

# 金融システムの破壊と創造：昭和金融恐慌

横山和輝

<要旨>

## 序章 問題の所在

本稿は主として4つの実証研究から構成されている。日本の金融システムの歴史的プロセスにおいて昭和金融恐慌がどのような意義を持つのが議論される。

昭和金融恐慌の様々な側面のなかでも、本稿がクローズアップするのは2つである。第1に、昭和金融恐慌は銀行パニック（banking panics）すなわち同時多発的な預金取付の実証分析を行なう対象として注目できる。本稿第1章および第2章はこの側面に着目している。第2の側面として、企業経営の規律づけという点で昭和金融恐慌の発生時期は大きな転換期にあたる。第3章および第4章はこの側面に着目した実証研究である。

## 第1章 昭和金融恐慌下の銀行休業要因

第1章の課題は、1927年昭和金融恐慌下の銀行パニックにおける銀行の休業要因を分析することである。

1927年3月、不良債権の処理法案をめぐる審議過程で蔵相が失言を犯した。翌日の新聞報道を機に銀行パニックが生じる。これは法案の議会通過後に終息する。同年4月、不良債権の整理に着手した台湾銀行が主要取引先への新規貸出打切りを表明する。信頼を失墜した同行は相次ぐコールローン引上げに直面し、休業に陥った。このニュースが銀行パニックを再発させることとなった。政府は3週間のモラトリアムを実施するとともに、その間に台銀を含む計44行に対する特別融資を行い、さらに休業銀行のうちの11行の受け皿として昭和銀行を創設するなどの対応策を講じて事態の鎮静化を図る。この一連の混乱が昭和金融恐慌である。

銀行には潜在的な休業確率がある。銀行パニックは休業確率を瞬間的に増幅させる。1927年昭和金融恐慌下の銀行パニックでは40日間で30行の普通銀行が休業する。どのような要因が休業確率に対する影響を増幅するのか、あるいはパニックの状況において預金者がどのような行動をとるのか、これらの疑問を解決する上で昭和金融恐慌は格好の研究対象といえる。昭和金融恐慌下で休業したかどうかを示す質的変数CLを被説明変数とし、銀行の属性を示す情報を説明変数 $x$ とする。次の(1)式を推定式とする回帰分析によって休業確

率に対する説明変数  $x$  の影響力を把握できる。

$$CL = F(x) \quad (1)$$

実証分析の結果は次の通り。預金者が公開された収益性指標をもとにして預金取付に走っていたとする先行研究の指摘は再確認できる。ただし、収益性に関わりなく流動性不足によって休業を余儀なくされたケースが預金規模の大きい銀行を対象とした実証結果から観察される。また、都市部においては銀行役員が事業会社役員を兼任していた銀行が休業確率を高めていたことから、いわゆる機関銀行の淘汰が生じていたことが確認される。

## 第2章 休業銀行の休業確率：昭和金融恐慌

昭和金融恐慌では蔵相失言を引き金とする銀行パニックに引き続いて台銀休業を引き金とする2度目の銀行パニックが生じている。このうち2度目の銀行パニックが流動性供給メカニズムに対する信頼の失墜から生じたと主張する先行研究がある。その主張は既存の歴史研究に照らし合わせるならばそれなりの説得力がある。例えば台銀休業直後の4月21日、三井銀行東京本店をはじめ、三菱、住友、安田そして第一といったいわゆる五大銀行までもが預金取付に直面する。このことは台銀休業直前のインターバンク市場の混乱を通じて預金者がどれほど銀行システムそのものに対する信頼を失っていたのかを物語る事態といえる。

実証結果を要約しておく。蔵相失言を引き金とする1度目の銀行パニックではソルベンシーによって銀行の休業要因が説明できる。台銀休業を引き金とする2度目の銀行パニックであるが、収益性や流動性パフォーマンスなどその他の財務指標も休業に影響する。この点で第2のパニックにおいて一層熾烈な市場規律が作用した。

なお財務指標だけでは休業の説明が困難なケースもある。これを説明するためにはまず関連貸出（connected lending）の問題を考慮しなくてはならない。しかしながら銀行と事業会社だけではなく、銀行間ネットワークの重要性にも着眼する必要がある。銀行に対する市場規律は各銀行に対して個別になされるものではなく、人的関係もしくは資金的関係で裏打ちされたネットワーク総体に対しても作用するものだといえる。

## 第3章 財閥系生保のメリット

第3章の課題は、戦前日本において財閥傘下に属していた生命保険会社（以下、財閥系生保）の経営パフォーマンスが他の生保会社（以下、非財閥系生保）に比べて良好であったかどうかを検討することである。

住友や三井は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

に送り込む。結果として収益性は改善する。このような事例をふまえ、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主体の典型例として持株会社を位置づける先行研究がある。

データ分析においては財閥系生保が非財閥系生保よりも収益性が良好であることを示す分析結果は得られない。にもかかわらず財閥系生保は経営効率化において無視できない重要なメリットを享受していた。

戦後日本で企業系列集団に属していた生保は、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を享受していたことを、固定費用が節約的であることを示唆する実証結果を通じて強調する先行研究がある。このような費用構造を財閥系生保も有していたとするのが第3章での主張である。

財閥系生保が上述の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。財閥家族・持株会社が傘下企業全体を1つの成果にめがけてまとめさせるだけの影響力があることの現われとも解釈できる。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・持株会社から単線的に規律が向けられていることを指摘するだけではなく、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。

## 第4章 役員賞与と規律づけ

第4章の課題は、1930年代日本企業のデータセットを用いて役員賞与支払いが経営規律づけ手段として機能するかどうかを検証することである。

経営者の努力水準を評価した上での役員賞与支払いは株主による規律づけ手段の1つとして説明される。役員賞与水準が収益に対して連動的である、つまり役員賞与に対する収益性指標の感応度(sensitivity)が正であることを根拠に株主の規律づけをみいだす実証研究も多い。ただし、経営者が株主以外の利害関係者も含めた企業全体の厚生を考えるとすれば株主との契約関係のみに依存して経営効率化を遂行するとは限らない。あるいは経営者が報酬に関する裁量権を掌っている場合、時の運(luck)など偶然の産物による成果も経営者自身の努力による成果として計算されるため過剰な報酬水準が決定されてしまうことも報告されている。

株主による経営者に対する規律を捉える以上、所有と経営の分離が議論の前提となる。1920年代までは所有と経営が未分離の状態が継続していたばかりか、銀行もしくは企業の役員を名目上だけでも兼任するケースが広範に観察される。経営者は何ら業務を遂行しなくても複数の企業から役員賞与や配当を取得できた。このような背後事情から粉飾決算などの不正事件を犯す経営者が続発し、社会問題となる。

1930年代の段階では、専門経営者が台頭し、株式所有の分散化が進行することで、所有

と経営の分離が生じていた。第4章の実証分析は、役員賞与に対する収益性指標の感応度が正であるかどうかについての関心だけでなく、規律づけの効果そのものも観察できるかどうかという問題意識をも動機としている。なお感応度とは次の(2)式における係数として推定できる。

$$W_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ここでWは役員賞与、Rは収益性指標、 $\varepsilon_{i,t}$ は誤差項である。 $\alpha_1$ は定数項であり固定給の部分を示す(添え字のiは企業、tは時間を表わす)。

役員賞与と支払いによる規律は非財閥系企業、とりわけ株式所有の分散化が進行していたケースについて観察された。財閥系企業では持株会社を中心とする効率化の仕組みが機能しており、経営者に収益連動的なインセンティブを付与することがなかった。非財閥系企業においても、株式所有が分散化していない場合には役員賞与水準の決定に際して経営者の努力水準が過大評価されていた可能性がある。

## 終章 結論と展望

工業化の初期段階では事業会社の経営者として必要な知識や技術はそれほど高くなかったものと思われる。みずからの名声(reputation)に対する社会的信用力を背後として、銀行預金というかたちで事業資金を吸収することが可能であった。そのような経営は、工業化が進展するにつれて企業経営に必要とされる知識が専門化ないしは高度化するとともに限界が生じる。それはモラルハザードの続発という経済的非効率性を招く。非効率性に対する浄化作用が民間レベルで実現したという点で昭和金融恐慌の歴史的意義をとらえることができる。

機関銀行が淘汰されただけでなく、その機関銀行を中核とする経営にかわる経営効率化の仕組みが整えられた。この点で本稿は基本的にかつて高橋亀吉が提示した歴史認識を踏襲しているが、財閥に属するかどうかで構築された仕組みが異なるという類型把握は経済学的なアプローチを通じて鮮明となった。財閥は、積極的な規律づけ、グループ全体で行動することによる長期的取引関係が構築できるメリットを通じて効率化を実現した。財閥に属さない場合でも、役員賞与による規律づけあるいは買収圧力がかかることによる規律が与えられていた。

昭和金融恐慌は資金配分の効率性という点で新たな多様性のある金融システムを創造する契機となったのである。