

横山和輝氏博士号請求論文
『金融システムの破壊と創造: 昭和金融恐慌』
審査報告

戦前期のわが国の金融システムには非対称情報や不完備契約などによるさまざまな市場の失敗が蔓延していた。本論文の基本的な問題意識は、企業金融システムの進化の過程で、市場による規律がどのように効いていたかということである。この問題意識に沿って、本論文では4つの問題が取り上げられる。第1に、機関銀行による関連企業貸出というわが国銀行の抱えていた基本的な欠陥が、預金者による銀行取付によって改善される方向にあったか否かということである。第2に、銀行取付のメカニズムとしての預金者の情報量や行動パターンの解明、特に自己実現的な取り付けがあったかという問題である。これら二つの問題の検討には、金融恐慌時の預金取り付けが分析の対象とされている。第3に、財閥のテイクオーバーが企業行動の規律付けをもたらしたか否かが検討される。この点は財閥系と非財閥系の生命保険会社の経営分析の比較によって検討のメスが加えられる。第4に、役員賞与支給方式が企業行動の規律付けに影響したか否かが検討される。この問題には、財閥系と非財閥系の116社のマイクロデータが用いられる。本論文のこのような構造から見ると、論文のタイトルは若干ミスリーディングである。昭和の金融恐慌が市場規律の貫徹に大きな役割を果たしたということはおそらく事実であろうが、論文の関心と分析対象は金融恐慌にとどまらず、より広い領域に及んでいるからである。またさらに、第3の問題では、問題意識は鮮明であるが、実際になされた分析はかならずしもその問題意識に正面から答える形になっていない。

しかし、こうした論文構成上の不整合性は否めないものの、個々の章に収められた論文はいずれも十分に品質が高く、それぞれのコンテキストの中ではいくつもの貴重なオリジナルな分析成果が挙げられている。以下ではまず各章の内容を紹介し評価を行おう。

まず「序章 問題の所在」は、以上のような問題意識の整理を行ったものである。まず、戦間期の金融システムの諸問題が生じてきた過程が、銀行の発展と企業の所有支配構造の変化の簡単なスケッチから説き起こされる。つぎに、市場規律にかかわる筆者の問題意識が文献サーヴェイを通じて展開される。最後に、以下の3章での主要分析の要約がなされる。この章の叙述は筆者の意気込みこそ印象的であるものの、金融恐慌というタイトルにこだわったあまり、必ずしも読みやすいものとはいえないものとなっている。まず、上で述べた第1、第2の問題と第3、第4の問題との関係が明確でない。特に、第3、第4の問題にかかわる財閥と非財閥の費用構造や所得分配構造は、金融恐慌以前から存在したことが確認されており、昭和金融恐慌という歴史的事実との因果関係はやや曖昧である。これと関連して、金融恐慌という規律づけの発動後に何が新たにつくりだされたかという点への言及が少ないのも残念である。本論文のタイトルが「金融システムの破壊と創造」となっているだけに、「破壊」の後にどのようなシステムが「創造」され、それがどのようにその後の歴史の展開——統制経済への急速な傾斜と、敗戦後の高度成長型システムの形

成——とつながってゆくのかについて、明示的な見通しの明確な記述のかけていることも気になる。

次に、「第 1 章 昭和金融恐慌下の銀行休業要因」と「第 2 章 休業銀行の休業確立：昭和金融恐慌」は、金融恐慌化にかかわる分析である。昭和金融恐慌のメカニズムは様々な側面を含んでいるが、もっとも表層的な現象として銀行パニックの発生が指摘される。第 1 章と第 2 章は、どのような経営状況の銀行が休業に陥ったかを分析する実証研究である。

その際に第 1 章で筆者が着目する点は次の 2 つである。第一に、様々な経営の収益性を表象する指標がパニック時の休業をどの程度説明するかを確認し、銀行パニックの根底に市場規律を通じた銀行淘汰のメカニズムが存在したかを確認する。第二に、機関銀行の問題点として指摘されてきた関連貸出(役員を兼任する事業会社に対して行われる優先的な貸出)を銀行役員の兼任などによって把握し、銀行取り付けの際に機関銀行としての性格が影響したかどうかを分析する。実証モデルには、銀行パニック時に休業したかどうかを質的説明変数とした、ロジットモデル、オーダーロジットモデルが用いられる。

得られた結論は次の通りである。第一の論点については、収益性指標が休業確率に統計的に有意な影響を及ぼしていることが確認され、昭和恐慌の銀行パニックは市場規律としての側面を有したことが指摘できる。第二の論点についても、とくに都市部においては役員兼任件数が休業確率を有意に高めることが示され、機関銀行の淘汰が預金者による規律付を通じて進められたと考えることができる。もっとも、本稿でも触れられているように、第一の論点は Yabushita and Inoue (1993) の結果を拡張・追認したものであり、本章のオリジナルな貢献はもっぱら第二の論点にある。

先行研究では、銀行法制定や銀行合同促進政策など、昭和金融恐慌後の政策介入によって機関銀行は徐々に解消されていったという見解がある。これに対して、本章の実証結果は、まさに昭和金融恐慌において、市場規律の作用を通じて機関銀行がある程度淘汰されたことを示しており、政府の政策介入の実質的規制力に疑問を投じていると解釈されよう。従来の多くの研究では、戦前期日本の立法・政策介入には軍事警察力を背景とした強制力が伴ったことが暗黙の前提とされてきた。しかし近年、政府の立法措置や介入政策が、空文であったり現状の追認の役割しかもっていなかったりしたことが、いくつかの分野で指摘されてきている。この議論は戦前期日本の経済構造、戦前から戦後にかけての経済的發展を考える上で極めて重要であり、それに実証的な検討材料を提供した本章は高く評価されるべきである。

もちろん、本章で導出された結論がすべて頑健であるとはいえない。第一に、推定結果に限界効果が報告されておらず、係数の定性的有意性と被説明変数に対する定量的効果が同一視されている。全 1179 標本のうち休業銀行が 29 標本しかないという非常に偏ったサンプルを用いている点も考慮すると、個々の説明変数の有意性のみならず、推定モデル全体の説明力について議論する必要がある。ただし、この点については横山氏も自覚しており、本稿第二章において補完的に分析している。第二に、実質的にクロスセクショナル・データを用いていることから、分析者にとって観察不可能な要因を十分にコントロールしているとはいえない。この要因が議論にとって重要であることは、全サンプルをプールした推定結果(表 1-7)と、サンプルを都市部と非都市部で分割し、それぞれについて推定した結果(表 1-8)、預金規模の大小で分割し、それぞれについて推定した結果(表 1-9)が大きく異なる点からも推測できる。理想的には十分なバリエーションをもったパネルデータを用いるべきであるが、歴史研究において同様のデータを作成・利用できる可能性は高く

はなく、現状で作成・利用可能なデータを用いた本章のような実証研究は否定されるべきではない。

第1章では銀行役員の兼任状況が休業確率に影響を及ぼすかどうかを含めて議論したため、個々の財務諸表指標のさらなる解釈や、銀行パニック期間内のメカニズムの異同等がそれほど追求されなかった。「第2章 休業銀行の休業確率」はその欠点を補完するために、第1章とほぼ同様の分析枠組みを用いて再分析している。具体的には、1927年3月14日のいわゆる蔵相失言に端を発する取り付けと、同年4月18日台湾銀行休業を契機とした取り付けを峻別し、それぞれの休業の要因と市場規律との関連に着目している。

実証手法には、ほぼ第1章と同様に、当該期間内に休業したか否かを示すダミー変数を被説明変数とするプロビットモデルの推定が採用されている。また、説明変数には流動性、ソルベンシー、収益性、大都市ダミーが含まれ、1度目の取り付けと2度目の取り付けについて独立に推定されている。報告された推定結果から、1度目の取り付け時にはソルベンシーの面での良否が休業確率に影響を及ぼす一方、2度目の取り付け時にはソルベンシーのみならず、流動性および収益性もが休業確率に影響を及ぼしたことがわかる(表2-4)。推定結果の各説明変数の限界効果はおしなべて大きく、平均的には、銀行の健全性が、取り付けが波及するか否かの重要な決定要因であったことが示されている。ただし、個々の銀行についてプロビットモデルを当てはめ休業確率を予測すると、いくつか予測が大きく外れる銀行がでてくる(表2-5)。第1章では機関銀行と関連貸出という観点から定性的にこの部分を分析しているが、本章では山城銀行と第十五銀行の銀行間ネットワークをケーススタディ的にまとめることで、役員兼任や「姉妹銀行」的な関係が、個別銀行の休業要因を追加的に説明することを示唆している。

以上、第2章で得られた結論と第1章の実証結果を考慮すると、昭和金融恐慌時の銀行取り付けは、単純な風聞のみに支配されていたいわゆるパニックだけだけではなく、預金者による市場規律の結果であったと考えることができる。さらに、この預金者による市場規律には、関連貸出による(財務諸表上は観察されない)経営状況の悪化も織り込まれており、銀行法施行以前に市場規律が働いていたことを強く示唆している。ことに台湾銀行休業に始まる二度目のパニックにおいては一層熾烈な市場規律が作用したとまとめることができ、市場規律の作用の経時的な変化についても一定の示唆が得られる。

戦前期日本の金融市場において、預金者の評判を通じて淘汰のメカニズムが働いていたことを主張する先行研究はいくつかあるが、本稿第1章および第2章は実証的な根拠をもって同様の命題を論証したところに最大の貢献がある。また、1930年代に強まる政策介入や1930年代末より始まる統制経済の実効力を考える上で、また一般的な政策介入の効果を考える上で、興味深い題材・論点を提示しており、さらなる研究の発展も期待できる。

第3章「財閥系生保のメリット」では、戦前期日本で財閥傘下にあった生命保険会社の経営パフォーマンスが他の(非財閥系)生保会社に比べて良好であったか否かを検討している。こうした問題意識を掲げるのは、住友や三井が1920年代に中小規模の生保会社を買収して財閥内部の人材を大量に経営陣に送り込み、結果として収益性が改善した事例があり、これらを根拠に、資本市場におけるテイクオーバーを通じて経営効率化を遂行する経済主体の典型例として持株会社を位置付けしている先行研究があるからである。実は、本性のデータ分析においては、財閥系生保会社が非財閥系生保会社よりも収益性が良好で

あるとの明確な結論は得られない。しかしながら、両者で違いがあったのも確かであり、それは経営効率化の面に見られる。企業系列集団に属する生保会社には、同一集団に属する他の企業の従業員を被保険者として加入させられるメリットがあるのを固定費用が節約的であることから示す先行研究があり、このような費用構造を戦前期日本の財閥系生保会社も有していたのを実証的に示し、そこから財閥系生保会社にはメリットがあったとするのが本章での主張である。

財閥系生保会社がこうしたメリットを享受するためには、傘下企業の従業員を被保険者として加入させる何らかの働きかけが必要であるが、本章の結果は、財閥家族・持株会社が傘下企業全体を1つの成果めがけてまとめさせるだけの規律面での影響力があったことの表れともいえる。ただし、財閥の傘下に属する企業の経営効率性が良好であったというとき、財閥家族・持株会社からの単線的な規律の働きかけだけでなく、傘下企業相互の長期的関係性という側面も看過できないと結んでいる。

このように、本章の分析は先行研究の分析手法を踏まえて、戦前期日本の生保会社の費用構造を分析し、そこから財閥系持株会社のメリットに言及したものである。結果として、収益性に注目した場合と費用構造に注目した場合とでは、表面的・直接的には必ずしも相容れない結果となったが、それらをうまく総合的に解釈することに成功しており、戦前期の生保会社の業況を解釈する上では貴重な貢献といえる。ただし、こうした解釈の多くは回帰分析の説明変数の係数の有意性に依存したものになっており、多少異なった観点からの更なる実証分析の蓄積が期待される場所である。

「役員賞与と規律づけ」と題する第4章では、1930年代の日本企業における役員賞与の役割に関して考察がなされている。昭和恐慌後、日本の上場企業において専門経営者が増加し、株式所有の分散化が進行した。一方、持ち株会社等により結び付けられた財閥系企業も存在しており、当時の日本企業には多岐に渡る経営システムが存在していたと思われる。本章では、1930年代の日本企業は、役員賞与による経営者規律付けと財閥システムによる規律付けの識別に適した時代と位置づけ、(1)役員賞与が企業利益と連動していたか否か、及び(2)役員賞与による規律付けが、企業の将来収益の改善をもたらしたか否かを、財閥系、非財閥系にサンプルを分割し、同時方程式の推定により検証する、極めて意欲的な分析を行っている。

使用しているデータは1935年および1936年の製造業116社に関する詳細なパネルデータである。推定式は(1)役員賞与を被説明変数、ROAを説明変数とするもの、と(2)ROAの差分を被説明変数、一期前の役員賞与・経常利益比率を説明変数とするもの、の二本であり、SUR(Seemingly Unrelated Regression)により推定を行っている。その結果、財閥系企業では収益と役員賞与の間に有意な相関は観察されず、また役員賞与による規律付けが将来収益を有意に増加させるという傾向も見られないが、非財閥系企業や所有の分散が進んだ企業では、収益と役員賞与の相関は高く、また賞与による規律付けが将来収益を高めることが観察されている。企業統治に関する標準的な理論に従うと、株式所有が分散化

している企業では、所有と経営の間の **Agency Problem** が発生する可能性があり、役員賞与による規律付けはその解決法の一つなりうる。また、財閥系企業では、財閥内部での持ち株会社を経由する企業統治システムが存在しており、役員賞与による規律付けは必ずしも必要ではなくなる。本章での実証分析の結果はまさに、上記理論による予測と整合的であり、1930年代の日本企業が、現在展開されている企業統治理論の検証に有効なケースであることを示している。本章での仮説の立て方、およびその実証分析の結果の解釈は明解であり、興味深いものと言える。

しかしながら、各変数の吟味、例えば役員賞与による規律付けの強度の指標として、役員賞与・経常利益比率が果たして正しい指標であるのか否か、や同時方程式のスペシフィケーションに関して、詳細な検討がなされているとは必ずしも言い難い点に若干不満が残る。誘導系ベースの同時方程式の分析は、結果のロバストネスを慎重に確認する必要があるが、本章では補論である程度の確認をしているものの十分な説得力があるとはいえない。また、財閥系企業では持ち株会社による規律付けが存在していたとする根拠は、本章では役員賞与による規律付けが確認されないということと、先行研究の議論に依拠しており、そのような結論を導くにはより詳細な分析が必要と思われる。

もっとも、戦前の日本企業に関するデータを収集すること自体が膨大な作業であり、かつ戦時経済にその後移行することから、長期のデータによる研究はそもそも不可能である。そのようなデータの厳しい制約にも関わらず、本章では、財閥系企業とそれ以外の企業では役員賞与の機能に大きな差異があったとする明解な結論を導くことに成功していることは極めて高く評価できるものである。特に、現在の企業統治理論と整合的な統治制度が存在したとする結論は、今後、1930年代の日本企業の行動様式に関するさらなる研究を促すことになるとと思われる。

以上、本論文の各章はいずれも歴史的データを丹念に整理し、それに最新の統計的分析を適用することによって日本金融史上の貴重な貢献を行っている。たとえば、金融恐慌の効果として機関銀行の減退があったこと、それは預金者行動による市場規律の貫徹の一面とみなしうること、金融恐慌の二つの山において預金者の情報量とその解析力が高まった可能性のあること、戦前財閥系企業ですでに戦後的な企業のネットワーク機能が見られること、非財閥系企業では役員賞与による経理の規律付けが機能していたことなどである。それぞれの分析のロバストネスにいくつかの詰めるべき点がないわけではないし、はじめに述べたように、論文全体の構成にもう少し工夫の余地があることは指摘されねばならないが、本論文の主要な発見はいずれも金融史の研究上の注目すべき問題提起であるといつて差し支えない。以上から審査員一同は横山和輝氏が一橋大学博士(経済学)たるに十分な資格を持っていると判断する。

2006年3月8日 浅子和美
阿部修人
神林竜
斉藤修
寺西重郎