

野 田 正 徳

『日本証券市場成立史』

——明治期の鉄道と株式会社金融——

有斐閣 1980.4 375 ページ

本書はその副題に示されているとおり、明治期の「鉄道会社金融」を中心とする、「鉄道株時代」の証券市場の歴史的分析であり、著者が永年にわたって大学の機関誌に発表されてきた研究論文を加筆・訂正し、体系的に整理されたものである。

内容は、第1は株式取引所設立以前の公債市場の成立、その発展が生みだした自然発生的な「公債取引所」の構造と役割、第2は鉄道国有化にいたるまでの鉄道会社の発展、その資本の集中と蓄積の機構、第3は鉄道会社金融の展開との関連で重要な役割を果たした普通銀行の株式担保金融の意義、第4は鉄道株を中心とする株式流通市場の性格とその取引構造、さらに最後に鉄道国有化にともなう証券市場の構造変化、第2次大戦前の証券市場

を特徴づける「当所株投機」の必然性とその歴史性、についての分析・解明である。なかでも重点は、鉄道会社に代表される明治期の株式会社金融、その支柱となった銀行信用と証券市場のメカニズムの分析におかれている。

周知のようにわが国証券市場史の研究は久しく空白のまま残されてきた。戦前期の証券市場についての数少ない本格的な研究としては志村嘉一『日本資本市場分析』あるいは伊牟田敏充『明治期株式会社分析序説』などがあるが、前者は第1次大戦期以降を対象としたものであり、後者は株式会社分析を中心としたものであり、また必ずしも体系化されていない。野田氏はこの未開拓な分野である明治期の証券市場に正面から取組み、その形成発展の過程を丹念な史料の収集・整理を基礎にして克明に分析されており、本書がこの分野での先駆的業績であり、近年における出色の労作であることは誰もが認めるところである。

この分野の研究が遅れた理由の1つは、野田氏も指摘されているように証券市場研究が主として証券流通の技術的制度的側面を対象とする取引所論の視角からされ、歴史的研究も取引制度の変遷や投機抑制などをめぐる取引所政策の展開を主とした狭いものにとどまっていたことにあるが、そのより基礎的な理由は戦前の証券市場がそのトータルな評価としていえば、一方での財閥本社による関係会社株式の排他的所有と他方での貨幣資本蓄積の低位によってほんらいの資本調達の場合あるいは資本転換の場として必ずしも十分に機能せず、そのため証券市場の科学的研究の育つ基盤そのものを欠く状態にあったことによる。この事情は第2次大戦後大きく変化し、証券市場研究は新しい発展をとげる。野田氏はこの新しい研究の展開をふまえたうえであらためて戦前期とりわけ明治期の証券市場の形成発展をあとづけられているのである。

豊富な内容をもった本書を限られた紙幅で紹介することには無理があるが、以下必要なかぎりでも簡単にその要点を辿ってみよう。まずは「公社債市場の展開と株式取引所の成立過程」である(第1章)。ほんらいの擬制資本の市場としてのわが国証券市場の起源は明治初年の公債市場にもとめられる。新・旧公債の交付をうけた旧藩の債権者・豪商等の経済的没落、秩禄公債の交付をうけた家禄奉還者達の生活困窮などから、これら公債の売却がはじまり、小両替商の店頭取引をつうじて商工業者・地主・銀行等へ集中していくことになるが、1876(明9)年の国立銀行条例改正を機に(国立銀行による紙幣発行の抵当として大蔵省に納める公債の大量買入れ)その取引

は一層活発化し、そこから両替商間の投機的な仲間取引→集団取引のかたちで自然発生的な「公債取引所」が生まれてくる。このうち、「横浜組」とよばれるものが、78年の株式取引所条例の推進母体となり、東京・大阪両取引所が設立されることになる。自然発生的な市場の法的組織化である。開所当時上場されたのは公債だけであり(のち株式の上場をみるがその売買高が公債のそれを上回るのは86年以降、鉄道・紡績などの株式会社企業設立を中心とする「企業勃興期」から)、取引所では期日以前の転売・買戻しによる差金決済を認めた3ヶ月限月の定期取引が主要な売買方法とされたが、この投機取引を中心として形成された取引所価格は場外市場における現物売買の一般的指標となり価格の全国的な平準化、公債売買の円滑化に重要な役割を果たしたことが明らかにされている。この取引所設立前後をふくめて、公債の多くは少数の銀行・商人・地主等の手に集中され、それは信用制度の安定化(明15年、日本銀行設立等)とともに巨額の値上り益をもたらし、彼らのブルジョア化と他方での旧土族等の階層分化、下級土族のプロレタリア化を促進し、まさに本源的蓄積の仕上げの役割を果たすわけである。

さて、当初国立銀行の形態で導入された株式会社制度はそのごしだいに主要な産業部門に普及発展していく。1881(明14)年の日本鉄道にはじまる鉄道会社の発展、82(明15)年の大阪紡績にはじまる紡績会社の発展である。それとともに公債中心の証券市場は株式中心の市場へと発展するわけであるが、野田氏はそこでの最も重要な鍵として「鉄道会社金融の成立」をとりあげられる(第2・3章)。わが国鉄道会社の発展は、日本鉄道の設立以降86~89年の第1次鉄道熱、日清戦争後に本格化する第2次鉄道熱、さらに1906年の南満鉄道の設立をめぐる第3次鉄道熱へと展開するが、野田氏はこの第1次~第2次鉄道熱の時期を日本における鉄道会社金融(=鉄道会社の株式発行ならびに社債発行による資本集中)の成立期として、日本証券市場成立期と重ね合わせてとらえ、詳細な分析を加えられている。社会的資本蓄積の乏しい明治期に、鉄道会社が巨額の資本調達を株式会社制度の資本集中機能をつうじて実現していくうえで必要とされた高額面株の発行、分割払込制、株主割当増資など特殊日本的な条件・形態とそれが定着してくる過程が仔細に明らかにされている。なお、とくに発行市場の成立について、これまで引受機構の整備の如何が重視されてきたのにたいし、野田氏はより機能的に「決定的なのは株式の発行が収益計算を基礎に自由な市場関係の

もとで行なわれるかどうかである」とされ、その意味で初期の「威権を以って徴収する」日本鉄道や東北鉄道にみられる募集・発行は発行市場の形成とはいえず鉄道株発行市場は86年以降、第1次鉄道熱とともに展開することを強調されている。この時期に投機的な株式熱を利用しながら自由な市場関係の下で大量の公募が行なわれ、政商・新興産業資本家・大地主・銀行・華族等の資本のほかにも多数の中間階層の小額の貨幣資本をも動員したことが重視されているわけである。なお、第3章では第2次鉄道熱から鉄道国有化にいたる時期の鉄道会社金融の展開がとりあげられているが、そこでは幹線(五大)鉄道会社と地方鉄道会社との分化に対応して前者での支配拡大のための高度化と後者での経営再建のための多様化の傾向がその特徴として明らかにされている。

つぎに「銀行の担保貸付と株式会社金融」(第4章)がとりあげられる。そこでは、貨幣資本蓄積の低水準、株主層の社会的範囲の狭隘な明治期に株式会社がそのほんらいの資本集中機能を果たすため「高額面株と分割払込制」、増資新株の株主割当による継続的な払込み徴収が必要とされたわけであるが、さらにこれを支えたものとして日銀の株式担保金融(担保付手形割引制度→のち見返品制度)を頂点とする普通銀行の株式担保貸付の役割が重視される。当時、普通銀行の貸付の4分の1ないしは3分の1近くをしめた株式担保貸付は、株主層の払込みを事実上肩代りする役割を果たしたのであり、それは分割払込制と部分払込株の取引所上場と三位一体的に株式会社金融のメカニズムの重要な環を構成していたことが明らかにされており、本書の1つの核心部分をなしている。

この銀行の株式担保貸付は日本の普通銀行の重要な特徴と役割を明らかにすると同時に、従来から問題とされてきた同じ資本主義の後進国である日本の普通銀行がドイツ信用銀行のような株式引受業務をなぜ行なわなかったかの解明に重要な手がかり——すなわち、それは日本の銀行の小規模・乱立性によるよりは、株式担保貸付が株式引受業務に代位する「企業金融」の形態として発展していたことに求められる——を提供している。

「鉄道株流通市場の構造とその展開」(5章)では、国有化にいたる1906-7年までの「鉄道株時代」における鉄道株投機の必然性(当時の日本資本主義たいの投機的性格に規定された)が明らかにされるとともに、資本の集中と支配の集中に証券流通市場が果たした役割が、投機の株式取引所集中と投資の場外市場への分散という二重構造の分析をつうじて明らかにされている。この時期

には、取引所取引において取引所株の比重は決定的に低く、戦前期証券市場をもっぱら当所株投機の場として一面的に特徴づけることが必ずしも適切ではないことの指摘も重要である。なお、はじめにもふれたように従来の研究では流通市場の研究は軽視されるか、さもなければ資本蓄積上の役割とは無関係に取引技術的側面にのみ精緻さをほこる傾向が強かったのにたいし、野田氏が発行・流通両市場の統一的な把握を意図的にすすめられたことは大きく評価されよう。

最後に、「鉄道国有化と証券市場の構造変化」が取扱われている。まず、鉄道国有化法公布(1906年)とともに買取対象となった17社の株式が折からの1907年恐慌の過程で有力な現物商・取引所仲買人をつうじて銀行・保険等の金融機関や一部資産家の手に集中し、買取公債交付とともに巨額の利得をもたらしたことが指摘されたのち、そのごの証券市場の構造変化が投資対象の電灯・電力株への移行、投機対象の紡績株・取引所株への移行、ならびに国債取引の比重のあらためての増大としてとらえられている。後者については日露戦争にかかわる大量の国債および鉄道買取公債のいずれもが強制割当または強制交付で小口・零細な保有者層に分散したところから店頭売買が増大し、さらに取引所取引に吸収されていくとともに、国債保有の銀行等への集中が促進されることになったわけである。

なお野田氏は証券取引の担い手たる証券業者の生成発展の系譜にも留意されているが、とくにこの時期に証券業者が国債引受シ団に下引受として参加成功しそのごの証券業者の地方債・金融債・事業債の元引受、さらには株式の引受へと進出する道を拓いたこと(アンダーライター業務の展開=発行市場の組織化)を大きく評価され、国債の低利借換にはじまる1910-11年の時期を日本証券市場および証券業者の歴史のなかでも画期的な時期とされている。

以上のように野田氏は明治初年の公債投機を背景とする自然発生的な「公債取引所」の形成から明治11年の株式取引所の設立をわが国証券市場の起源として明らかにし、そのあと鉄道会社金融の成立=鉄道株時代をもって証券市場の成立としてとらえ、豊富な史料の裏付けによってその論旨を展開されているのであるが、若干の疑問が残らないではない。それは野田氏があまりにも鉄道会社金融の成立を重視されそこに焦点を絞られている結果として、鉄道国有化以降についてはわが国証券市場の発展はいわば完全に中断されてしまい、そのご満州事変以降に重工業株を中心に新たな展開を開始するまで、も

っぱら当所株の投機市場としてのみ存在したことが強調されすぎる結果となっているように思われることである。わが国の鉄道株時代＝交通革命の時期は同時に産業革命進展の時期でもあり、他面では綿紡績業を中心とする諸産業の株式会社企業の発展があり、それが日本資本主義の発展そしてまた証券市場の発展に果たした役割がやや軽視されすぎているのではあるまいか。また他方、その資本蓄積の上で証券市場の機能を排除して発展した財閥——三井・三菱など——の役割はどのようにとらえられどのように位置づけられるのか、とりわけ鉄道国有化以降の時期が日本の金融資本の成立の時期とすれば、この点をどうとらえるかは野田氏自身も指摘されているとおりの重要な課題として残されているようである。

いずれにせよ今後のわが国証券市場史研究さらに金融資本研究上大きな意義をもつ野田氏の文字通りの労作に敬意を表するとともに、同氏の研究の一層の展開を心から期待したい。

〔浜田博男〕