過大となっていることを示唆している。それゆえ、この階層の計数に関しては、慎重に取り扱うことにした。

(2) 従業員数別企業分布状況

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
合計	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897	146,897
0人	11,142	9,775	10,267	9,358	7,273	6,531	6,225	6,180	5,922	5,335
1~4人	26,478	26,588	26,525	26,647	27,587	28,500	29,224	29,660	30,369	31,268
5~9人	30,996	31,540	31,450	31,989	32,491	32,728	32,871	32,861	32,704	32,526
10~19人	29,487	29,928	29,960	30,108	30,641	30,864	30,613	30,415	30,081	29,902
20~49人	28,424	28,772	28,620	28,817	29,076	28,880	28,786	28,556	28,529	28,399
50~99人	12,169	12,131	12,113	12,111	11,979	11,777	11,589	11,670	11,640	11,715
100~199人	5,738	5,718	5,592	5,496	5,474	5,337	5,330	5,257	5,306	5,366
200~299人	1,496	1,487	1,452	1,456	1,458	1,424	1,403	1,424	1,461	1,455
300人以上	967	958	918	915	918	856	856	874	885	931
<構成比, %>										
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
0人	7.6	6.7	7.0	6.4	5.0	4.4	4.2	4.2	4.0	3.6
1~4人	18.0	18.1	18.1	18.1	18.8	19.4	19.9	20.2	20.7	21.3
5~9人	21.1	21.5	21.4	21.8	22.1	22.3	22.4	22.4	22.3	22.1
10~19人	20.1	20.4	20.4	20.5	20.9	21.0	20.8	20.7	20.5	20.4
20~49人	19.3	19.6	19.5	19.6	19.8	19.7	19.6	19.4	19.4	19.3
50~99人	8.3	8.3	8.2	8.2	8.2	8.0	7.9	7.9	7.9	8.0
100~199人	3.9	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7
200~299人	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
300人以上	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<参考>										
20人未満	66.8	66.6	66.9	66.8	66.7	67.1	67.3	67.5	67.4	67.4

(資料) CRD 協会運営の CRD に基づき著者作成。

から導かれる中小企業の平均的な姿については2003年データから得られる姿との比較において大きいと観念される。実際、表5は、CRDcに蓄積された中小企業14万社の主要経営財務指標の中央値やそれに基づく経営諸比率を2003年の101万社について計算した結果と比較したものである。この表を一瞥すれ

表5 CRDc と CRD に蓄積された中小企業の姿の比較 (2003年, 中央値)

	会社数	構成比 (%)	従業員数 (人)	売上高 (百万円)	総資産 (百万円)	資本金 (百万円)	営業利益 (百万円)	当期利益 (百万円)	売上高粗利益率 (%)	売上高営業利益率 (%)	株主資本比率 (%)
CRDc 全産業計 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	146,897	100.0	10	206	172	10	2,37	0.90	28.0	1.11	12.35
	32,228	21.9	8	159	114	10	1.39	0.40	22.5	0.87	15.95
	41,177	28.0	15	252	245	10	4.22	1.50	24.7	1.53	13.51
	20,678	14.1	9	413	260	10	3.69	1.33	20.7	0.16	13.97
	17,643	12.0	6	162	106	10	0.50	0.30	30.5	0.29	9.56
CRD 全産業計 うち建設業 製造業 卸売業 小売業	1,019,392	100.0	5	103	67	10	0.70	0.30	33.3	0.68	8.66
	238,647	23.3	5	97	54	10	0.60	0.20	25.6	0.62	10.13
	209,743	22.1	7	111	90	10	1.33	0.50	32.0	1.20	9.29
	132,021	14.0	5	196	104	10	1.13	0.40	24.0	0.58	10.00
	143,319	13.3	4	102	52	6	0.00	0.10	31.6	0.00	5.68

(資料) CRD 協会運営の CRD に基づき著者作成。

ば明らかなように、CRDc の場合、従業員数や売上高等の経営指標は2003年データから導かれる姿の2倍から3倍程度の大きさとなるなど、先に掲げた推測のとおり比較的規模の大きな企業から構成されていることがわかる。たとえば、従業員数の中央値は10人であり、同5人という2003年におけるCRD全体の中央値と対比すると、比較的大きな企業から構成されている。加えて、売上高営業利益率や株主資本比率などの経営諸比率も好転するなど、その経営財務内容も比較的良好な企業からなっているといえることができる。

3.2 売上高の推移

以上のような中小企業14万社の姿を念頭においたうえで、このデータベースを利用して2003年以降、日本の中小企業の経営状況がどのような推移をたどったのか振り返ることにしたい。その際、経営状況の良し悪しにかかわる判断指標

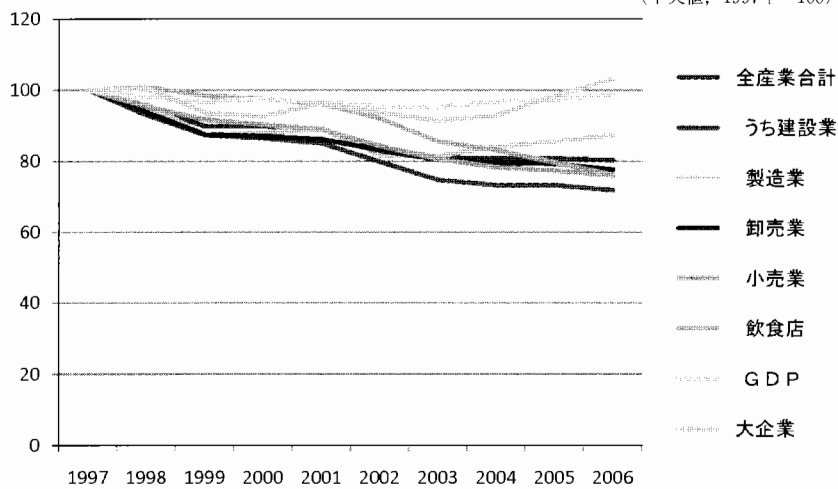
として本稿では、名目 GDP の動きや財務省「法人企業統計調査」のうち大企業（資本金 10 億円以上企業の合計数値）の計数を判断基準に採用することにした³⁾。

最初は、売上高である。図 1 が示すように日本の中小企業の売上高は 1997 年以降、傾向的に減少し、2003 年には 97 年の 8 割前後の水準にまで落ち込んだあと、急回復を遂げた大企業とは異なり、2003 年以降は横ばい圏内の動きに終始していることが確認された。ただし、業種別にみた場合、製造業の売上高が着実に回復している一方で、建設業をはじめとしてその他の業種では引き続き低迷を余儀なくされるなど、この時期、二極分化の動きがさらに進んでいたことが分かる。建設業の低迷振りは鹿野 (2008) でも指摘されていたが、今回の分析においては、小売業、飲食店業という内需依存型産業における売上不振についても計数的に確認されたことが特徴的である。

また、従業員数で測った企業規模別に売上高の推移をみると、2 図のとおり、2003 年以降における売上高の動きは企業規模と正の相関関係にあり、規模の大きな企業ほど売上高の回復が著しいことがわかる。実際、従業員数 4 人以下の企業の場合、1997 年から 2006 年までの 9 年間累計で△3 割強という売上高

図 1 業種別にみた中小企業売上高の推移

(中央値, 1997年=100)

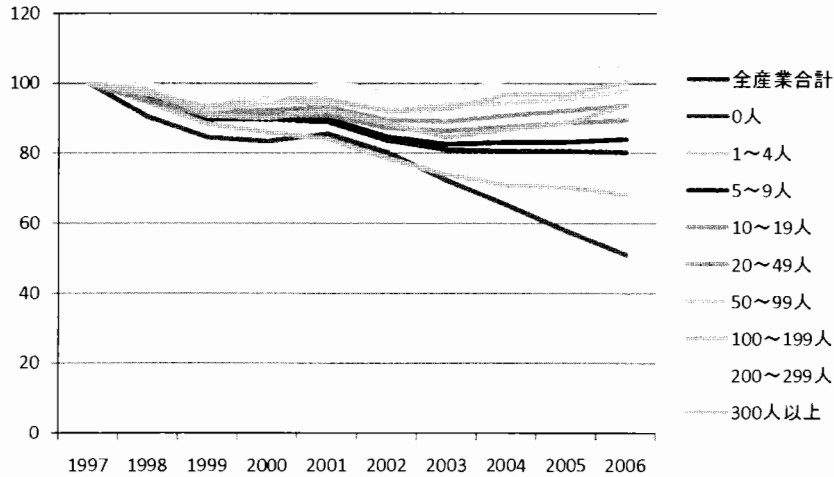


(資料) CRD 協会運営の CRD に基づき著者作成。

3) 財務省「法人企業統計調査」については各年度の計数を利用することにし、実際には、1996 年度から 2005 年度までの計数を利用した。加えて、同調査の場合、集計値しか公表されていないため、全産業合計の計数を利用することにした。

図2 企業規模別にみた中小企業売上高の推移

(中央値, 1997年=100)



(資料) CRD 協会運営のCRDに基づき著者作成。

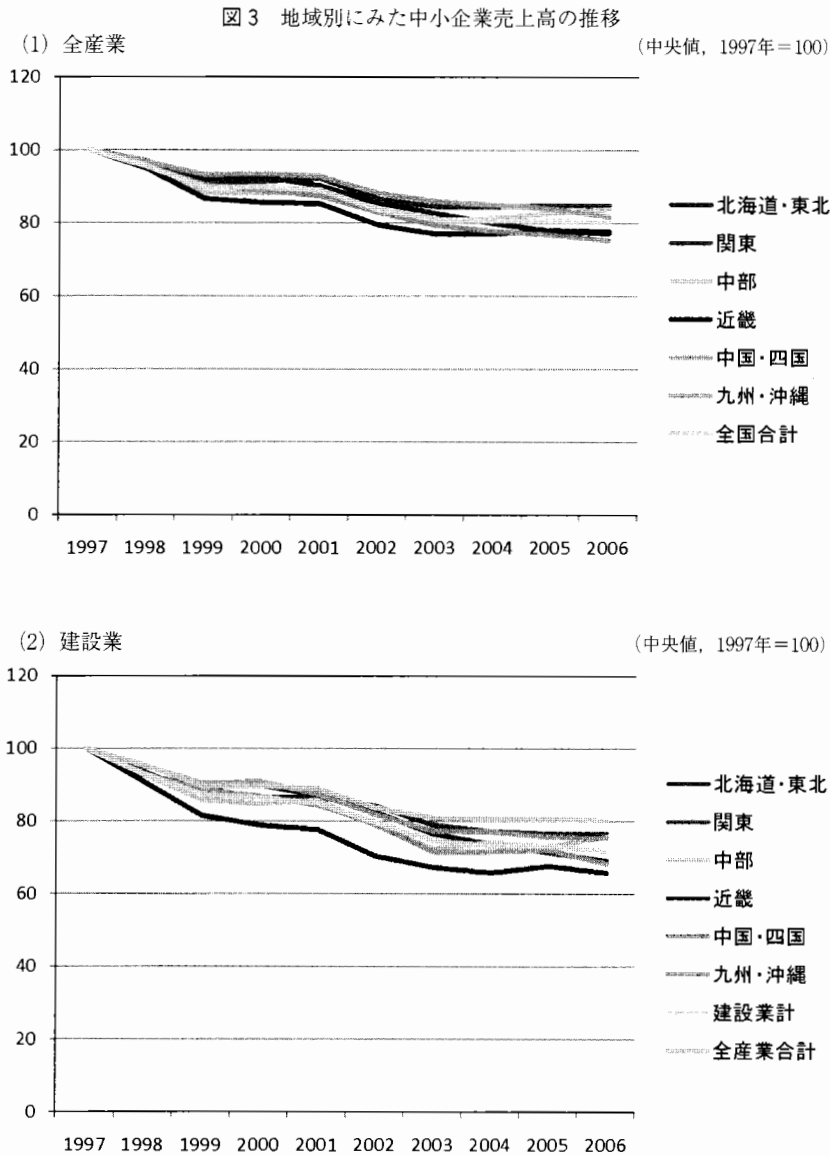
は大幅な落ち込みを余儀なくされている⁴⁾。その一方で、企業規模が拡大するにつれ、売上高の回復ぶりはより大きくなり、50人以上の企業においては概ね1997年の水準を確保している。ただし、この範疇に属する中小企業は表4のとおり14万社中2万社、全体の14%と、きわめて少数にとどまる。

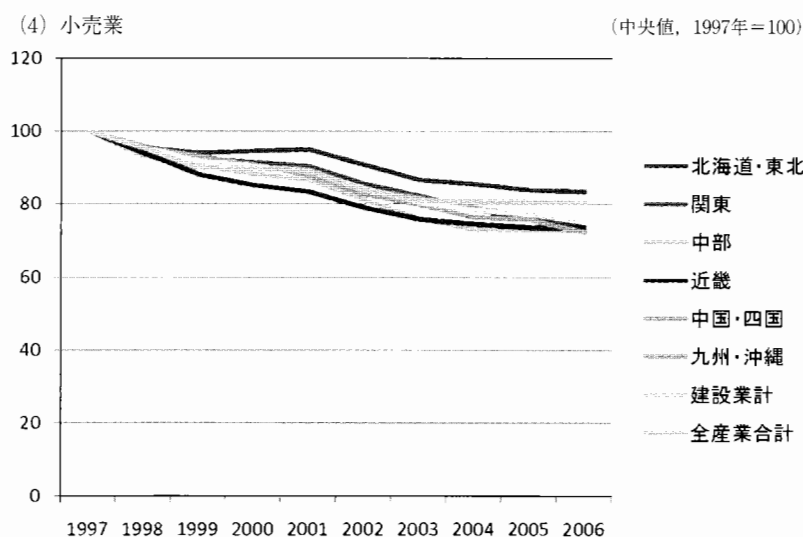
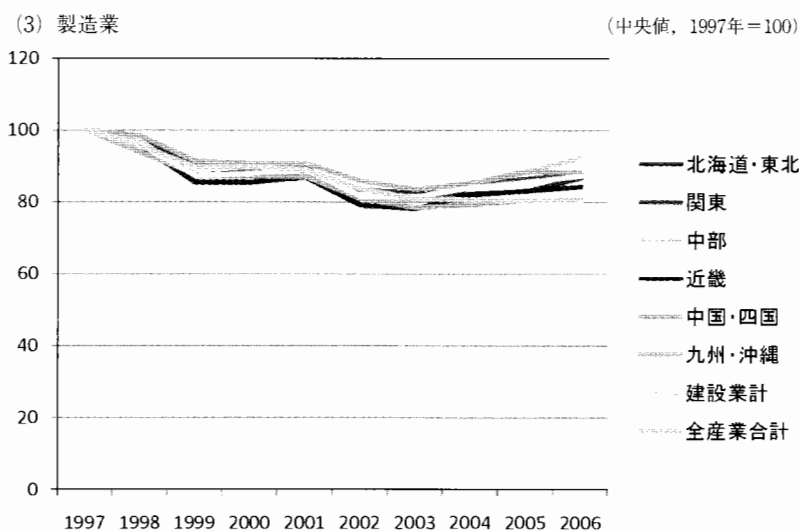
これらの事実は2003年以降、日本の中小企業経営においては業種別・規模別に二極分化の動きが大きく進展したことを示唆している。その背景としては、次のような事情を指摘することができよう。すなわち、第1には、景気回復の原動力となった輸出を牽引してきたのは自動車・情報関連の産業セクターであり、そうした輸出企業に部品などを納入してきた特定の製造業中小企業のみが景気回復の恩典を享受しえた。第2には、その一方で、輸出の増大を主因に好調を維持する自動車等の大企業でも、国際的な競争が熾烈化するなか、賃金の引き上げには慎重姿勢で臨んできたこともあって雇用所得が伸び悩み、個人消費の回復も緩やかなものにとどまった。その結果、公共工事の減少を主因に低迷を託っている建設業はいうに及ばず、小売などの内需依存度の高い産業セクターに属する中小企業の売上高はむしろ停滞した。第3には、2000年に施行

4) 従業員数ゼロの企業の売上高は1997年水準の半分程度までに落ち込んでいるが、この層には本来的に従業員数がゼロの企業のほか、人数未詳のため、ゼロと報告された企業も多数含まれていると判断されるため、分析の対象から除外した。

された大規模小売店舗立地法に基づき大型店舗に対する出店調整の廃止に伴い郊外に位置する大型のショッピングセンターや専門店の開設が加速するなかで、中心市街地に位置する零細な専門店を中心に中小の卸・小売店や飲食店の売上高低迷に拍車がかかった。

ちなみに、図3は、近年における中小企業の売上高の推移を地域別・業種別





(資料) CRD 協会運営の CRD に基づき著者作成。

に図示したものである。この図からは、建設・小売という内需主体の産業セクターにおいては、ほとんどすべての地域で全業種の中央値を下回る動きを示していることがわかる。その一方で、製造業のみが、先に指摘したように、各地域において全産業を上回る回復振りを示現しているほか、自動車関連産業が集中する中部地方での売上高の回復振りが突出していることが確認された。それはまた、近年問題となっている地域経済の疲弊は各地域の産業構造に大きく依存しており、自動車・情報関連の輸出大企業が多数位置する地方の中小企業ほ

ど、売上高の伸びが高くなっている一方で、内需依存度合いの高い産業構造となっていたり、取引先大企業の海外移転に伴って部品等に対する需要が海外へとシフトしたりした地方ほど中小企業の売上高や景況感の回復が捗々しくないことを示唆している。

これらの事実はいずれも、今回の分析を通じて初めて明らかになったものである。とりわけ、2003年以降の輸出主導型の景気回復がその後における中小企業の売上高に及ぼした効果は均一ではなく、業種、企業規模および地域ごとに大きく異なっていたことを意味している。それはまた、中小企業政策や地域振興策のありようを議論する際、業種・地域ごとの特色や企業規模に起因する経営面での格差を捨象して中小企業ということで一括りにして議論することの危険性や、実態に即した政策の立案・実施の重要性を示唆している。その際、鹿野(2008)が指摘したように、日本の中小企業の場合、規模が小さいため経費の多くが固定費的な性格を強く帯びていることや、内部留保金に法人税を追加課税する留保金課税制度が逆に営業経費の非効率的な使用を促す方向で作用していたといった税制面での歪みについても留意する必要があるのはいうまでもない。

3.2 営業利益および当期利益の推移

次は、営業利益の動きである。鹿野(2008)は、中小企業の営業利益は2000年にかけて大きく減少したあと回復基調に転じたものの、大企業と比較すると、そのテンポは緩やかで2003年の営業利益の中央値は1997年の7割強の水準にとどまるなど、低迷状況から脱却できていないことを明らかにした。また、業種別にみた場合、建設業、製造業という2大業種においてそういった傾向が顕著に観察される一方で、卸・小売、飲食店といったサービス業においては2001年以降、平均を上回る回復振りが確認された。

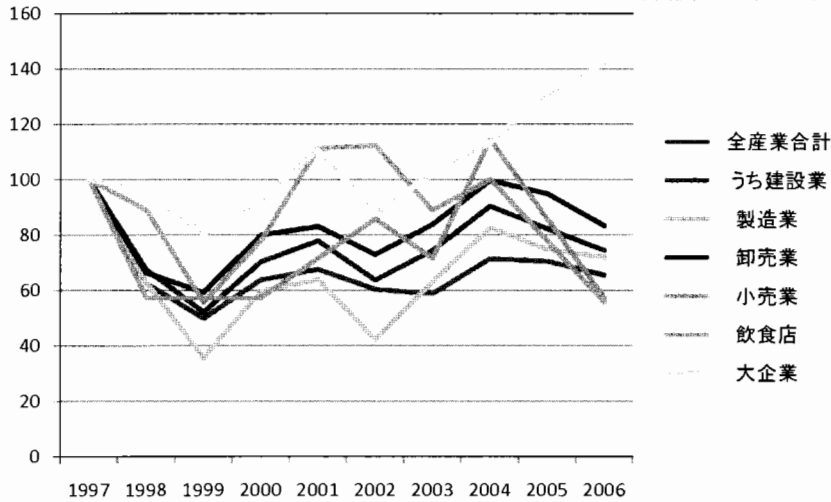
営業利益の動きを2006年まで引き延ばしたところ、図4のとおり、2003年以降においても、この傾向に大きな変化は窺われない。しかし、各業種とも凸凹はあるものの総じて緩やかな回復基調で推移していることが確認された。実際、製造業の場合、1997年の水準と比較すると、営業利益の中央値は2003年には6割の水準にまで落ち込んだが、その後、2006年には7割へと回復している。建設業も同様に2003年と比較して2006年には1割前後増加している。

また、企業規模別にみると、図5のとおり、売上高と同様に二極化現象が発生し、規模の小さな企業においては営業利益の減少が顕著な一方で、規模の大きな企業ほど、回復振りが堅調ということが確認された。

中小企業の売上高が2003年以降、横ばい圏内で推移するなかで、その営業利益が回復傾向を示している背景としては、リストラの進捗もあって経営の効

図4 業種別にみた中小企業営業利益の推移

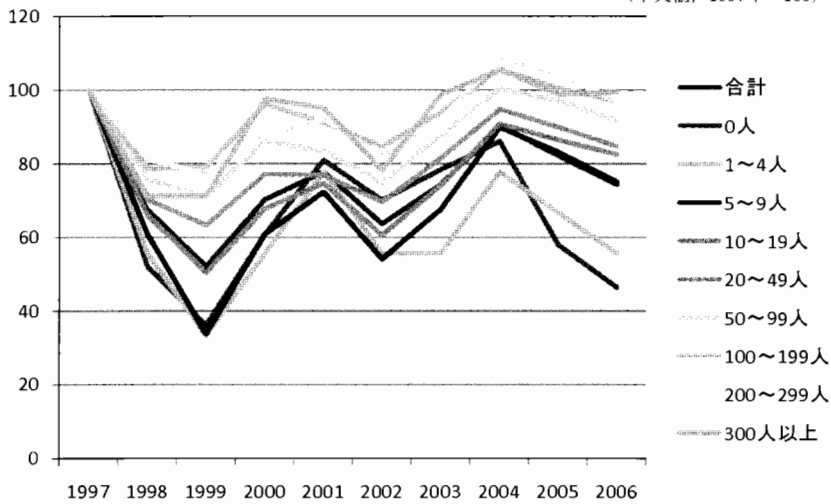
(中央値, 1997年=100)



(資料) CRD 協会運営のCRD に基づき著者作成。

図5 規模別にみた中小企業営業利益の推移

(中央値, 1997年=100)

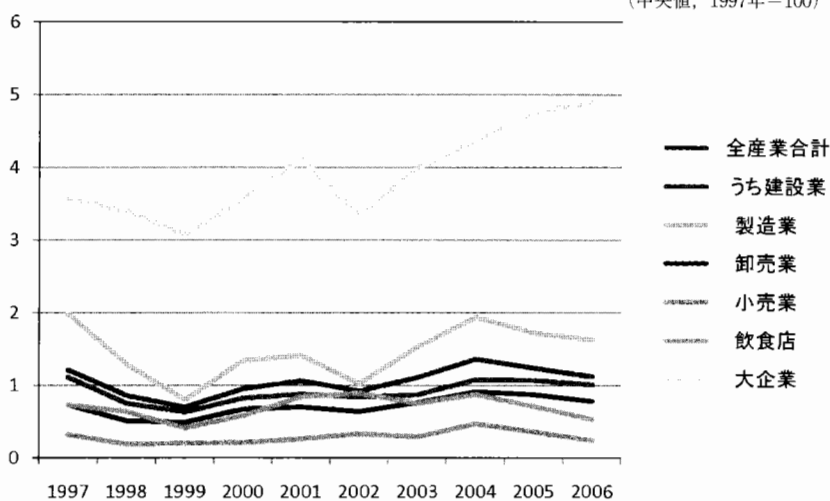


(資料) CRD 協会運営のCRD に基づき著者作成。

率性が高まっていることが指摘できる。すなわち、これまでと同様の手法に基づき、中小企業の売上高営業利益率の推移を示したのが図6ある。そして、この図からは、売上高営業利益率は2004年に急回復して概ね1997年の水準にまで復帰したあと、その反動で幾分低下したものの、比較的良好な水準を維持している。業種別にみた場合、そういった傾向は製造業においてとくに顕著に観察される一方で、卸売・小売業、飲食店業というサービス産業の売上高利益率の回復振りが今ひとつ捗々しくないという事実が確認された。

これに対し、大企業の場合、これまでの間、売上高営業利益率が3.5%を中心として小幅な変動を示すなど、比較的安定的に推移していたが、2003年には1997年の水準を越えたあと、2006年には5%近辺にまで着実に上昇していることがその特徴点として指摘することができる。こうした大企業の動きと比較すると、中小企業の売上高営業利益率は景気動向を敏感に反映するかたちで変動が激しいということがわかる。そういった相違の背景としては、大企業では人件費等の間接経費の管理が徹底しているほか、近年ではある一定水準の売上高営業利益率の達成を目標として間接経費を機動的、弾力的に見直す傾向が高まっている一方⁵⁾、中小企業の場合、先に指摘したとおり、規模狭小のため、

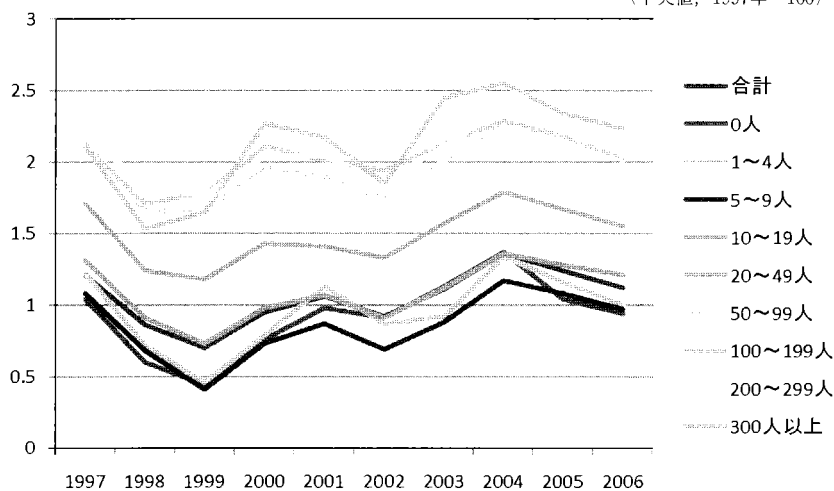
図6 業種別にみた中小企業売上高営業利益率の推移
(中央値, 1997年=100)



(資料) CRD 協会運営の CRD に基づき著者作成。

5) 例えば大手電機メーカーのなかには、売上高営業利益率に対して5%あるいは10%といった達成目標を設定する動きもみられる。

図7 規模別にみた中小企業売上高営業利益率の推移
 （中央値，1997年=100）



（資料）CRD 協会運営のCRDに基づき著者作成。

リストラの余地が相対的に小さいといった事情が挙げられる。

また、規模別にみると、図7のとおり、中小企業の売上高営業利益率の高低は経営規模に比例しており、従業員数でみた経営規模が大きい中小企業ほど、その比率が高いことがわかる。実際、従業員数20人未満の小規模企業の場合、売上高営業利益率は1%の水準を中心に循環的に変動しているが、同50人以上の企業を中心点は2%となっている。この事実はまた、売上高営業利益率の推移に関しても、二極分化の動きが顕著なことを示唆している。

3.3 資産・負債面での動き

次に資産・負債面での動きをみることにする。表6は、1997年から2006年までの中小企業14万社の貸借対照表の動きを取りまとめたものである。この表からも明らかなように、手形取引の中央値がゼロとなった、すなわち半数以上の中小企業において手形の振り出しや受け取りがみられなくなった年が2004年へと1年繰り延べられたことを除けば、鹿野(2008)とは大きな変化は窺われない。

その一方で、景気の回復とともに2003年に売上高の減少に歯止めがかかり、その後、横ばい圏内の動きに転じたことを主因として、総資産などの規模指標も同年以降、拡大に転じたことが確認された。実際、売掛金は2003年以降、

わずかながらも増大したほか、現金預金で示される手元流動性も増加基調にある。そうした流れのなかで、株主資本比率も近年、改善傾向にあり、2006年には13.2%にまで上昇した。つれて、1997年以降、上昇基調にあった長短借入金比率も2003年にピークに達し、その後、低下をたどっている。

4. おわりに

以上のとおり、本稿では、世界にも類のない中小企業の経営財務データベースであるCRDに蓄積された個票データのうち、1997年から2006年までの10年間、継続的な利用が可能となっている14万社のデータを利用して2003年以降、日本の中小企業の経営財務状況がどのような変貌を遂げたのかという問題について実証的な観点から分析検討した。その結果、次に掲げるような非常に興味深い結論が得られた。

すなわち、第1に、この時期、日本経済は景気回復軌道を歩むなか、中小企業経営も最悪の事態から脱しえたが、その売上高は2003年以降、横ばい圏内で推移するなど、大企業との比較において必ずしも順調ではなかったことが判明した。第2に、業種別・規模別に中小企業の売上高の動きをみると、内需依存度の高い建設・小売等の産業セクターに属する中小企業においては小規模企業を主体に引き続き低迷基調で推移する一方で、製造業では規模の大きな企業を中心として順調に回復するなど、業種・規模において二極分化の動きが進展していたことが確認された。第3に、地域別に中小企業の売上高の推移を比較すると、自動車・情報関連の輸出が大きく拡大した大企業に部品等を納入する製造業企業が多数立地する地方においては売上高が好伸した一方で、内需依存型産業への依存度が高い地方では売上高低迷という基調から脱し切れていないことも判明した。

このように本稿での分析の結果、2003年から始まった景気回復過程のなかで中小企業経営においては規模・業種面で二極分化の動きが進んでいたことに加えて、地域ごとの産業構造面での相違を色濃く反映するかたちで地域間の経済格差も拡大したことが初めて計数的に見出された。この事実はまた、グローバル化、情報化という日本経済を取り巻く環境変化とともに日本の中小企業も厳しい試練に直面していることを意味しているが、それと同時に、グローバル

表6 日本の中小企業の貸借対照表

(単位、千円)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
流動資産計	87,900	85,900	88,100	87,600	86,600	81,600	79,700	80,400	80,700	80,600
現金預金	23,000	22,800	23,600	22,100	22,000	19,800	18,800	19,100	19,300	19,200
受取手形	800	600	600	500	400	200	200	100	0	0
売掛金	21,600	20,200	20,300	20,700	20,200	18,900	18,900	19,100	19,000	18,900
固定資産計	74,000	76,600	78,100	79,300	80,300	80,000	79,300	79,000	79,100	79,500
有形固定資産	55,600	57,700	59,000	60,200	61,000	60,700	59,900	59,800	59,800	59,800
土地	9,315	11,000	12,200	13,500	14,500	15,100	15,700	16,200	16,700	17,200
資産計	183,000	184,000	187,000	189,000	189,000	183,000	180,000	181,000	182,000	183,000
流動負債計	73,000	70,000	65,200	65,900	65,700	62,500	60,900	60,000	59,000	58,500
支払手形	2,460	2,000	1,380	1,180	1,000	500	60	0	0	0
買掛金	8,720	7,750	7,310	7,460	7,260	6,710	6,730	6,870	6,890	6,830
短期借入金	18,900	19,100	17,200	17,900	18,000	17,900	17,000	16,000	15,000	15,000
固定負債計	57,400	61,000	71,300	70,600	70,500	68,200	67,100	68,000	68,700	69,300
社債長期借入金	53,500	57,000	67,300	66,800	66,700	64,400	63,500	64,400	64,900	65,200
長短期借入金合計	91,000	94,700	102,000	102,000	102,000	99,500	97,900	97,300	97,400	97,600
負債計	153,000	153,000	157,000	157,000	156,000	149,000	146,000	146,000	146,000	146,000
資本計	20,000	20,400	20,400	21,100	21,900	22,000	22,600	23,500	24,000	24,100
資本金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
その他の資本	9,250	9,590	9,280	9,780	10,200	10,200	10,400	11,100	11,500	11,600
負債・資本計	183,000	184,000	187,000	189,000	189,000	183,000	180,000	181,000	182,000	183,000

化などの流れをうまく利用できれば企業業績をさらに伸張させる余地があることを示唆している。

これらの2003年以降における日本の中小企業経営にかかわる分析結果は今回初めて明らかになったものであり、中小企業政策のありようを議論する際、規模間格差や経営内容の相違を捨象して中小企業ということで一括りにして議論することの危険性を指摘するとともに、実態に即した政策の立案・実施の重要性を示唆している。政府においては、本稿で明らかになった中小企業の経営財務の実態や規模間格差について十分留意のうえ、これまで以上にきめ細かな中小企業政策の策定・実施が期待される。

(しかの・よしあき 同志社大学経済学部教授, CRD 協会非常勤研究員)

<参 考 文 献>

鹿野嘉昭(2008)『日本の中小企業』, 東洋経済新報社。

イスラム金融——国際金融界の新潮流

吉田悦章

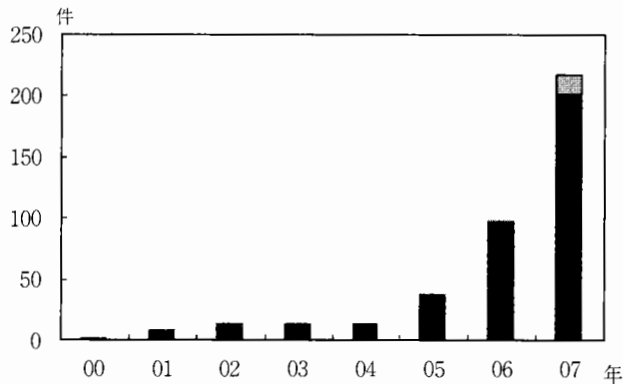
1. イントロダクション

本日は、近年、国際金融の世界において注目を集めている「イスラム金融」について簡単にご説明する。

まず、イスラム金融への関心が高まっている様子からご覧いただきたいと思う。図表1は、日本の主要新聞におけるイスラム金融の関連記事数を示したグラフである。近年関心が高まっていることは一目瞭然と言えよう。また、2008年2月に日経新聞社が開催したイスラム金融シンポジウムでは、福井・日銀総裁（当時）等の講演があったこともあり、参加者定員500名はすぐに一杯になったという出来事もある。さらに、早稲田大学大学院ファイナンス研究科は、正規科目としてイスラム金融を開講した。これらはいずれも、日本においてイスラム金融への関心が大きく高まっていることの表れと言えるだろう。

さて、そのイスラム金融とは一体何か。大まかに言って二つの特徴に要約さ

図表1：日本の主要紙におけるイスラム金融に関する記事数



れる。一つは、金利の概念を用いない取引であること、もう一つはイスラムの教義——しばしば、イスラム法やシャリアなどと呼ばれる——に反する事業、すなわち豚肉やアルコール、武器、賭博、過度のエンターテイメント等への資金提供を行わないことである。

具体的な商品としては、様々なものがある。個人向けには、預金や小口のローン、保険、投資信託等などがあり、法人向けとしても、債券に相当する証券取引（スクークと呼ばれる）、プロジェクト・ファイナンスやトレード・ファイナンスをはじめとする種々のファイナンス、リース、種々の投資ファンドなど多岐に亘る品揃えがある。近年は、株式投資のベンチマークとなるイスラム株価指数の開発も盛んである。

このようにみると、大雑把に言えば、イスラム金融でほとんどすべての取引を行うことも可能とみてよい。

イスラム金融商品が発展してくる過程では、近年、法人向け取引が拡充している点が目立つ。こうした中で、主要外資系金融機関が次々とイスラム金融ビジネスに参入して来ている点も特徴的である。大まかに言って、皆さんが想起するような外資系金融機関は、どこも何らかの形でイスラム金融に従事していると捉えて頂いてよい。その中でも、HSBC とシティグループは、イスラム金融においてプレゼンスの高い外資系機関である。両機関とも、1990年代の後半に中東で拠点を設けたのを皮切りにイスラム金融ビジネスを展開していった。

イスラム金融の概要を掴む上では、地理的な位置づけもおさえておきたい。まず、イスラム金融の先進国は、マレーシアとバーレーンである。近年、不動産開発等で注目を集めるドバイも、主要外資系機関が中東ビジネスの拠点を置いたりしている点で、一大イスラム金融センターと言える。このほか、中東・北アフリカや東南アジアのイスラム諸国にも広がっているほか、非イスラム国の金融センターである、ロンドンやシンガポール、最近では香港などでも、イスラム金融への取り組みがみられる。

量的な側面について触れると、世界全体の市場規模については、公式統計がないため色々な数字が使われるが、国際機関の推計値である7,000億～1兆ドル程度が言及されることも多く、他の推計でもこの程度であることが多い。金融市場全体に占めるイスラム金融のウェイトについて問われることも多いが、IMFの統計では株と債券と銀行資産の合計残高が190兆ドル程度とあるので、

イスラム金融の1兆ドルが占めるウェイトはおよそ0.5%程度と言える。小さいとみる人もいるだろうが、伸び率が高いために注目を集めているということだろう。また、年間成長率については、これも公式統計がないが、15%から20%程度と言われることが多い。この様子は、公式統計を出しているマレーシアとバーレーンの各中央銀行の数値をみても明らかである。

こうした市場拡大の背景については、①オイルマネー関連、②イスラム固有の事情、③非イスラムも含めた事情、の3点に整理されると思う。

①オイルマネー関連の点としては、まず、中東産油国投資家の運用資金の増加が挙げられる。これは想起しやすいであろう。加えて、好景気に沸く同地域では、オフィスや商業施設、プラント、インフラ等々の建設需要が爆発的に伸びており、その資金調達の一部がイスラム金融方式となることも多い。②イスラム固有の事情としては、2001年の9.11テロ後に中東投資家が米国資産を回避し中東に戻す際にイスラム金融資産を持つ重要につながったというメカニズムや、イスラム人口の増加、またその宗教意識の高まり（イスラム回帰の動き）もあってイスラム金融の需要に繋がっていると考えられる。③非イスラムも含めた事情については、まず経済合理性の観点がある。必ずしも常に当てはまる訳ではないが、イスラム金融による資金調達が通常のそれよりもコストが安かったり、イスラム金融資産の方が通常のそれよりもパフォーマンスが良かったりする場合がある。また、近年関心の高まる社会的責任投資 (Socially Responsible Investment) と同様に、資金の用途に社会性を持たせる金融という意味でも注目される。さらに、イスラム金融自体の認知度がイスラム圏各国を中心に高まっていることも市場拡大要因として挙げられるほか、イスラム金融の品揃えが拡大・高度化し、それまでの潜在需要に応えるような形で取引量の増加に繋がっている面もある。

ここで、イスラム金融取引の中身の説明に入る前に、鍵となる基本用語を3つ説明しておく。1つ目は「シャリア」。もともとは「水飲み場に行く道」という意味のアラビア語であるが、それが転じて、正しい行いをする道といった意味を持つ。「シャリアはイスラム法のこと」と言われることも多いが、我々がイメージする法律のみならず、日常的生活規範やルールなども含む広い概念とみることができる。見方を変えれば、イスラム金融は、ある取引がシャリアに適していると判断された上で提供される金融とみることができる。「では、

その判断をするのは誰か」ということになるが、金融機関には、通常、「シャリア学者」と呼ばれる、シャリアにも金融にも詳しい学者で構成された委員会的組織が設置されており、「シャリア・ボード」などと呼ばれるその組織が判断を下す。シャリアに適っていることを、一般に英語で「Shariah compliant」と言うが、日本語では「シャリア適格」と表現されることが多い。

2つ目は「Conventional」という語である。意味は、「イスラム金融ではなく、我々も通常接している普通の金融」のことである。直訳すると、「伝統的な」とか「従来の」といった訳があるが、ややミスリーディングな部分もあるので、「一般の金融」あるいは単に「Conventional」という表現でよいと思っている。

3点目は「Window」という言葉である。一般の(=Conventionalな)金融機関がイスラム金融サービスを提供しているケースは、先ほど紹介した外資系金融機関の事例を含めていろいろあるが、そのようなConventionalの金融機関が自分の銀行内でイスラム金融サービスを提供する形態を、「銀行ではなく窓口だけ設けている」という意味で「Window」と言う。兼業方式とえば分かりやすいだろう。これに対し、専業方式もある。これには2種類あり、もともとイスラム金融だけやるために設立された銀行と、一般の金融機関、すなわち普通の有利子の貸出等も行う金融機関が、現地の規制など種々の事情から設立するイスラム金融専門子会社銀行とがある。

イスラム金融の基本的な位置づけを、とくに非ムスリムである我々にとって重要であるコンベンショナル金融との関係で、簡単に整理する。この点は、イスラム金融をこれから学ぼうとする人にとっては、ありがちなイメージを是正する意味で重要な事項となるので、確実に理解して頂ければと思う。

第1に、イスラム金融はムスリムだけのものではない。ムスリムでなくてもイスラム金融のサービスを享受できる。案件や商品を限れば、取引相手の半分以上が非ムスリムだったというようなケースもある。先ほど紹介したように、シンガポール、ロンドン、香港、韓国、そして日本も含めて、非イスラム国においてイスラム金融への関心が高まっているが、こうした背景には、非ムスリムも利用可能というイスラム金融の開放性が影響している面もあるだろう。イスラム金融機関の役職員にも、非ムスリムのイスラミック・バンカーは少なくない。

第2に、ムスリムがイスラム金融だけを利用するということもない。イスラ

ム国にも一般の有利子銀行が存在し、利子の授受も日常的に行われている。宗教とは別のところで、実態として、コンベンショナル銀行が早くからイスラム圏に進出し、現地で制度として確立してしまっているという面もあろう。一方で、イスラム銀行の歴史はまだ浅く、本来であればイスラム金融の方が好ましいが、十分に普及していないため有利子の取引を使わざるを得ない、という状況であるのも事実である。

第3に、イスラム金融の仕組み自体は、一般の金融の枠組みで理解することが可能である。イスラム金融に固有の金融ストラクチャというのは、今のところない。後述のとおり、仕組みなどの部分でアラビア語の専門用語も多く出てくる。しかし、それらの経済的機能は、一般金融の知識があれば十分に理解できるものである。シャリア関連部分などイスラム金融に固有の事項もあるが、全体としては、一般の金融とほとんど変わらないと言ってよいだろう。

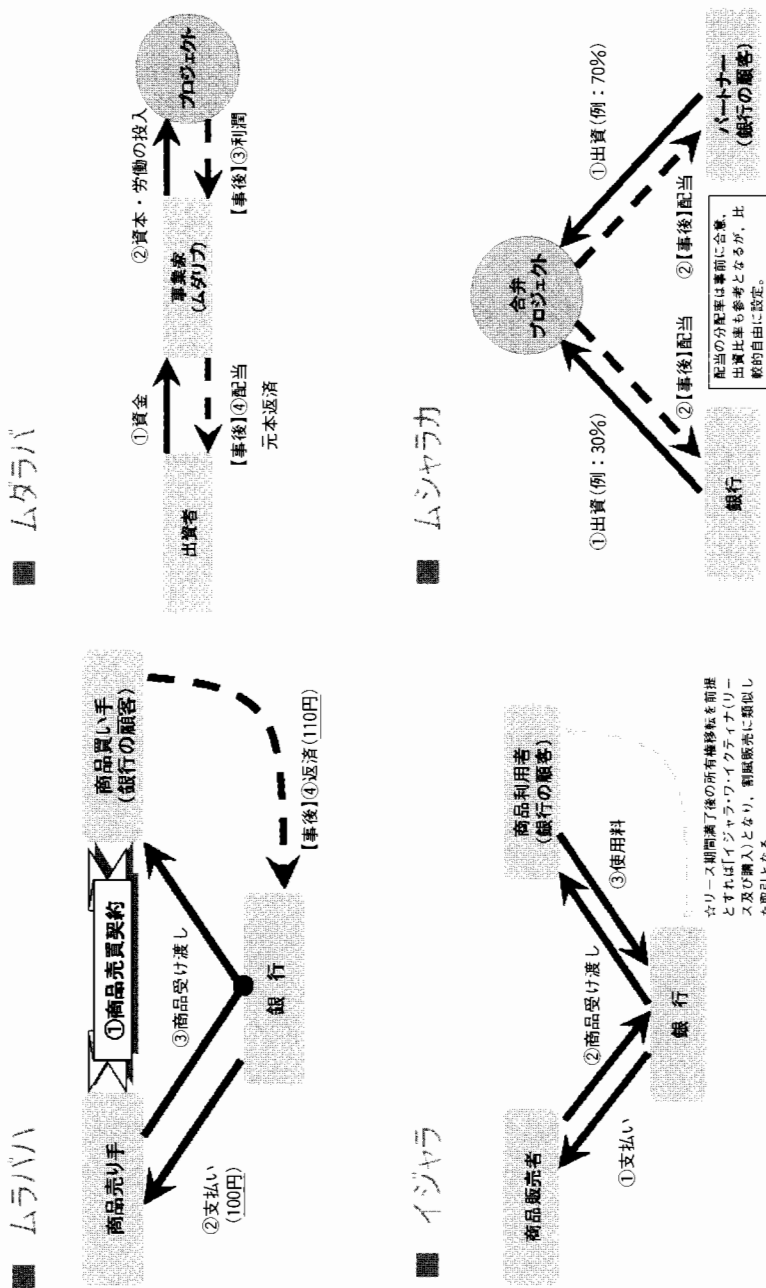
2. 取引の基本構造

それでは、イスラム金融の仕組みそのものについて説明することとしたい。仕組みの観点で重要なのは、よく知られるように金利を取らないという点である。金利の概念を用いずに金融取引を実現する方法は、大きく分けて2つある。1つは、商品の取引を絡ませ金利の部分の商品売買差益などと置き換えるような考え方、もう一つは投資利潤の分配、すなわち配当を金利相当部分として捉える考え方である。

まず、商品取引を絡ませる方式として2つのスキームを紹介する（以下、図表2参照）。「ムラバハ」は、売り手と買い手の商品取引の間に銀行が介在し、買い手のかわりに当該商品を購入して買い手に渡す取引である。銀行が売り手から購入する価格よりも、銀行が買い手に販売する価格の方が高く、その差額分が銀行にとっての利子相当となる。買い手の銀行に対する支払は事後であり、顧客にとって金利相当の上乗せ分を支払う金融的意義があることがわかる。「イジャラ」は、リースと同じようなものである。資産の借り手が支払うリース料は、資産の借り賃であって金利ではないため、シャリアの意味で問題ない。

次に、利潤の分配方式のスキームを2つ紹介する。「ムダラバ」は、委託金融とも呼ぶべき方式である。出資者は運用者に資金を託す。運用者は、その資

図表2：イスラーム金融のスキーム



金を何らかの事業等に投資して利潤を上げ、出資者に還元する。このスキームは、預金や投資などに用いられることが多い。「ムシャラカ」という共同出資のスキームも一般的である。銀行は、資金の足りない顧客のために共同で事業等に出資する。これら2つのスキームでは、投資・事業を行いその利潤を予め定められた比率で銀行と顧客との間で分け合うことが基本である。

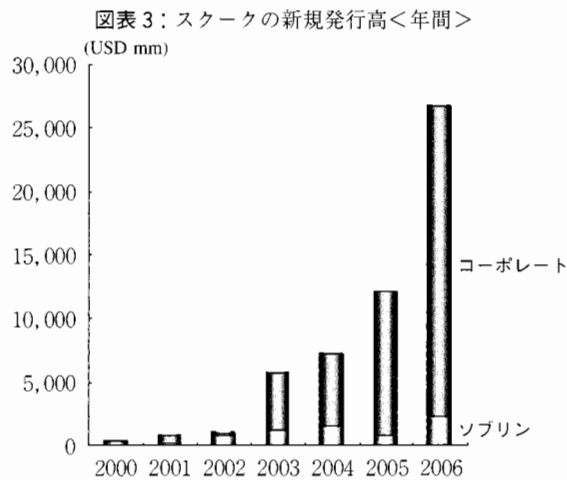
これらのスキームの、実際の商品への応用のされ方については、二つの点に留意する必要がある。まず、各スキームと各商品が1対1で対応する訳ではないこと。すなわち、「ムダラバ」のスキームは預金や投資にも使われるが、投資に「ムシャラカ」など他のスキームが使われることもある。次に、複雑なストラクチャを持つ場合には、複数のスキームが使われ得ることも覚えておきたい。

3. 資本市場（デット関連）

近年イスラム金融の成長が著しい背景の一つに、資本市場の拡大がある。とくに、イスラム債（スーク）は、投資・資金調達両面の手段としてごく一般的に用いられるようになったという意味で、現代を特徴付ける分野と言ってよい。

一般に、ごく一部の例外を除きどんな債券でも金利の要素が絡む金融商品となるため、シャリアの意味では不適格となってしまう。そこで、債券のクーポンを、単なる金利ではなく、ある事業から発生した収益と捉えることで、シャリア適格なものとするスキームが開発された。代表的な例としては、資金調達者（真の発行体）と投資家との間に SPC（特別目的会社、Special Purpose Company）を設けて形式的な発行体とし、資金調達者との間で事業取引を結び（リース契約や共同事業契約など）、その収益をクーポンの原資とすることで、単なる金利ではなく事業収益とするようなものがある。

スーク発行市場の状況を見ると、2007年まで級数的に増加している様子が窺える（図表3）。一方、国別に発行高をみると、マレーシアが6割程度と大きなウェイトを占めているほか、不動産開発に関連したスーク発行の多いドバイのある UAE は、大型スークの発行が相次いだこともあり、第2位の地位を占めるに至っている。



マレーシアでスクークが成長した背景にはいろいろな要因があるが、その一つに発行コストの相対的な安さ（コンベンショナル債券対比）が挙げられる。期間別・格付別にみて、すべての項目でイスラム債がコンベンショナル債を下回っているというデータもある。

これまでに、実に多様な機関からスクークが発行されている。UAEでは、ドバイにおける不動産開発に絡んだ大型スクーク2件が特徴的である。国際機関である世銀やドイツのザクセン州政府なども、発行した実績がある。日本企業であるイオン・クレジットのマレーシア現地法人は、イスラム方式での資金を行っているが、その事業のためにスクーク発行による資金調達を行った。

スクーク引受の業者ランキングをみると、マレーシアが世界の一大スクーク市場となっていることから想像されるとおり、マレーシアの機関が上位を占めている。一方、英国、米国、欧州等のいわゆる外資系金融機関も多いが、これは、スクークとは言え債券として扱うことが可能であり、そうした案件組成や顧客マーケティング力に優れている投資銀行に一日の長があることは、理解に難くない。

なお、スクークの商品性は債券とほぼ同様であるので、格付機関が一般債券と同様に格付を行っている。S & P, Moody's, フィッチといった国際的格付機関はどこもスクーク格付の実績がある。また、マレーシアでは、地場の格付機関のプレゼンスも大きい。

4. 資本市場（エクイティ関連）

スクークについて述べたデット関連に続き、エクイティ関連について概観する。株式は、債券と異なり、商品構造自体はシャリア不適格なものではない。シャリア適格か否かの違いは、各銘柄の企業行動により規定される。

近年、イスラム金融に関する進展で特徴的なのは、イスラム株価指数の開発・公表が相次いでいる点である。ダウ・ジョーンズ、FTSE、S & P といった指数提供会社は、どれもイスラム株価指数を提供している。また、イスラム圏の取引所等による指数もある。

株価指数の作成プロセスをみると、シャリア審査の側面を窺い知ることができ、なかなか興味深い。各社や学者によって詳細が異なる場合もあるが、当然ながら各銘柄の企業行動につきシャリア適格性が審査される。これには二つの側面がある。まず、各社の事業。イスラムで禁じられる、豚肉、アルコール、ギャンブル、コンベンショナル金融、ポルノ、メディア等を行う企業は、シャリア不適格なものとしてイスラム株価指数からは除外される。ただ、シャリア不適格な事業の収益の合計が全体の5%以内なら許容される場合も多く、5%基準と呼ばれることも多い。シャリア審査の上で同様に重要なのは、各企業の財務行動である。借入金などの有利子負債は、利子に依存するものとしてシャリア不適格なものであり、このウェイトが大きいものははじかれる。逆に、金利収入が多い場合もシャリア不適格となる。債務、売掛金、現金+利付証券のそれぞれのウェイトが企業規模（時価総額や総資産が用いられる）に比べて大きいかが審査のポイントとなる。採用対象銘柄は、こうして決定される。

なお、シャリア適格か否かのみならず、指数を作成する上では規模やセクターなど様々な要素も入ってくる。それらは、シャリア適格な候補銘柄の中から、それぞれの基準に沿ってピックアップされる。

そうしてできたイスラム指数を、インデックス・ファンドという形で事業化する動きもみられる。事例としては、大和アセット・マネジメントが、FTSE Shariah Japan 100 Index というのをベースとした上場投資信託 (ETF) を、このほどシンガポール取引所に上場した。

その株価指数の構成銘柄をみると、いろいろなものがあることが分かる。シ

ヤリア指数に入らない企業をみると、金利収入の多かったりする銀行、不確実性に依存する保険会社などがある。加えて、借入金の比率が高いと思われる、電力、鉄道などもシャリア指数に入っていない。食肉、酒造、タバコなどは言うまでもないだろう。

イスラム株価指数の話をする時、しばしば「イスラム投資は儲かるのか儲からないのか」と聞かれるが、大まかにケース・バイ・ケースと言うしかない。日本株のイスラム指数と Conventional 指数を比較すると、その時々 of いろいろな情勢・事情で優勢にも劣勢にもなる。コンベンショナル指数ではウェイトが比較的大きく、イスラム指数には含まれない、銀行株次第と言ってよい部分もある。また、指数の起点の取り方等によっても、評価はいろいろと変わり得る。

先にインデックス・ファンドについて説明したが、インデックスに準拠せずとも、シャリア適格な銘柄のみで構成されるファンドはいろいろと組成されている。

同様に、イスラム不動産投資ファンドの数を見ても、拡大している様子がみとれる。不動産の場合、対象不動産の事業、例えばオフィス・ビルであればテナントの事業がシャリア審査の対象となる。マレーシアには、上場されているイスラム REIT（不動産投資信託）もある。

5. 日本の状況、および SWF とイスラム金融との関係

冒頭のグラフでもみたように（図表1）、日本におけるイスラム金融への関心は高まり続けている。東京海上グループなど、既に実践に移す企業もあるが、全体としては、実際の取引の意味ではまだまだ今後期待する状況である。

銀行に限れば、イスラム金融を実践に移す際の障害として、銀行法における他業禁止規定、すなわち、金融業以外の業務を行ってはいけないという見方が支配的である点が挙げられる。もっとも、金融庁もこうした障害につき改善していく方向である。

実践に移す上では、各分野のプロがサポートしてくれる場合も多い。すなわち、イスラム金融の事業コンサルティング会社も多数あるほか、法務、税務・会計等については、国際的大企業などがイスラム金融についても対象可能であ

ることが多い。

最後に、ソブリン・ウェルス・ファンドとイスラム金融の関係について簡単に整理しておく。SWFは流行りの言葉であり、新聞や雑誌でも頻繁に出てきているので関心を持つ人が増えている。ただし、中東のSWFだからと言って必ずしもイスラム金融での投資を行う訳ではないことをご理解頂きたい。むしろ、流動性等の点で制約のあるイスラム投資ではなく一般の方式で投資を行うことが基本としているところが多い。

(よしだ・えつあき 国際協力銀行)

グローバルにおける住宅金融の急展開と混乱

内 田 真 人

1. はじめに

2008年に世界は深刻な経済危機に陥った。直接の原因は米国の投資銀行や欧米のファンドなど金融機関が巨額な借入で無謀な投資を行なったことが指摘されている¹⁾。その発端となったのがアメリカの住宅金融を中心とするサブプライムローン問題であった。

住宅ローンは国によって税制（減税等）、抵当権等の法制、公的セクターの関わり方が異なることから、従来は多くが各国の国内金融機関によって供与されてきた。しかし、近年、リスク管理手法の向上等イノベーションの進展でコストが低下し新型の住宅ローンが導入されたほか、クロスボーダー取引が活発化するなど、構造的な変化がみられた。その結果、ひとたびアメリカで住宅金融の問題が起こると、世界的な規模で過去にみられない大きな悪影響を与えることとなった。

2000年以降の世界的な住宅ローンの急増や住宅価格の上昇については、各国の金融政策当局も注意を払ってきた。アメリカ・グリーンズパン元FRB議長は2005年7月、議会宛の書簡の中で住宅価格について「全国的にバブルが発生しているわけではないが、特定地域では持続不可能な水準まで上昇し、『フロス』（小さな泡）の兆候がある」と投機の動きに警告を発していた。国際会議の場でも、例えば、世界主要国の中央銀行幹部が集まる国際決済銀行（BIS）の委員会のひとつに、金融の安定に対するリスクを監視する役割を担うグローバル金融システム委員会（Committee on the Global Financial System <CGFS>²⁾）がある。

1) 例えば野口悠紀雄（2008年）参照。

2) CGFSは、主要な中央銀行が定期的集まって、国際金融市場での取引や金融機関の活動

同委員会は2004年に住宅金融が大きな影響を与えていると認識し、2005年スウェーデン中銀の Lars Nyberg 副総裁が議長となって特別チームを編成、調査・分析を行った。そしてその結果を取りまとめて2006年1月に報告書(以下「BIS報告書」として公表した³⁾。この委員会には世界16か国及び欧州中央銀行(ECB)のリサーチャーが参加し、日本から唯一の代表として筆者が参加する機会を得た⁴⁾。

公表後5年を経て改めて振り返ると、BIS報告書の分析のうち、その後の展開で想定に近い形で進展したことも多いが、住宅バブルの崩壊など想定と大きく違った点も少なくない。グローバル金融市場における住宅金融の変容についてはすでに2006年の金融学会で報告したが⁵⁾、本稿では2007年のバブル崩壊後の変化を踏まえて改めて再整理するとともに、反省の意味を込めてBIS報告書の効果と限界を考察することとしたい。

以下では、まず2.でグローバル市場における中長期的な住宅金融の変容について、おもにBIS報告書での分析結果を用いて整理する。次に3.では、住宅ローン増加の背景について指摘する。その上でバブル崩壊前に支配的であった楽観論と2007年以降の厳しい現実を比較し、イノベーションの急展開とその後の混乱からの教訓を考える。最後に4.で、わが国の住宅ローンについて海外との比較を行うとともに今後の課題を取りまとめたい。

2. 中長期的にみた住宅金融の変容

本節では、住宅ローンについて1990年以降の長期的な観点からファクトの

状況をモニタリングしながら金融市場や金融システムに内在するリスクについて意見交換する委員会である。また、同委員会では同時に、グローバルな金融市場での進展がもたらすインプリケーションについて検討することが求められており、国際的なインターバンク市場の機能、金融派生商品の持つシステムミック・インプリケーション、証券化商品の格付の問題など、毎年複数の特別調査を実施している。

3) 2006年1月に“Housing Finance in the global financial market”として公表している。なお、要約については参照「グローバル金融市場における住宅金融」(日本銀行HP掲載)も参照されたい。

4) 当時、筆者は日本銀行(金融市場局参事役、2005年1月より調査統計局審議役)に所属した。

5) 当時の考え方は内田真人(2007年)を参照されたい。なお、同論文では今後のシナリオについて楽観論と悲観論の2つを提示して考察している。

整理を行う。具体的には①住宅ローンの増加と住宅価格の上昇、②サブプライムローンなど住宅ローン商品の多様化、③証券化・グローバル化等貸し手の資金調達方法の変化をみていく。

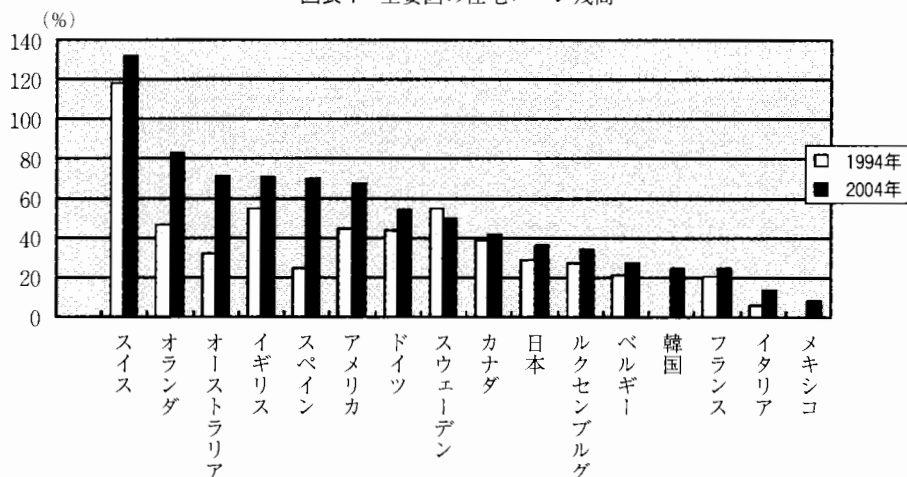
(1) 住宅ローンの増加と住宅価格の値上がり

住宅ローン残高は世界各国で増加している。アメリカの住宅バブル崩壊前の1994年から2004年までの10年間の国別住宅ローン残高（対GDP比率）を図表1で見ると、借入水準が顕著に高いのはスイス（GDPの1.3倍）であるが、増加が著しいのはスペイン（2.8倍）、イタリア（2.3倍）、オーストラリア（2.2倍）で、次いでオランダ（79%増）、アメリカ（51%増）の順となっている。

また、低金利での借入が容易になった結果、アメリカでは信用度の高くない債務者への貸出（サブプライムローン）が2004年までの10年間で年率2割を超えて伸びており、2004年には総貸出の9%を占めるまでになった。また、イギリス、オーストラリアなど一部の国で同様のローン導入がみられた。

もっとも、借入が大幅に増加しているにもかかわらず可処分所得と比した債務返済負担（Debt Service Income Cost）は上昇していないか一部の国ではむしろ減少している（図表2）。これは、低金利であったことに加えて、借入当初の返済負担が少ない新型貸出の導入で支払利息が抑えられているためである。そし

図表1 主要国の住宅ローン残高



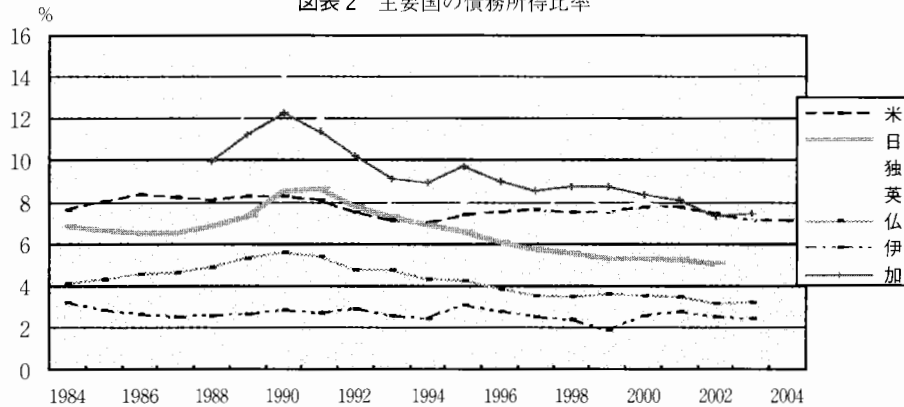
資料：BIS

てこのことが家計の借入増加を促す要因にもなっていた。

なお、日本の住宅ローン残高については GDP 比率で4割弱、BIS 調査対象16か国中10番目となっており、10年間の増加も累計で3割弱と比較的緩やかである。また、債務返済負担も1991年(8.6%)をピークに2002年には5.0%まで低下した。

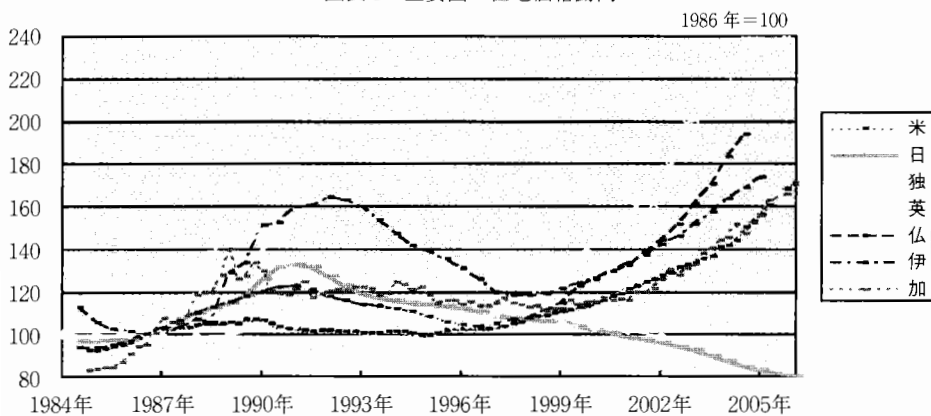
こうした中、住宅価格は1994年から2004年にかけて多くの国で上昇した(図表3)。値上がりの激しいのはイギリス、オーストラリア、スペインで、イギリスではこの期間に2倍以上に値上がりしている。この間、わが国の住宅価格はスイス、ドイツとともに下落した。

図表2 主要国の債務所得比率



資料：BIS

図表3 主要国の住宅価格動向



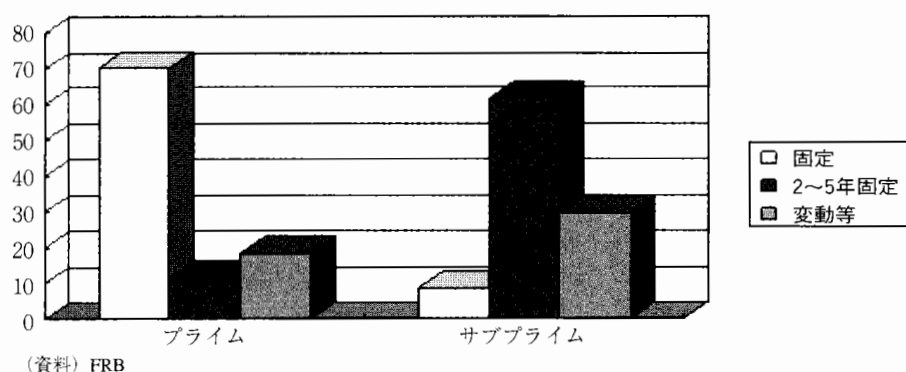
資料：BIS

(2) 住宅ローン商品の多様化

住宅ローン金利は従来長期の固定金利が主流であった。しかし、近年は変動金利や固定または変動金利を選択できるハイブリッド型ローンが登場している。世界的にみて固定金利型ローンが多いのはアメリカ、ドイツ、フランスで、依然として住宅ローン全体の8割以上を占めている。一方、変動金利型が主流なのはイギリス、オーストラリア、スペインなどで全体の9割以上となっている。なお、アメリカでは通常の住宅ローンは主に固定金利であるが、後述のサブプライムローンについては、借入れ当初が固定金利でその後変動金利となるハイブリッド型が多くなっている（図表4）。わが国は他国と全く異なり、ハイブリッド型金利が主流である。国土交通省が毎年3月に発表している実態調査⁶⁾によれば、借入れ後当初2～5年間は金利が固定され、その後定期的に金利を見直すハイブリッド型ローンが全体の4割強を占めており、変動金利型ローン（36%）、10年以上の固定金利型ローン（4%）を上回っている。

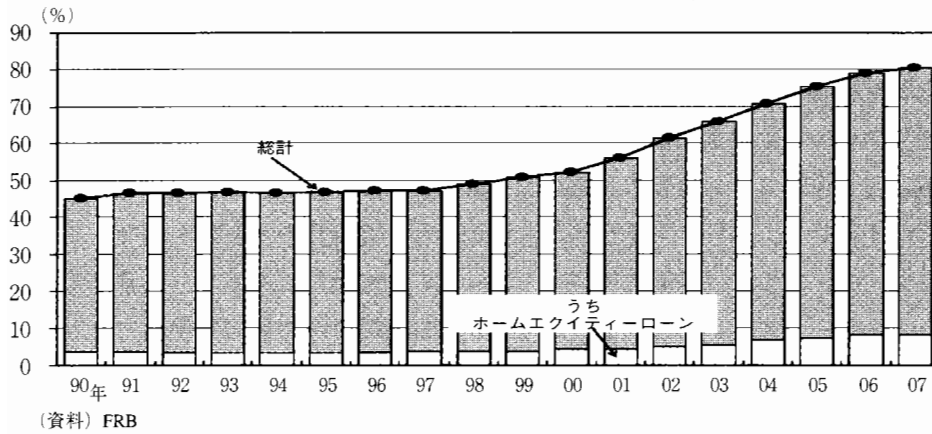
また、アメリカでは新しいタイプのローンが増えている点も目立っている。例えば、借入れ後当初数年は優遇された低い金利部分のみ返済すればよい interest only loan, 借入当初の返済をそれ以上に少なく自由に設定できる payment option Adjustable Rate Mortgage などが次々と登場した。これらの住宅ローンはいずれも借入れ当初の金利負担が少なくなるよう設計されており、貸出先は主に信用力の劣る債務者向けが想定されている。もっとも、こうしたローンは当初の金利負担が少ない半面、一定期間後（数年後が多い）は元本を含めて返済しなくてはならないうえ、優遇金利もなくなるため負担額は急激に増加するこ

図表4 アメリカでの住宅ローンの金利タイプ



6) 国土交通省（2008年3月）参照。

図表5 アメリカにおける住宅ローン GDP 比率



とになる点に注意が必要である⁷⁾。言い換えれば、住宅価格の上昇を前提に設計されており、金利負担が増す前に、①住宅値上がりによる売却益で元本を返済する、あるいは②担保余力の増加で有利な条件で借り換えられると安易に考えられている。当初数年間の返済はいわば家賃のような感覚だった。

さらに、アメリカ等一部の国⁸⁾では、住宅ローン返済中に住宅価格が値上がりすれば借り増しで資金を入手できるいわば資金用途不特定の消費者ローンに相当する住宅担保ローン (home equity loan) があるが、住宅価格の上昇がみられた2000年以降はこうしたローンも増えており、住宅ローンの GDP 比率を上げた一因になっている (図表5)。

(3) 貸し手の資金調達の変化

住宅ローンの資金は、従来、貸し手の多くが国内金融機関という事情から、大半は原資は預金であった。しかし、最近是多様化が図られ資本市場を通じた資金調達が増えている。

ひとつは住宅ローンを裏付けとする証券化 (Mortgage Backed Securities, 以下

7) 例えば、金利が当初3年間5%、その後6か月もの市場金利 (暫定的に4%と想定する) プラス5%で30万ドル (1ドル100円で3,000万円) を interest only loan で33年借入した場合の返済額を試算すると、当初3年間は毎月1,250ドル (12.5万円) だが、4年目以降は約3,000ドル (30万円) と2.4倍に膨れ上がる。

8) 住宅担保ローンは、米国ほどではないが、イギリス、カナダ、オーストラリアでも普及した。なお、日本では一部導入に動く金融機関が見られたが (国土交通省の平成17年度実態調査によれば対象先1318社中11社)、ほとんど利用されていない。

「MBS」)である。主にアメリカ、イギリス、日本、韓国で導入されている。このうち、先進的なアメリカでは MBS による調達に2007年に6.4兆ドルにまで達し、住宅ローン残高(10.5兆ドル)の6割程度を占めている。日本でも2004年以降徐々に増えてきており、2007年で21兆円と住宅ローン(約180兆円)に対する割合も1割を越えてきている。

一方、欧州では発行体が自らのバランスシート上に残したまま債券を発行するオンバランスの証券化である担保付き債権(covered mortgage bond, 以下「CMB⁹⁾」)による調達が主流となっている。ドイツが早くからこの手段を活用していたほか、スペインでも発行が顕著となっている。

また、グローバル化の進展に伴って、証券化商品の海外保有が増加しており、アメリカ MBS、ドイツ CBM の2割以上は2005年ですでに非居住者の保有となっていた。

3. 住宅ローンの急増と評価

前節でみたように、住宅金融は大きく変容し、住宅ローンは日本、ドイツなど一部の国を除いて1990年代後半から世界各国で膨張した。そしてアメリカの住宅バブル崩壊前は BIS 報告でみられるように住宅ローンの増加に対し楽観的な見方が支配的であった。本節では米国の住宅バブル崩壊前の楽観論と2007年以降の世界的に深刻な金融危機の現実を整理し、どのような教訓が得られるか考察することにしたい。

(1) BIS 報告での住宅ローン増加の背景分析

BIS 報告では住宅ローンが2005年段階で過大な水準にまで膨張したかどうかを判断するため、住宅ローンが急激に増加した背景について3点に纏めた。

第1は、良好なマクロ経済環境である。1990年代以降エマージング諸国からの安価な商品といった供給量の増加、世界各国の金融・財政政策の奏功によ

9) CMB は担保付き債権で証券化と似ているが、裏付け資産の真正譲渡がないため証券化商品と区別されている。CMB は銀行にとって高格付(通常 AAA)のため低金利で資金調達できる、投資家にとっては安全性が高く流動性も高い金融商品を保有できるという利点があると言われる。

りインフレが世界的に低下した。これに伴って住宅ローン金利が世界的に大きく低下し¹⁰⁾、住宅投資を活発化させた。また、短期金利の長期に亘る低位安定は変動金利型ローンの魅力を高めた。さらに、世界全体で5%という高く安定的な経済成長は家計所得の変動を小幅にし、それが家計の信用力を高め住宅ローンを借り易くさせた。

第2に、資金供給サイドでも、情報技術の発展と金融革新が効率性を高め、貸し手のコストを大きく削減させている点を指摘した。具体的には、バックオフィスのコストは情報技術革新で大幅に低下し、インターネットの活用は支店等営業拠点がなくても遠方での取引を可能にするなど規模の経済性を拡大させた。また、新しい多様なローンが登場したことで潜在的な借入れ需要を引き出した。さらに、クレジットスコアリングの活用、信用リスクの計測等リスク管理も高度化し貸出対象先を広げている。

第3は金融機関の貸出環境の改善である。過去数十年で金融の自由化が進み、融資規制が緩和・撤廃されてきた。言い換えれば規制の枠組みは「厳格な統制」から市場規律・監視、リスクベースの自己資本基準などによる「効率性向上」を狙った規制の枠組みにシフトした。また、資本市場のグローバル化が証券化流通市場の成長のきっかけとなった。

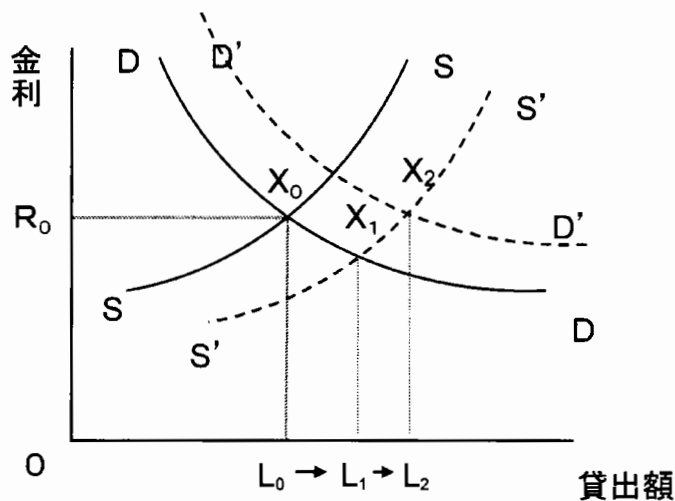
BIS 報告の結論は、1990年代半以降の住宅ローン増加は以上3つの構造的な要因を伴うものであり、モニタリングの注意が必要とされるが、現状問題ではないというものである。こうした考えは BIS 報告に限らず当時コンセンサスの得られていた結論であった。

この結論を経済理論に引き直せば、住宅ローン残高の均衡点が従来に比べてより高い水準に移行したと解釈できる。すなわち、縦軸に金利、横軸に貸出額をとったシンプルなモデル（図表6）で考えてみよう。総借入需要曲線 DD は金利が下がると借入需要が増えるので右下がりとなる。また、総貸出供給曲線 SS は金利が上がると金融機関は融資姿勢を強めるので右上がりに書くことができる。ここで均衡点は X_0 で、この時の貸出額は L_0 、金利は R_0 である。

前述した BIS 報告分析の2つめの要因である技術革新の高度化、3つめの貸出環境の改善は総貸出供給曲線を $S'S'$ と右にシフトさせることになる。すな

10) 例えば2000年代前半の政策金利のボトムは日本がゼロ%、米国が1%、欧州が2%である。

図表6 住宅ローンの均衡点（概念図）



わち、金利低下の効果から、均衡は X_0 から X_1 に、貸出額は L_0 から L_1 まで増加する。次に BIS 分析の1つめの適切な経済政策は需要関数を右にシフトさせる ($D'D'$) ので、均衡点は X_1 からさらに X_2 に、貸出額は L_1 からさらに L_2 まで増加する。景気は循環するので、たとえ後者の需要効果が剥落しても、前者のイノベーションの効果は残る。

こうした考えをサポートする例としてイギリスの経験が引き合いに出された。イギリスでは1980年代後半に住宅価格が実質ベース¹¹⁾で7割以上高騰し1989年にピークをつけた後、4年に亘って3割下落した。しかし、住宅ローンが構造変化した後は、2001年から4年に亘って不動産価格が再び5割近く高騰（特に2003、2004年は前年比2割）した後2003年秋以降の金融緩和政策の奏功から調整は地価の下落幅も期間も軽微に止まり、2005年後半には再び値上がりし始めるなどソフトランディングに成功したと主張された。これは住宅ローン残高の長期均衡点がシフトした証拠ではないかというわけである。

(2) 2007年以降の厳しい現実

アメリカの住宅価格は2006年央をピークに下落に転じた。すなわち、S&P ケースシラー住宅価格指数¹²⁾をみると、1995年から上昇していたが、2003年

11) 実質ベースとは住宅価格指数から物価上昇率を割り引いたものをいう。

12) 米国の住宅価格は代表的なものにサブプライムローンを含む S&P ケースシラー指数と

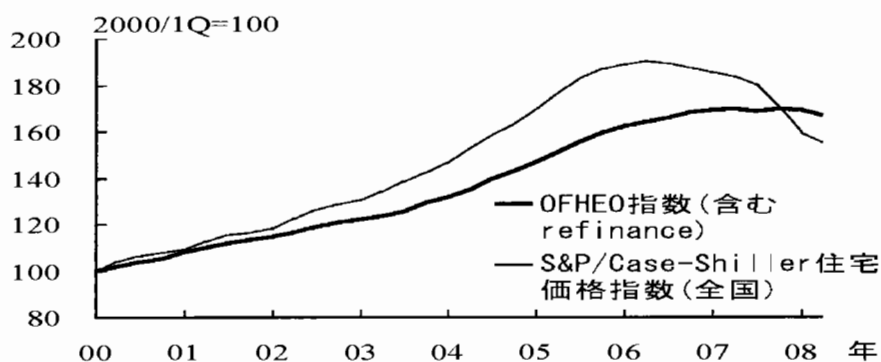
から2005年にかけて大きく値上がりした後、2006年4～6月（189.93）をピークに下落に転じ、2008年7～9月には150.04と2割以上値下がりしている（図表7）。さらに、先行きについてもまだしばらく下落が続くと予想されている。

サブプライムローンは前述したように借入後数年してから借入金利が大幅に上昇する。このため、住宅価格が上昇しない限り、金利負担が増しデフォルト化が進む。実際に地価が下落し始めた2006年後半以降、サブプライムローンの延滞率は急速に高まった¹³⁾。

サブプライムローンの延滞やデフォルトの増加により、まず、2007年夏にはローンを供与していたモーゲージ・カンパニーの多くが資金繰りに行き詰まった。次に、サブプライムローン等を原資産とした証券化商品、また、そのような証券化商品を組み込んだCDOなど複雑な仕組み債の価格も下落した。こうした中でサブプライムローンの貸付機関やその証券化商品に投資していた先は大きな損失を被り、証券化市場や金融資本市場の資金取引が極端に減少したため、証券化や市場資金に依存していた先は資金調達が困難となった。

アメリカの大手銀行や貯蓄金融機関(S&L)等においても、傘下に設立したモーゲージバンクやSIV(Structured Investment Vehicle)¹⁴⁾が相次いで経営難に陥

図表7 アメリカの住宅価格指数



(資料) S&P, OFHEO

GSEの取り扱う適格連邦住宅金融機関監督局によるOFHEO指数(主にプライムローンが対象になっていると言われる)がある。サブプライム問題を考慮して前者で分析した。

13) サブプライムローンの延滞率は2005に10%以下であったが、2005年末頃から徐々に上昇、2007年4～6月に14%に達し、2008年後半には20%を越えている。なお、不良債権が深刻化した理由の1つは、2004年頃に供与が活発化したサブプライムローンで金利負担が増した時期と住宅価格の下落の時期が重なった点も指摘できる。

った結果、金融機関は資本不足に陥り、一部の先では経営が行き詰まる事態となった¹⁵⁾。さらにアメリカの政府系金融機関のファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）、フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）が経営難に陥り、2008年夏には米国政府の管理下におかれた。

一方、世界的に低金利が続く中で、世界の資金運用機関等は、世界中により良い運用機会を求めてクロスボーダー取引を増加させてきた。このためアメリカ固有の影響が欧州中心に海外まで影響が及ぶことになった。

欧米の金融機関では、損失を埋めるべく資本増強に動いたが、金融危機はサブプライムローンに裏付けとした証券化商品（MBS）だけでなく、様々な資産を裏付けとした証券化商品市場全体に波及し、また景気悪化も伴って不良債権が増加した。このため、損失が拡大、特に米国型投資銀行の経営が行き詰まった¹⁶⁾。

世界全体の金融機関の損失額については、国際機関やシンクタンクが推計しているが、2009年1月には、国際通貨基金（IMF）、ゴールドマン・サックス等が1990年代の日本の不良債権処理額（約100兆円）の倍以上に及ぶ2兆ドル（約200兆円）を越えると発表した。ゴールドマン・サックスによれば、損失は住宅ローンの損失（1.1兆ドル）だけでなく、景気後退の深刻化でその他企業向け（3,900億ドル）、クレジットカード（2,200億ドル）などの損失も膨らみ、また、海外金融機関の損失は1兆1,210億ドルと米国金融機関の損失（9,620億ドル）を上回るとしている。一方、IMFによれば損失のうち2008年までに処理されたのは6,330億ドルで、損失の膨張に備えて少なくともさらに5,000億ドルの資本が必要になると指摘している。

2006年以降の住宅ローン供与額の変化を先の図表6に照らせば、以下のよ

-
- 14) SIVは積極的にハイリスクの証券化商品を運用する特別目的会社であるが、連結会計の対象外でBIS規制対象外になることから、欧米大手金融機関が別動隊として傘下に組織した。具体的には資産担保証券（ABCP）等を発行して集めた短期資金を高利回りの証券化商品に投資し利鞘を稼いでいた。
 - 15) 2008年3月、アメリカ第5位の証券会社ベアスターンズがJMモルガンに買収され、9月には第4位のリーマンブラザーズが経営破綻、第3位のメリルリンチがバンクオブアメリカに買収された。第1位のゴールドマンサックス、第2位のモルガンスタンレーも銀行持ち株会社に組織改編することにより投資銀行が消滅した。
 - 16) サブプライムローンを契機とした国際金融市場の動向について詳しくは、日本銀行「金融市場レポート」、「金融システムレポート」を参照されたい。

図表8 通貨危機における金融機関の損失額推計

2007年 9月	IMF	最大2,000億ドル
2008年 3月	IMF	最大8,000億ドル
2008年 3月	GS	1兆2,000億ドル(うち米金融機関4,600億ドル)
2008年10月	IMF	今後数年間で1兆4,050億ドル
2009年 1月	IMF	最大2兆2,000億ドル
2009年 1月	GS	2兆830億ドル(うち米国金融機関9,620億ドル)

(資料) IMF, ゴールドマン・サックス HP

うに解釈される。総供給曲線 SS の右へのシフトはリスク管理が不十分であったため実現せず、結局元に戻った。また、総借入需要曲線 DD も景気の悪化に伴って当初の均衡点以上に左へシフトしている。結局、住宅ローン規模の長期的な均衡点は構造的に増加方向にシフトしたわけではなくほぼ不変であり、住宅ローンの増加が大きかった分、反動も大きなものになっている。

(3) BIS 報告の限界と教訓

2006年 BIS 報告では、「サブプライムローンの急増は貸倒れが想定以上に増えた場合には潜在的なリスク要因となり得る」、「金融機関にとっては、家計債務が増加し、新しいタイプの住宅ローンが導入されることに伴って慎重な信用リスク、オペレーショナルリスク、評判リスクの管理が必要となる」と警告を發していた。しかし、「家計債務の水準は全般に返済可能で借り手の大半は住宅価格の下落と金利上昇の影響を吸収できる。金融機関は住宅金融の資産劣化が相当程度進んでも十分耐え得る資本基盤を有している」と判断しており結論は甘かったと言わざるを得ない。このような楽観的な判断を示した理由としては以下の3点が考えられる。

第1は、アメリカ、イギリスの住宅ローンの増加に実需が含まれていたためにその効果を過大に見積もったことである。例えばアメリカの人口は先進国の中で高い出席率や移民の受け入れを主因に1995年から2005年にかけて年平均300万人増加した。また、世帯数も1995年の9,900万世帯から2005年には11,315万世帯へと増加した。さらに、セカンドハウス(別荘)需要も増えたとの分析もあった¹⁷⁾。こう考えると、住宅需要は増えても問題ないとの結論にな

17) 一例として、あるFRB高官は、「アメリカは大国なので、住宅バブルはフロリダ等リゾートやカリフォルニアや東部の大都市など地域的にはみられても国全体ではありえない」と

る。しかし、事後的には投機的需要が相当数含まれていたことが判明した。イギリスについても、前述のように2005年の住宅価格下落の調整が、迅速な経済政策で長引くことなく1年という短期間に終了できたと勘違いしたことが金融関係者に安心感を生む原因となった。実際には2006年の住宅価格の持ち直しは一時的な現象で、2007年以降、住宅価格は再び大きな調整局面に入った。

第2は金融機関の収益力の向上である。2000年にITバブルが崩壊した際、欧米の金融機関の収益は高水準を維持した。自己資本比率やROA等財務指標も1980年代のアメリカの金融危機時と比較して格段と改善した。不良債権比率も高まったとはいえ水準は1%と低くリスク管理が向上したとみられた。こうしたことから金融機関の経営体力ははるかに強化されていると評価された。しかし、サブプライムローンなど信用度の劣る借り手が増え、複雑な商品が一般的となった下では、一旦想定されない事態が起きると経営体力は劇的に悪化の道を辿ることが判明した。

第3は金融イノベーションへの過信である。図表2でみたとおり、借り手は住宅ローンの選択肢の増加で低金利の借入が可能となり、借入金額は増えても債務返済比率が上昇せず潜在的に厚生が高まったと判断された。また、証券化やクレジットデリバティブなど新しい金融技術を活用した結果、リスクの効率的な移転・配分を可能にするというメリットを過大に評価した。しかも金融技術に先進的なアメリカから、これまでの金融危機時と比べてリスク評価方法が格段に向上しており、金融機関の経営体力ははるかに強化されているという主張は説得力を持った。

これらの理由のうち、結果的にさらなるチェックが必要であったのは第3の金融イノベーションであろう。金融機関、投資家は証券化技術と証券化によるリスクの移転を前提とした組成・転売型ビジネスが拡大する中で、多様化・複雑化したリスクを旧来型のリスク管理システムの延長線上で対応できると考えた点に問題があった。

具体的な問題点としては、サブプライムローンの供与先はリスクが容易に転嫁されるため、事前の貸出審査が甘かった¹⁸⁾。また、金融機関は金利が数%上

主張していた。

18) 返済負担に借入れ当初の低金利で計算していたほか、収入証明の確認をとらないケースもあったと言われている。

昇する場合のストレステストを行ったが、想定以上のストレスが発生したという意味でストレスシナリオが十分でなかった。サブプライムローンを裏付けとした証券化商品など市場流動性が著しく枯渇した金融商品の価格評価の手法への対応、短期的利益を狙った過剰なレバレッジ、格付機関やモノラインへの過度の依存等でリスク管理が十分に行えていなかった。

また、当局は証券化に伴い、信用リスクのよりの確な評価や市場を通じた信用リスク管理の効率化を進めることを通じて、金融システムの安定性および幅広い経済主体への効率的な資金配分に寄与する可能性があるというプラス面を強調した。しかし、他方でリスクが転々と流通するようになると最終的にどの主体がリスクを保有しているのか従来に比べて見えにくくなったが、この影響を軽視した。そして2007年以降の通貨危機が発生し、ヘッジファンド、SIVなどの破綻が表面化してはじめてそのリスク保有の主体の一部が判明することになるのである。

さらに、金融イノベーションとグローバル化が進化した下では、リスクが極めて急速かつ広範に想定外のルートで伝播することも従来想定できなかった。米国では従来から規制は最小限にするのがよいとの考え方にあり、ヘッジファンド、SIVへの規制は慎重であった。今回の経済危機の中、欧州からはグローバル化の観点から透明性の高い開示の必要性が改めて強調されている。

債務所得比率が上昇しないマジックについても、表面的な数値を鵜呑みにせず、サブプライムローンの内容・影響などについてより慎重に検討し、住宅価格が下落した場合のシナリオをより慎重にチェックし評価すべきであった。

金融イノベーションは様々なメリットを持つ。しかし、それを活用する上では、リスク管理手法を高度化しその運営の充実を図っていくことが前提になることが改めて確認されたと言えよう。

(4) アメリカ以外の国での影響

住宅バブル崩壊の影響は世界的に波及している。アメリカ以外で影響が大きな国はどこであろうか。以下では住宅価格、金融機関の融資姿勢、金利の点から整理したい。

まず、住宅価格については、**図表3**でみたとおり、スペイン、イギリスで大幅に値上がりしており、アメリカ以上に過大評価されていた可能性がある。こ

うした国では今後住宅価格の下落が大きくなる可能性がある点に留意が必要である。

第2は金融機関が貸出に際して甘い審査を行ってきた国である。一般的には債務資産価値比率(LVR)が80%を超えると、住宅価値に対してより多くの住宅ローンが供与されている可能性があるといわれる¹⁹⁾。この点で、この比率の高いオランダ(125%)、ベルギー、メキシコ、ドイツ(以上80~100%)では住宅価格が下落した場合には留意が必要となる。

第3に、住宅ローン金利である。サブプライムローンはもとより、変動金利ローンがより多く活用される国(イギリス、オーストラリア、スペイン)では、金利が上昇すると家計において住宅ローン債務にかかるリスクが高まる。

第4にサブプライム住宅ローンに類似するローンが存在する英国、オーストラリア、カナダである。ただし、幸いにしてこうした国での同種のローン導入比率は少ないほか、借手の返済リスクも比較的低いことから、影響は限定的と考えられる。

4. 日本の課題

わが国の住宅ローンは、かつて、特殊法人である住宅金融公庫が主に長期、低利の固定金利で貸出を行い、足りない分を民間金融機関が融資していたが、「民業圧迫」の圧力から、住宅金融公庫は独立行政法人の住宅金融支援機構(以下「住宅機構」)に改組され、融資業務は大幅に縮小される²⁰⁾。一方、民間金融機関による融資が増加している。こうした中でアメリカを中心としたグローバルでの住宅金融の変化はわが国にも大きく影響している。このため日本の住宅金融をみる場合、世界の流れと共通する点や相違点を認識する必要がある。本節ではこれらの点を整理した上で、サブプライムローンの邦銀への影響、証券化の進展と展望、わが国の課題を考えていきたい。

19) 日本は住宅金融公庫のMBSで2001年に70~80%と発表されている。

20) 住宅ローン市場における住宅金融公庫の残高シェアはピーク時の1994年には45%に達した。しかし、2002年から段階的に融資業務を縮小し、2004年以降直接融資は被災者などを除き廃止されている。

(1) わが国の住宅ローンの海外との比較

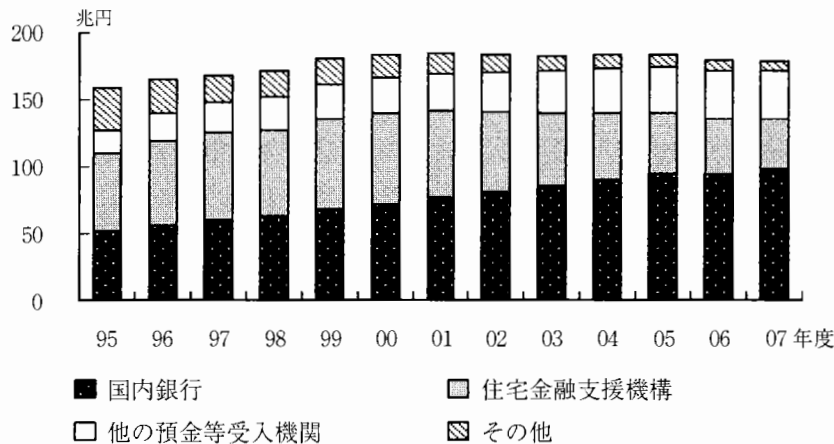
わが国の住宅ローンを海外と比較すると以下のような共通点、相違点がある。まず、共通点としては、以下の4点が挙げられる。

- ① 民間金融機関の住宅ローン残高は1990年度から2007年度にかけて41兆円から98兆円と倍以上に増加した。ただし、住宅機構借入れからの借換え融資が多く、日本全体の住宅ローン残高は2000年以降それほど増えていない(図表9)。
- ② 金融機関は住宅ローンへの取り組みを積極化させており、競争激化に伴って利鞘が縮小している²¹⁾。
- ③ 住宅ローン商品が多様化し、特に借入当初に返済負担の低いローンの導入が広がった。
- ④ 住宅ローンを裏付けとする貸付債権担保住宅金融公庫債券(Residential Mortgage-Backed Securities, 以下「RMBS」)が増加した。

他方、海外と異なるのは以下の4点である。

- ① 民間の住宅ローン残高は増加しているが、住宅機構からのシフトが多く、総住宅ローン残高は2000年以降180億円強でほぼ変わらず、この期間に顕著な膨張がみられた海外とは大きく異なる。

図表9 わが国の住宅ローンの推移



(資料) 住宅金融支援機構

21) 住宅機構が実施したアンケート結果によれば8割を越える金融機関が競争激化による利鞘縮小をリスクに挙げている。

- ② 金利について、海外で例をみない借入れ当初2~5年固定金利でその後変動金利を選択できるハイブリッド型金利が多くなっている。
- ③ 金利スプレッド幅（国債金利との格差）が0.5%程度と海外に比べて小幅である。
- ④ 貸し手の特徴としては、外資系金融機関の活動が極めて限定的である。
- ⑤ 住宅価格は大都市で若干値戻ししたが、大幅に値上がりした欧米諸国とは事情が異なる。

(2) 金融危機のわが国金融機関への影響

米国サブプライムローンに関連した投融資の損失については、わが国金融機関の場合、主に証券化商品の投資家としての保有に伴うものに止まっており、欧米金融機関に比べて影響が限定的で、各金融機関の期間収益、経営体力で吸収可能な範囲内に止まっている。

すなわち、2008年9月末時点のわが国の預金取扱金融機関におけるサブプライムローン関連商品の損失額は3.3兆円²²⁾と自己資本（50兆円）の1割以下である。個別銀行でみても、2008年春の段階で、シティグループ5兆円、UBS 3兆円に対して、最も影響の大きいと言われるみずほファイナンシャルグループで6,450億円と、ひと桁少なくなっている。また、わが国の金融機関はサブプライム問題が発生してから、関連する証券化商品の売却・減損処理を進め、保有残高を縮小させており、今後追加的な損失が大きく拡大する可能性は小さくなっているとみられる²³⁾。

図表 10 預金取り扱い機関の保有・損失額（FSF 報告書ベース）

単位：兆円

	自己資本 Tier1 (3月)	保有額	評価損益	実現損
2008年3月	50.1	22.7	1.0	1.5
2008年9月	50.1	22.3	1.5	1.8

(資料) 金融庁

22) 金融庁 (2008) 参照。

23) わが国ではサブプライムローンの供与はない。

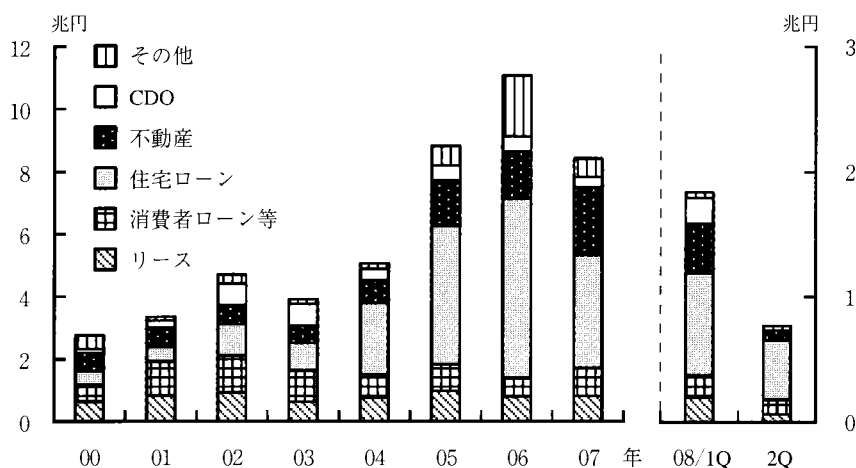
(3) RMBS の進展

わが国の証券化市場は1990年代後半以降急テンポで拡大したが、その中で住宅ローンを裏付けとする証券化商品 RMBS についても、2000 年以降民間銀行で取り組みがみられはじめたほか、住宅金融公庫が2001 年度に開始したことから発行額が増加した。その後も住宅機構の証券化支援事業（買取型）もあって2006 年度には発行額が5兆円を突破した。2007 年以降は住宅機構が継続的に年間2兆円発行しているものの、海外の証券化商品の価格下落などを背景に投資家の需要が後退したほか、証券会社も証券化商品の在庫保有を抑制したため民間銀行の発行が減少し、年間2兆円程度となっている（図表11）。

サブプライムローン問題が深刻化する中で、証券化市場については、世界規模で監督者・民間銀行が議論・検討を行っている。わが国の証券化商品については複雑な商品組成によりリスクの所在が不透明になる問題例はみられないが、予防的な観点から日本証券業協会のワーキンググループで検討されている。

長期的にみた証券化の課題としては、わが国は証券化の歴史が浅いため、流通市場の発達が遅れている点が挙げられる。今後住宅ローンや MBS の商品性も踏まえつつ、住宅ローンの実行、MBS の発行から流通まで首尾一貫した制度設計を進めていくことが必要である。特に厚みのある流通市場の整備が発行市場の拡大を支え、多様な貸し手の間で活発な競争が行われる貸出市場を実現

図表11 証券化商品の裏付資産別国内発行額



注) 2008 年は四半期ベース (右軸)。
資料) ドイツ証券「セキュリタイゼーション」

すると考えられる。このため CMO の組成、一層の情報開示などインフラの整備、レポ市場、先渡し市場の整備による仲介業者の在庫ファンディング、空売り玉の調達を容易にする方策など、流通市場の活発化に向けた対応が求められる。

(4) 今後の課題

わが国はサブプライムの影響が海外に比べて少ないとはいえ、住宅金融は証券化以外にも課題が少なくない。以下ではこの点をいくつか挙げたい。

まず、わが国は独自の住宅ローン金利を用いている。すなわち、借入れ当初 2~5 年間は金利が固定され、その後定期的に金利を見直すハイブリッド型ローンが最も多い。しかも、企業向け貸出が伸び悩む中で金融機関は競争激化から借入当初に低金利の優遇金利を適用している。こうしたローンは米国と異なって住宅価格の上昇を前提としたものではないが、低金利が長期間続くことを前提とした商品になっている。変動金利ローンと同様に金利の低い時期は金利負担が小さいが、今後金利が上昇した際には負担が増える。現在は景気低迷が長期化するとの意識が強いが、住宅ローンは 30 年の長期が多いため、長期的な視点に立ったりリスク管理を行うことが重要である。また、貸出に当っては長期金利に乗り換えても返済が可能かどうかリスク管理をしっかりと行うだけでなく、借り手が意図せざる金利リスクを抱えることのないよう、貸出実行時に借り手に金利が上がった場合の具体的な金利を示すなど、長い目での金利負担についての借り手への説明の徹底が求められよう。

第 2 は、景気悪化への対応である。景気低迷で借り手のデフォルト率が高まるリスクがあることに留意し、ストレスシナリオのチェックを含めた信用リスク管理をしっかりと行う必要がある。また景気悪化で延滞率が上昇した場合、返済条件の変更をどうすべきかについても予め対応策を強化させるべきである。

さらに、前向きな戦略としては、将来的な業務のアジアへの拡大である。国内の住宅ローン市場はこれまで住宅金融公庫借入れからのシフトで増えてきた要素が強いが、こうした動きはほぼ終了した。また人口数からみて国内では住宅ローンに量的拡大に期待できない。一方、アジアでは一人当たり GDP が 5,000 ドルを越える借入能力のある層が拡大しつつあり、金融ニーズは今後高まるとみられる。わが国の金融機関は日本のノウハウを活かしたアジアでの住

宅ローンの展開をいずれ検討すべき時期が来ると予想される。

(うちだ・まひと 成城大学社会イノベーション学部教授)

<参 考 文 献>

- 内田真人「グローバル金融市場における住宅金融の変容と課題」金融構造研究第29号(2007年5月)
- 金融庁「我が国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品及び証券化商品等の保有額等について」(2008年11月28日)
- 住宅金融支援機構「平成20年度民間住宅ローンの貸出動向調査結果」(2008年9月)
- 国土交通省「平成17年度民間住宅ローンの実態に関する調査結果」(2006年3月)
- 国土交通省「平成19年度民間住宅ローンの実態に関する調査結果」(2008年3月)
- 戸坂凡展・三尾仁志「銀行の住宅ローンを巡る最近の動向とリスク管理上の課題」(日銀レビュー2008-J-14, 2008年12月)
- 内閣府「世界経済の潮流2007年秋」(2007年12月)
- 日本銀行「証券化フォーラム報告書」
- 日本銀行金融機構局「金融システムレポート」(2008年9月)
- 日本銀行金融市場局「金融市場レポート」(2008年7月), (2009年1月)
- 二宮ほか「米国MBS市場の現状とわが国へのインプリケーション」日本銀行マーケットレビュー, 2002J8 (2002年)
- 日本証券業協会「PSJモデルガイドブック」
- 日本証券業協会「証券化市場の動向調査:2007年度の発行状況」(2008年5月)
- 日本証券業協会「証券化市場の動向調査:2008年度上半期の発行状況」(2008年11月)
- 野口悠紀雄「世界経済危機:日本の罪と罰」ダイヤモンド社(2008年12月)
- BIS "Housing Finance in the global financial market" CGFS Papers No. 26

スコアリング貸出の課題—新銀行東京を例に¹⁾

南 里 光一郎
平 田 英 明

はじめに

新銀行東京は、「貸し渋り・貸し剥がし」問題で資金調達に支障を来していた中小企業を支援する目的で、スコアリングモデルによる審査を基本とした「地域型トランザクション・バンク」のビジネスモデルを掲げて、2005年に設立された。しかしながら同行が業務を開始するころには金融環境は好転して貸出競争も発生しており、また同行が顧客基盤を有していなかったことから、同行に申し込みを行う企業には新規先かつ民間金融機関で貸し出しを拒絶された企業が集まることとなった。それ自体は設立趣旨どおりのものであったが、同行の過度にスコアリングのみに依存した審査体制と与信残高拡大の意識から、結果的に巨額の不良債権を抱えることとなり、05年度、06年度と2年連続で大幅な損失を計上するに至った。こうした経営不振に対処すべく、07年6月には「新中期経営計画」を策定して業務の刷新を図ったものの、07年9月中間期決算時点で業況は改善せず、当初投入資本の8割程度までを毀損する状態であった。

このような危機的状況を踏まえ、新銀行東京は08年2月に「再建計画」と「調査報告書」を発表するとともに、東京都に対して400億円の追加出資を要

1) 本稿は、蓮見・平田(2008)、平田「中小企業向けスコアリング貸出の失敗に学ぶ」『金融財政事情』(2008年7月7日号)、平田「スコアリング方式の有効性と限界」『金融ジャーナル』(2008年9月号)、蓮見・平田英明「金融の情報生産機能を再構築」『日本経済研究センター会報』(2008年8月号)、南里・平田・深尾(2008)に加筆修正したものである。なお、2008年12月までの情報を元に執筆した。なお、本研究は法政大学特別研究費(2006年度)の助成を受けたものである。

表1 07年度以降の新銀行東京をめぐる動き

2007年 6月1日	新銀行東京「新中期経営計画」を公表
6月22日	代表取締役が仁司泰正氏(トヨタ自動車出身)から 森田徹氏(りそな銀行出身)へ交代
11月30日	代表取締役が森田徹氏から 津島隆一氏(東京都港湾局長/元新銀行東京設立本部長)へ交代
2008年 2月20日	新銀行東京「再建計画(平成20年度~23年度)」を公表
3月18日	新銀行東京調査委員会「報告書(概要)」を公表
3月28日	都議会にて400億円の追加出資を決定
4月23日	優先株式にて400億円増資(資本金200億円, 資本準備金200億円)
5月7日	店舗を1店舗(新宿本店)へ統合
5月16日	金融庁による立ち入り検査実施
6月30日	株主総会において欠損填補のため1,016億円の減資実行を決議
10月21日	金融庁検査結果の通知
12月26日	金融庁より業務改善命令を受ける

請した(表1参照)。同計画は、今後4年間で大幅な規模縮小と黒字化の達成を目指すというものである。調査報告書については、不良債権増加の要因についての調査結果をまとめたもので、極端な拡大姿勢やデフォルト対策の遅れ、ガバナンス機能の欠如などを挙げ、旧経営陣の責任を指摘している。追加出資については「預金者保護」と「中小企業支援の継続」を目的として、銀行経営継続のため資本増強を行うというものである。この点については多くの議論を呼んだが、東京都議会は、①再出資は認めない、②追加出資分を毀損させない、③再建計画を支援、監視する組織を設置する、という付帯決議をつけて08年3月28日に可決し、4月には優先株式にて増資が実行された。

その後、08年5月から金融庁の立入検査が行われたが、その結果、多額の引当不足を指摘され08年9月中間期決算での引当金積み増しを余儀なくされている。また同年12月には、元行員の逮捕といった不祥事や審査体制の未整備などを背景に、内部管理体制に不備があるとして業務改善命令が発せられている。今後、景気減速が避けられない中で、更なる不良債権の発生も見込まれ、追加出資分を毀損させないという4月の増資決定時の付帯決議が守れない可能性が高まっている²⁾。

2) 日本経済新聞2008年12月13日によれば、中小企業向け融資の約35%が不良債権化して

本稿では、新銀行の現在の状況についてまとめ、スコアリング貸出がなぜ失敗したのかに関する分析を行っていく。

1. 1 収支状況とバランスシート

表2は新銀行東京の収支実績および新中期経営計画、再建計画における収支見通しを示したものである。開業3年目にあたる07年度の実績は、初年度、2年目に引き続き業務粗利益で営業経費を賄えておらず、依然として収益構造に問題を抱えている状況に変わりはない。また、「新中期経営計画」の体裁に合わせた表2では、07年度に一般貸倒引当金戻入益が発生しているため業務利益が黒字化しているが、これは国債等の売買損益を臨時費用に含めているためである。

07年度は営業経費を06年度の3分の1にまで大幅削減したことや、前年度の反動から不良債権処理損失、資産処分損失が軽くなったことで費用が減少したものの、期中から縮小均衡を目指したため資金運用利益も4割減少し、併せて国債等債券関連損失が発生したことで、実質的には粗利益段階から損失が発生している³⁾。08年度中間決算については、07年度以上に縮小均衡を進めていることがみてとれる。新銀行東京としては「再建計画どおり」との評を示しているが、依然として大幅な当期赤字となっている。

次いで表3は新銀行東京のバランスシートの推移である。07年度決算は計画に沿って急速にバランスシートを縮小させていることが明確であり、資産の側で見れば、「現金預け金」こそ計画残高を超過しているものの、有価証券、貸出金といった主要資産は計画を上回るペースで減少している。

特徴的な点としては、預貸率が低いという点が挙げられる⁴⁾。もともと新中期経営計画でも一時的に預貸率を下げる方向が示されているが、07年度の全国銀行の平均が73.7%であることや当行の設立趣旨を考えると、07年度の

いるという。

3) 06年度の資産処分は店外ATMの提携計画解除に備えた違約金の引当約36億円、規模縮小などに伴うソフトウェアなどの減損損失約109億円を計上している。07年度のその他差益は国債等債券関連損失33億円を計上している。

4) 預貸率=貸出金/預金。新銀行東京『新中期経営計画』では、預貸率=(貸出金+買入金銭債権)/預金として算出しているが、一般的な定義ではないため、このように定義し直して再計算。

表2 新銀行東京の収支(実績と計画)

	実 績			新中期経営計画				再 建 計 画		
	06年度	07年度	(参考) 08上期	07年度	08年度	09年度	08年度	09年度	10年度	11年度
	(a)	(b)	(c)=(a)-(b)	(d)	(e)=(c)-(d)	(f)	(g)=(e)-(f)	(h)	(j)=(g)-(h)	
業務収益	109	101	37	113	93	101	67	60	51	40
資金運用収益	91	79	28	91	76	86				
役務取引等収益	18	22	9	21	17	15				
業務費用	47	52	25	63	57	40	52	36	19	7
資金調達費用	46	51	24	61	55	37				
役務取引等費用	1	2	1	3	3	3				
業務粗利益	62	49	12	49	35	61	15	24	32	34
資金利益	45	28	4	31	22	49				
役務取引等利益	17	20	8	19	14	13				
営業経費	151	102	37	118	95	56	85	38	39	26
貸倒引当金繰入前業務純益	-89	-53	-25	-69	-60	5	-70	-14	-7	8
一般貸倒引当金繰入額(純額)	121	-69	-35	-66	-47	-23				
業務利益	-210	16	10	-3	-12	28				
臨時費用(貸倒償却等)	337	183	80	77	31	19				
最終利益	-547	-167	-70	-80	-43	10	-126	-19	0	8

注1) 四捨五入の因縁で合計値は一致しないことがある。
 注2) 一般貸倒引当金繰入額はネットの数字であり、貸倒引当金戻入益が発生すれば、費用のマイナス勘定となる。
 注3) その他業務利益については、便宜上、その他の経常費用と相殺した上で、臨時費用に計上している。(参考:06年度約0億円、07年度約▲35億円、08年度上期約19億円)
 注4) 実績と計画の数字を比較するため、新銀行東京「新中期経営計画」の分類方法に準じて損益科目を区分した。なお、斜線部は計画に記載がないため数値の把握ができない箇所である。
 注5) 08年度上期は08年4月～9月末までの6ヶ月間の数値。
 資料) 新銀行東京「ディスクロージャー誌」、「決算説明資料」、「新中期経営計画」、「再建計画」

50.5%, 08年度中間期の47.4%というのは低い数字であると言わざるを得ない。また、その裏返しとして、国債を中心とする有価証券運用に依存する形も変化していない。資本についても、3期連続の欠損により毀損が著しく、当初

表3 新銀行東京のB/S（実績と計画）

（億円）

	実 績			新中期経営計画		再 建 計 画			
	06年度	07年度	(参考) 08 上期	08年度	09年度	08年度	09年度	10年度	11年度
現金預け金	113	308	39	50	50				
買入金銭債権	494	503	420	312	129				
有価証券	3,632	1,995	2,127	3,667	2,567				
うち国債	2,019	1,793	1,711	3,100	2,000				
貸出金	2,467	1,895	1,633	1,108	1,495				
支払承諾見返り	743	511	406	474	397				
コールローン	0	0	450	12	0				
その他資産	21	29	23	130	130				
貸倒引当金	-345	-299	-361	-260	-215				
資産合計	7,125	4,942	4,737	5,493	4,553				

預金	5,232	3,753	3,445	4,042	3,140								
支払承諾	743	511	406	474	397								
その他負債	833	513	407	783	812								
負債合計	6,808	4,777	4,258	5,299	4,349					4,730	2,980	1,490	950
資本金	606	606	200	606	606								
資本剰余金	582	582	372	582	582								
利益剰余金	-849	-1,016	-70	-971	-962								
うち当期純利益	-547	-167	-70	-43	10								
評価・換算差額等	-23	-7	-23	-23	-23								
純資産合計	317	165	479	194	203					420	400	400	410
負債及び純資産合計	7,125	4,942	4,737	5,493	4,553	5,150	3,380	1,890	1,360				

自己資本比率	20.7%	17.4%	48.5%	15.7%	15.3%				
預貸率	47.2%	50.5%	47.4%	27.4%	47.6%				

注1) 四捨五入の関係で合計値は一致しないことがある。

注2) 07年度決算後、08年4月に400億円（資本金200億円、資本準備金200億円）の増資を行っている。

資料) 新銀行東京『ディスクロージャー誌』、『決算説明資料』、『新中期経営計画』、『再建計画』

資本の9割弱を失っている。なお、こうした資本の毀損により BIS 比率は05年度の30.3%から07年度は17.4%まで低下しているが、この点については決算後の4月23日に東京都から優先株にて400億円の増資を受けたことで、08年度中間期では回復している。

1.2 貸出面からみた実績と計画

続いて資金運用差益や貸出金の推移など、銀行の本業といえる融資面からの分析を行う。表4は、資金運用差益から貸倒引当や貸倒償却など信用リスクにかかるコストを差し引いた資金運用粗利益を算出したものである。なお、この資金運用粗利益に役務取引等収益(費用)、特別利益(損失)を加え、営業経費を差し引いたものが銀行の最終利益となる。

資金運用粗利益は06年度のマイナス268億円から07年度はマイナス34億円まで赤字幅が縮小している。ただし、これは計画にもあるとおり多額の一般貸倒引当金戻入益が発生したことによるものである。むしろ、計画以上に個別貸倒引当金等の不良債権費用(表中のc)がかかったことから、黒字達成を企図していた計画との対比で見ると大幅な未達である。さらに08年度中間期では、縮小均衡企図により資金運用収益は減少する中で、景況悪化により貸倒引当金戻入益の減少、個別貸倒引当金等の増加に見舞われたことから大幅なマイナスとなっており、融資業務がまだ軌道に乗っておらず危機的状況が続いていることがわかる。

表5は、貸出金残高の実績と計画である。前述のとおり全国銀行と比較しても低い預貸率であるが、07年度にはその貸出金の中でも中小企業向け貸出は総貸出額の半分以上まで低下しており、保証まで含めて考えても中小企業向けは53.4%にとどまっている。また、再建を進める中で不良債権比率の高い中小企業向け融資を敬遠する向きもあり、08年度中間期ではさらに低下して中小企業向けの与信比率が5割を下回っている⁵⁾。中小企業向け貸出以外の大部

表4 資金運用収益(実績と計画)

(億円)

	実 績			新中期経営計画		
	06年度	07年度	(参考) 08上期	07年度	08年度	09年度
資金運用差益 (a)	45	27	3	31	22	49
一般貸倒引当金繰入額(純額) (b)	-121	69	35	66	47	23
個別貸倒引当金、債権売却損など (c)	-192	-130	-103	-8	-31	-19
資金運用粗利益 (a)+(b)+(c)	-268	-34	-65	20	38	53

注1) 一般貸倒引当金繰入額はネットの数字である。すなわち、貸倒引当金戻入益が発生すれば、費用のマイナス勘定となる。

注2) 再建計画では当表をフォローできるまでの細かい数値が示されていないため、掲載していない。

資料) 新銀行東京『ディスクロージャー誌』、『決算説明資料』、『新中期経営計画』

分は、地方公共団体向け貸付になっていると考えられ、これら地方公共団体向け融資を貸出金から除いて考えれば、実質的な預貸率は、先ほど確認した水準からさらに低くなる。当座の運用難からの地方公共団体向け貸出とはいえ、年々、本来の設立趣旨とはかけ離れた方向へ進んでしまっている現状がみてとれる。

図1のとおり不良債権比率は、開業後増加の一途をたどって08年9月末には17.08%と高い水準で推移している⁶⁾。前述の通り、08年5月には設立後初

表5 貸出金残高（実績と計画）

(億円)

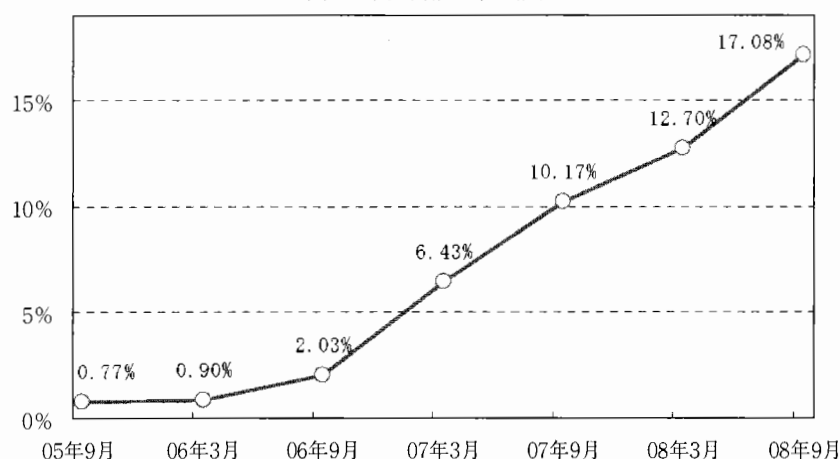
	実 績			新中期経営計画		
	06年度	07年度	(参考) 08上期	07年度	08年度	09年度
貸出金残高（末残） (a)	2,467	1,895	1,633	2,065	1,107	1,495
うち中小企業向け (b)	1,271	773	563	968	904	1,214
うちその他（主に地方公共団体） (c)	1,196	1,122	1,070	1,097	203	281
保証（支払承諾見返り：末残） (d)	743	511	406	594	474	397

中小企業向け貸出比率 (b)/(a)	51.5%	40.8%	34.5%	46.9%	81.7%	81.2%
中小企業向け与信比率 {(b)+(d)}/{(a)+(d)}	62.7%	53.4%	47.5%	58.7%	87.2%	85.1%

注) 08年度上期実績の数値は、日本経済新聞2008年12月12日によるもの。

資料) 新銀行東京「ディスクロージャー誌」,『決算説明資料』,『新中期経営計画』

図1 不良債権比率の推移



注) 不良債権比率は金融再生法開示債権を元に算出している。

資料) 新銀行東京「ディスクロージャー誌」,『決算説明資料』

5) 日本経済新聞2008年12月12日による。

6) 不良債権増加の一因として、07年度上期に行われた資産査定厳格化も考えられる。

めて金融庁の立入検査が実施されたが、その検査結果を受け資産査定を厳格化したこともあり中間決算では一段と不良債権比率が上昇している。今後、景況の悪化によってさらなる不良債権増加の恐れがあるとともに、償却負担など追加的に巨額の費用が発生する可能性もある。

2 新銀行東京の巨額損失の要因分析

新銀行東京は、「新中期経営計画」でトランザクション型からリレーションシップ型への転換を図ったのに続き、「再建計画」では大幅な規模均衡戦略を示した。収益面ではニュービジネス向けの開拓や東京都との連携を強めた融資などを打ち出し、今後の方向性を模索しているものの、新たな柱となるかは09年3月末決算でその結果が現れるであろう。設立時に目玉として掲げていた「無担保・無保証」融資の取り扱いも減少しており、同行の独自性が徐々に失われつつあるなか、他行との差別化は急務である。08年4-6月期の無担保・無保証融資の実行件数は17件27億円（前年同期は295件38億円）に留まっている⁷⁾。

では、「無担保・無保証」融資はどのようにして失敗してしまったのであろうか。それについて、以下では考えていくことにしよう。

2.1 新銀行東京とスコアリング貸出

新銀行東京が開業当時から3年ほどに亘って主力としたのはスコアリング貸出（自動審査型貸出、クイックローンなどと呼ばれる）という融資スキームであり、原則的には無担保・無保証で実施された。デフォルト判別に有効な定量的・定性的データ（財務データや企業の創業からの年数や過去の借入返済履歴に関する情報など）を用いて、計量経済学的に推定されたモデル（スコアリングモデル）から得られる貸し倒れリスクの度合いが融資判断基準となる。

対顧客ではスピード審査が売りとなり、金融機関にとっては審査1件ごとの費用削減と与信審査時間を短縮化できることがメリットとなる。審査の客観性が確保できることもあり、新規貸出先の審査に威力を発揮することが期待された。

7) 日本経済新聞08年9月26日報道による。

スコアリング貸出は、一定規模以上の小口貸出を束ねて1つの与信プールを構築すると、東全体としては収益性が確保できると考えるビジネスである。たとえ、個々の貸出にはある程度の貸倒れが発生しても、他の多くの貸出で利益が得られればよい。個別の貸倒れを極力抑えて確実に収益をあげていくリレーションシップ型貸出と、スコアリング貸出とではフィロソフィーが異なるばかりでなく、利用する情報量が違う⁸⁾。このため、審査・モニタリングの質の面ではスコアリング貸出が劣ることは致し方ない。

スコアリングモデルの推計には、過去のデータが必要となる。データベースの構築が本格化したのは1990年代後半であり、ある程度のデータの蓄積をもってモデルが実用化したのが2000年代前半であった。そのため、スコアリング貸出が本格化したのは、大手行で2002～2003年、地銀で2004～2005年ごろである。

スコアリング貸出市場は、非常に変化が大きな市場である。00年代半ばまでは拡大傾向にあったが、足元では一部の大手行を中心に、取り扱いに消極的になる傾向がみられる。メガバンクでは、たとえば三井住友銀行は約1.8兆円(07年3月末)、みずほ銀行は約6,000億円(07年9月末)のスコアリング貸出残高となっている。中小・地域金融機関については累計8兆円超(07年3月末)である。しかし、スコアリング貸し出しを主力とした新銀行東京は大きな損失を計上し、08年3月には都が400億円の追加出資をするか否かが大きな問題になるに至った。

2.2 スコアリング貸出市場の概要と問題点

スコアリング貸出は、計量経済学的なテクニックを実用的に使うという、興味深いビジネスモデルである。もっとも、その一方で、その運用にあたっては、当初から様々な問題が指摘されていた。

第1の問題点は、サンプルバイアスである。モデル構築に用いるデータは金融機関が「貸出を行った先」のデータであるケースが多く、金融機関が「貸出

8) リレーションシップ型貸出とは、財務情報や入手しやすい定性情報などの「ハード情報」と、長期継続する取引関係のなかから、企業オーナーの資質やビジネスの将来性などについての情報のような簡単に入りにくい「ソフト情報」の双方の情報を使った貸出。従来型の貸出は理想的にはリレーションシップ型貸出である。

を断った先」のデータはモデル構築に用いられていない。どのような企業が借入れを申し込んでくるかわからないため、本来、貸出を断った先も含めたすべての「潜在的融資先」をモデル構築に利用すべきである。「貸出を断った先」のデータを使った分析は極めて少ないが、そのうちイングランド・スコットランド・ウェールズの約13,000社のデータを用いた最近の研究(Crook and Banasik (2004))によると、サンプルバイアスの影響は予想に反して限定的であった。わが国では中堅・中小企業データベースの多くが、貸し手サイドに提出されたデータから構築されているため、このバイアスは存在しているはずだと考えられる。

第2の問題点は、景気変動問題である。景気変動問題は、モデル構築時の景気とモデル運用時の景気は異なることが、スコア水準に与える影響を問題にする。初期のモデルは、景気低迷期のデータで構築され、景気回復期に使われた。そのため、結果的に問題は軽微だった可能性があるが、先見的には軽微か否かはわからない。

第3の問題点は、米国モデルとの違いである。米国モデルには、日本モデルでは組み込まれない企業経営者の信用情報が変数として組み込まれる場合が多い。両国の金融環境は異なるものの、企業経営者に関する情報が、その企業の信用力を測るうえでのメルクマールとなることに違いはなかろう。

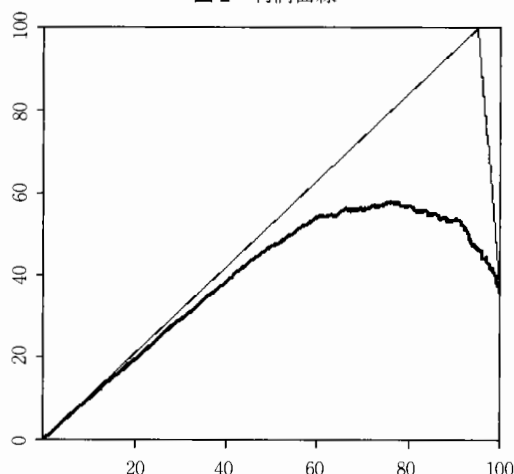
2.3 スコアリング貸出の経済分析

新銀行東京が巨額の損失を発生させた主たる要因は、スコアリング貸出の多くが不良債権化したこととされる。そこで、実際に行われていたスコアリング貸出を可能な限り再現することで、その背景を探ってみたい。

まず、「潜在的融資先」のデータセット構築には、企業サイドからデータ収集を行っているデータベースを利用した。仮に金融サイドからのデータをとってしまうと、分析に用いるデータが本来の「潜在的融資先」ではなく、バイアスを持ったものになってしまうためである。具体的には、東京商工リサーチのデータを利用して、(景気変動問題の影響も加味するため)2001~2002年に生存していた企業で05年までにデフォルトしたか否かがわかる2,000社(製造業、卸売業、建設業)を選んだ。

また、分析に用いるスコアリングモデルは、実際に市場で幅広く利用された

図2 利潤曲線



- 注1) スコア順に貸出を行った時の利潤水準を示す。縦軸は利潤、横軸は融資申込先数に占める貸出実施企業（製造業・卸売業・建設業）数の割合。
 注2) 太線がスコアに基づく貸出を行った場合の利潤曲線、細線が仮にスコアリングモデルが完全にデフォルトを正しく予測していた場合の利潤曲線。
 資料) 筆者推計

Moody's KMV による RiskCalc モデル (2001 年末リリース) である。スコアで与信審査を行い、審査を通過した企業に関して、一律同額 (貸出金利は一律 2.7%)、3 年間貸出を実行すると仮定した。

図2では、金融機関の利潤 (生存企業からの利息-デフォルト企業の貸倒れ損失) がどう変化するかを描写した。ここで、潜在的融資先全体のデフォルト率は 5% になるように設定し、スコアの高い (デフォルト確率の低い) 企業から順に貸すと仮定している。鋭い折れ線グラフは、審査が完璧な場合の利潤である。審査が完璧なら、「潜在的融資先」のうち、上位 95% まではすべて生存企業であり、単調に利潤が拡大する。残り 5% はすべてデフォルトするので、一気に損失が進み利潤が減っていく。なお、利潤が最大化する 95% 点の利潤=100 とした。

一方、推計されたスコアに基づいて貸出を行った結果は、太線によって示されている。スコアリング貸出のパフォーマンスを、ピーク時の利潤水準で測ってみると、最大の利潤水準は、完璧なケース対比で約 6 割となっている。これはスコア上位約 75% の企業にまで貸出を実行した場合に実現する。むしろ、完璧なケースに比べれば劣ってはいるものの、けっして悪い結果とはいえない。ちなみに、判断基準を自己資本比率のような単一財務指標にして、同様の方法

で貸出を行う場合と比較すると、スコアリング貸出の利潤は30~50%ほど高い。なお、サンプルバイアスや景気変動の問題なども、さほど影響がなかったと考えられる。

7.2.4 新銀行はなぜ失敗したのか1 ~シミュレーションによる検証~

以上の結果をふまえると、スコアリング貸出の収益性は相当高いということになる。スコアリング貸出をコアに据えた新銀行東京の実情とは大きく異なる結果である。どうしてこのような差が生じたのか。いくつかのシミュレーションから、その原因を探ってみたい。

(i) 新銀行のビジネスモデルのフィージビリティ

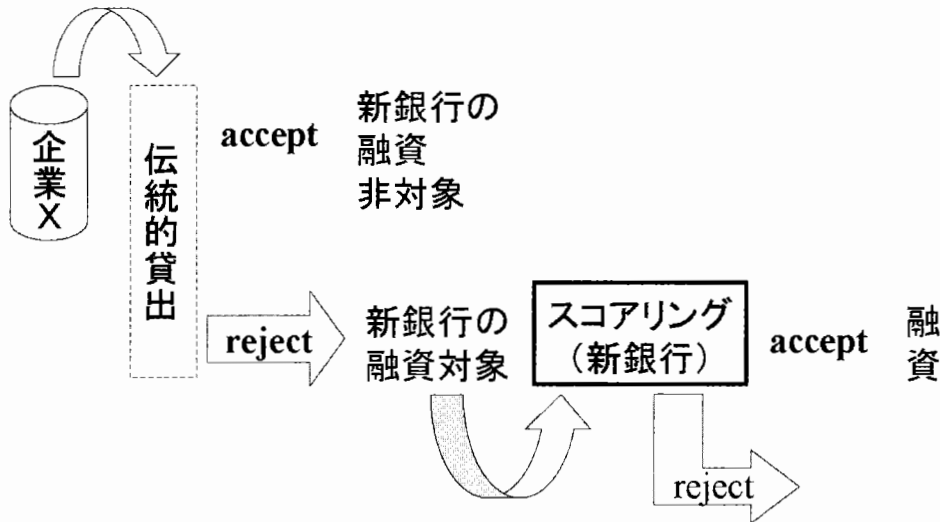
図3は新銀行東京のビジネスを抽象化したものである。新銀行は一般の金融機関が貸出を躊躇するような中小企業に対する貸出を積極的に行うとしていた。単純化すれば、一般の金融機関が貸出を断った先が「新銀行にとっての潜在的融資先」であったといえる。一般の金融機関は、財務情報や入手しやすい定性情報等に加え、長期取引関係のなかから得られる、経営者の資質や事業の将来性等についての情報(簡単に入手しにくい個別企業の定性情報)などを融資判断に用いている。このような伝統的融資判断は、利用情報がリッチであるため、(審査コストは別として)審査の質ではスコアリングに勝ると考えるのが自然である。それにもかかわらず、新銀行はモデルで高いスコアが出れば貸出可能と判断したことになる⁹⁾。

そんなにうまい話があるだろうか。これを確かめるために分析を拡張し、第1段階では一般の伝統的な金融機関が貸出判断を行い、そこで断られた先に対して、第2段階で新銀行がスコアリングモデルで融資判断するケースをシミュレートしてみた。なお、第1段階の審査には、便宜的に他スコアリングモデルのスコアを用いた。

第2段階の利潤に関する結果を示した図4によると、貸出金利を2.7%のままにすると赤字化する一方、新銀行の標準的な貸出金利水準とされる7%の貸出金利だと、十分に正の利潤が実現することがわかる。現実の第1段階審査と

9) 潜在的融資先を無作為抽出で選んでおり、新銀行のように潜在的融資先は絞っていないことになる。これが、結果の差につながっている。

図3 新銀行東京のビジネスモデル

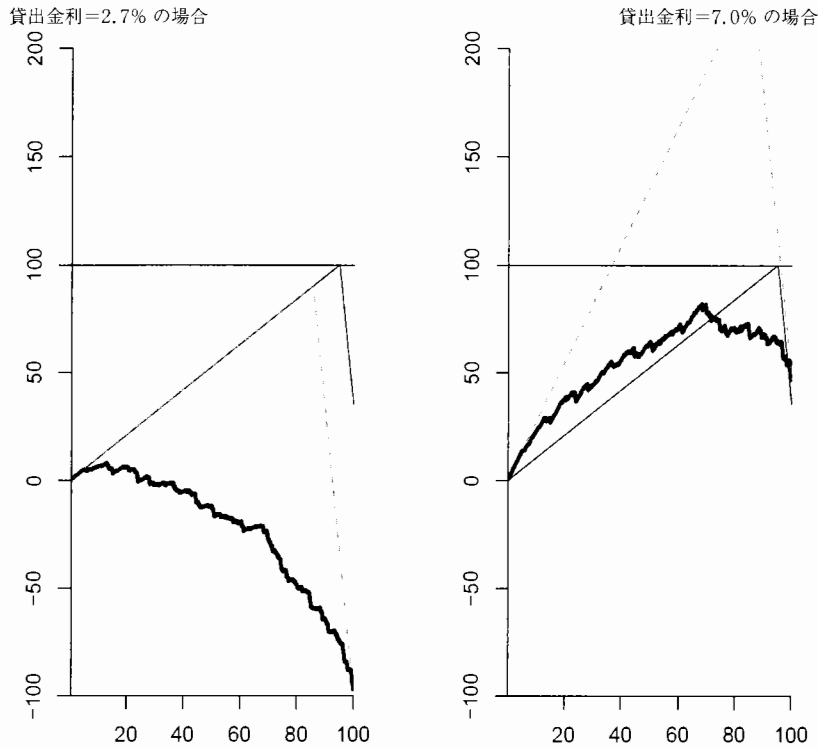


今回の便宜的な第1段階審査の質のギャップを割り引いても、この結果では新銀行の失敗を説明できない。

結局、伝統的審査で貸出できないと判断された先が、スコアリングでは高いスコアを得たというのは、財務データの不適切さ（たとえば粉飾）があったという可能性が極めて高い。

そこで、粉飾を証明するのは非常に難しいが、簡単な検証を行ってみたい。スコアリング実施時点での負債総額に比べて、デフォルト時点での負債総額が極端に大きいならば、それは粉飾または財務諸表から予測できないような事態のシグナルと考えられる。フローのデータに比べれば、相対的に変化の小さいと考えられる負債総額のようなストックのデータの大きな変化は有効なシグナルである。そこで、デフォルトした企業について、「負債比（＝倒産時の負債総額／02年の負債総額）」を計算したところ、生存企業と比較して負債比の中央値は大差ないものの、分布をみるとデフォルト企業の右裾は極めて厚い（つまり、負債比が高い企業が多く観察される）。特に、建設業は他2業種と比較してもはるかに厚い。更に、スコア毎に負債比をみていくと、デフォルト企業のうち、02年の貸出実施時点では明らかに高いスコアをえているにもかかわらず、スコアリング時点の負債とデフォルト時の負債の大幅な格差が観察されるケースが多くみられる（表6）。一概にこれら全てが粉飾だとは言いきれないものの、借入

図4 2段階審査を想定した場合の利潤曲線



- 注1) スコア順に貸出を行った時の利潤水準を示す。縦軸は利潤、横軸は融資申込先数に占める貸出実施企業（製造業・卸売業・建設業）数の割合。図2と縦軸の水準は揃っているので、直接比較が可能である。
- 注2) 太線がスコアに基づく貸出を行った場合の第2段階における利潤曲線、点線は、デフォルト企業が既知な場合の第2段階における利潤。細線は、図2と同じく1段階貸出において、仮にスコアリングモデルが完全にデフォルトを正しく予測していた場合（つまりデフォルトが既知な場合）の利潤曲線。
- 資料) 筆者推計

表6 負債増加率の高い企業のスコア分布

	負債増加率 上位100社中
スコア上位	
10%まで	44社
25%まで	59社
50%まで	78社
75%まで	92社

- 注1) スコア上位とは、デフォルト企業のうち低デフォルト確率の企業のことを指す。
- 注2) スコア分布は全1,000社ベース（10%までなら上位100社）。
- 資料) 筆者推計

当初は負債を過少に申告していた企業が、少なからず存在した可能性が高い。

以上より、財務情報に加えて定性的な情報もあれば、新銀行は相当程度、デフォルト先への貸出を防げたはずだと考えられる。つまり、経営者情報の欠如は、ただでさえ存在する貸手・借手間の情報の非対称性に拍車をかける。中小企業の大半は非上場であり、開示義務も監査の必要性もないため、この問題はなおさら深刻である¹⁰⁾。情報の非対称性の問題ゆえ、新銀行は「提供されたハード情報からは真の信用力の測れない、実際には信用力の低い中小企業（いわゆる“レモン”）」向けの貸出を多数取り扱ってしまったということだろう¹¹⁾。

(ii) 業種別に差のあるスコアリングの精度

実はスコアリングモデルから推計されたデフォルト確率が業種間で同水準であったにも関わらず、実際のデフォルト率には少なからず差が観察される。表7では、業種別に金融機関の利潤を計算している¹²⁾。すると、分析した3業種では、卸売業のパフォーマンスが最もよく、建設業が最も悪いという結果がみられ、その差も無視し得ない。

この問題は、データの蓄積が進めば徐々に改善していくとは思われるが、完全に解決することも難しい問題でもある。スコアリング融資担当者は、過去のデータから見たスコア水準差ならびに景気要因を考慮して、与信判断をすることが必要であったと考えられる。また、新銀行のような中小・地域金融機関の

表7 業種別にみた最大利潤

	利 潤
製造業	61.3
卸売業	66.0
建設業	54.7

注1) スコア順に貸出を行った場合の利潤最大化時の利潤水準（ただし、貸倒れがない場合（つまり生存先にものみ貸出を実行）の利潤を100としている）。

注2) サンプル数は製造業から順に485社、515社、1,000社。

資料) 筆者推計

10) 社会的な損失を考慮すれば、本来、粉飾の罰則を厳しくしてその機会費用を高めるような対策を政府が講じることが望ましい。

11) レモンは外見からでは中身のよしあしがわかりにくいことから、情報の非対称性の問題をレモンの問題とも呼ぶ。

12) 先ほどと同様に、各業種の融資先全体のデフォルト率は5%、融資先1社あたりの貸出額や利息は全企業一律とし、スコアの高い先から（デフォルト確率の低い）順に貸すと仮定。

場合、与信プールに入ってくる貸出に特殊な偏りが生じる可能性が高く、事後的に見ると想定外に実際のデフォルト率が高かったといった事態が発生していた可能性は十分にあったと考えられる。

むすびにかえて

本稿では、新銀行東京の経営実情を概観し、資本を大きく毀損する原因となったスコアリング貸出でいったい何が発生してきたのかを分析してきた。

本稿ではあくまで定量的に確認のできるスコアリング貸出の原因について言及してきたが、実際にはそれだけではなく、様々な原因が複合的に新銀行の経営を行き詰まらせたものと考えられる。そこで最後に、定量的に証明することは難しいものの、スコアリング貸出において発生していたとされるいくつかの論点を紹介したい。必ずしも新銀行に限った話ではないが、新銀行に関しても、同様の問題が発生していた可能性は高いと思われる。

第1に、審査・モニタリングの質の問題である。先述の通り、日本のスコアリングモデルでは、企業オーナーの信用情報が殆ど組み込まれていない。だが、米国のスコアリングモデルの多くでは、企業オーナーの信用情報が定量化されて活用されている。その米国ですら、7割以上の金融機関が、スコアのみを頼ることなく融資判断を行い、個人保証の有無なども有力な判断材料としているという¹³⁾。日本では、企業オーナーの信用情報を使うことは容易ではなく、(オーナー面談などを通じて)ソフト情報として扱うケースが大多数である¹⁴⁾。スコアリング貸出がいかに高度化した手法だと言っても、利用できる情報が限定されるため、利用に際しては様々な工夫が必要である。オーナー面談、融資先訪問、財務データのチェックといった人的な手間をかけて、ソフト情動的な要素を活用(いわゆる金融の情報生産)する必要があったが、新銀行はそれを怠っていたと考えられるような実情が多々あったとされる。実際、国会議員の秘書(当時)が都議を通じて口利きをした融資では、粉飾された決算書を使って新銀行から融資を引き出したとの新聞報道もある¹⁵⁾。

13) 米中小企業庁資料(Cowan and Cowan(2006))による。

14) 一部の邦銀も、個人信用情報機関の情報を利用し始めている。

15) 読売新聞2008年10月18日による。

第2に、credit doctors 問題と呼ばれる問題である。本来、モデルの透明性は確保されるべきであるが、スコアリング貸出に限っては透明性がやっかいな問題を引き起こす可能性がある。粉飾の問題とも関連するが、悪意ある借手またはその借手へのアドバイザー (credit doctors) がモデルに関する情報を悪用し、よいスコアの出るような粉飾を行うおそれがあるためである。米 *Business Week* 誌ではこのような行為を (住宅ローン審査についてはあるが) 特集記事のなかで具体的に紹介しており、日本でもそのようなケースは少なからずあることが報告されている¹⁶⁾。

逆に、スコアリング融資担当者はスコアリングモデルの統計的なプロパティまで、十分に理解していなかったケースもあると言われる。基本的な計量経済学的な知識、たとえばスコアリングに用いられる質的選択モデルの特徴やモデル構築の基本的な方法論 (データ選択の方法やモデルの精度に関する検定方法など) を知らなければ、スコアの意味するところやその限界を理解できない。だが、実情は単なる「スコア製造器」としてモデルを利用するケースが多くあったといわれている。

第3に、金融機関の経営サイドは、融資担当者がモデルを悪用しないようなインセンティブ付けをきちんと出来ていなかった可能性が指摘できる。スコアリング貸出のパフォーマンスは、どの程度信用コストを低く抑えたのか、といった中長期的な視点から評価されるべきである。しかし、目先の貸出規模の拡大を目標に据え、短期的な成果主義による評価をした結果、融資担当者がモデルに投入するデータを改ざんしたりするケースすらあったと言われている。

2008年12月現在、新銀行は当初の設立趣旨から大きく離脱し、東京都に關係する事業と連携する形でのビジネスなどによって活路を見いだそうとしている。しかし、現在のサービスは、都の出資する金融機関でなければできないものではなく、一般の民間金融機関に委託することのできるサービスである。これ以上の都民負担による延命策を避け、大胆な政治判断をすることが必要であろう。

(なんり・こういちろう 日本経済研究センター研究生)

(ひらた・ひであき 法政大学経営学部准教授)

16) Foust and Pressman (2008) 参照。日本に於ける事例は、小山 (2008) 参照。

【参考文献¹⁷⁾】

- 小山 守 (2008) 「焦げ付く「無担保融資」の惨状」『金融ビジネス』2008年春号
- 蓮見 亮・平田英明 (2008) 「クレジット・スコアリングと金融機関経営」日本経済研究センター Discussion Paper 116
- 南里光一郎・平田英明・深尾光洋 (2008) 「変局を迎える銀行経営」『日本金融研究』19
- Cowan, C. D. and Cowan, A. M. (2006) “A Survey Based Assessment of Financial Institution Use of Credit Scoring for Small Business Lending.” unpublished paper, US Small Business Administration, Office of Advocacy.
- Crook, J. and Banasik, J. (2004) “Does Reject Inference Really Improve the Performance of Application Scoring Models?” *Journal of Banking & Finance*, April 2004, 28 (4), 857-874.
- Foust, D. and Pressman, A. (2008) “Credit Scores: Not-So-Magic Numbers.” *Business Week*, February 18, 2008.

17) より詳細な参考文献については、蓮見・平田(2008)を参照されたい。

「高垣文庫貴重書目録 一補遺一」の訂正

平成20年11月に当経済研究所が刊行した標記の目録について、以下の箇所に誤りがありました。下記の通り訂正をお願いします。

記

該当箇所	誤	正
8頁 図書番号 1059 1行目	Éude	Ètude
27頁 図書番号 1219 8行目	laissès	laissés
9行目	Mèlanges	Mélanges
10行目	d'èconomie	d'économie
12行目	raisonnèe	raisonnée
〃	l'èconomie	l'économie
13行目	continuèe	continué

研究所だより

◆会議

運営委員会

平成20年度

- 第1回 平成20年5月15日(木)
- 第2回 平成20年10月23日(木)
- 第3回 平成21年2月23日(月)

おける住宅金融の変容と
課題—イノベーションの
急速な展開と混乱]
(本号に『グローバルに
おける住宅金融の急展開
と混乱』として掲載)

所員会議

平成20年度

- 第1回 平成20年4月22日(火)
- 第2回 平成20年10月21日(火)
- 第3回 平成21年2月20日(金)
- 第4回 平成21年2月23日(月)

第66回

日時 平成20年10月18日(土)

<第1部>

講演者 鹿野嘉昭氏(同志社大学
経済学部教授)

演題 「中小企業の経営財務の
実際」

(本号に『2003年以降に
おける中小企業の経営財
務面での動きをめぐって
—CRDの分析結果から
—』として掲載)

企画委員会

平成20年度

- 第1回 平成20年4月22日(火)
- 第2回 平成20年6月17日(火)
- 第3回 平成20年10月2日(木)
- 第4回 平成21年1月27日(火)

<第2部>

講演者 寺西重郎氏(日本大学商
学部教授)

演題 「明治大正期における投
資家社会」

(本号に『明治大正の投
資家社会』として掲載)

◆研究報告会

第65回

日時 平成20年6月14日(土)

<第1部>

講演者 吉田悦章氏(国際協力銀
行金融業務部調査役)

演題 「イスラム金融—国際金
融界の新潮流」
(本号に掲載)

<第2部>

講演者 内田真人氏(本学社会イ
ノベーション学部教授)

演題 「グローバル金融市場に

◆ミニ・シンポジウム

第1回

日時 平成20年7月10日(木)

発表者 平田英明氏(法政大学経
営学部准教授)

題目 「スコアリング貸出の数
量分析」

(本号に南里光一郎氏(日本経済研究センター研究生), 平田英明氏共著として『スコアリング貸出の課題—新銀行東京を例に』として掲載)

小平 裕著 (所員)
「経営者報酬と企業の行動目的」
(経済研究所研究報告 No 51)

第2回

日 時 平成20年7月14日 (月)
発表者 大岡聡氏 (日本大学法学部准教授)
題 目 「昭和戦前期地方都市の百貨店とモダニズム」

第3回

日 時 平成20年12月11日 (木)
発表者 小藤康夫氏 (専修大学商学部教授)
題 目 「大学経営の本質と財務分析」

第4回

日 時 平成21年1月20日 (火)
発表者 深澤敦氏 (立命館大学産業社会学部教授)
題 目 「第一次大戦後の家族手当金庫と都市労働者～パリ地域を中心として」

◆刊行物

長期プロジェクト報告として以下の書物を刊行した。

小藤康夫著 (専修大学商学部教授)
「大学経営の構造と機能」
(経済研究所研究報告 No 50)

〔組 織〕						(平成21年4月1日現在)	
所主	長事	明内	石田	茂真	生人	経済学部教授	社会イノベーション学部教授
運営委員		明内	石田	茂真	生人	所主	長事
		明内	石田	茂真	生人	経済学部	長
		浅上	井野	良英	夫二	文芸学部	長
		田篠	嶋原	信光	雄伸	法学部	長
		佐村	藤本	光文	夫孜	社会イノベーション学部	長
						所	員
所員		相明	原石	茂良	章生	経済学部准教授	
		浅安	井達	良栄	生夫	経済学部教授	
		伊岩	地知	寛尚	司博	経済学部教授	
		岩上	崎杉	富晋	人之	法学部教授	
		上上	田田	真	之一	文芸学部教授	
		内大	津森	弘	人武	経済学部准教授	
		大小	平藤	昭文	喜裕	経済学部教授	
		小齐	藤原	光一	夫伸	経済学部教授	
		佐篠	山本	義	雄行	法学部教授	
		新杉	立塚	英公	敦登	社会イノベーション学部教授	
		立塚	手花	清伸	人一大	経済学部教授	
		塚手	林平	圭裕	寛子	文芸学部教授	
		花林	福堀	裕	志孜	社会イノベーション学部教授	
		平福	堀村		孜臣	社会イノベーション学部教授	
		堀村	村山		子二	経済学部教授	
		村山	山口			経済学部准教授	
		山油	重井			経済学部教授	

客員所員	花 枝 英 樹	一橋大学大学院商学研究科教授
	吉 川 卓 也	中村学園大学流通科学部准教授
	角 田 俊 男	武蔵大学人文学部教授
研 究 員	福 島 章 雄	本学大学院経済学研究科博士課程後期修了
	小 松 啓 一 郎	ジェトロ・ロンドン・センター上級研究員
	佐 々 木 覚 亮	東北大学大学院経済学研究科博士課程後期修了
	都 留 信 行	本学大学院経済学研究科博士課程後期修了
	峯 岸 信 哉	本学大学院経済学研究科博士課程後期修了
	柿 原 智 弘	本学大学院経済学研究科博士課程後期修了
事 務	川 井 田 淳 子	
	對 崎 尚 子	

前 号 目 次

経済研究所創立20周年記念号

研 究 報 告

- 世界の中の日本，歴史の中の日本……………伊 丹 敬 之…… 5
わが国における金融経済学的发展 ……………岡 田 清…… 31
—高垣寅次郎先生の事績—
Effectiveness of Credit Guarantees in the Japanese Loan Market
……………Ichiro Uesugi…… 47
Koji Sakai
and Guy M. Yamashiro
「都市空間論」の射程 ……………大 森 弘 喜…… 77

シンポジウム ……………115

イノベーション・システムの進化とそのガバナンス

- 趣旨説明……………伊地知 寛 博……116
知的財産権制度の展開とイノベーション……………小田切 宏 之……120
イノベーションの質的变化と
新たなガバナンスシステムの模索……………元 橋 一 之……130
アジアにおけるグローバル・イノベーション……………角 南 篤……144
ガバナンスの構築に向けて
討論……………153

編 集 後 記

成城大学経済研究所年報第22号が刊行のはこびとなった。昨年度は2回の講演会と4回のミニシンポジウムが開催された。5月の講演会では、国際協力銀行吉田悦章氏と内田がイスラム金融，米国住宅ローン問題という国際金融のホットイシューを扱った。また，10月には中小企業の経営財務の実際について鹿野嘉昭先生に，明治大正期における投資家社会について寺西重郎先生に興味深いお話をしていただいた。このほか，11月にフランス銀行ノワイエ総裁が“The euro at ten”と題して特別講演会を開催したが，全国から270名の方々に参加頂き，活発な質問応答が続くなど盛況の内に終了した。当年報は講演内容を改めて論文の形で起こした成果とミニシンポジウムの平田先生の研究報告を掲載したものである。お忙しい中，ご協力を頂いた先生方に改めてお礼を申し上げたい。

2009年度は明石新研究所長の下でのスタートとなる。「都市と経済・社会変動——その歴史的・理論的研究」，「ガバナンス研究」の2つのプロジェクトで優れた研究成果を挙げ，研究所の様々な活動をより一層盛り上げていくために，所員を含め関係者の方々の一層のご協力をお願いしたい。
(内田記)

「経済研究所年報」刊行一覧

号数	執筆者	タイトル	発行年月
1	堀家文吉郎 中村 英雄 村本 孜 高垣文庫貴重書目録—追加 No 1—	ソントンの周辺 ジョン・ローの「墓碑銘」といわれるものについて 高垣経済学の一端	1988. 3
2	堀家文吉郎 麻島 昭一 片木 進 浅井 良夫	貨幣数量説とデビット・ヒューム 日本の金融制度再編——分業主義のゆくえ—— 決済ネットワーク発展の動向とリスク 占領期の金融制度改革と独占禁止政策	1989. 3
3	津田 内匠 長谷川輝夫 井田 進也 宮崎 洋	フランス革命と産業主義 18世紀フランスにおける民衆と活字本 憲法か革命か——明治前期日本人の見たフランス革命—— 18世紀のフランスにおける旅について	1990. 4
4	島村 高嘉 清水 啓典 金井 雄一 伊東 政吉 座談会	中央銀行の政策思想 情報化社会と日本の金融制度 イギリスにおける金融政策の形成と展開 アメリカにおける金融制度改革 ——金融政策との関連を中心として—— 高垣寅次郎博士を偲ぶ	1991. 4
5	岩武 照彦 松田 博 仁保 義男 シンポジウム インタビュー	『近代中国通貨統一史——十五年戦争における通貨闘争』 について 京都大学経済学部所蔵貴重書——その整理のこま—— 防衛支出の最適水準についての考察（セミナー報告） 金融制度改革 （原司郎・楠本博・高木仁・西條正弘・村本孜） 『世界各国の金融制度』の思い出（大月 高）	1992. 4
6	江口 英一 伊藤 正直 大田 弘子 両角 和夫 釜江 廣志	金融政策の中立性と中央銀行の独立性 ——中央銀行の役割と在り方—— フロート制移行期のわが国為替政策をめぐって 保険制度の改革について ——保険審議会答申をめぐって—— 現代農業金融問題と発生の背景 日本の国債市場と金利の期間構造	1993. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月
6		長期プロジェクト研究報告 世界貿易の進展と構造変化：中間報告 (明石茂生) わが国金融・資本市場の制度改革：中間報告 (花枝英樹) 協同組織金融機関の制度改革の方向 ——東京都の地域信用組合の規模の経済性—— (村本 孜)	1993. 4
		ミニ・シンポジウム TSLの金融市場への影響に関する理論分析 (北川 浩) 政策金融と中小企業の設備投資 (三井 清) 情報の非対称性と資本市場の理論 (展望) (久保俊郎)	
		高垣文庫貴重書目録 ——追加 No 2——	
7	藪下 史郎 橋本 一夫 石野 典 立脇 和夫 原田 泰 シンポジウム 書 評	日本の銀行制度の安全性：歴史的展望 『信用金庫40年史』をめぐって ——協同組織金融機関の法制化にみる社会政策的側面—— 金融システムの安定性 ——1980年代後半以降の日本の金融経済との関連で—— 明治政府と英国東洋銀行 ——付「国立銀行条例」をめぐる疑問点—— バブルと金融政策 ——マネーサプライは外生である—— 保険の制度改革 (花輪俊哉・前川 寛・刀禰俊雄・村本 孜) 峰本暁子著『国際金融システムの変革 1797～1988』 近代文芸社 1993年 (立脇和夫)	1994. 4
8	花輪 俊哉 高木 仁 福光 寛 刈屋 武昭 村本 孜 小平 裕 ミニ・シンポジウム	銀行の将来 アメリカ銀行業は衰退産業か？ ナローバンク論とコアバンク論 オプション理論の考え方と応用可能性 金融デリバティブと地域金融機関 わが国の公的年金制度の動学的応用一般均衡分析 金融派生商品の現状 (北島英夫) デリバティブの位相 (阿部重夫) 最近のデリバティブの動向について (中島敬雄) 金融デリバティブについて——金利スワップの プライシング・ヘッジを中心に (高橋豊治)	1995. 4
		金融学会1994年春季大会記事	
9	黒川 和美	行政改革のシナリオと地方分権	1996. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月		
9	伊藤 修	メインバンク制および日本型金融システムの発展と展望	1996. 4		
	森田 哲彌	外貨換算と原価主義会計			
	米澤 康博	派生取引の機能と現物市場へ与える効果			
	小谷 融	外貨建取引等会計処理基準の改訂について			
	高橋 一	金利の期間構造決定モデル (II)			
	石川 欽也	『金融仲介機能の新たな展開への対応』(1995年5月)について ——デリバティブ取引への対応——			
	浅井 良夫	追悼の辞 中村先生の思い出			
10	大塚 宗春	金融機関のトレーディング勘定への時価評価の導入について	1997. 4		
	大西 又裕	企業年金会計の検討課題と方向性について			
	霧見 誠良	アジアの金融制度改革—マレーシアとインド—			
	那須 正彦	実務家ケインズとその経済学—中公新書版『実務家ケインズ』に即して—			
	小平 裕	企業の組織と非効率性			
11	岡田 清	取引費用経済学の系譜	1998. 4		
	神田 秀樹	セキュライゼーションの現状と課題			
	篠原三代平	東アジア経済のダイナミズムを考える			
	高野 義樹	住宅金融システムと債権の流動化			
	小山 明宏	ドイツ証券市場の問題と展望			
	シンポジウム	日本経済の構造変化と金融システム改革 問題提起 (寺西重郎) 金融システムの国際比較と日本版 ビッグ・バン (黒田晁生) 証券市場からみた金融ビッグ・バン (米澤康博) 金融技術革新の潮流 —リテール金融との関連で— (村本 孜) 情報化と金融システム改革 (池尾和人) 討論			
	12	石 弘光		二元的所得税論について —利子・譲渡益をいかに課税すべきか—	1999. 4
		井堀 利宏		財政構造改革のゆくえ	
		林 健久		地方財政と経済政策・景気政策	
		吹春 俊隆		Newton 法による一般均衡解の計算	
花枝 英樹		資産証券化の経済分析			

号数	執筆者	タイトル	発行年月
	吉川 卓也	財務データからみたわが国企業の資産調達の特徴 および企業規模別借入金利の計測	
13	田中 素香	EU 通貨統合と国民経済 ——グローバル化への対応を中心に——	2000. 4
	内田 真人	欧州通貨統合と金融政策 ——統合後1年の課題と展望を中心に——	
	田中 俊郎	EU 統合の現状と展望 ——拡大と深化の視点から——	
	西沢 保	救貧法から福祉国家へ ——世紀転換期の貧困・失業問題と経済学者・官僚——	
	秋元 英一	アーヴィング・フィッシャーとニューディール	
	明石 茂生	ケインズ『一般理論』再読—失いし世界	
14	小川 英治	通貨バスケット制導入の効果と障害	2001. 4
	原田 泰	統合は平和と繁栄をもたらすか ——経済統合とアジア——	
	根本 忠宣	欧州における金融システムの多様性と統合の影響	
	原 洋之介	世界史のなかのアジア経済 ——グローバリズムと地域性の経済学——	
	斎藤 純一	社会国家と統治の変容	
15	後藤 晃	日本のナショナル・イノベーション・システムと その改革	2002. 4
	島野 卓爾	欧州中央銀行 (ECB) のインフレーション・ターゲティング	
	長谷川公敏	日本経済はなぜ回復しないのか	
	宮川 公男	挑戦を受ける21世紀の資本主義文明	
	高月 昭年	日米銀行法制の違いと法律の沈黙	
16	首藤 惠	金融危機後のアジア資本市場の再構築	2003. 4
	堀内 昭義	第二次大戦後の金融システムの機能を評価する ——銀行経営ガバナンスの視点——	
	楠本くに代	「金融商品の販売等に関する法律」(「金融商品販売法」) 施行後の金融消費者保護の実態と取組むべき緊急 の課題——英国「2000金融サービス・市場法」と法施 行後の FSA の取り組みを参考に——	
	田尻 嗣夫	郵便預金・簡易生命保険の資金運用と欧米運用機関の教訓	
	村本 孜	グローバル化と効率・公平 ——展望と金融排除——	

号数	執筆者	タイトル	発行年月
17	藤田 誠一	グローバル化とユーロ登場の意味	2004. 4
	浅沼 信爾	アジアの経済発展とグローバル化	
	斎藤 聖美	ベンチャーで日本を活性化する	
	平尾 光司	アメリカにおけるベンチャーキャピタルの発展過程	
	江夏 由樹	中国東北地域の土地をめぐる中国と日本	
18	小野 有人	アジア域内における「最後の貸し手」の意義と課題 ——国際金融機関による政策競争の観点から——	2005. 4
	石山 嘉英	国際資本移動の増大と為替レート制度の選択	
	駒村 康平	21世紀型の社会保障制度を求めて ——2025年を視野に入れた改革——	
	石 弘光	少子・高齢社会における税・社会保障制度負担のあり方	
	佐藤 宏	現代中国における国家と農民 ——税制改革と所得分配——	
19	日向野幹也	小口金融における実店舗と「動線」の役割 ——日米英独の経験——	2006. 4
	岩田 健治	EU（欧州連合）の新しい金融サービス政策	
	矢野 誠	M&A 市場とその質	
	高橋 伸子	金融経済教育の現状と課題 ——金融消費者、個人投資家は育つか——	
	瀧澤 弘和	比較制度分析：枠組みと最近の展開	
20	相原 章	コンピテンシーに基づく HRM の動向	2007. 4
	和田 一夫	年産200万台を超える T 型車をフォード社はどのよ うに達成したか？ ——フォード社の生産システム再検討——	
	栗原 裕	量的緩和策の評価と課題	
	十川 廣國	企業と市場・社会—CSR の意義を考える—	
	池本 正純	企業家論の視点とコーポレートガバナンス	
21	堀内 圭子	浮世絵を生かしたまちづくり ——小布施町の北斎と墨田区の北斎——	2008. 4
	経済研究所創立20周年記念		
	伊丹 敬之	世界の中の日本、歴史の中の日本	
	岡田 清	わが国における金融経済学の発展 ——高垣寅次郎先生の事績——	
	Ichiro Uesugi	Effectiveness of Credit Guarantees in the Japanese Loan Market and Guy M. Yamashiro	

号数	執筆者	タイトル	発行年月
	大森 弘喜 シンポジウム	「都市空間論」の射程 イノベーション・システムの進化とそのガバナンス 趣旨説明 (伊地知寛博) 知的財産権制度の展開とイノベーション (小田切宏之) イノベーションの質的变化と新たな ガバナンスシステムの模索 (元橋 一之) アジアにおけるグローバル・イノベーション・ ガバナンスの構築にむけて (角南 篤) 討論	

「研究報告」(グリーン・ペーパー) 刊行一覧

1	花枝 英樹	自己株式取得と企業財務	1994. 1
2	明石 茂生	世界貿易の進展と構造変化：1861-1991	1994. 1
3	村本 孜	協同組織金融機関の健全経営の一考察 ——労働金庫の自己資本の充実——	1994. 6
4	村本 孜	生命保険会社の競争力について ——銀行業務兼営を考慮した規模・範囲の経済性——	1994. 6
5	吉川 卓也 小平 裕	生命保険需要の特性分析 ——簡易保険と民間生命保険——	1995. 3
6	明石 茂生	国際収支と構造変化：1881-1991	1995. 3
7	花枝 英樹	なぜ企業は財務リスク管理を行うのか	1995. 3
8	村本 孜	協同組織金融機関の合併の一考察 ——労働金庫の規模の経済性の計測——	1996. 3
9	山口 一臣	アメリカ食品企業の環境戦略 ——マクドナルド社、スターキスト社 (ハインツ子会社)の事例を中心として——	1996. 6
10	小平 裕	金融機関のX非効率性の計測	1997. 2
11	浅井 良夫	経済安定本部調査課と大来佐武郎	1997. 3
12	海保 英孝	フイージビリティ・スタディの諸問題	1997. 3
13	手塚 公登	企業の資本構成と取引コストの理論	1997. 3
14	山田 稔	建設業労働者の賃金・賞与・退職金・年金 ——労務管理論的考察——	1997.11
15	池田 和宏	J. S. ミル国防論に関する一考察 ——1860年におけるアイルランド植民地との関連で——	1998. 1
16	立川 潔	J. S. ミルのリベラリズム批判 ——社会再生における権威の必要性の認識——	1998. 3

号数	執筆者	タイトル	発行年月
17	海保 英孝	業績の悪化と回復の作用機序について ——その論点とインプリケーション——	1998. 3
18	村本 孜	家計貯蓄率の将来推計	1998. 3
19	岩崎 尚人 神田 良	企業間ネットワーク構築による戦略的革新の実現 ——中小トラック企業のケースから——	1998. 3
20	吉川 卓也	日本の個人金融資産需要の特性	1998. 3
21	福光 寛	資産担保証券の財務的意義について	1999. 3
22	角田 俊男	ヒュームの情念論と判断力 ——『人間本性論』をとおして——	1999. 3
23	花枝 英樹 吉川 卓也	資本構成問題の再検討	1999. 6
24	村本 孜	金融システムの国際比較分析 ——市場統合・通貨統合のもたらすもの——	2000. 3
25	浅井 良夫	「新長期経済計画」と高度成長初期の経済・産業政策	2000. 3
26	篠原 光伸	デリバティブとヘッジの会計 ——国際会計基準設定までの推移と今後——	2000. 3
27	塚原 英敦	Empirical Copulas and Some Applications	2000.12
28	山重 芳子	An 'Austrian' Model of Environment and Trade	2001. 1
29	手塚 公登	企業特殊的人的投資とアウトプットの最大化	2001. 3
30	井上 正 立川 潔	若き S. T. コウルリッジの急進主義思想（上） ——1795年プリストル道徳政治講演の啓示宗教的基礎——	2001. 3
31	福光 寛	公社債投資信託の元本割れをめぐって	2002. 3
32	角田 俊男	周縁にとっての主権と商業 ——ブリテン、ヨーロッパの 公共空間を開くヒューム哲学——	2002. 3
33	福島 章雄	経済・市場統合の展開 ——NAFTA の成立とメキシコの通貨危機——	2002. 3
34	小平 裕	Mathematica によるミクロ経済学	2002. 3
35	Gordon de Brouwer	The IMF and East Asia : A Changing Regional Financial Architecture	2003. 3
36	手塚 公登 浅野 義	年金民営化と「スイッチング」問題	2003. 3
37	福島 章雄 峯岸 信哉 村本 孜	経済統合の類型と金融システム・金融政策	2003. 3
38	明石 茂生	「前近代」世界システム：形成と変容	2004. 3
39	山村 延郎 松田 岳	米独の預金保護制度の比較分析 ——破綻処理と規律付けを中心に——	2004. 3
40	村本 孜	アメリカの地域金融促進政策—CRA の問題—	2004. 3

号数	執筆者	タイトル	発行年月
41	小平 裕 佐々木覚亮	わが国の社会会計行列の作成	2004. 5
42	浅井 良夫	IMF 8 条国移行と貿易・為替自由化 (上) —IMF と日本：1952～64年—	2005. 3
43	大森 弘喜	近代フランスにおける労使関係とディリジスム	2006. 3
44	上田 晋一	二酸化炭素排出枠の公正価値会計： IFRIC 第3号の検討	2006. 3
45	岩崎 尚人 海保 英孝 相原 章 福田 和久 都留 信行	中堅・中小企業の ステイクホルダー・マネジメントの研究	2006. 5
46	浅井 良夫	IMF 8 条国移行と貿易・為替自由化 (下) ——IMF と日本1952～64年——	2007. 3
47	福光 寛	証券化の功罪：サブプライム問題を振り返る	2007.10
48	沼尻 晃伸	戦間期・戦時期日本における方面委員論に関する —考察—都市社会事業と「公」・「公共」—	2008. 3
49	西久保浩二	福利厚生制度の現状と課題	2008. 3
50	小藤 康夫	大学経営の構造と機能	2009. 2
51	小平 裕	経営者報酬と企業の行動目的	2009. 3

「モノグラフ」刊行一覧

1	村本 孜	制度改革とリテール金融 (平成6年 中小企業研究奨励賞を受賞) (平成9年 生活経済学会賞を受賞)	1994. 3
2	白鳥庄之助 村本 孜 花枝 英樹 明石 茂生 (共著)	金融デリバティブの研究 ——スワップを中心に——	1996. 3
3	村本 孜 (編著)	グローバリゼーションと地域経済統合	2004. 3

* バックナンバーをご希望の方は、当研究所までご連絡下さい。

問い合わせ先：成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

TEL：03-3482-9185, 9187

FAX：03-3482-7851

e-mail：keiken@seijo.ac.jp

成城大学 経済研究所年報 第22号

平成21年4月10日 印刷

平成21年4月20日 発行

非売品

発行責任者 明 石 茂 生

発行 成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電話 03 (3482) 9187 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社

THE ANNUAL BULLETIN
of
The Institute for Economic Studies

No. 22

April 2009

CONTENTS

Preface	1
Articles	
The Structure of Investor Circle in Meiji-Taisho JapanJuro TERANISHI.....	5
Recent Development of the Profitability in the Japanese Small Businesses: An Analysis of CRD	Yoshiaki SHIKANO..... 53
Islamic Finance: A Global Trend	Etuaki YOSHIDA..... 77
Rapid Growth and Turmoil in Global Housing Finance	Mahito UCHIDA..... 89
Japanese Scoring Lending – Lessons from the Shinginko Tokyo Bank	Koichiro NANRI Hideaki HIRATA.....109
Communications	129

The Institute for Economic Studies
Seijo University