

戦時期の起債市場と社債保有構造

深見泰孝

要 旨

本稿では戦時経済統制下の社債市場について、特に、どのような銀行が社債を保有したのか。また、その背景事情にはどういったことがあったのか。そして、引受免許をもった証券業者は、引受や下引受した社債をどのような相手に販売していたのかという点を中心に検討した。

戦時期の金融統制は、不要不急産業への資金供給の抑制を目的に、臨時資金調整法と国家総動員法を基礎にして行われた。その結果、軍需産業や国策会社は銀行融資や社債発行を通じて、優先的に資金調達を行うことができた。他方、発行された社債の最大の投資主体は普通銀行であり、特に資金調整によって貸出が制約され、運用難に陥った地方銀行が社債保有を拡大させた。それは、金利平準化によって社債投資の採算が合うようになったことを基底に拡大し、政府や日本興業銀行による預金部保有社債の売却や、興銀債の優先割当などで、地方銀行は社債保有を増やしていった。しかし、こうした預金部保有社債の売却などは、地方銀行の運用難の救済だけを目的に行われたのではなく、地方銀行のもつ余資を国債消化資金に転化することこそが、その真の目的であった。なぜなら、定期預金金利が国債の表面利率を上回っている地域が全国に半数ほどあり、地方銀行に対して低利国債の保有は強要できなかった。そこで、政府は社債の売却を国債消化促進策の甘味材として利用せねばならなかった。その結果、各銀行は社債保有を増やす一方で、婉曲的に低利国債の保有も増額させられていたのであった。

また、第三の論点である証券業者が引き受けた社債の販売先に関わっては、事例に挙げた川島屋証券と山一証券では、金融機関を中心に社債を販売していた。1940年下期だけではあるが、販売先の詳細も明らかとなった山一証券では、社債消化が困難になっていたことを背景に、地方銀行、貯蓄銀行、信用組合と少額ずつ取引していた。その一方で、募残、自己玉への付け替えも相当な量に上っていたことが明らかとなった。

目次

- I. はじめに
- II. 臨時資金調整法と起債調整
 - 1. 金融統制と臨時資金調整法
 - 2. 起債統制と資金割当状況
- III. 社債消化構造と地方銀行の社債投資
- IV. 証券業者の社債販売先
- V. むすびにかえて

I. はじめに

1937年7月の日華事変勃発後、我が国の金融政策は国債消化資金と軍需生産資金の確保、すなわち国債消化と生産力拡充で競合する資金需要に対して、資金をいかに供給するかが主たる課題となった。この問題は既に高橋財政の末期から問題となっていた。そもそも高橋財政は、官需の拡大（積極的な公共事業と軍事費の拡大）と輸出拡大（通貨安の放任）によって景気回復を目指したものである。その財源も増税や歳出削減によるのではなく、日本銀行（以下、日銀と略記）の引受によって発行された赤字公債に依存していた。

高橋財政の初期は、昭和恐慌に伴う産業リストラによって遊休設備や遊休資金があったため、日銀が引き受けた国債の市中消化も順調に行われた。ところが、1934年頃から銀行預金の減少、その一方で景気回復に伴う銀行貸付の増加で、国債消化資金と設備資金需要の競合が始まり、国債の市中消化率が低下する。そもそも高橋是清（以下、高橋と略記）は、国債の日銀引受発行を一時的措置と考え、早い時期から政策転換の時期を模索していた。そのため、1934年度予算から歳出抑制へと舵を切り、1935年度予算編成では、軍事費削減を主張して軍備拡充を主張する軍部と対立し、凶弾に倒れることと

なった。

このように、既に高橋財政末期には、設備資金需要と国債消化資金の競合が始まっていたわけであるが、高橋の後を継いだ馬場瑛一（以下、馬場と略記）は、国債の市中消化率が悪化していたにもかかわらず、高橋の公債漸減方針を撤回して国防充実、軍拡に関する歳出拡大を容認し、国債の大量発行を続けた。馬場財政による財政支出の増加は、国内産業の設備投資をさらに促進させるとともに、重化学工業の原材料需要の急増に伴う輸入増加を招き、国内では設備資金需要と国債消化資金の競合が激化し、対外的には国際収支の危機と外貨不足を招来させた。こうした状況下にあった1937年7月、盧溝橋事件が勃発し、国債のさらなる大量発行が不可避となった¹⁾。そこで、不要不急産業への設備投資資金の供給を制限するとともに外貨支払を節約して、外貨支払いを軍需品輸入に集中させるべく、設備資金調達（臨時資金調整法）および物資調達（輸出入品等臨時措置法）の両面から経済統制が実施されていくのであった。

さて、本稿では戦時経済統制下の社債市場の分析を行う。まず、関連する先行研究を整理しておきたい。戦時経済統制下の社債市場に関連する先行研究としては、戦時経済統制に関する研究、戦時金融統制に関する研究、戦時統制下の社債市場に関する研究が挙げられよう。それぞれ代表的な先行研究について言及し、本稿の

課題を明らかにしたい。

まず、戦時経済統制に関する研究としては、原 [2013] がある。原 [2013] では、経済統制の基底には国際収支危機があったとする。すなわち、馬場積極財政による国内産業の設備投資需要の喚起と、それに伴う輸入需要の拡大が経済統制を開始させ、北支事変を契機とする軍需品の輸入急増と、その一方で軽工業商品の輸出停滞が国際収支の危機をさらに増幅させ、統制が金融、物資、貿易など多方面に拡大したとする。そして、外貨利用の軍需品輸入への集中と、低金利政策下では金利を通じた金融調整機能の発揮が困難なことから、資金配分の規制を通じて生産力拡充を遂行すべく、金融統制が始まったことを明らかにしている。

次に戦時金融統制に関する研究としては、柴田 [2011] がある。柴田 [2011] では、戦時期の官民各セクターの金融資産、負債とその遷移を明らかにした上で、経済統制の契機となった外貨不足問題に対して行われた外国為替割当、また、臨時資金調整法に基づく個別企業への資金割当を通して、資金配分の実態を明らかにする。そして金融統制は、臨時資金調整法によって不要不急産業への資金配分の抑制から、さらには不要不急産業そのものの転廃業にまで至る。こうした企業整備政策に伴う資金の浮動化を阻止した制度整備とその実態、そして、企業の自己金融強化にむけた経理統制の運用が分析された。加えて、機関投資家として台頭していた生命保険会社の資産運用を分析するとともに、株式流通市場への介入策として株価維持機関、保有株式の評価といった観点から戦時期に行われた株価維持方策について明らかにしている。

そして、戦時統制下の社債市場に関する研究

として、志村 [1980] がある。志村 [1980] では、戦時体制に入り、国債消化最優先主義の下で強力な資金統制が行われ、事業債は最も厳しい統制の対象となった。その結果、社債発行市場では起債銘柄の厳選が行われ、鉄道や電気といった従来の発行業種の起債が減少し、軍需産業や特殊会社に起債が集中する。一方で、流通市場でも売却自粛や最低売却価格を設けて、起債統制が有効に機能するような措置が採られていたことを明らかにしている。また、消化構造にも言及し、債券の保有状況を分析し、戦時期を通じて国債、地方債の預金部保有の拡大、消化の中心であった大手銀行の社債保有が減少していたことが示され、大手銀行が保有社債の売却を通じて貸出資金を調達したと指摘している。

このように、戦時期の社債市場については、起債市場に関しては臨時資金調整法との関係で研究の蓄積が進んでいるが、一方の流通市場に関しては、マクロの保有状況から銀行を中心に消化されたことが明らかにされているが、どのような銀行が社債を保有したのか。また、下引受業者であった証券業者は、引受や下引受した社債をどのような相手に販売していたのかといったことが十分に明らかにされているとは言えない。そこで、起債市場の状況を整理した上で、社債保有構造の特徴を明らかにしたい。また、これまで明らかにされていない証券業者が、引き受けた債券をどのような相手に販売していたのかについても、川島屋証券と史料が発見できた山一証券を事例に取り上げて言及したい。

なお、本稿での検討は、史料の制約から分析期間は1937年から1941年を中心に行われている。

Ⅱ. 臨時資金調整法と起債調整

1. 金融統制と臨時資金調整法

国債消化資金と設備資金需要の競合は、高橋財政末期以来の課題であった。高橋は軍事費の削減による公債漸減方針を打ち出していたが、その後を継いだ馬場はこれを撤回し、国債の大量発行を続けた。そして、1937年7月、北支事変が勃発すると国債のさらなる大量発行が不可避となり、国債消化を最優先としつつ、軍需産業への資金供給を集中させるために金融統制が実施された。戦時期の金融統制は、臨時資金調整法と国家総動員法に基づく法令によって行われた。その大きな目的は、不要不急産業への資金供給の抑制にあった。

臨時資金調整法は事業の新設、拡張資金を統制し、その統制手法は①表面的には政府に強大な権限を付与しているが、実質的には広範囲に亘って金融機関の自主的調整に委ねる。②そのため、臨時資金調整委員会が資金調整基準を設定し、金融機関にはこの方針に沿って設備資金供給を選別させた。③一定規模の事業会社の新設、増資、合併、目的変更も政府の許可を要した。こうして、金融機関は設備の新設、拡張、改良資金の貸付、またはこれに伴う有価証券の応募、引受、募集を「事業資金調整標準要綱」に基づいて、その取り扱いを行うか否かの判断をせねばならなくなった。

「事業資金調整標準要綱」では、軍需との関係、国際収支の改善への寄与、現在の生産能力、原材料などの入手状況などから、各種事業を甲、乙、丙に区分し、さらに甲は2段階(イ、ロ)、乙は3段階(イ、ロ、ハ)に区別し

た「事業資金調整標準」を設けた。これでは、甲は「軍需に直接関係ある産業およびこれと密接な関係にある基礎産業であり、現在事業設備が不足または時局の関係上需要が激増し、その結果事業設備の不足が予想され、事業設備の新設、拡張、改良を必要とするもの」とされて、優先的に取り扱うこととし、特に甲(イ)に属する業種は何よりも優先して取り扱うこととされた。そして、乙は「甲および丙に属さない産業または事業で、場合によっては事業設備の新設、拡張、改良の必要があるもの」とされ、軍需や国際収支改善への寄与、資材需給状況等を考慮して適当と認められたものみに資金供給を許可した。さらに丙は「生産力過剰な産業、奢侈品その他、当面国家全般の見地から見て必要度が低い物品に関する産業はもちろんのこと、この際、差し控えるのも止むを得ない産業で、事業設備の新設、拡張、改良をすることが適当ではないと認められるもの」と分類し、特殊な事情がある場合を除いて、原則として資金供給を許可しないものとされた。

「事業資金調整標準」は時期に応じて変更されているが、参考までに1937年9月時点でのそれを挙げておくと次のとおりであった²⁾。甲に分類されたのは、金属鉱業(その他金属鉱を除く)、石炭鉱業(亜炭を除く)、石油鉱業、製鉄業、非鉄金属精錬業の大部分、工作機械製造業(製剤および木工機械を除く)、車両製造業(機関車、貨車、自動車)、造船業(鋼船)、航空機製造業、兵器および兵器部品製造業、ガラスおよびガラス製品製造業(光学ガラス、強化ガラスなど)軍事、産業上必要な鉄道、軌道、海運業、航空業などであった。また、乙には生糸製造業、人造繊維製造業、非鉄金属材料品製造業(軽合金を除く)、絶縁電線および電纜製造業、

図表1 調整標準別金融機関事業資金貸付

(単位：百万円)

		1937年		1938年		1939年		1940年		1941年		合計	
		金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
甲	イ	142	50.9%	709	60.8%	1,057	66.5%	1,152	53.3%	1,330	69.6%	4,390	61.8%
	ロ	58	20.8%	104	8.9%	52	3.3%	194	9.0%	183	9.6%	591	8.3%
	合計	200	71.7%	813	69.7%	1,109	69.8%	1,346	62.2%	1,513	79.2%	4,981	70.1%
乙	イ	54	19.4%	125	10.7%	150	9.4%	54	2.5%	117	6.1%	500	7.0%
	ロ	11	3.9%	110	9.4%	192	12.1%	345	16.0%	202	10.6%	860	12.1%
	ハ	2	0.7%	45	3.9%	24	1.5%	41	1.9%	40	2.1%	152	2.1%
	合計	67	24.0%	280	24.0%	366	23.0%	440	20.3%	359	18.8%	1,512	21.3%
丙	12	4.3%	73	6.3%	114	7.2%	377	17.4%	39	2.0%	615	8.7%	
合計	279	100.0%	1,166	100.0%	1,589	100.0%	2,163	100.0%	1,911	100.0%	7,108	100.0%	

(注) 暦年ベース。ただし、1937年のみ9月から12月を対象としている。

〔出所〕 日本銀行 [1962] 20頁より作成

起重機製造業、光学機械器具製造業、合成ゴム製造業、パルプ製造業、工業塩製造業、製材業、製糖業、農林水産業などが分類され、丙には絹糸、綿糸紡績業、絹織物、毛織物、楽器類製造業、金融業、娯楽および興業に関する事業、料理業といった奢侈品、軍需とは関係の薄い業種が分類された。

2. 起債統制と資金割当状況

臨時資金調整法では増資や株金払込、社債発行、銀行融資が制約された。まず、金融機関による事業資金の貸付状況と、社債の発行状況から見ていこう。各金融機関は事業資金を貸し付ける際、自治的に「事業資金調整標準」に沿った資金調整を行っていた。図表1には調整標準別に金融機関の事業資金貸付状況をまとめた³⁾。図表1によれば、金融機関の事業資金貸付は全期間を通じて、甲種が70%前後、乙種が20~25%程度、丙種が5~10%程度であったことが分かる。また、それは優先的に取り扱うこととされた甲（イ）に集中しており、臨時資金

調整法で規定された優先順位に応じて、資金供給されていたと言えよう⁴⁾。

また、1937年9月から1940年までの金融機関による事業資金貸付合計51億9,900万円のうち、約86%に当たる44億6,600万円が銀行（特別銀行が19億9,200万円、普通銀行、貯蓄銀行が24億7,400万円）によって貸し付けられていた⁵⁾。さらにその内訳をみると、国債シンジケート加盟銀行⁶⁾（以下、国債シ団銀行と略記）が42億800万円（特別銀行が19億400万円⁷⁾、普通銀行が23億400万円）を貸し付けており、銀行による事業資金貸付の大半は国債シ団銀行であった⁸⁾。つまり、日本興業銀行と大手銀行によって融通されていたのであった。

一方、臨時資金調整法の起債市場への影響を見るため、業種別の社債発行状況を図表2に示した。図表2によれば、化学工業、金属工業、鉱業、電気業、雑業（拓殖業、投資会社）が発行額を増やしており⁹⁾、これらの生産力拡充に関係する業種の社債発行額の割合は、1936、37年頃は45%前後であったが、1938年以降60~

図表2 業種別事業債発行高

(単位：百万円)

種別	1935年	1936年	1937年	1938年	1939年	1940年	1941年	1942年	1943年	1944年
工業	食料品	3.9	23.1	0.5	0.0	10.0	6.5	3.6	0.0	0.0
	繊維	82.0	55.5	24.0	30.0	20.0	3.0	24.5	22.3	12.5
	化学	77.5	11.5	20.0	80.0	110.8	115.0	208.5	211.5	148.0
	窯業	13.5	16.6	0.3	4.0	0.0	8.0	13.0	8.6	10.0
	金属	25.0	20.0	0.0	47.0	160.0	135.0	345.0	314.0	363.0
	機械器具	11.0	1.7	0.0	90.0	102.5	45.0	110.0	135.0	70.0
	その他	1.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
農林水産業	0.0	5.0	0.0	0.0	20.0	0.0	5.0	0.0	0.0	
鉱業	5.0	41.5	22.5	30.5	37.0	65.0	50.0	205.0	140.0	
交通業	陸運業	309.7	329.8	68.3	180.0	284.7	340.5	402.6	330.3	
	海運業	0.0	19.2	0.0	0.0	10.0	18.0	15.0	10.0	
	空運業	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.0	15.0	
通信業	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	20.0		
電気業	234.0	250.5	167.3	94.5	304.7	304.0	420.7	380.7		
ガス業	0.0	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
商業	10.0	6.4	0.1	0.0	0.0	0.0	4.8	2.9		
雑業	77.0	50.9	27.2	119.3	225.3	324.7	512.1	682.4		
合計	849.6	838.1	330.2	675.3	1,284.9	1,364.7	2,169.7	2,337.6		

〔出所〕 日本興業銀行 [1970] 832-833頁

70%へと拡大していた。そして、その起債額は大口化していた。この他にも、臨時資金調整法によって起債が許可制になったために、金利更新のための借換債の発行も抑制されていた¹⁰⁾。

さらに、臨時資金調整法で規定された以外にも、起債優遇策を通じて一部の軍需関連業種への資金割当が優遇された。図表3には事業債、特殊会社債、営団債の発行額を示した。これによれば、1939年以降、満洲などの外地企業とともに、商法の制限を超えて社債発行が可能¹¹⁾な特殊会社の社債発行が急増し、その多くが無担保政府保証付きで発行され、その比率も年々上昇していた¹²⁾。こうした政府保証が与えられた会社は、国策会社や満支関係会社であった。これらの会社は国策推進のために設立された会社

とはいえ、必ずしも優良企業ばかりとは言えなかった。それゆえに、発行条件をよくするために政府保証が与えられていた。つまり、公信用をバックに、本来的な調達力を超過した資金調達を可能とする優遇措置が与えられ、こうした企業は資金調達面で優遇されたのであった。

Ⅲ. 社債消化構造と地方銀行の社債投資

1. 社債消化構造と社債優遇策

金融統制の開始とともに、起債市場では時局関連業種への起債優遇が顕著となった。こうして発行された社債の最大の投資主体は、普通銀

図表3 事業債発行高

(単位：百万円)

	事業債（在満支 日本事業債を含む）		特殊会社債		営団債		（参考） 一般事業債
		政府保証債		政府保証債		政府保証債	
1937年	330	3	87	3			243
1938年	675	28	316	28			359
1939年	1,285	297	735	297			550
1940年	1,365	560	1,005	560			360
1941年	2,170	856	1,423	790	66	66	681
1942年	2,338	1,080	1,445	920	160	160	732
1943年	2,628	1,596	1,822	1,197	399	399	407
1944年	3,785	2,610	2,583	1,847	763	763	440
1945年	3,200	2,102	1,870	1,245	857	857	473

〔出所〕 野村証券50年史編纂委員会 [1976] 176頁

行であった（図表4）。また、普通銀行を国債シ団銀行10行とその他の普通銀行（地方銀行）に分けて、それぞれの保有額を示したのが、図表4の参考である¹³⁾。図表4を俯瞰してみると、次の3点が指摘できよう。まず、1937年と1941年の社債保有額を比較して、普通銀行、貯蓄銀行の保有額が顕著に増加していることである。第二に、普通銀行の中でもその他の普通銀行の社債保有額は年々増加し、1940年には国債シ団銀行を上回る一方、普通銀行の社債保有額に占める割合では、国債シ団銀行のそれが1939年、1940年に大幅に低下している。しかしながら第三に、国債シ団銀行の社債保有額も、1937年と1941年を比較すると約2倍の伸びを見せており、これは信託会社や保険会社のそれよりも多いことである。

戦時期、国債の消化、軍需産業への資金供給とともにインフレ抑制を目的に、大蔵省は国民貯蓄奨励局を設置して貯蓄奨励運動を行い、年度ごとに貯蓄目標を設定した。1938年から1945

年の合計貯蓄目標額は1,980億円と設定され、2,166億9,800万円の貯蓄実績が上がった。そのうち銀行預金は約836億円を集め、最も資金を吸収した¹⁴⁾。こうした預金増加を背景にして、銀行は軍需産業への貸出が増加する一方で、社債保有を増加させることも可能となったのであった。それに加えて、国債消化に国債優遇策が採られたのと同様、社債にも消化優遇策が採られており、そのことも普通銀行の社債投資を後押ししたと言えよう。

当時は、国策として低金利政策が行われており、債券の発行金利は国債が3.5%、政府保証債4.2%アンダーパー、府県債と六大都市債、銀行債は4.2%パー、一流社債とその他市債は4.3%パーとされていた。それゆえ、消化された国債や社債の市中売却は、低金利維持を困難にするため、阻止する必要があった。そこで、社債優遇策が設けられた。社債優遇策には大きく二つあり、一つが日銀の社債担保貸出利率の引き下げであり、もう一つが日銀のスタンプ手

図表4 社債の主体別保有額 9行

(単位：百万円)

		1936年		1937年		1938年		1939年		1940年		1941年	
金融機関	特別銀行	96	1.8%	97	1.7%	102	1.6%	107	1.3%	134	1.3%	216	1.6%
	普通銀行	1,258	23.6%	1,191	20.7%	1,425	22.0%	1,835	23.1%	2,237	22.0%	3,261	24.3%
	貯蓄銀行	298	5.6%	367	6.4%	480	7.4%	648	8.1%	836	8.2%	1,063	7.9%
	信託会社	480	9.0%	410	7.1%	451	7.0%	498	6.3%	485	4.8%	637	4.7%
	保険会社	661	12.4%	661	11.5%	694	10.7%	780	9.8%	876	8.6%	1,014	7.6%
	うち生保	641	12.1%	640	11.1%	673	10.4%	747	9.4%	835	8.2%	950	7.1%
	預金部	778	14.6%	734	12.8%	753	11.6%	823	10.3%	1,286	12.7%	1,674	12.5%
	合計	3,571	67.1%	3,460	60.1%	3,906	60.2%	4,691	58.9%	5,854	57.7%	7,866	58.6%
その他	1,750	32.9%	2,293	39.9%	2,585	39.8%	3,268	41.1%	4,292	42.3%	5,550	41.4%	
合計額	5,321	100.0%	5,753	100.0%	6,490	100.0%	7,959	100.0%	10,146	100.0%	13,416	100.0%	
参考	国債シ団銀行	784	62.3%	716	60.1%	847	58.3%	953	51.1%	960	42.4%	1,366	41.3%
	その他の普通銀行	474	37.7%	475	39.9%	605	41.7%	912	48.9%	1,306	57.6%	1,968	59.6%
	合計額	1,258	100.0%	1,191	100.0%	1,452	100.0%	1,865	100.0%	2,266	100.0%	3,304	100.0%

(注) 金融債を含む。また、参考の国債シ団銀行には、特別銀行に区分される日本興業銀行の保有額は含んでいない。

(出所) 証券引受会社統制会 [1942] 1179頁、「銀行通信録」より作成

形制度であった。

前者は、1937年7月に実施された施策であり、一流社債を担保に日銀が資金供給するもので、その貸出利率を社債の表面利率より低い4.02%（日歩1分1厘）に引き下げた。この貸出利率は、国債以外のものを担保とする手形割引の中では、最低歩合が適用され、市場での債券売却よりも有利な条件で、日銀からの資金供給を受けられるようにした¹⁵⁾。

また、後者は、1938年10月に創設された制度であり、日銀が取引先の引受銀行が引き受けた手持ちの時局産業社債の資金化のため、これを担保として同銀行が振り出した手形に市場売承認（スタンプ）を与えた。そして、これを買取った銀行にはいつでも4.02%（日歩1分1厘）でその手形を日銀が再割引するというものであった。こうした資金化の途を作っておくことで、流通性が薄い二流債発行に際しても、引受銀行が相当額を親引することも可能になり、また、下引受業者の手持債券も資金化が可能と

なったため、二流債の発行、消化を後押しすることが期待された¹⁶⁾。こうした優遇策も、普通銀行による社債投資を後押ししたのであった。

2. 普通銀行の融資と証券投資

普通銀行が他の金融機関と比較して、大量の社債を保有した背景の一つには、社債優遇策の存在があった。ただ、図表4から読み取れるもう一つの特色として、普通銀行の中でも地方銀行が社債投資に積極的で、1940年以降国債シ団銀行を上回る社債を保有していたことがある。次に、地方銀行が積極的に社債へ投資した理由を考えてみよう。そこで、「銀行通信録」に収録されていた東京銀行集会所がまとめた資料（「全国各種銀行業務要報」と「全国各種銀行所有有価証券調」）を用いて、普通銀行各行の預金残高、有価証券投資額、貸出額をまとめて、それを都道府県単位でまとめたのが図表5-1と5-2である。

戦時下の我が国では、国民貯蓄奨励運動が行

われていたことは先に述べたとおりである。1937年末と1941年末の普通銀行の預金額の変化を見ておくと、国債シ団銀行の預金額は約2.2倍増加したのに対し、地方銀行では約2.7倍の増加が見られた。次に貸付の状況も見ておこう。1937年末と1941年末の国債シ団銀行の貸付額は約2.3倍の増加が見られたのに対し、地方銀行では約1.6倍の増加しか見られなかった。預貸率の変化も確認しておくと、1937年末の国債シ団銀行の預貸率は56.5%であったのに対し、1941年末のそれは57.9%へとわずかではあるが上昇したのに対し、地方銀行のそれは74.7%から41.2%へと大幅な低下を見せた。つまり、地方銀行は預金の増額ほど貸付が伸びなかったことを示している。

参考までに、戦時中に命令融資を命じられるなど、戦時貸付を支えた日本興業銀行のそれらを見ておくと、預金額（金融債発行分を含む）は約2.9倍と普通銀行のそれと大きな差は見られない。他方、融資額は約3.4倍の増加が見られ、預貸率も89.8%から105.4%へと増加していた¹⁷⁾。このことから、日本興業銀行と国債シ団銀行加盟の大手銀行が戦時貸付を支えていたことが確認できる。

次に、普通銀行の証券投資を見ておこう。普通銀行の証券投資で特に目立つのが、国債、外国証券（満洲、中国銘柄）、社債への投資である。先ほどと同じように、国債シ団銀行と地方銀行に分けて、それぞれへの保有額の変化を見ておくと、国債保有額は国債シ団銀行が約3.2倍、地方銀行は約3.6倍、外国証券保有額は国債シ団銀行が約5.3倍、地方銀行は約13倍、最後に社債は国債シ団銀行が約2.8倍、地方銀行は約4.1倍の増加が見られた¹⁸⁾。すなわち、預貸率の大幅な低迷に直面した地方銀行が、積極

的な証券投資を行っていた姿が明らかになる。ちなみに、預貸率が上昇していた日本興業銀行の国債保有額は、1937年末時点のそれが極端に少なかったこともあり約8.4倍の増加が見られるが、外国証券保有額は約2.2倍、社債も約2.3倍に留まっていた。

これらから、地方銀行では政府の財政支出拡大と国民貯蓄奨励運動により、預金が増加したものの、臨時資金調整法による金融統制によって、融資面で制約を受けたために、全国的に地方銀行は運用難に陥っていた。その代替運用手段として、証券投資、特に社債投資に偏重したことが明らかとなる。そこで、次に地方銀行の社債投資について見てみよう。

3. 地方銀行の社債投資

1937年末と1941年末の地方銀行の預貸率を比較し、顕著にそれが低下したことは先に述べたとおりである。1941年末の預貸率が1937年末のそれを上回った地域は群馬県のみであり、東京、大阪、神奈川、愛知といった大都市部でも預貸率は低下していた¹⁹⁾。それゆえ全国的に地方銀行では証券投資が盛んに行われていた。

地方銀行の社債投資は、1939年以降急拡大した。地方銀行の社債投資拡大の基底にあったのは、全国的な金利平準化であった。当時、地方銀行や信用組合の中には、預金金利に勉強率と称して上乗せ金利を提供していたため、金利が高止まりしていた。しかし、こうした預金金利の高止まりは、政府の推進する低金利政策の徹底にとって障害になっていたため、1938年5月ごろから銀行を管轄する大蔵省と信用組合を管轄する農林省が共同して、預金金利の引き下げを勧奨していた（第一次金利平準化）²⁰⁾。第一次金利平準化は、1939年3月に全国的な成立を

戦時期の起債市場と社債保有構造

図表5-1 1937年末の地方銀行の財務状況

(単位：千円)

都道府県	諸預金(a)	有価証券					貸付金(d)	(b)/(a)	(c)/(a)	預証率	預貸率
		国債(b)	地方債	外国証券	社債(c)	株式					
東京府	570,812	184,281	9,018	1,638	88,379	48,597	438,956	32.3%	15.5%	58.1%	76.9%
大阪府	81,005	27,492	7,102	45	13,626	13,901	82,177	33.9%	16.8%	76.7%	101.4%
兵庫県	301,278	54,951	14,758	1,037	25,109	7,349	169,894	18.2%	8.3%	34.3%	56.4%
愛知県	78,368	19,037	3,043	898	13,017	5,905	38,440	24.3%	16.6%	53.5%	49.1%
富山県	157,677	51,478	737	308	12,426	10,631	130,483	32.6%	7.9%	47.9%	82.8%
静岡県	258,319	33,478	3,628	2,376	29,359	33,885	163,296	13.0%	11.4%	39.8%	63.2%
新潟県	164,790	28,768	3,103	1,431	17,305	12,911	143,105	17.5%	10.5%	38.5%	86.8%
長野県	74,926	9,013	0	120	642	2,695	82,204	12.0%	0.9%	16.6%	109.7%
福岡県	154,483	12,402	3,207	494	22,460	15,736	96,190	8.0%	14.5%	35.1%	62.3%
石川県	68,846	11,618	3,512	188	8,450	5,304	40,187	16.9%	12.3%	42.2%	58.4%
青森県	38,909	5,922	659	0	2,119	2,015	30,262	15.2%	5.4%	27.5%	77.8%
長崎県	74,306	8,517	869	54	2,671	3,065	73,874	11.5%	3.6%	20.4%	99.4%
栃木県	76,523	12,667	2,214	711	11,149	6,987	43,774	16.6%	14.6%	44.1%	57.2%
三重県	66,524	16,262	1,297	103	7,063	5,020	38,874	24.4%	10.6%	44.7%	58.4%
広島県	166,915	54,345	1,292	1,909	31,452	10,153	74,267	32.6%	18.8%	59.4%	44.5%
茨城県	76,957	13,663	449	98	6,839	12,412	43,509	17.8%	8.9%	43.5%	56.5%
埼玉県	115,453	25,413	945	412	12,092	14,540	75,240	22.0%	10.5%	46.3%	65.2%
山梨県	38,933	10,998	104	912	4,590	1,584	26,898	28.2%	11.8%	46.7%	69.1%
神奈川県	86,092	17,294	1,428	69	6,527	9,084	54,306	20.1%	7.6%	40.0%	63.1%
山形県	64,923	13,077	595	366	10,511	3,774	47,372	20.1%	16.2%	43.6%	73.0%
福井県	79,175	24,117	619	252	4,802	13,505	39,422	30.5%	6.1%	54.7%	49.8%
岐阜県	70,671	13,119	725	419	8,065	9,237	40,192	18.6%	11.4%	44.7%	56.9%
鹿児島県	17,365	14,103	4,591	0	3,059	2,195	12,019	81.2%	17.6%	137.9%	69.2%
愛媛県	83,892	19,688	1,547	350	8,810	10,027	48,428	23.5%	10.5%	48.2%	57.7%
岡山県	114,058	20,083	1,521	1,617	3,708	8,937	79,421	17.6%	3.3%	31.4%	69.6%
秋田県	56,362	12,419	50	715	12,185	962	30,663	22.0%	21.6%	46.7%	54.4%
大分県	49,241	5,729	758	67	6,514	7,921	41,386	11.6%	13.2%	42.6%	84.0%
佐賀県	53,439	9,064	2,964	20	5,711	5,544	29,639	17.0%	10.7%	43.6%	55.5%
山口県	114,018	11,745	7,203	1,013	35,436	10,266	56,350	10.3%	31.1%	57.6%	49.4%
福島県	12,699	2,028	119	0	666	971	8,869	16.0%	5.2%	29.8%	69.8%
高知県	68,390	12,451	4,877	1,000	9,818	6,630	37,160	18.2%	14.4%	50.8%	54.3%
香川県	43,991	8,230	667	490	4,305	7,675	19,161	18.7%	9.8%	48.6%	43.6%
奈良県	58,214	21,518	2,802	66	3,488	1,964	30,951	37.0%	6.0%	51.3%	53.2%
京都府	33,151	3,891	1,394	75	4,034	2,210	16,443	11.7%	12.2%	35.0%	49.6%
岩手県	18,885	4,362	2,078	0	1,834	1,467	11,862	23.1%	9.7%	51.6%	62.8%
宮城県	80,969	9,241	0	0	1,164	3,738	65,168	11.4%	1.4%	17.5%	80.5%
北海道	114,736	16,396	0	22	1,563	4,330	87,524	14.3%	1.4%	19.4%	76.3%
千葉県	62,339	11,077	1,400	102	8,201	14,596	31,537	17.8%	13.2%	56.7%	50.6%
台湾	55,973	13,243	4,463	0	4,030	5,405	45,162	23.7%	7.2%	48.5%	80.7%
和歌山県	35,288	4,841	2,606	0	2,476	399	21,696	13.7%	7.0%	29.3%	61.5%
群馬県	55,639	9,047	1,597	0	1,470	4,461	10,000	16.3%	2.6%	29.8%	18.0%
滋賀県	65,884	14,614	650	36	8,589	9,241	27,233	22.2%	13.0%	50.3%	41.3%
宮崎県	11,291	2,115	1,401	0	1,016	181	6,047	18.7%	9.0%	41.7%	53.6%
熊本県	22,939	2,312	1,175	0	2,722	1,730	13,916	10.1%	11.9%	34.6%	60.7%
徳島県	16,181	4,115	545	0	752	1,922	9,217	25.4%	4.6%	45.3%	57.0%
樺太	1,513	0	0	0	0	160	2,601	0.0%	0.0%	10.6%	171.9%
沖縄	955	712	0	0	0	20	4,123	74.6%	0.0%	76.6%	431.7%
朝鮮	117,605	1,745	0	0	596	4,564	157,012	1.5%	0.5%	5.9%	133.5%
島根、鳥取	79,685	13,693	1,134	20	4,353	10,830	50,733	17.2%	5.5%	37.7%	63.7%
(参考) 国債シ団行	8,603,205	1,603,208	225,049	82,159	715,926	161,505	4,864,370	18.6%	8.3%	32.4%	56.5%
日本興業	920,514	33,510	23	10,994	54,247	7,693	826,493	3.6%	5.9%	11.6%	89.8%

図表5-2 1941年末の地方銀行の財務状況

(単位：千円)

都道府県	諸預金(a)	有価証券					貸付金(d)	(b)/(a)	(c)/(a)	預託率	預貸率
		国債(b)	地方債	外国証券	社債(c)	株式					
東京府	1,427,387	421,574	11,377	16,271	240,724	53,294	702,543	29.5%	16.9%	52.1%	49.2%
大阪府	183,916	92,783	11,828	1,719	33,037	21,469	111,655	50.4%	18.0%	87.5%	60.7%
兵庫県	716,022	199,317	19,827	14,744	104,402	15,373	260,042	27.8%	14.6%	49.4%	36.3%
愛知県	140,741	49,442	1,804	7,048	43,891	3,060	26,853	35.1%	31.2%	74.8%	19.1%
富山県	402,845	112,361	1,206	3,375	66,206	15,181	232,413	27.9%	16.4%	49.2%	57.7%
静岡県	677,934	190,988	5,252	13,576	131,471	50,357	266,329	28.2%	19.4%	57.8%	39.3%
新潟県	346,778	119,167	2,521	6,551	63,452	21,830	167,755	34.4%	18.3%	61.6%	48.4%
長野県	180,191	46,317	1,428	1,726	38,078	6,578	113,121	25.7%	21.1%	52.2%	62.8%
福岡県	324,730	84,975	3,329	5,261	61,743	23,648	124,468	26.2%	19.0%	55.1%	38.3%
石川県	154,288	47,573	3,759	4,466	28,776	4,188	61,189	30.8%	18.7%	57.5%	39.7%
青森県	121,680	36,761	997	1,584	21,677	2,264	47,268	30.2%	17.8%	52.0%	38.8%
長崎県	217,283	61,540	1,081	1,684	15,040	4,264	122,541	28.3%	6.9%	38.5%	56.4%
栃木県	199,505	76,089	2,402	11,184	37,935	6,434	62,630	38.1%	19.0%	67.2%	31.4%
三重県	162,828	51,237	1,702	4,164	31,467	4,181	61,536	31.5%	19.3%	57.0%	37.8%
広島県	403,238	104,650	1,424	21,716	111,795	20,497	126,808	26.0%	27.7%	64.5%	31.4%
茨城県	212,928	62,181	1,540	8,713	42,335	12,032	74,313	29.2%	19.9%	59.6%	34.9%
埼玉県	370,795	108,156	1,189	9,085	64,894	23,133	140,260	29.2%	17.5%	55.7%	37.8%
山梨県	113,578	54,678	98	1,338	22,018	2,071	28,091	48.1%	19.4%	70.6%	24.7%
神奈川県	258,059	77,524	1,656	8,043	41,785	12,309	98,485	30.0%	16.2%	54.8%	38.2%
山形県	135,703	39,873	613	2,663	25,530	6,770	58,867	29.4%	18.8%	55.6%	43.4%
福井県	187,298	71,711	484	5,792	44,967	20,794	39,117	38.3%	24.0%	76.7%	20.9%
岐阜県	215,031	65,947	968	4,519	44,955	8,129	71,777	30.7%	20.9%	57.9%	33.4%
鹿児島県	129,872	35,918	5,318	1,051	23,246	4,404	41,662	27.7%	17.9%	53.9%	32.1%
愛媛県	190,325	60,380	1,711	5,309	43,767	12,060	61,924	31.7%	23.0%	64.7%	32.5%
岡山県	269,019	65,140	2,368	23,732	61,907	12,367	102,892	24.2%	23.0%	61.5%	38.2%
秋田県	139,950	36,545	205	5,794	37,237	3,465	49,514	26.1%	26.6%	59.5%	35.4%
大分県	170,217	35,939	1,616	4,599	34,839	16,263	74,324	21.1%	20.5%	54.8%	43.7%
佐賀県	95,031	19,827	39	1,677	9,926	6,425	43,894	20.9%	10.4%	39.9%	46.2%
山口県	305,224	76,908	5,808	7,605	59,397	14,040	123,528	25.2%	19.5%	53.7%	40.5%
福島県	35,936	11,220	128	297	7,930	2,377	9,805	31.2%	22.1%	61.1%	27.3%
高知県	166,056	51,131	4,411	5,955	44,901	12,692	48,523	30.8%	27.0%	71.7%	29.2%
香川県	85,392	27,543	746	5,088	18,524	11,600	18,567	32.3%	21.7%	74.4%	21.7%
奈良県	125,313	42,204	8,123	990	22,109	3,195	48,135	33.7%	17.6%	61.1%	38.4%
京都府	69,510	18,610	905	1,144	12,667	2,136	21,942	26.8%	18.2%	51.0%	31.6%
岩手県	79,116	26,681	2,014	1,782	15,729	2,766	26,071	33.7%	19.9%	61.9%	33.0%
宮城県	199,585	69,840	0	3,489	28,760	8,190	70,723	35.0%	14.4%	55.3%	35.4%
北海道	217,634	55,368	926	5,390	35,286	3,521	104,353	25.4%	16.2%	46.2%	47.9%
千葉県	221,186	61,031	1,164	3,254	35,965	21,138	76,423	27.6%	16.3%	55.4%	34.6%
台湾	167,085	54,302	3,896	477	16,300	8,915	98,436	32.5%	9.8%	50.2%	58.9%
和歌山県	88,578	27,200	4,712	836	17,513	493	24,622	30.7%	19.8%	57.3%	27.8%
群馬県	139,561	38,872	358	1,770	37,135	6,044	49,521	27.9%	26.6%	60.3%	35.5%
滋賀県	153,569	45,533	432	19	20,303	13,943	56,983	29.6%	13.2%	52.2%	37.1%
宮崎県	36,370	10,890	1,146	1,739	6,914	818	12,638	29.9%	19.0%	59.1%	34.7%
熊本県	70,282	21,524	93	477	12,187	9,498	21,154	30.6%	17.3%	62.3%	30.1%
徳島県	42,691	12,477	693	875	5,823	2,109	18,447	29.2%	13.6%	51.5%	43.2%
樺太	0	0	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
沖縄	3,043	998	0	0	0	20	5,029	32.8%	0.0%	33.5%	165.3%
朝鮮	403,756	41,505	7,917	0	19,505	12,184	317,336	10.3%	4.8%	20.1%	78.6%
島根・鳥取	170,245	73,212	3,085	6,737	23,994	11,547	51,326	43.0%	14.1%	69.6%	30.1%
(参考) 国債シ団行	19,310,362	4,781,816	173,790	289,225	1,336,006	214,777	11,179,579	24.8%	6.9%	35.2%	57.9%
日本興業	2,641,768	279,894	0	24,637	127,258	8,023	2,783,259	10.6%	4.8%	16.6%	105.4%

(注) なお、貸付金にはコールローンは含まれていない。

〔出所〕「全国各種銀行業務要報」と「全国各種銀行所有有価証券調」より作成

見て、定期預金金利が平均20%低下した。ただ、第一次金利平準化では、23県で定期預金金利が国債の表面利率である3.5%を上回っており、特に東北（岩手を除く全県）や九州（全県）に多く見られた²¹⁾。国債の消化を最優先に考える政府にとっては、預金金利が国債の表面利率を上回っていれば国債投資の採算が合わず、その地域の地方銀行による国債消化が伸び悩むことが懸念された。それゆえ、金利平準化が不十分と考えた大蔵省と農林省は、さらなる預金金利低下とその平準化を目指した（第二次金利平準化）。

地方銀行の積極的な証券投資が始まったのは、第一次金利平準化が行われた時期と符合する。それは、社債優遇策に加えて、預金金利の引き下げに伴う資金コストの低下によって、社債投資での採算が見込めるようになったことがその要因と考えられよう。しかし、地方銀行の社債投資は、容易に拡大したわけではなく、希望する社債を証券業者から購入できずに運用難に陥っていた。それゆえ、地方銀行は日本興業銀行に対して、深刻な運用難に陥っていることを訴えて、打開策の検討を要望していた。また、地方銀行による運用難解消への支援要請は、日本興業銀行にとどまらず政府に対しても行われていた。すなわち、同時期に地方銀行協会は、大蔵省に対して地方銀行の運用難を改善するよう、陳情を行っていた。

地方銀行からのこうした要望に対し、日本興業銀行も同行引受社債の地方銀行への窓口申込を倍増させた。それだけではなく、発行金額の大きい銘柄を中心にシ団親引額の減額と地方銀行への割当額の増額²²⁾、最低売却額の指定²³⁾、地場企業発行社債の地元銀行への優先割当²⁴⁾、また興銀債の優先割当も行った²⁵⁾。そして、下

引受証券業者に対しては、地方銀行による政府保証債などの購入への便宜提供を勧奨²⁶⁾し、地方銀行の社債投資を援護していた。他方、大蔵省も地方銀行の運用難を放置すれば、臨時資金調整法で規定された資金調整業種以外への貸し付けが増えることを危惧したものの、一方で起債制限を緩和することもできないため、応急措置として地方銀行に対して2度の預金部保有社債の売却を行い、地方銀行の要請に応えた²⁷⁾。

しかし、それは単に地方銀行の運用難を救済する目的からだったわけではない。むしろ、それらの銀行が保有する余資を、国債投資に振り向けさせることが意図されていたのであった。すなわち、政府や日本興業銀行による預金部保有社債の売却や興銀債の売却、優先割当は、次のような売却条件や割当方針に沿って行われた。以下に引用しておく²⁸⁾。

<売却条件>

- 一、開放社債の銘柄は興業債券は号、第五十八回満鉄債、第二百二十七回東拓債の三種で、売却単価は何れも額面百円に付百円とし、受渡期日は八月七日とする。
- 一、売却の条件としては、（1）なるべく長期保有すること（2）既に相当国債を所有しこの上国債投資の困難なるもの及び預金部以外よりの購入困難なるものに開放すること。
- 一、購入後若し売却したき時は、大蔵省宛売却承認願書を提出して許可を得ること。売却が已むを得ざる場合には、預金部に於て再び買上げるか又は売却の斡旋をする。

<割当方針>

申込銀行の国債所有高に応じて割当てた。

従って、国債所有高の僅少な銀行は、割当から除外した。此反対に本年上期中に多額の国債を買入れた銀行は、割増をした。国債所有額が大体この中間と見られるものは、申込額に従って按分した。この結果の割当額は最高百万円、最低一万円とした。

このように政府としては、国債保有に積極的な地方銀行に対して、保有社債の売却や興銀債の優先割当を行っていたのであった。つまり、確定利率を提示して集めた資金である以上、その利率が国債の表面利率を上回っている状況では、国債を大量消化させれば、一方で高利回りの投資物が必要となる。その甘味材として優良でかつ利回りの良い社債を地方銀行に提供し、これを国債と抱き合わせで運用させることで、政府の懸念であった大量に発行された国債の消化と、国債の大量保有が地方銀行の運用利回りに与える影響を緩和させていたのであった。

さらに、1940年になると、一方で預金の獲得が低迷し、他方で大量に発行される国債の消化をさせねばならないため、社債の消化は一層厳しくなった。また、下引受証券業者も多額の手持ち社債を抱えるようになり、起債市場は不振に陥った。そのため、政府は一方で臨時資金調整法の再強化などの起債市場の調整や預金部資金の放出によって、シ団前貸しや証券業者の手持ち社債の肩代わりを行わせた。

しかし、それだけでは起債市場の不振は解消に至らなかったため、地方銀行のもつ資金の社債消化への活用はさらに進む。興銀債の特別割当（3億5,000万）や一般会社債（投資額1億円、本邦一般会社債または東洋拓殖、南満洲鉄道、政府保証債など）の特別引受なども行われた。そして、それに加えて、証券業者への引受手数料の「戻し」の増額による応募者利回りの

引き上げや、地方銀行への社債割当の増加を斡旋する勸奨も行われた。

地方銀行の社債投資は、当初は資金調整に伴う貸出の大手銀行への集中によって、預貸率が低下していたことを契機とした。これに二つの要因が重なって、地方銀行の社債投資は一気に拡大した。一つは金利平準化である。全国的な金利の平準化に伴う資金コストの低下によって、社債投資が採算に合うものとなり、地方銀行は運用難回避のために社債投資を積極化した。そもそも金利平準化は、地方銀行による国債保有の拡大を意図して行われたものだが、定期預金金利が国債の表面利率を上回っていた地域も多く、そうした地域の銀行では国債保有には収益上限界があった。それゆえ、地方銀行は採算の合う社債投資を志向することとなった。

もう一つの要因は、政府や日本興業銀行による地方銀行の運用難解消に向けた施策であった。ただ、これも単に地方銀行の運用難を解消する目的で行われたのではなく、地方銀行による国債保有の拡大が意図されていたのであった。こうした施策によって、1937年末と1941年末の国債保有額と社債保有額を比較すると、東京、静岡、広島、兵庫、岡山、富山、埼玉では5,000万円を、神奈川では3,500万円超える社債保有の増加が見られ、同じくこれらの地域では国債の保有も拡大していた。このように地方のみならず、大都市圏の地方銀行も社債へ積極的に投資していた。こうして地方銀行の社債投資額が1939年、1940年頃から急激に増加していったのであった。

しかし、1940年の起債市場の不振は、こうした応急措置では思うような回復がみられなかった。そのため、1940年以降、消化三分主義による官庁資金への依存、シ団親引きの拡大が行わ

れ、公募が3分の1に減額された。そして、1940年12月には、大蔵省、企画院、日銀、日本興業銀行で構成される「起債計画協議会」が設置され、起債銘柄の厳選、四半期ごとの発行額が査定され、起債の計画化が行われた。これにより、市場負担の軽減が図られたものの、市場は自由市場の色彩を失っていったのであった。

IV. 証券業者の社債販売先

戦時統制下における地方銀行の運用難は、証券業者から希望する社債が購入できなかったことも一因とされた。では、証券業者が下引受した債券（一部引き受けした債券）は、誰に販売されたのであろう。

まず、戦時下の証券業者の社債市場での位置づけを見ておこう。戦時下における証券業者の引受業務は、逐次縮小されていった。1938年3月公布の有価証券引受業法によって、公社債の引受は従来の自由営業から免許業務となり、川島屋、共同、小池、日興、日本勧業、野村、藤本、山一の八つの証券業者のみが行えることになり、中小証券業者は引受業務を行えなくなった。しかし、引受免許を得たといっても、起債当局の方針として社債引受は一流銀行、信託を中心に行わせることとなり、加えて、従来は証券業者が引き受けてきた大銀行の引受対象外の債券は、起債調整によって発行されなくなった。また、無担保債の発行規模の巨額化は、資金規模で劣る証券業者を実質的に締め出した。つまり、証券業者は下引受に甘んじるほかなくなったのであった。

では、証券業者が下引受した債券の消化先であるが、史料の制約から日興証券の社史に出ていた川島屋証券の数値と、山一証券資料に収録

されていた「証券引受部申込記入帳²⁹⁾」を用いて検討したい。なお、川島屋証券の数値は募集債券の消化先のみが判明しており、一方の山一証券資料の「証券引受部申込記入帳」は1940年下期の山一証券全体の債券の販売先が収録されているが、半期だけしかデータはなく、したがって、あくまでも個別事例の列挙にとどまるが、そのことを考慮してもこれらの事例から、戦時期の証券業者の社債販売先の一端を窺うことは可能であろう。

図表6には川島屋証券の募集債券の消化先を示した。これによれば、川島屋証券の募集債券の消化先は、その約半分が普通銀行であり、金融機関だけで約90%が消化されていた。ただし、このほかに引受公社債が1939年5月期に615万円、1939年11月期に3,234万円、1940年5月期に3,532万円あるが、この債券の消化先は社史に記述がないため不明である。

次に、山一証券の実態を見てみよう。図表7に「証券引受部申込記入帳」の内容（66銘柄）をまとめた。1940年下期に山一証券が下引受した公社債は、約1億2,580万円に上っており、最大の販売先は当時公社債の最大の消化先でもあった地方銀行であった。山一証券の公社債販売の特徴としては、銘柄によるものの1銘柄を5万円以上購入した大口取引先はあまりなく、5,000円から3万円程度を購入する小口の取引先を数多く抱えていたことが挙げられよう。金融機関との小口取引が多いのは、1940年になると一方で預金の減少、他方で国債の大量保有を余儀なくされ、社債の消化が困難になってきており、全国各地の支店が各地に点在する地方銀行、貯蓄銀行、信用組合に対して、債券を小口でしか販売できなかった裏返しとも言えよう。

各投資者の購入額は公社債の種別ごとに異

図表6 川島屋証券の募集債券の消化先

(単位：千円)

	募入決定額	普通銀行	貯蓄銀行	信託会社	保険	信用組合 一般会社	個人	合計
1939年5月期	1,780	570	450	160	380	300	10	1,870
1939年11月期	8,001	4,844	891	140	2,110	595	399	9,019
1940年5月期	4,674	1,877	1,340	95	800	375	46	4,533
合計	-	47.3%	17.4%	2.6%	21.3%	8.2%	3.0%	15,422

(注) 普通銀行には特別銀行も含まれる。

〔出所〕 日興証券株式会社50年史編纂室編 [1970] 97頁より作成

図表7 山一証券の公社債販売先

(単位：千円)

		シ団 銀行	普通 銀行	貯蓄 銀行	証券 業者	生損保	信託 会社	その他 金融	個人	事業 法人	その他	公証	繰越	合計
国内企業	担保付	1.1%	4.3%	3.0%	0.3%	3.5%	1.0%	1.1%	1.1%	0.5%	0.3%	3.6%	7.5%	34,217
	無担保	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1,688
国策会社	無担保	0.2%	3.2%	1.8%	0.0%	1.1%	0.5%	3.6%	0.6%	0.1%	0.7%	0.4%	0.3%	15,609
	政府保証	1.9%	2.5%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	2.5%	0.6%	0.1%	0.5%	0.7%	8.4%	23,019
	担保付	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	2,054
在満支企業	無担保	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	353
	政府保証	0.0%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	3,040
	地方債	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1,185
その他	金融債	3.8%	3.1%	5.9%	0.5%	0.2%	1.2%	4.0%	1.3%	0.2%	0.3%	0.0%	4.3%	31,346
	満洲国債	0.2%	4.7%	1.9%	0.0%	1.1%	0.7%	1.2%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	13,279
	合計	7.2%	19.6%	13.9%	0.9%	6.2%	3.6%	12.8%	4.2%	0.9%	1.9%	4.8%	24.1%	125,789

(注) 1) 国内企業には台湾, 朝鮮を含む。また, その他金融には, 信用組合, 信用組合連合会, 中央金庫の数値を, その他には共済組合, 官庁(宮内省), 寺社, 空白を掲出した。

2) 国債シ団銀行の数値には, 日本興業銀行による消化が含まれている。

3) 普通銀行の数値には, 農工銀行による消化が含まれている。その額は国策会社の無担保債4万円(普通銀行合計4,014,000円), 満洲国債7万円(同595万円)であった。

〔出所〕 山一証券資料 A29-1:10より作成

なっており, 地方銀行は国内企業の担保付社債や国策会社の無担保債(南満洲鉄道社債), 満洲国債(満洲帝国投資事業日本通貨公債), 興銀債を中心とした金融債の購入額が多い。他方, 貯蓄銀行は金融債に加えて, 国内企業の担保付社債を, 信用組合は金融債と国策会社の無担保債の保有が多く見られた。

また, 図表7が取り扱っている1940年下期

は, 債券の消化が困難となり, 起債の計画化や消化三分主義が始まる直前にあたる。図表7においても, 繰越³⁰⁾額が全体の約25%を占めており, かなりの募残が発生していたことが分かる³¹⁾。加えて, 公証(自己玉への付け替え³²⁾)も全体の約5%に上っており, このことから, 当時, 債券販売がかなり困難となっていたことが窺えるだろう。

こうした未消化社債の増加に対して、政府は証券業者の手持ち社債の肩代わりをシ団銀行に命じたが、山一証券でも日本興業銀行による肩代わりの事実が見られた。その額は満州拓殖会社債110万円、日本発送電債125万円、興銀債20万円に上っており、それは国債シ団銀行への販売額の約25%を占めていた。山一証券の債券販売は、地方銀行への優良社債の販売が、政府によって指導、勧奨されていたこともあり、1940年下期にはこれに応じたものとなっていた。他方で、下引受した債券の販売は困難になっており、手持ちや自己玉への付け替えをした債券が、全体の約30%に上っていた。

V. むすびにかえて

本稿では戦時経済統制下の社債市場について、特に、どのような銀行が社債を保有したのか。また、その背景事情は何にあったのか。そして、下引受業者であった証券業者は、引受や下引受した社債をどのような相手に販売していたのか、という点を中心に検討した。

戦時期の金融統制は、不要不急産業への資金供給の抑制を目的に、臨時資金調整法と国家総動員法を基礎に行われた。それゆえ、貸付を通じた資金供給は、日本興業銀行と大手銀行を中心に行われ、貸付先については各産業を甲、乙、丙、さらに甲をイ、ロの2段階に、そして乙はイ、ロ、ハの3段階の合計6段階に分け、最高位に位置付けられた甲イに分類された産業を中心に資金が供給された。もちろん、そのことは起債においても同様であるが、起債市場では、特殊会社をはじめとする国策会社の発行する社債には政府保証がつけられ、公信用を用いた優遇策も採られていた。

他方、発行された社債の最大の投資主体は、貯蓄奨励運動によって資金を吸収していた普通銀行であり、特に地方銀行が社債保有を拡大させていた。地方銀行は貯蓄奨励運動によって、国債シ団銀行以上に預金を吸収した反面、臨時資金調整法によって貸付の制約を受けたために、預貸率が低下していた。さらに、社債消化優遇策に加えて、第一次金利平準化によって、全国的に定期預金金利が平均20%引き下げられたこともあって、社債投資の採算が見込めるようになったため、金利平準化とほぼ軌を一にして、社債投資を拡大させた。しかし、貸付の制約に加えて、購入希望社債を証券業者から思うように購入できずに運用難に陥ったため、地方銀行は日本興業銀行や大蔵省に対し、運用難解消に向けての打開策を求めた。

戦時下において、政府は国債消化を最優先に考えていたため、地方銀行のもつ余資は魅力的であった。ただ、金利平準化によって預金金利が下がったとはいえ、まだ国債の表面利率よりも高い金利を付して、預金を集めている銀行も多かったことから、社債を甘味材として地方銀行の国債消化を促進させる施策を実施した。それが、預金部保有国債の地方銀行への売却であり、興銀債の特別割当などであった。これらの割り当てを受けるには、一定の国債保有もしくは積極的な国債投資がその条件として求められており、こうした地方銀行への運用支援策の真の目的は、地方銀行による国債消化の積極化にあった。

第三の論点である証券業者が引き受けた社債の販売先に関わっては、川島屋証券、山一証券ともに金融機関を中心に販売していた。山一証券に関しては、販売先の詳細も明らかとなり、それは各地に点在した地方銀行、貯蓄銀行、信

用組合に対し、少額ずつ取引していた姿が明らかとなった。これは債券の販売が困難になっていたことを基礎としており、その証左に、持ちちや自己玉へ付け替えた債券も大量に発生していたことが明らかとなった。しかし、これはあくまでも限られた史料から見えた一側面である。他の引受業者の帳簿や、同一業者であっても異なる時期の帳簿内容を精査しなければ、戦時期の証券業者の公社債営業に関して、確定的なことは言えない。このことは課題として残された。

注

- 1) 北支事変の勃発を契機として、生命保険会社への国債の強制割当が行われた。これについては、深見 [2013] が詳しい。
- 2) 「銀行通信録」104巻621号 (1937年10月20日号)
- 3) 柴田 [2011] によれば、臨時資金調整法による資金調達目的別の申請許可金額と比較し、図表1に記載の貸付額には設備資金のみならず、株式払込、増資引受、会社設立目的の資金も含まれていると指摘している。
- 4) ただし、臨時資金調整法も完全なものではなかった。一つは当初資本金50万円以上の会社を規制対象としたため、不要不急産業を中心に資本金50万円以下の会社を設立して規制から逃れるという事例が相当数あったことがある。そしてもう一つは設備資金のみを規制対象としていたため、表面上運転資金として貸し付けていながら、実体としてはそれが設備投資資金として使われていたことである。しかも、1937年6月末と1939年末での設備資金貸出と運転資金貸出の増加額を見ると、設備資金のそれは6億円であったのに対し、運転資金は40億円であった。こうした規制の不備から、前者に対しては臨時資金調整法の規制対象を資本金20万円以上へと適用を拡大し、後者に対しては銀行等資金運用令を新たに設けて、臨時資金調整法が規制対象としていなかった設備資金と運転資金を規制対象とした (日本銀行百年史編纂委員会編 [1984] 297頁)。
- 5) 大蔵省昭和財政史編纂室 [1957] 98頁
- 6) 国債シ団銀行は、特別銀行3行 (日本興業銀行、横浜正金銀行、朝鮮銀行)、普通銀行10行 (三井銀行、三菱銀行、第一銀行、第百銀行、安田銀行、住友銀行、三和銀行、野村銀行、愛知銀行、名古屋銀行) であった。
- 7) 特別銀行の19億400万円のうち、日本興業銀行の貸付額は17億6,700万円であった (大蔵省昭和財政史編纂室 [1957] 98頁)。
- 8) 大蔵省昭和財政史編纂室 [1957] 98-99頁
- 9) 1937年の繊維工業の社債発行額が全体の約10%を占めているが、臨時資金調整法施行時には経過措置として、

建設中の事業設備はすべて許可されたためと思われる。

- 10) 1936年から1941年の借換債発行状況と、それが総起債額に占める割合を『全国公社債明細書』から算出すると、1936年が4億6,900万円 (56%)、以後、1億5,600万円 (47.3%)、4,500万円 (6.7%)、5,000万円 (3.9%)、1億1,100万円 (8.1%)、そして1941年は1億3,100万円 (6%) であった。
- 11) 臨時資金調整法第9条に規定され、緊要なる事業を営む会社が、政府の認可を受けて設備費用に充てるため、商法200条の制限を超えて社債を発行する場合、払込済株金の2倍まで社債発行を認めた。
- 12) 一方で一般事業債の発行は、臨時資金調整法の起債許可方針によって一流債しか認められなかった。また、一般事業債は担保付社債しか発行できなかった。
- 13) 図表4の普通銀行の社債保有額と参考の合計額が一致しないのは、調査主体が異なるためである。各主体別の社債保有額は、証券引受会社統制会 [1942] が網羅的に調べていたためにこれを用いているが、それには国債シ団銀行とその他銀行の保有額が記載されていなかった。このため、参考の数値は「銀行通信録」に収録されている東京銀行集会所統計係「全国各種銀行所有有価証券調査」を利用している。
- 14) 日本銀行統計局 [1947] 151-152頁。ちなみに、その他の金融機関の実績を挙げておけば、郵便貯金は486億円、信用組合預金は363億円、生命保険は72億円、簡易保険は35億円、金銭信託は30億円であった。
- 15) 社債担保手形割引優遇に対して、日本興業銀行の宝来総裁は「従来社債担保の割引は実際には特殊の場合に限り、しかも割引日歩が金額、相手により異つてゐて極めて不便であつた。・・・金融繁忙のとき社債担保で一銭一厘の最低率を以て資金融通をうけることが出来れば社債を引受けても心配ないし、又社債を持つてゐる銀行も之を売急ぐことはあるまい」と述べている (日本銀行調査局編 [1973] 244頁)。
- 16) こうして創設された社債優遇策であったが、利用はあまりされなかったようである。日銀取引先銀行には大量の保有国債があるため、社債担保貸出よりも貸出利率が低い国債担保貸出が主に使われていた (『中外商業新報』1941年7月22日)。また、スタンプ手形制度も実施はされず、一種の心理的なサポート効果を發揮しただけであった (日本興業銀行 [1957] 396頁)。とはいえ、保有社債の資金化の途を作っておいたことにより、社債の発行、消化を後押ししたことは間違いなからう。
- 17) 日本興業銀行の預貸率が100%を超えているが、預金、興銀債発行の他に日銀や預金部からの借入金によって資金が調達されていた (日本興業銀行 [1957] 497-499頁)。
- 18) 普通銀行による外国証券投資の増加は顕著なものが見られるが、投資額としては普通銀行全体の証券投資の約4%を占めているに過ぎなかった。
- 19) 愛知県も低迷しているが、これは1937年末には地方銀行に分類していた伊藤銀行が、1941年6月に名古屋銀行、愛知銀行と合併して東海銀行になったために、国債シ団銀行として分類したことが影響していた。
- 20) 日本銀行調査局編 [1973] 244-245頁

戦時期の起債市場と社債保有構造

- 21) 日本銀行調査局編 [1973] 246-247頁
- 22) 「銀行通信録」第107巻, 第637号, 1939年2月20日
- 23) 「銀行通信録」第108巻, 第644号, 1939年9月20日
- 24) 「銀行通信録」第108巻, 第646号, 1939年11月20日
- 25) 「銀行通信録」第108巻, 第652号, 1939年5月20日
- 26) 「銀行通信録」第108巻, 第642号, 1939年7月20日。
日本興業銀行が下引受証券業者に対して, 地方銀行への社債募集上の優遇実施を勧奨したことを受け, その後の南満洲鉄道社債や日本興業銀行債といった一流社債では, 公募額の3分の1は地方銀行によって消化されるようになった(前掲「銀行通信録」第108巻, 第644号)。
- 27) これに対し, 地方銀行からは第1回目は募集額3,000万円に対し9,200万円が, 第2回目は募集額2,000万円に対して3,029万円の応募がされていた。このことから, 当時の地方銀行の窮状が見て取れる。
- 28) 「銀行通信録」第108巻, 第643号, 1939年8月20日。
なお, 1939年12月に行われた預金部保有社債の第二次売却や興債の優先割当の際も, 同じ割当方針で申込銀行への割り当てを行っている(「銀行通信録」第108巻, 第647号, 1940年5月20日, 第108巻, 第652号)。また, 引用にあたっては常用漢字に一部改め, 長文引用にあたっては読点を付けた。
- 29) 山一証券資料 A29-1:10「山一証券資料(その3) 山一証券(戦前)各種元帳」
- 30) 繰越とは次期繰越額のことであり, 簿残を意味している。
- 31) 実質的な国債とも考えられる国策会社の政府保証債の募残が多いのは, 国策会社が収益性よりも政策的理由から作られており, 必ずしも優良企業ばかりではなかったことが反映しているのであろう。
- 32) 公証とは, 証券引受部が引き受けた債券が営業部, 支店によって販売されるが, 一定期間を経過しても売れ残っている債券の一部を, 証券引受部とディーラー部門が交渉して引取り値を決めた上で, ディーラー部門に引き取らせた処理(有価証券勘定への移管)のことを意味していると考えられる。そのように考えられるのは, 「証券引受部申込記入帳」を確認すると, 公証の割戻率は他の取引先へのそれと比較しても著しく高い。これはディーラー部門が引き取った債券のディーリングを通じて損を出さないために行われることであり, また「証券引受部申込記入帳」に記載された販売先の中には, 「公証」と注記が付されている取引も散見できる。これはディーラー部門が引き取った債券を嵌め込んだことを示していると考えられるためである。
- 岡田和喜監修 [1990b]『全国公債社債明細表』第17巻(昭和15年上巻)日本経済評論社
- 岡田和喜監修 [1990c]『全国公債社債明細表』第18巻(昭和15年下巻)日本経済評論社
- 柴田善雅 [2011]『戦時日本の金融統制』日本経済評論社
- 志村嘉一編 [1980]『日本公社債市場史』東京大学出版会
- 証券引受会社統制会 [1942]『公社債年鑑』昭和17年版
- 日興証券株式会社50年史編纂室編 [1970]『日興証券50年史』
- 日本銀行 [1962]『日本銀行沿革史』第3集, 第17巻
- 日本銀行調査局編 [1973]『日本金融史資料』昭和編第34巻, 大蔵省印刷局
- 日本銀行統計局 [1947]『戦時中金融統計要覧』
- 日本銀行百年史編纂委員会編 [1984]『日本銀行百年史』第4巻, 日本銀行
- 日本興業銀行 [1957]『日本興業銀行五十年史』
- 日本興業銀行 [1970]『社債一覽』
- 野村証券50年史編纂委員会 [1976]『野村証券株式会社50年史』野村証券
- 原朗 [2013]『日本戦時経済研究』東京大学出版会
- 深見泰孝 [2013]「統制経済下における生保会社の公債投資と国債消化政策」『証券経済研究』第81号, 日本証券経済研究所, 3月
- 山一証券株式会社社史編纂室 [1958]『山一証券史』史料
- 東京大学経済学部図書館所蔵資料『山一証券株式会社』マイクロフィルム版

参考文献

- 大蔵省昭和財政史編纂室 [1957]『昭和財政史』第11巻 金融(下), 東洋経済新報社
- 岡田和喜監修 [1990a]『全国公債社債明細表』第16巻(昭和14年)日本経済評論社

新聞

- 「中外商業新報」
「銀行通信録」

(当研究所主任研究員)