

明治中期＝市場勃興期における株式会社の資金調達(1)：ストック分析

TSURUMI, Masayoshi / 齋見, 誠良

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

77

(号 / Number)

4

(開始ページ / Start Page)

331

(終了ページ / End Page)

383

(発行年 / Year)

2010-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00006997>

明治中期＝市場勃興期における 株式会社の資金調達（1）ストック分析

霧見誠良

1 はじめに

この論文の目的は、明治中期の製造業株式会社の資本構成を、市場勃興期の資金調達の観点から明らかにするところにある。明治中期の「企業勃興」期を市場勃興期、エマージングマーケットの初期的なケースととらえることによって、この時期の金融システムの役割をより広い視野から光をあてる¹⁾。

本研究の課題を以下のように設定する。

第一に、明治中期の企業勃興期における資金調達のありようを「市場勃興期の金融システム」という観点から再構成する。日本における直接・間接金融論争は、長い間「産業革命」の金融研究の一環として欧米との乖離を探るところに力点が置かれてきた。これまで工業化に必要な資金はどこから調達すべきか、欧米を範として考察されてきたが、この問題は実は、現在の途上国、エマージングマーケットが抱える課題でもある。日米比較の域にとどまらず、現代のエマージングマーケットを含めた市場勃興期一般に拡張することによって、新たな面が照射されるであろう

第二に、先行研究よりも広いデータをつかって、明治中期株式会社の資金調達的一端を明らかにする。本稿では東京興信所『銀行会社要録』に収

1) Tsurumi (2003) において18世紀末における株式会社の資本構成について日米比較を試みた。

録された180企業を対象にその資本構成を分析する。規模は大から小まで含んでおり、偏りが少ない。依然データ範囲は狭いが、先行研究の欠を少しでも埋めることができよう。

第三に、市場勃興期には多彩な企業が出現するから、その多様さを見失わないよう、細部に踏み込んで、「平均」の裏に潜む陰影を浮き彫りにする。直接金融か間接金融か、あれかこれか二者択一を問うのではなく、業種、規模さらにガバナンスなどグループによる特性を明らかにする。

第四に、資金調達の変遷を明らかにするために、ストックだけではなくフローの点からも検討する。一般に企業の資本構成を論じるときには、バランスシート（貸借対照表）の残高を分析対象とすることが多い。しかしある期間の資金調達をみるには、とくに市場勃興期については、残高そのものでなく残高の変化を追う必要がある。

以上、本研究の狙いは「市場勃興期の金融システム」の視角から、明治中期製造企業の資本構成の実態をストックとフローの両面から迫るところにある。本稿ではストック分析を行い、フロー分析は次稿に譲る。以下、2で市場勃興期における資金調達を巡って分析フレームを概観し、3で戦前期金融システムに関する先行研究をサーヴェイし、問題点を探る。4で、本稿がつかう分析データの範囲と特性を明らかにしたうえで、つづく4つの節でデータの分析を行う。まず5でデータ企業を概観し、6で規模別、7で業種別、8で企業ガバナンスとの観点から検討する。9で、確認された特性を市場勃興期における資金制約の点から位置づけ、最後に本稿の意義と限界を展望する²⁾。

2 市場勃興期における資金調達について

本稿では、明治中期企業の資本構成を、より広くエマージングマーケッ

2) 本稿は、日本における初期資本市場研究の一環をなす。計量分析については、いずれ試みたい。

ト、市場勃興期の資金調達の一環として論じる。まず市場勃興期の資金調達の問題とその特徴について整理しておこう。

明治中期、企業勃興のための資金はどこから調達されたのであろうか。内部資金か、株式発行か、銀行借入か。この問題は、明治期日本にとどまらず、南北戦争前のアメリカ、現代の中国・アジアなどエマージングマーケットに共通した問題である。エマージングマーケットにおいて勃興する企業群はどこに資金を求めるとであろうか、その源泉はなにか。どこに制約があるか。これまでの先行研究においては、一方で歴史的な「産業革命」研究として³⁾、他方で現代ファイナンス論あるいは現代の開発金融問題として、個々ばらばらに議論されてきた。エマージングマーケットの資金調達問題として歴史研究と理論研究を交差させ議論されることはなかった。はたして現代ファイナンス論は市場勃興期、エマージングマーケットにも有効であろうか。市場が勃興する中での企業金融は、市場が成熟したもとの企業金融と同一に論じられるであろうか。

これまで企業の資本構成＝資金調達をめぐるのは、現代ファイナンスの領域において活発に議論され、二つの有力な仮説が提起されている。ひとつはモジリアーニ＝ミラー仮説である (Mogiliani & Miller(1958))。企業の資金調達において、その資金を内部資金、外部からの借入、株式発行のいずれによろうとも企業価値には差がつかない。こうした資金調達ルートによる無差別性は、取引コストがゼロのもとで成り立ち、現実の企業金融選択はもう少し複雑である。現実への架橋として、税金あるいは倒産リスクの効果あるいは情報の非対称性が議論された。借入利子の費用計上、あるいは法人税の存在は、資金調達選択にバイアスをもたらす。倒産リスクを考慮すると、無闇に借入を増やすわけには行かない。一定の自己資本を確保する必要があり、資金調達ルートは無差別ではなく、両者の間のある中間点で最適資本構成が想定される。

3) Cameron (1967), 石井 (1999) をみよ。

モジリアーニ＝ミラー仮説が完全情報を前提としているのに対し、もう一つのメイヤーによるペッキングオーダー仮説は、情報が不完全な世界のもとでの資金選択を議論している (Myers (1984), Myers & Majluf (1984))。情報が不完全なときには、資金提供グループによって企業投資に関する情報アクセスに違いがあり、情報コストに差が生ずる。企業投資に関する情報コストは企業の内部者よりも外部者のほうが高くなる。内部資金よりも銀行からの借入、それよりも株式市場からの調達のほうがコストは高くなる。それゆえ企業は投資資金を、まず内部資金、次に外部からの債務、最後に株式へと、順番に選択する。これがペッキングオーダー仮説の骨子である。

二つのMM仮説はともに企業一般の次元で議論され、そのままでは様々な陰影を持つ市場の現実に対応できない。現代金融論では情報の非対称性の論点をさらに進め、企業規模による資金制約条件の違いを考慮に入れて議論している。Bernanke & Blinder (1988) は、クレジットビューの基本モデルのなかに資金制約条件を入れ、証券市場へアクセスできる大企業と証券市場へアクセスできず銀行借入に依存する中小企業に分けて議論をしている。

いずれにせよ、これらの議論は先進欧米における企業金融を念頭にして組み立てられている。このような現代ファイナンスを基礎にしたモデルを明治中期のような市場勃興期、エマージングマーケットにそのまま適用できるだろうか。直感的には、市場勃興期の始点にあるときと成熟期の持続過程にあるときでは、企業金融条件に違いがあると思われる。情報が不完全なもとでは、企業の資金調達に様々な資金制約が働く。その点で、市場勃興期と現代先進国の企業金融は異なる条件下にある。明治日本から現代中国を念頭におきながら、市場勃興期企業金融の特徴を整理しておこう。

第一の特徴は、投資の集中と資金の社会的集中である。市場勃興期には、巨額の投資が短期的に集中して投下される。そして近代産業の固定資本の規模は在来産業に比べ大きく、長期資金の需要が爆発的に増大する。こう

した巨額の起業資金は、在来の個人や家族の資金では応じ難い。この資金ギャップは大きく、社会的資金集中機構を活用せざるを得ない。開放経済の下では外資が利用可能であるが、国内の資金源としては、国家財政ならびに銀行と証券市場がある。

第二の特徴は、企業勃興が市場勃興と同時に起きる点である。企業勃興は市場勃興と手を携えながら進むために相乗効果をとめない、経済は高成長軌道を開始する。一般にそれまで非市場経済が主流であったところで、無数の私企業が爆発的に生まれ、そのなかで市場経済が形成される。日清戦争をはさむ二つの「企業勃興期」は、市場勃興期の初期的なケースである。市場経済は、現代的な企業、市場、制度の形成に向けておのおの競い合いながら、試行を繰り返しつつ形成される。その動向は、足並みそろえて進むわけではない。企業、銀行、証券市場など制度的条件は不均衡に形づくられる。企業は資本調達のための市場、制度が十分に整備されないなかで、初期投資のための資金を調達しなくてはならない。

第三の特徴は、過渡期特有の多様性にある。エマージングマーケットは市場システムへの転換期にあり、移植される前のシステムの影響をもちに受けざるを得ない。土壌であるシステムには、前資本主義システムのときもあれば、社会主義経済システムのケースもある。その土壌によって、育成される市場のありようも多様な形態をとるであろう。たとえば企業組織形態については、近代的な株式会社形態と並んで、個人企業あるいは近代前の共同体的な「組合」企業や国有・国営企業などの企業形態が長いあいだ共存する。また企業規模をとっても、近代技術を導入した大企業から在来の小企業まで幅広く混在する。

第四の特徴は、国家の介入の問題である。エマージングマーケット、市場勃興の初期には、国家が市場経済の育成に深く介入するケースが多いが、市場勃興とともに、国家介入の撤収が始まる。その過程は企業の資本構成に大きな影を落とす。日本における1881年（明治14年）に始まる官営工場の民営化がその初期ケースとすれば、現代エマージングマーケットにおけ

る国営企業の民営化はその現代版であろう。

第五の特徴は、厳しい資金制約である。市場勃興期における企業金融の源泉は財政資金、銀行借入、株式資金、外資の四つのルートがあるが、市場勃興期にはいずれの資金も潤沢ではなく、企業は厳しい資金制約の下にある。これらのルートのうちいずれの資金制約が強いかは、初期の市場発展と政策の態様による。市場経済化によって財政資金が引き上げられ、まず財政資金制約が強くなる。そこで企業は外資か株式市場あるいは借入によって調達せざるを得ない。外資の利用可能性は金融の開放度によるが一般に狭く限られたものである。起業企業にとって銀行市場と証券市場は均等に利用可能というわけではない。二つのルートは市場勃興のための両輪であるが、銀行貸出市場と株式市場の発展のいずれが先行するかによって資金制約に差が生じる。そのため資金ルートは、国と時によって多様な形態をとる⁴⁾。

市場勃興期における企業金融は、以上概観したような特異性をもっており、必ずしも成熟した先進経済の企業金融と同日には語れない。これまでの実証研究からもその多様な性格がうかがわれる。

かつてSingh (1995)、は国際金融公社IFCで、途上国経済をとりあげ、企業の資本構成を広く調査した。対象は、1980年代のインド、ヨルダン、韓国、マレーシア、メキシコ、パキスタン、タイ、トルコ、ザンビア、ブラジルの10ヶ国におよび、全体で798の上場株式会社をカバーする。結果は興味深いものであった。ペッキングオーダー仮説に沿った結果が期待されたにもかかわらず、多くの国で株式資本が優位を占めたのである。

近年の実証研究としては、エイジェンシー・コストの視角から、途上国、エマージングマーケットに特有の様々な特徴を取り込んだ数量的な分析が

4) 市場勃興が封建制からスタートするか、社会主義制からスタートするかで、情報の不完全性は大きく異なる。情報の不完全性は、勃興する民間銀行と民間企業の間では禁止的に大きい。旧社会主義下の国営銀行と国営企業の民営化の間では、勃興期の企業グループ同様、小さい。しかし市場勃興期には国営企業の外部に大小さまざまな民営企業と銀行が勃興し、情報の不完全問題は激化する。

行われている。日本におけるアジア諸国についてのまとまった研究としては寺西ほか（2007, 2008）がある。そのなかで三重野、首藤、奥田は、それぞれタイ、マレーシア、フィリピンにおける非上場企業を含む広い企業データをもとに、資本市場への参加、ファミリービジネス、外資、プンプトラ政策など多様な条件を考慮にいて、きめ細かな分析を行っている。個別研究では、ペッキングオーダー仮説にそった実証結果が多く見出される。劉（2007）はOsirisデータから46カ国2万6013社の資金調達を取り上げ、東アジアにおける負債優位の特徴を論じている。三重野（2009）、Suto（2003）によれば、マレーシアやタイでは自己資本比率は低く、借入が大きなウェイトを占める。また奥田・竹（2008）は、フィリピン上場企業の資本構成を分析し、グループ企業の負債比率が著しく高いことを論じている。中国については、敵（2002）が郷鎮企業の資金問題を調査し、資本構成が借入優位であることを明らかにしている。また旧社会主義圏については、Akiba（2007）がヴェトナムの国営企業と非国営企業の資金調達問題を論じ、杉浦（2007）は1990年代ロシア企業の金融状況を調査し、総固定資本のうち半ばが内部資金によって、残る半分近くが財政資金によって調達された点を指摘している。

Singh＝IFCによる大規模な実証成果とそれと反する他の個別実証結果をどのように位置づけるべきであろうか。これまでの先行研究からは、エマージングマーケットにおける企業の資本構成について、一義的な結論を引き出すことはむずかしい。企業金融において市場、銀行、財政、外資いずれの調達ルートが優位を占めるか、市場勃興期には制度形成を巡る資金制約が強く働き、企業金融のありようは多様である。とくに分析対象が上場企業から非上場企業へと広がるにつれて、考慮すべき条件がふえ、分析も多岐にわたりつつある。エイジェンシー・コストや制度環境など多様な条件を考慮した近年の実証研究により勃興期の資金調達の実態が浮き彫りになりつつあるが、国際比較という点ではなお検討すべき部分が多い。とくに対象が上場から非上場、さらに非株式、小企業へと広がるにつれて、

データの偏りに留意しながら、部分をつなぎ全体像に迫ることが求められている。

明治期の工業化において国家財政、銀行、株式市場はどのような役割を果たしたのであろうか。日本における企業勃興期の金融を巡る研究は、市場勃興期の初期的な事例として評価されよう。それは現代の市場勃興における金融を考えるうえで意義深い。

3 戦前期金融システム論争を巡って

明治期日本の金融システムをめぐるのは、これまで幾つか有力な仮説が提起され、活発に議論されてきた。議論の焦点は、間接金融か直接金融か、戦前期日本の金融システムにおいて銀行それとも証券市場のいずれが主流であったか、この点に集中してきた。アメリカ金融史研究の関心が経済成長における金融一般の役割に向けられたのに対し、日本の金融史研究は実物対金融の関係よりも、銀行と市場いずれが主流であったか、その優位性を争ってきた。両国における研究関心の違いは、つねに市場優位であったアメリカの金融と違って、戦後日本では銀行優位の間接金融システムが支配的であったという、両国の金融構造の違いに由来するものと思われる。こうしたアメリカが市場優位の直接金融、日本が銀行優位の間接金融という対照性を強調する見方はいまなお根深く残っている。その後、戦前期日本企業の資本構成が自己資本優位であるというファクトが発掘され、パラダイムの転換が起こった。その後実証にもとづいた本格的な研究が積み重ねられ、現在静かな論争が戦わされつつある。

戦前期日本の金融システムを巡っては、長いあいだ機関銀行を軸とする間接金融論が優位を占め、証券市場はマイナーな存在として扱われてきた。吉野俊彦（1954）は、戦前期日本の金融システムを、日本銀行を頂点とする「オーバーローン」体制と位置づけ、企業は銀行に依存し、銀行は日銀信用に依存するという、縦に連なる銀行優位の間接金融システムとして描

いた。この仮説に内から対応したのが、加藤俊彦（1957）による機関銀行仮説である。日本では多くの企業家が、自分の企業の資金調達のために銀行を設立し、銀行は企業にとって貸出を引き出すための機関であると位置づけ、「機関銀行」と呼ばれた⁵⁾。こうした機関銀行的な性格は、明治大正期の銀行破綻の要因として早くから指摘されてきたが、加藤は企業と銀行の関係を巡って、イギリスにおける商業銀行、ドイツにおける信用銀行に対する、日本金融の特質＝類型として「機関銀行」を分析の基軸にすえた。このような吉野＝加藤による間接金融仮説の実証的な裏づけは、日本興業銀行が作成した一つの表にあった。日本興業銀行（1957）は『日本興業銀行五十年史』に、戦前期半世紀をカバーする日本企業の資金調達の源泉を数量データとして掲げた。これによれば、戦前期一貫して銀行信用が優位を占めている。第1次世界大戦前においても、企業資金調達の6割方が銀行信用によるもので、証券市場からの調達は傍流を占めた。当時興銀は資本市場に対して絶大の力をもつオーソリティとみなされていたから、この興銀による資金源泉表は信頼すべきデータとして一般に受容された。興銀のデータを下敷きに吉野、加藤の両仮説が肉づけを与えることで、戦前、戦後一貫して銀行が優位を占めたという間接金融論が通説となった。

この「機関銀行」の通説を覆したのが、志村（1969）、伊牟田（1970）である。志村は第一次大戦後の主要企業のバランスシートを集計し、払込資本優位を見出した。伊牟田は、明治30年製造企業64社のバランスシートデータを新聞広告記事から丹念に集め、総資産の「過半」が自己資本からなることを明らかにした。それまで鉄道、紡績業など部分的に認められた事実が、その他製造業においても確認された。これらの研究を機に、戦前期金融研究の視点は間接金融から直接金融へと大きく転換することとなっ

5) 「機関銀行」の概念は、明治期すでに多様な意味で使われていた。第一に業界の決済機関として、第二に企業グループ内の決済・貸出機関として、第三にグループ企業向け大口貸出による銀行破綻のケースである。Lamoreaux（1996）のインサイダー貸出仮説は、第二の機能を、発展初期における情報の不完全性の観点から一般化したものと評価されよう。また近年、小銀行＝機関銀行の機能について再評価を試みた研究として堀内（2005）がある。

た。そのご1911年から1936年について、麻島（1995）が100社を超える大企業のフローの資金調達を検討し、自己資本の優位を確認した。こうして興銀が提示した銀行信用優位説はデータの範囲、出所が明示されていない理由で省みられなくなった⁶⁾。

自己資本優位説の登場によって、そのまま直接・間接金融論争に終止符がつけられたわけではない。自己資本優位であるとするれば、その資金源泉はどこか。また銀行の役割は何か。その構造が問われた。企業の資本構成論から金融システムの直接金融論へ進むためには、なお幾つかの媒介が必要であった。伊牟田（1976a, 1976b）は、自己資本優位の資本構成仮説を主張しながら、ストレートに直接金融論ではなく、なお間接金融論を堅持した。なぜか。そのカギは株式担保金融にあった。当時銀行の取引先は企業向けよりも商人・地主など個人に向けられており、企業の資金調達は銀行からの直接借入よりも、銀行の株主に対する株式担保貸出を介した株式払込みによるところが大きい。資金の流れから、株式払込資金（＝自己資本）の「原資」が銀行貸出によって供給された点を強調し、つまるところ間接金融体制であると論じたのである。石井（1999, 2006）も、伊牟田の株式担保金融仮説と株式払込資金原資説を共有し、銀行優位の間接金融説を主張、岡崎らの直接金融説を批判した。

その後研究は、藤野＝寺西（2000）によって大きな進展を見せた。収穫はマクロとミクロの両面でなされた。ミクロの成果は、戦前期をとうして本格的な企業財務分析を進めた点にある。1902年から1940年に至る戦前期企業の資本構成を調査し、業種別、規模別など本格的な分析を行い、自己資本の優位を確認した。これまでの伊牟田（1976）、麻島（1995）による自己資本優位説を長期統計によって追認し、深化させた。こうしたミクロのファクトファイディングを下敷きに、近年では岡崎・浜・星（2005）

6) この興銀統計に対して、戦前期1931年以降について日本銀行「産業資金供給（増減）状況」統計がある。興銀、日銀の両統計ともにフロー統計である。

のように、戦前期日本の金融における証券市場の意義を強調する説も現れるに至った。

藤野＝寺西（2000）によるマクロの成果は、戦前期資産負債残高表の構築である。この「資金循環」推計によって戦前期企業の資金調達の構成の推移をマクロ的に追うことができるようになった。それによれば、借入資金のウエイトは戦前期一貫して5割を越え、株式資本のウエイトを大きく凌駕する⁷⁾。それはあたかも先の興銀統計の再来の感があり、銀行の役割をもう一度再認識するよう迫るものであった。これによって、銀行貸出と証券市場の関係がこれかあれかではなく共存すること、そのうえで両者がどのようにかわるのか、またどのように変貌したか、その構造があらためて問われることとなった。

近年日本銀行金融研究所が主催したコンファレンスにおいて⁸⁾、寺西（2006）はマクロ、ミクロの両面から企業金融における銀行と株式市場の働きを吟味し、岡崎＝直接金融論、石井＝間接金融論の両説を退けた。自己資本優位、株式担保金融の意義を認めながらも、それを伊牟田＝石井のように間接金融システムへ結び付けて理解することに組みしない。論争によって論点は深められたが、いまだはっきりした像を描くには至っていない。企業の資本構成論、株式担保金融をめぐる銀行貸出論、それに直接金融か間接金融を問う金融システム論が複層的に絡み合いあって、議論はやや錯綜し整理が必要である。

議論の焦点は、寺西（2006）が示したマクロとミクロの「矛盾」にある。資金循環のマクロデータからは銀行借入れ優位、個別企業のマイクロデータからは自己資本優位と対照的な結果が提出された。この違いをどのように矛盾なく説明できるか、ここにポイントがある。寺西はその食い違いを、データがカバーする領域の違いに求めた。マイクロデータが近代株式会社を

7) 寺西（2006）表1をみよ。ただし資金循環統計では内部資金は計上されないから、そのまま資金調達の構造を表わしていない点に注意が必要である。

8) その概要は、日本銀行金融研究所（2006）をみよ。

対象とするのに対して、マクロデータには在来産業の個人企業が含まれている。マクロデータにおいて、戦前期を通して銀行のウエイトが低下し、証券市場のウエイトが上昇しているように見えるが、それは在来産業が1920年代以降衰退したためと論じた。一方岡崎・浜・星（2005）は、同じ藤野＝寺西マクロデータによりながら、戦前期をとおして株式市場が発展し銀行借りに代位したと論じた。両者はともに、明治期と昭和期のあいだに大きな構造変化を認めながら、その意味するところは違った。岡崎・浜・星（2005）が取引所を中心とする株式市場の浸透を強調したのに対して、寺西（2006）が近代部門＝株式自己資本優位、在来部門＝借入優位における構造変貌を強調した。この違いは戦前期金融システムの機能を考える上で重要であるが、残念ながら我々はそれを判定するに十分なマイクロデータ研究を未だもっていない。

先行するマイクロ研究でまとまったものとしては、産業革命期については山口（1970）、伊牟田（1970）、Tsurumi（2004）、第一次大戦期以降については麻島（1995）、南条＝橘川（2009）、それと両期をカバーする藤野＝寺西（2000）があるにすぎない。しかし藤野＝寺西（2000）のマイクロデータといえどもマクロデータとの開きを埋めるには、あまりにも部分的である。マクロデータが個人企業を含む全企業をカバーするのに対して、マイクロデータは一部の大企業を対象とするにすぎない。在来の零細企業から中小企業さらに大企業まで、自己資本比率はどのように分布するであろうか。寺西は在来セクターと近代セクターのあいだに際立った分断を強調し、星＝カシャップは小企業から大企業へ自己資本比率が線形に上昇すると見る。しかし今のところ業種別、規模別の分布については、一部に光が当てられたにすぎない。こうした実証研究の弱さは、とりわけ「産業革命」期に際立っている。藤野＝寺西（2000）の明治期のデータの始点が1902年で「産業革命」期をカバーしていないうえに、データ対象企業が極めて限られている。これをもって「産業革命」期の株式会社さらに近代セクターの企業群の資金調達を語ることは難しい。明らかとなったマクロの数字に対応す

するためには、大企業から小企業までを含むより広いマイクロデータの収集と
きめ細かな分析が必要である。本稿は、その欠を埋めるささやかな試みで
ある。

4 データの概要

分析に入る前に、データについてその概要を紹介し、その意義と問題点
を見ておこう。

本稿が使うデータは、東京興信所『銀行会社要録』第5巻（明治34年版）
である。それは、東京興信所が企業の信用格付情報を毎年編纂したもので、
銀行を中心に会員に配布されたものである。東京と関東5県にひろがる企
業の各年度末決算報告として貸借対照と損益計算に関する情報が掲載され
ている⁹⁾。内容は公式なものではなく「要録」であるが、資金調達を分析
するには十分であろう。そのほか役員氏名とならんで大株主の氏名と持株
数が記載されており、先行研究データにはない貴重な情報がえられる。

数千に及ぶ企業情報のうち1900年（明治33年）下期ストック分析の対象
として製造企業180社が残った¹⁰⁾。対象は株式会社とし、貸借対照、損益計
算に関する基本データならびに大株主に関する主要情報が完備してないも
のは除いた。業種としては、金融がらみの銀行、保険、倉庫、肥料、商業
を対象外とした¹¹⁾。金融・流通を除く製造業としてやや広めにとったのは、
勃興期の多様な動きをつかむためである。その結果、本稿でカバーする業
種は、紡績、織物、製糸、製紙、窯業、化学・ゴム、薬品、船渠、一般機
械、電気機械、鉱山、石油、鉄道、運輸、電力・ガス・水道、食品、漁業、
酒造、建築、印刷、出版に及ぶ。その他を含めると22業種に及ぶ。

以上選ばれた製造業株式会社180社は、先行研究と比べてデータ上どの

9) 決算報告時期の関係から、いくつか9月末の報告を含む。

10) 180社名は本稿末尾に付録として掲載した。

11) 肥料会社の多くが金融も兼業しているため、対象からはずした。

ような特徴、バイアスをもっているだろうか、比較しておこう。本稿のデータは東京興信所が編纂したものであるから¹²⁾、すでに収録企業の選択の点でバイアスがかかっている。収録企業は、銀行などの会員が貸出あるいは証券投資を行うさいの対象となる企業であり、大部分の零細小企業は対象から抜け落ちている。とはいえ先行研究に比べ、データ上の偏りが小さい。第一に対象企業数の点で、伊牟田（1976）が64、藤野＝寺西（2000）が明治期については83の製造企業を検討の対象としたのに対し、本稿は180社を対象とする。第二に地理的な偏りについて。180社は東京など関東に本社をおく企業である。伊牟田（1976）、藤野＝寺西（2000）はともに関西系企業を中心とし、東京・横浜など関東系企業が手薄である。その穴を埋めるに十分である。第三に業種の偏りについては、伊牟田（1976）が4つの製造業種に関する研究にすぎず、また藤野＝寺西（2000）は明治35年以降の戦前期を対象とするために明治期についてはカバーする業種、企業数が少ない。そのために製造業は一まとめにされ、業種による違いが見えない¹³⁾。これに対し本稿データがカバーする業種は22におよぶ。第四に企業規模について。伊牟田が比較的中小規模の企業を含んでいるのに対し、藤野＝寺西データは大企業が中心である。本稿が対象とする180社は大規模から広く中小規模まで含み、偏りが少ない。最後は対象時期を巡る問題である。藤野＝寺西（2000）が1902年から1930年に及ぶ長期データを対象にしているのに対し、本稿は伊牟田（1976）と同様、明治30年代初の一時点のスナップショットにすぎない。とくに本稿データの対象時期が1900年（明治33年）下期で、年末に勃発した金融恐慌が影を落としている可能性がある¹⁴⁾。そこにはむしろ不況期における企業金融の姿がうかがえる。

データの質については、われわれのデータは「要録」であって、正式に

12) 明治期の興信所は、手形交換所の半ば付属機関として、大阪、東京、京都の三都に設けられた。アメリカのStandard Poor社に相当する格付・情報機関である。

13) 藤野、寺西（2000）では、1902年（明治35年）掲載企業数は38で、うち紡績11、鉄道8、電力・瓦斯8あわせて27を占め、その他製造業は11である。

14) その欠は次稿のフロー分析で補うこととしたい。

公表された決算報告ではない点に注意を要する。完全でない情報を分析データとして扱うために、幾つかのデータ処理が必要であった。その手続きは以下のとおりである。

(1) 明治期企業の会計報告の様式については、大蔵省を中心に早くから西歐式の複式簿記の模範が示され、定着しつつあった。しかし、そもそも株式会社が法的に明確になったのが1893年(明治26年)のことで、それまでは会計の記帳方法も統一されてはいなかった。バランスシートに利益を計上するにあたって、二種類の形式が混在していた。「当期利益金」として当期純利益金を計上するか、未処分利益剰余金を計上するかの違いであるが、本データでは両者を識別できなかったため、ともに当期純利益金として扱った¹⁵⁾。

(2) 総資産における純益損金の扱いについて。戦前の企業会計では、純益金を貸借対照表に組み込むとき、二つの方法がおこなわれていた。利益、損失ともに負債サイドで加減する方法と、利益は負債サイド、損失は資産サイドに加算する方法である。ここでは統一処理の点から、前者の方法をとった。負債サイドに、利益のときは加算、損失のときは減算した。

(3) 総資産＝総負債の推計について。『要録』には総資産＝総負債が掲載されておらず、構成項目を加算して推計せざるをえない。構成項目のうち欠けているかもしれない。欠落は資産サイドよりも負債サイドのほうが少ないから、本稿では負債サイドを加算したものを総資産＝総負債の推計値とする。本稿では明示しない限り、推計した負債サイドの総額を「総資産」とよぶ。

(4) 未払込資本金の扱いについて。戦前日本の企業金融においては、株式分割払込制が一般的であった。そこでは貸借対照表上、自己資本は負

15) 久野秀男(1987)をみよ。「未処分利益剰余金」方式を採用したのは銀行が多かったから、非金融業を対象とする本分析では影響は少なかったと思われる。

債サイドに公称資本金、資産サイドには未払込資本金と二分して掲げられた。この場合、自己資本として何をとるべきであろうか。まずは自己資本比率の計算に際し、欧米あるいは現代の企業金融との比較を考えて、公称資本金ではなく、実際に払い込まれた資本金を採用する。しかし未払込資金は決算報告で財産のなかに組み込まれており、資金調達上でも重要な役割を果たしていた。未払込資本金の役割はストック資本構成分析ではつかめないが、フロー資金調達分析によってうかがうことができる¹⁶⁾。

(5) 自己資本としては、払込資本金に内部留保と純益金を加えた。純益金が明記されていないケースについては、利益配分のうち会社外に流出する配当金と賞与をのぞいた残余を純益金と推定した。

(6) 大株主について。『要録』には3から10大株主が掲載されている。本稿の分析では5大株主を使ったが、なかには3大株主しか掲載されていないものもあるが、5大株主として代用した。

5 データ企業180社の平均像

この節では1900年（明治33年）下期180の株式会社について平均的な概況を示し、つづく節で資産規模別、業種別の特徴を明らかにする。

最初に180社平均を概説する。平均な概況は、第1表の最下部に示した(351頁に掲載)。

第一に、総資産（＝総負債）規模について。最大は日本鉄道4869万円、最小は明治図書0.3万円と、大小のばらつきが著しく大きい。180社の平均

16) 先行研究はいずれも本稿と同様、払込資本金を自己資本として採用している。欧米との比較上やむをえないが、未払込資本金のもつ役割が看過されてしまう恐れがある。この点は、次稿のフロー分析で取り上げる。ペッキングオーダー仮説にならえば戦前日本の調達ルートは、内部資金、負債、未払資本金の払込、増資となろうか。未払込資本についての先行研究としては、青地（2006）、南条、粕谷（2009）がある。

値は95万円であるが、中央値は12.7万円と、全体に小規模に大きく偏っている。大多数の169社が1万円以上100万円未満に属している。

第二に、企業年齢について。平均年数は5.5年、中央値は4.2年と非常に若い。最年長は1872年（明治5年）に創設された内国通運で、それでも28年にすぎない。多くが設立されてわずか1、2年である。第一次企業勃興期、日清戦勃発までさかのぼるのは67社にすぎず、残る113社は日清戦争後の第二次企業勃興期に設立された。

第三に、株主数について。平均株主数は235人である。4000人を越えるのは日本鉄道と磐城鉄道の2社で、1000人を越えるのはわずか5社にすぎない。最少は帝国製菓、日本電気など4社で7名である。しかし中央値をとると104人で、ほとんどがパートナーシップの域を超えている。

第四に、持ち株支配について。5大株主のシェアをとると、その平均値は40%、中央値も35%で、現代企業の感覚からすると著しく高い。資産規模が大きいほど株主数は大きくなり、それにつれて大株主のシェアは下がる傾向がある。

第五に、180社のうちどれほどが取引所に上場されているであろうか。東京、大阪、名古屋の3つの株式取引所に上場されている企業はわずか40社にすぎない。全体の8割にあたる140社が非上場企業である¹⁷⁾。

第六に、これらの企業はどれほど利益をあげたであろうか。自己資本に対する利益の比率の平均値は3.1%、中央値は5.3%と高くはない。第二次企業勃興ブームの反動不況で、赤字企業を多く含むためである。

それでは、これら企業はどのように資金を調達したのであろうか。

まず自己資本の構成についてみてみよう。総資産（＝総負債）の平均は95万円で、そのうち払込資本は75.7%、内部資金は4.8%、利益が1%である。外部からの負債は18.9%を占めるにすぎない。その内訳は、長期社債

17) 明治中期各地に株式取引所が増設されたが、三都市以外の株式取引所の活動は短期で振るわなかった。その実態はなお不明である。

の比率は0.5%と低く、大きな役割を果たしていない。短期負債は、借入金9%、支払手形6.5%、企業間信用3.6%からなり、あわせて19.4%にとどまる。

以上を総合して、総資産に対する自己資本（払込資本+内部資金+純利益）の比率を算出すると、実に80%に達する。中央値は83.7%とさらに高い。このように自己資本の比率が80%を超えるのは、例を外国にとっても一般的ではない。市場優位と称されるアメリカの19世紀末の企業と比べても高い¹⁸⁾。この高さは何故生じたのであろうか。ここに明治中期企業の資本構成が抱えるパズルの一つがある。

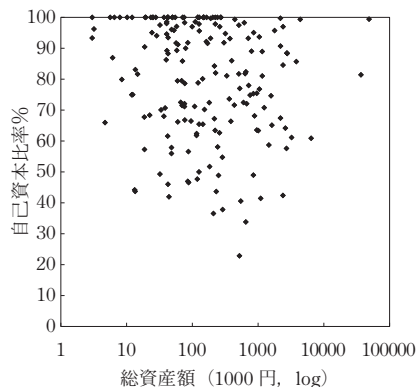
流動資産比率は43.1%であったから、固定資産にとどまらず流動資産さえも自己資本によって充足されていたことがうかがえる。固定資本部分が自己資本によって調達されたか否かを示す指標として、固定比率がある。さらに自己資本に社債を含めた長期資金によって固定資本がカバーされたか否かを示す指標として、長期固定適合比率がある。固定比率は自己資本（払込資本+内部資金）に対する固定資本の比率として計算される。1より大きいと、固定資本が自己資本によって調達しきれず、流動資本に依存していることを示す。古典派的な見方であれば、それは不安定な資金調達構造とマイナスの評価をうける。現代的な見方ではこうした評価はとらない。たとえば戦後日本の企業金融の事例が示すように、短期資金を繰り延べて固定資本にあてることになんら問題はないとする。しかし明治中期の経営者、投資家が、あるいは古典派的な見方をとっていたかもしれない。その点で、自己資本比率と並んで固定比率をみておく必要がある。平均値、中央値はそれぞれ0.74、0.80で、1を程よく下回っている。自己資本は、固定資本にとどまらず、流動資本をも十分にカバーしていた。

これらのデータによって、この時期の株式会社の平均像をひとまず描く

18) 1891年アメリカ大企業66社の平均自己資本比率は69.3%である。Tsurumi (2004) のTable 6をみよ。

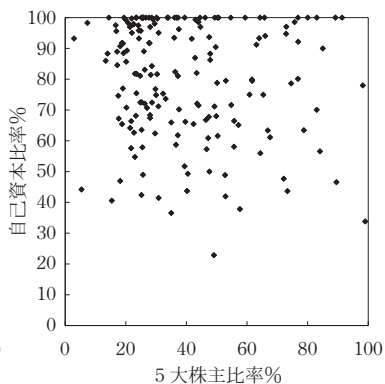
ことができる。平均値からは、創設して6年、総資産100万円、株主200人という比較的規模の大きい会社像が浮かび上がってくる。これに対し中央値からえられるのは、創設してからわずか4年、総資産13万円と若く小規模であるが、株主は100名を擁する株式会社像である。自己資本比率は平均値80%、中央値83%といずれも高い。固定資産にとどまらず流動資産さえも

第1図 資産規模と自己資本比率



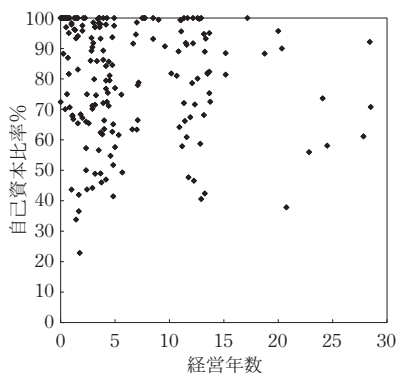
出所：東京興信所（1901）より作成。

第2図 大株主と自己資本比率



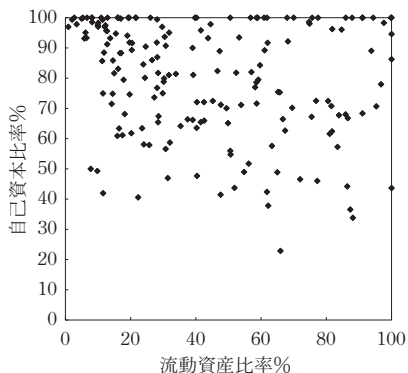
出所：東京興信所（1901）より作成。

第3図 経営年数と自己資本比率



出所：東京興信所（1901）より作成。

第4図 流動資産比率と自己資本比率



出所：東京興信所（1901）より作成。

自己資本によって充足されていた。

こうした平均像では十分ではない。平均像で語るには分布がバラバラにすぎる。たとえば資産規模に沿って180社の自己資本比率をプロットしてみると、ばらばらで明瞭な関連を見出せそうにない（第1図）。また試みにそのほか関連ありそうな要因を取り出して、同様に図に表してみた（第2, 3, 4図）。大株主比率, 経営年数, 流動資産比率のいずれをとってもばらつきが大きく, 自己資本比率との間に意味のある相関を見出せそうにない。そこで次に, 規模, 業種, ガバナンスなどグループの次元において, 平均の下に潜むグループ特性を探る。

6 規模別資本構成の分析

平均から離れて規模別に見たとき, 資本構成はどのように分布するであろうか。第1表は, 総資産 (= 総負債) 規模別に整理したものである。180社を資産規模順に1万円未満から1000万円以上の10段階に分けた。各段階に属する企業数は, 1000万円以上が2社と少ないのを除けば, 各グループはほぼ10社を超え, ほど良く散らばっている。

表を一瞥すると, 資産規模の序列が企業経営の幾つかの指標と関係があることがうかがえる。

- (1) 資産規模と払込資本の関係は正の関係にある。
- (2) 企業規模と企業年数のあいだに正の関係が認められる。すなわち, 新しく設立される企業は, 年とともに規模が小さくなる傾向がある。
- (3) 上場企業は大中規模に集中し, 規模が小さくなるほど非上場企業のウエイトが増す。
- (4) 規模が大きいほど株主数は大きく, 5大株主比率は逆に低くなる傾向が見られる。
- (5) 企業当期利益率は10万円以上の層でプラス, 未満の層でマイナスと対照的である。

第1表 資産規模別の平均資本構成 (180社, 1900年下期末)

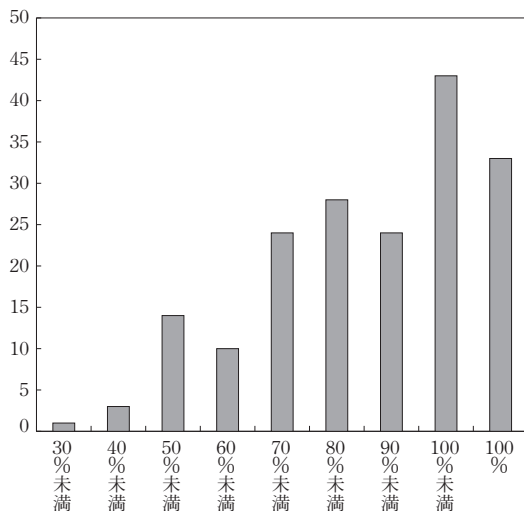
総資産額	社数	うち 上場	総資産 100円	自己資本 /総資産 比率%	払込 比率%	内部資金 /総資産 比率%	社債/ 総資産 比率%	借入越 /総資産 比率%	支出手形 /総資産 比率%	延借入 /総資産 比率%	流動資産 /総資産 比率%	固定 比率	長期固 定割合 比率	利益/ 自己資本 %	株主数 人	5大株 主比率 %	経営 年数	
																		総資産 100円
1000万円以上	2	2	426834	76.5	90.4	84.3	10.4	2.1	7.4	0.0	0.1	31.0	0.80	0.78	9.1	4407	28.6	12.1
200万円以上	15	12	29439	74.2	78.9	77.8	4.5	0.1	6.7	12.7	1.6	24.1	0.97	0.97	4.7	738	25.9	12.0
100万円以上	10	5	12395	63.0	71.5	79.0	6.2	3.7	4.1	16.0	4.8	38.5	0.92	0.85	8.5	360	36.1	9.4
50万円以上	22	11	6789	63.3	72.5	83.0	8.2	1.6	8.1	14.4	2.3	47.6	0.78	0.76	4.6	197	32.2	7.8
20万円以上	29	7	2775	71.0	78.7	59.9	5.1	0.5	8.9	7.7	3.5	43.0	0.75	0.74	10.5	195	37.4	8.3
10万円以上	25	2	1324	84.2	81.5	69.7	3.4	0.0	9.5	4.5	4.5	37.3	0.77	0.77	5.2	106	40.2	4.4
5万円以上	28	1	687	76.3	82.3	56.3	3.8	0.0	11.1	2.4	4.6	48.8	0.67	0.67	-4.7	108	43.4	6.1
3万円以上	22	0	394	76.1	81.9	59.7	5.6	0.0	10.5	1.6	4.8	49.0	0.67	0.67	-6.2	71	55.5	4.3
1万円以上	18	0	176	86.8	82.3	49.9	3.0	0.0	10.4	1.5	4.4	48.9	0.56	0.56	-8.1	68	44.8	3.4
1万円未満	9	0	54	88.2	91.4	39.5	2.4	0.0	4.5	3.3	0.8	44.5	0.63	0.63	3.9	32	49.9	2.9
全企業	180	40	9520	75.7	80.0	64.3	4.8	0.5	8.9	6.5	3.6	43.1	0.74	0.73	3.1	235	40.5	6.5

出所：東京興信所 (1901) より作成。

つづいて資金調達の数に目を移してみると、総資産に対する自己資本の比率は、平均で80%と高い。その分布は、自己資本比率10%ごとに企業数を棒グラフに表してみると、いかに右に偏っているかわかる（第5図）。多くの企業が90%を超える自己資本比率に集中しているのに対し、90%台から30%台にかけて企業数は直線を描くように減少している。自己資本比率100%になんと33社が、またその下の90%以上100%の間には67社が入り、あわせて100社に達する。いうまでもなく100%が最高値であるから、如何に90%以上の狭い範囲に偏っているかがわかる。これに反し、残りの80社は80%未満から20%台の間を広くばらついている。

つぎに第1表の規模別表によると、1000万円以上と1万円未満の両端が90%を超え、中位が低く、いわば平皿型に分布している。細かく見れば、1万円未満の階層（91.4%）をピークにして規模が大きくなるにつれ自己資本比率は段階的に低下し、50万円－100万円の階層（72.5%）で底に達する。この負の動きは100万円未満までで、それ以上になると正の動きに転じ

第5図 自己資本比率別の企業数



出所：東京興信所（1901）より作成。

る。1000万円以上に属する2社が桁はずれに巨大であるから、それをはずしてみるとこの正の動きはさほど強いものではない。総体として、規模が小さいほど自己資本比率は高くなるという、階層上の特徴が確認される。それは、「規模が大きいほど自己資本比率が高い」という通念を裏切るものである¹⁹⁾。

つぎに自己資本の中身をみてみよう。総資産に対する内部資金の比率は、階層によって少しデコボコはあるが、企業規模が大きいほど大きい。平均は4.8%で、3万円未満だと2%から3%にすぎないが、最大規模の1000万円以上の階層では10%にも及ぶ。その結果、内部資金を除いた払込資本/総資産の比率は、さきの自己資本比率よりも強い傾斜をもった平皿型にひろがる。1万円未満の階層をピーク(88.2%)に階段を下りるように低下し50万円-100万円の階層で底(65.0%)に達する。そのご200万円以上の階層からゆるやかな上向へ転じる。なかでも50万円から200万円までの中規模階層が、他に比べ株式払込のウエイトが低く、外部負債への依存が高い。

そこで次に負債の中身を見てみよう。まず長期負債の社債であるが、利用は限界的であった。180社全体で平均0.5%にすぎず、その利用は中規模以上に限られている。社債市場は株式市場に比べ発達せず、全体としては未だ資本構成上大きな役割を果たしていない。

短期負債はどうであろうか。全体の平均値は、借入・借越9%、支払手形6.5%、延払い3.6%である。階層別には、借入・借越と支払手形は対照的である。規模が大きいほど支払手形比率は高いのに対して、借入・借越比率は逆に小規模ほど高い。すなわち、規模が小さいほど借入・借越に依存し、規模が大きくなるにつれて支払手形がそれに代わる。

長期資本の調達をめぐる固定比率を見てみると、規模が大きいほど固定比率は高くなる。1万円-3万円階層を底(0.56)に階段状に上昇し、200万円-1000万円階層でピーク(0.97)に達する。このとき自己資本は固定

19) たとえばBernanke & Blinder (1988) ならびにHoshi & Kashap (2001)。

資本にほぼ見合っている。中・大規模の階層で1を超える企業がかなり含まれていると思われる。また1に近いと、外的なショックによっては短期負債に依存せざるをえないリスクが大きい。そのリスクは長期社債の発行によって避けることができるが、この時期社債による代替策の利用は、比較的限られていた。

以上の検討から、当時の資本構成をめぐって次のような階層的特徴を抽出できる。

- (1) 規模の小さい企業では払込株式資本によって必要資金のほとんどが調達され、残りを延払いと借入・借越で調達する。
- (2) 規模が大きいと内部資金と外部負債のウエイトが増す。資産規模が50万円以上となると支払手形による調達が増し、さらに社債が用いられるようになる。

これら規模別の特性は、上場・非上場、企業年齢など冒頭に掲げた他の企業特性とあるいは関連があるかもしれない。まず第2表によって取引所上場の影響をみてみよう。上場40社と非上場140社の自己資本比率は81.7%, 79.5%とわずかな差が認められるにすぎない。当時の資本市場においては、取引所上場が資本構成に与える影響はさほど強くなかったと思われる。ここで上場企業の最低資産規模が7.11万円である点に留意し、それを基準に非上場企業を大中規模と小規模に二分してみると、非上場の小規模企業は84.3%, 大中規模企業は75.4%と両者に目だった違いがあらわれる。自己資本比率の高さは通念に反し、非上場・小企業>上場・大中企業>非上場・大中企業の順である。これはさきにみた両端が高い平皿型の規模別分布と対応している。大中規模企業だけをとれば非上場企業のほうが上場企業よりも負債比率が高い点を考慮すれば、上場条件が資本構成に正の影響を与えていると想定されるが、全体としてはその効果はいまだ二次的なものにすぎない。

もうひとつ企業年齢の効果についてはどうであろうか。第3表は、設立年別にまとめたものである。明治28年までは5年刻み、その後は2年刻み

第2表 上場・非上場別企業の資本構成 (180社, 1900年下期末)

企業数	総資産 100円	払込資本 /総資産 比率%	自己資本 /総資産 比率%	払込 比率%	内部資金 /総資産/ 比率%	社債 /総資産/ 比率%	借入越 /総資産/ 比率%	支払手形 /総資産/ 比率%	延借入 /総資産/ 比率%	流動資産 /総資産/ 比率%	固定 比率	長期固 定適合 比率	利益/ 自己資本 %	株主数 人	5大株 主比率 %	年数	
																	固定 比率
上場	40	34807	74.5	81.7	78.7	6.1	1.0	5.3	9.8	2.2	34.1	0.84	0.83	5.5	541	27.1	10.9
非上場	140	2296	76.0	79.5	60.2	4.4	0.4	9.9	5.5	4.0	45.7	0.71	0.70	2.3	147	44.4	5.3
うち大企業	75	3998	68.4	75.4	66.4	5.2	0.7	10.2	8.8	4.4	45.3	0.77	0.75	7.1	215	41.8	6.2
うち小企業	65	332	84.7	84.3	53.0	3.6	0.0	9.5	1.7	3.6	46.2	0.63	0.63	-3.4	68	47.4	4.2
全企業	180	9520	75.7	80.0	64.3	4.8	0.5	8.9	6.5	3.6	43.1	0.73	0.73	0.7	235	40.5	6.5

出所：東京興信所 (1901) より作成。
注：非上場企業の大小の区分は、上場企業の最低総資産7.11万円の上と下である。

第3表 設立年別の資本構成 (180社, 1900年下期末)

設立年	企業 数	うち 上場	総資産 100円	払込資本 /総資産 比率%	自己資本 /総資産 比率%	払込 比率%	内部資金 /総資産/ 比率%	社債 /総資産/ 比率%	借入越 /総資産/ 比率%	支払手形 /総資産/ 比率%	延借入 /総資産/ 比率%	流動資産 /総資産/ 比率%	固定 比率	長期固 定適合 比率	利益/ 自己資本 %	株主数 人	5大株 主比率 %	年数
明治5-13	9	3	8266	55.0	70.6	90.0	13.6	1.5	12.0	8.5	6.1	42.5	0.88	0.84	10.5	246	53.9	24.1
明治14-18	5	5	181901	79.9	91.5	82.2	9.5	0.9	5.7	1.9	0.0	35.8	0.74	0.73	8.9	1959	24.8	15.1
明治19-23	39	17	8695	73.7	79.7	82.4	7.8	0.2	10.0	7.1	3.4	38.0	0.81	0.81	-0.1	175	40.2	12.2
明治24-28	19	6	5040	70.1	81.0	83.2	8.3	2.0	4.9	7.6	4.2	42.7	0.76	0.73	7.8	160	42.0	6.9
明治29-30	48	8	4920	75.5	78.9	61.4	2.2	0.6	10.5	7.6	1.8	36.8	0.82	0.81	6.3	244	41.8	4.0
明治31-32	39	1	1086	76.1	75.3	44.6	2.0	0.0	9.9	7.2	7.4	56.3	0.59	0.59	-0.1	169	37.1	1.9
明治33	21	0	782	91.7	92.2	41.4	2.4	0.0	4.4	0.5	0.8	45.0	0.58	0.58	-1.2	97	41.3	0.4

出所：東京興信所 (1901) より作成。
注：個別企業の数字を加算し平均した。

にまとめ、最後は設立直後の明治33年のみを掲げた。ほとんどの年齢グループが平均80%近辺であるのに、設立が1年以内（明治33年）と明治14年－18年の二つのグループのみが90%を上回る。明治14年－18年設立グループの高さは内部資金の押し上げによるものであって、払込資本/総資産比率は高くない。設立1年以内のグループの高さは、1年を経過すると大きく分散し消失してしまう。設立年を除けば、企業年齢は資本構成に強い影響を与えてはいない。

以上の検討から、上に掲げた2つの階層の特徴は、上場条件や企業年齢によっては解消されない固有の特徴といえよう。

7 業種別にみた資本構成

ここでは階層別について業種別の視点からその陰影を浮き彫りにする。

明治期の産業化は、明治20年代前半の第一次企業勃興と日清戦後の第二次の企業勃興をとおして行われた。その特徴は、いわゆる第一次と第二次の「産業革命」が間をおかずに起きた点にある。はじめに運輸、鉄道、紡績業などの近代産業が勃興し、つづいて織物、電力、化学、電機などの新興産業の勃興が重なった。そのために、明治中期企業の産業構成は実に多様である。たとえば鉄道のなかには、人車鉄道、馬車鉄道、蒸気鉄道、電気鉄道を含み、あたかも鉄道史のパノラマを見ているようである。ここでは、180社を22の業種に分類し整理した。第4表を一瞥してわかるように、運輸、鉄道、製紙、紡績から石油、電力、薬品、製糸にまで及ぶ。ほとんどが近代産業であるが、製糸、織物、窯業、酒造などに一部在来産業の企業を含む。たとえば酒造には、ビール製造のほかに日本酒醸造を含み、食品には製糖、製氷、飲料、菓子など多様である。

第4表は、22業種を平均総資産の大きい順に並べたものである²⁰⁾。横の

20) 22業種目はその他業種である。

第4表 製造業の業種別資本構成 (22業種180社, 1900年下期末)

業種	社数	うち 上場	総資産 100円	払込資本		自己資本		内部資金		社債		借入越		支払手形		延借入		流動資産		固定 比率	長期固 定割合	利益/ 自己資本 比率%	株主数 人	5大株主 比率%	年数
				比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%	比率%						
運輸	9	3	49321	74.9	85.1	67.4	8.0	0.4	4.0	0.0	0.0	6.6	38.2	0.73	0.72	2.6	768	32.1	10.0						
鉄道	21	8	32109	86.8	88.1	73.9	1.9	0.8	6.1	1.7	0.3	0.3	39.0	0.70	0.70	-0.6	783	26.0	6.4						
製紙	5	2	17094	54.2	59.7	95.0	5.3	0.0	15.1	19.5	2.7	2.7	33.0	1.12	1.12	-0.8	145	42.7	17.5						
船渠	4	3	15008	75.0	81.0	82.0	4.4	0.0	5.1	8.7	2.4	2.4	26.9	0.93	0.93	1.8	323	29.7	9.2						
紡績	12	3	13882	74.3	76.1	87.6	2.9	2.3	5.9	13.6	2.2	2.2	35.9	0.87	0.83	-1.7	237	36.7	7.9						
公益	14	4	5248	85.1	79.3	69.4	5.2	0.0	14.8	0.8	2.5	2.5	47.3	0.65	0.65	-19.5	202	32.7	9.0						
織物	13	5	4627	64.3	74.7	74.2	8.2	0.6	11.7	8.0	1.5	1.5	44.7	0.79	0.78	3.0	114	43.8	9.2						
鉱業	10	1	4137	81.1	81.1	62.9	1.0	2.1	6.3	3.8	3.7	3.7	21.7	0.98	0.94	-0.7	146	31.4	3.6						
化学	5	1	4060	61.1	65.5	63.0	3.4	0.0	7.6	23.8	1.0	1.0	60.4	0.75	0.75	-1.2	210	32.8	4.5						
酒造	5	2	3958	75.5	82.3	42.0	6.9	0.0	5.7	4.4	4.7	4.7	65.1	0.44	0.44	-0.4	169	35.9	4.1						
出版	6	0	3224	45.1	63.9	49.6	15.5	2.4	16.5	2.3	2.2	2.2	73.8	0.46	0.40	6.2	68	55.9	10.7						
電機	3	0	2886	54.0	52.7	65.0	0.5	0.0	3.2	28.4	5.6	5.6	58.7	0.69	0.69	-0.7	28	66.4	2.3						
食品	16	4	2539	76.6	78.8	48.6	3.5	0.0	6.0	6.5	4.9	4.9	49.4	0.68	0.68	-1.7	117	37.7	4.3						
建築	7	0	1654	73.9	75.2	53.2	3.4	0.0	15.5	0.0	6.4	6.4	40.3	0.75	0.75	-6.2	74	47.2	5.2						
機械	7	0	1654	59.9	71.9	60.1	7.7	0.0	5.6	11.1	7.6	7.6	71.3	0.45	0.45	6.2	36	55.3	7.3						
窯業	12	1	1417	62.0	66.9	64.2	4.0	0.0	13.3	11.1	4.9	4.9	43.3	0.89	0.89	0.5	76	48.9	6.2						
石油	10	2	1210	89.1	87.7	43.2	1.0	0.0	4.8	0.3	5.9	5.9	26.6	0.84	0.84	-3.7	111	41.4	1.6						
漁業	4	1	1056	78.8	81.4	81.5	1.7	0.0	3.8	5.3	7.6	7.6	51.8	0.63	0.63	1.6	49	52.7	4.7						
印刷	4	0	854	66.4	72.1	46.8	2.8	0.0	7.5	13.3	0.6	0.6	24.4	1.11	1.11	1.9	43	63.9	8.3						
薬品	3	0	544	58.3	63.0	53.4	4.8	0.0	18.3	0.0	7.9	7.9	79.0	0.44	0.44	8.9	10	59.6	7.0						
製糸	5	0	220	82.5	86.3	56.9	1.5	0.0	5.1	0.0	0.7	0.7	45.6	0.63	0.63	3.2	75	40.0	2.2						
その他	5	0	959	67.5	81.8	49.4	12.7	0.0	11.8	4.4	0.0	0.0	75.2	0.31	0.31	3.0	80	37.4	2.9						
全企業	180	40	9520	75.7	80.0	64.3	4.8	0.5	8.9	6.5	3.6	3.6	43.1	0.74	0.73	3.10	235	40.5	6.5						

出所：東京興信所 (1901) より作成。
注：公益とは電力、瓦斯、水道。化学にはゴムを含む。

欄には、資金調達指標とガバナンス関連の指標を掲げた。

まず平均総資産額を一望すると、300万円以上の超大規模な運輸、鉄道から、10万円未満の小規模な製糸、薬品、印刷まで、業種間には隔絶した格差があり、階段状に並ぶ。製糸や織物などに在来産業系の企業が含まれているが、ほとんどが維新後に勃興した近代産業である。

明治期の工業化は、業種によってスタート時期に差があり、その違いが業種の企業年齢に反映している。平均寿命が5年を切るのは、日清戦後に新たに勃興した産業で、石油、製糸、電機、食品、それに鉱業、酒造、化学・ゴムなどである。一方、運輸、製紙、出版、船渠、織物、電力・ガスなどは寿命がほぼ10年に達し、明治20年代前半に企業勃興を開始した産業である。鉄道や紡績、一般機械、窯業のように、第一期、第二期とおして企業勃興が持続している業種もある。いずれにせよ、対象とする明治中期企業は、著しく年齢が若い。まさしく市場勃興期の企業に他ならない。

この時期は、景気の波が大きく、業種別の利益状況は、明暗ばらばらである。電力・ガス・水道、建築と石油の3業種が大幅な赤字である一方、出版、一般機械、印刷の3業種は、5%を上回る利益率を上げている。

企業規模と資本市場の関係については、企業規模が大きいと株主数は大きく、5大株主比率は低い傾向が見られる。運輸、鉄道などは700人の株主をもち、薬品の10人が最少である。小規模でも100人に近い株主を擁している点は注目に値する。

さて問題は、資本構成である。21業種はどのような資本構成を示すであろうか。

180社全体の自己資本比率の平均値は80%、中央値は83%で、両者に大きな違いはない。にもかかわらず業種別に一望すると、散らばりの大きさが目をひく。平均の80%を上回る業種は、運輸、鉄道、鉱業、船渠、酒造、石油、漁業、製糸の8業種である。そのうち中央値の83%を上回るのは、運輸、鉄道と石油、製糸の4つである。それは、インフラストラクチャーを担う大企業と、新たに勃興しつつある小企業の両端からなる。つぎに70%

台には、紡績、電力・ガスなどの公益、織物あるいは食品、建築、一般機械、印刷などの業種がつづく。紡績や電力・ガスが平均以下で、石油や製糸よりも下回る点が興味深い。また化学・ゴム、窯業、薬品など新興の産業は60%台にある。さらに60%を割る業種として、電気機械と製紙の新旧2つが並ぶ。業種としては自己資本が過半を割る産業はない。

固定資本と自己資本の関係を示す固定比率はどうであろうか。平均固定比率は0.74であるが、それはほぼ中央値に近い。平均値0.74を下回る業種の多くは、出版、酒造、薬品など概して流動資産比率が高い。逆に平均値0.74を上回る業種のほとんどが、流動資産比率が低い業種である。注目すべきことに、固定比率が1を超える業種が二つある。製紙1.12と印刷1.11である。固定資本の一部が流動負債によってまかなわれている。この二つの部門では、長期固定適合比率をとっても1を超え、社債を含めた長期資金によっても固定資本を充足できない。そのほか0.9台の水準に鉱業、船渠、0.8台に窯業、石油、紡績がつづく。これらの部門では、もし不況が深まれば1を上回る可能性がある。

一步立ち入って、自己資本の一部をなす内部資金についてみると、総資産に対する比率が高いのは、出版、運輸、織物、一般機械である。相対的に年齢が高い業種が多い。その他の業種はおしなべて低く、内部資金は資金調達手段としては未だ頼りにできない。

負債項目としては、社債、借入・借越、支払手形、延べ払いがあるが、その利用は業種によって偏りがある。社債は、出版、紡績、鉱業と鉄道、織物、運輸で眼につく程度に過ぎない。これに対し、支払手形比率が二桁なのは、電気機械、化学・ゴム、製紙、紡績、印刷、一般機械、窯業である。一方、薬品、出版、建築、製紙、公益、窯業、織物の部門では、借入・借越比率が二桁である。延払いは広く利用されているが、二桁に達する業種はない。これら負債手段の利用を巡って、業種によって違いが見られる。社債には大企業、借入・借越には小企業が対応しているように見える。

以上の業種別分析を踏まえて、業種分布を図に表わしてみよう。縦軸に

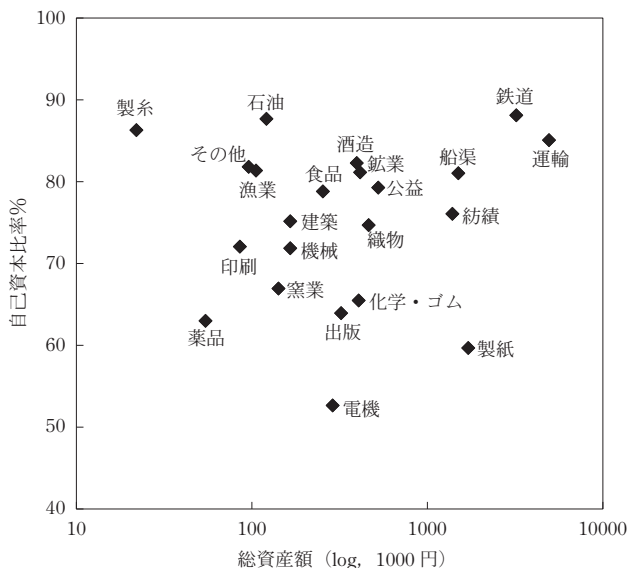
自己資本比率、横軸に総資産規模（log）をとって22業種をプロットした（第6図）。図をもとに平均値を参考に区分けしてみると、幾つかのタイプが浮かび上がってくる。自己資本比率は平均値80%の上下で二分し、資産規模は平均値100万円と中央値13万円によって三分すると、第5表に示すように6つのグループに分かれる。

これまで鉄道、紡績など散発的な情報から引き出されてきたイメージとは大いに趣を異にする。自己資本比率80%を上回る業種として運輸、鉄道のような公益部門と並んで、石油、製糸などの中小の新興部門が名を連ねている。また70%をきる低い業種に化学・ゴム、窯業、薬品あるいは電気機械と製紙が並ぶ。製紙を除いて、その多くは日の浅い新興部門に属する。セクター別に資金調達ルートに違いがあることが確認されよう。大規模セクターにおける紡績と製紙の対照、小規模セクターにおける石油、製糸と薬品、印刷の対照など、興味深い事実を含んでいる。

その違いはどのようなものか、散らばり具合を業種別にみておこう。第6表に、縦に業種、横に自己資本比率を階層順に企業数を並べた。後尾に累積シェアを掲げた。業種については、一つの業種に含まれるサンプル数がまとまるように、近接する業種をまとめ、14の業種分類とした。たとえば電機と機械、織物と製糸をひとまとめにし、化学、ゴム、製紙、薬品を化学・製紙にまとめた。業種により企業数の散らばりに大きな違いがある点が目を惹く。運輸、織物・製糸、鉄道、公益、石油では、多くが平均の80%をこえる層に集中し、低水準への散らばりが少ない。窯業、製紙・化学、印刷・出版、電機における散らばりは、下方への広がりが大きい。

以上の業種別の企業数分布から幾つの特徴を引き出せる。第一に、鉄道、運輸、織物・製糸、電力・水道、石油など高い自己資本比率をもつ業種が大勢を占めるなかで、製紙・化学、印刷・出版、窯業、電機・機械など他人資本への依存が比較的高い業種が見られる。第二に、その違いは分散の広がりの大小による。自己資本比率が高い業種は、高い水準に集中しているのに対して、低い業種では下方への分散が大きい。このことは低い

第6図 資本構成の業種別類型 (22業種)



出所：第4表より作成。

業種では、同一業種の中でバラツキが大きいことを示している。

業種間のこうした違いはどこから来るのであろうか。あるいは技術的な条件、流動資産比率（100－固定資産比率）が反映しているのかもしれない。第7図によると、業種の自己資本比率と流動資産比率の間には負の関係が見られるが、あいまいなものにすぎない。全体に業種間の自己資本比率の違いは固定資産比率によってうまく説明できない。それは、上記の第二点の特徴、業種による分散の違いによる。

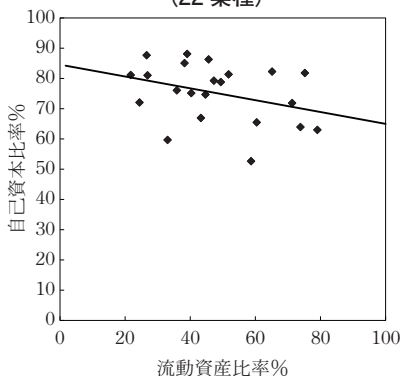
ここで、22業種の流動資産比率と固定比率をプロットしてみた。第8図である。横軸に流動資産/総資産比率、縦軸に固定資産/自己資本比率をとった。もし自己資本比率が固定資産比率をそのまま反映しているならば、プロットした点は流動資産比率（固定資産比率の逆数）に関係なく、横軸に平行する線の付近に横に点在するはずである。たとえば固定資本を自己資本の80%で余裕をもって満たしていれば $Y=0.8$ の線上近く、100%で充足

第5表 業種による資産規模と自己資本比率の関係

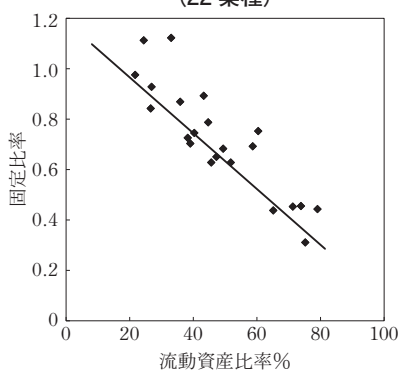
資産規模	自己資本比率	
	高い	低い
大	鉄道、運輸、船渠、紡績	製紙
中	酒造、鉱業、公益、食品	電機、窯業、織物、機械 化学、出版、建築
小	石油、製糸、漁業	薬品、印刷

出所：第4表より作成。

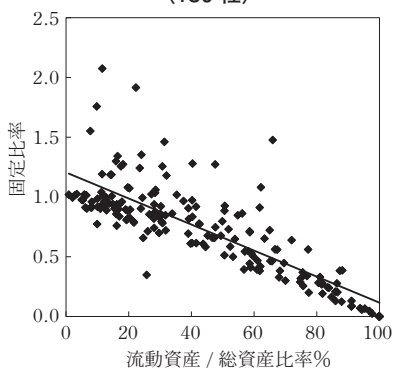
注：公益とは電力、瓦斯、水道。化学にはゴムを含む。

第7図 流動資産比率と資本比率
(22業種)

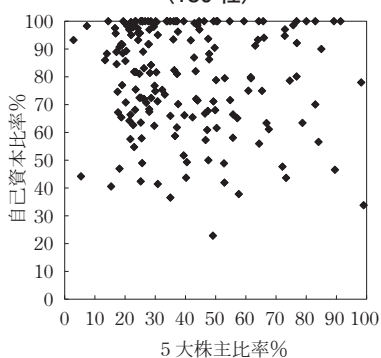
注：第4表より作成。

第8図 流動資産比率と固定比率
(22業種)

注：第4表より作成。

第9図 流動資産比率と固定比率
(180社)

注：東京興信所（1901）より作成。

第10図 5大株主と資本構成
(180社)

注：東京興信所（1901）より作成。

第6表 自己資本比率の業種別企業数分布

業種	企業数	自己資本比率%										累積シェア%				
		～30	～40	～50	～60	～70	～80	～90	～100	100%	0～50	0～60	0～70	80～100	90～100	100%
紡績	12			2	2	1	4	2	1	16.7	16.7	33.3	58.3	25.0	8.3	
鉱業	10				3	1	1	3	2	0	10.0	40.0	60.0	50.0	20.0	
石油	10				1	2		4	3	0	10.0	10.0	70.0	70.0	30.0	
織物・製糸	18			2	1	2	3	8	2	11.1	16.7	27.8	72.2	55.6	11.1	
窯業	12			1	2	3	3	1		8.3	25.0	50.0	25.0	8.3	0	
建築	7			1		2	1	2	1	14.3	14.3	42.9	42.9	42.9	14.3	
運輸	9						2	3	1	0	0	0	77.8	44.4	33.3	
製紙・化学	13	1		2	2	4	2		2	23.1	38.5	69.2	15.4	15.4	15.4	
電機	14		2	1	1	1	4	3	2	21.4	28.6	35.7	35.7	35.7	14.3	
公益	14			2	1		1	4	2	14.3	21.4	21.4	71.4	42.9	14.3	
鉄道	21			1			3	2	6	4.8	4.8	4.8	81.0	71.4	28.6	
食品	25			1	1	5	3	5	2	4.0	8.0	28.0	60.0	40.0	32.0	
印刷・出版	10		1	1	1		5	1	1	20.0	30.0	30.0	20.0	20.0	4.0	
その他	5				2			3		0	0	40.0	60.0	60.0	0	
合計	180	1	3	14	10	24	28	24	43	33	10.0	15.6	28.9	55.6	42.2	18.3

出所：第1表 東京興信所 (1901) より作成。

しているならば $Y=1.0$ の線付近に散らばるであろう。しかしながら、図では右下がりの、きれいな負の関係が読み取れる。それは何を意味しているのだろうか²¹⁾。

たとえば第8図中右隅の流動資産比率が最も高い薬品(79%)を例にとると、固定比率は低い(0.44)。そのギャップは、払込自己資本に対して固定資産が小さいこと、固定資産のみならず流動資産も払込資本によって調達されていることを意味する。つぎに図中その線上を左へたどってみる。流動資産比率が低下(固定資本が増加)するにつれ、固定比率は上昇する。それは払込資本のうち固定資産に向けられる部分が増加することを意味する。固定比率1.0までは、払込資本は固定資本を上回る「余裕」をもっている。払込資本は資金調達のアンカーとして働いている。図中左上の印刷業と製紙業のように、固定比率が1.0を超えると、固定資本を自己資本で満たせず、借入など外部負債に依存することとなる。

この右下がりの線は、業種別分析のみならず、180社全体の分布図においても確認することができる(第9図)。流動資産比率100から0へ、左へ向かうにつれて、次第に散らばりが上方向に目立つようになるが、屈折することなくきれいな右下がりの関係が見出される。そのことは、資本構成の選択において固定比率(たとえば100%)が「最適資本構成」として意識されていなかったことを示唆している。むしろ当時の株式会社にとって「あるべき資本構成」は自己資本比率100%、いかえると必要な資金を払込資本によって調達することであったといえよう。会社は起業にあたって、固定資本のみならず流動資本も、払い込まれた自己資本によって充足する。そのあと自己資本比率が100%をどれほど下回るかは、借入の難易さによってばらつく。それは企業のガバナンス構造によって左右される。

21) 2つの変数の双方の分子に固定資本が入っているから、両者は当然同方向に密接に動く。分母は総資産と自己資本であるから、自己資本比率が低くなると両者の動きは乖離する。

8 企業ガバナンスと資本構成

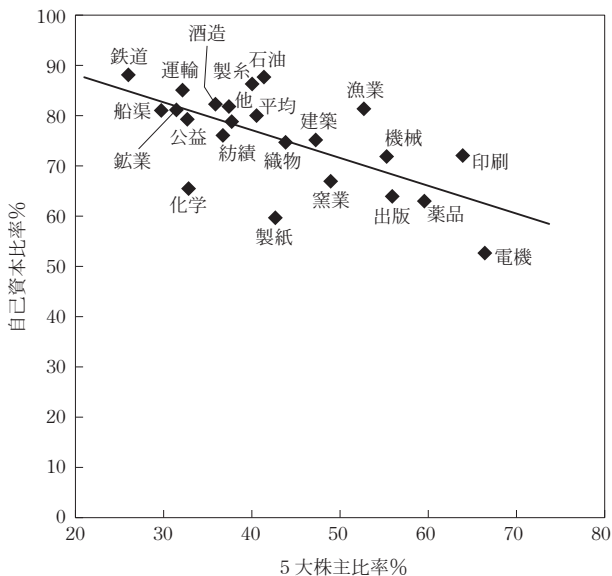
一般に株式会社企業のガバナンス構造のありようは、株主、債権者、取引先、経営者など、利害関係者間の関係構造に依存する。ひとつは企業の内部構造からくる問題で、株式所有と経営組織の構造に依存する。もうひとつは、企業の外部からくる問題で、売買取引先と資金借入先あるいは行政介入によるものである。なかでも誰が資金を提供するかが、重要な鍵をなす。市場勃興の初期には借入先としては、公的機関、個人それに銀行、企業からの出資・借入、市場と多様な選択肢があるが、次第に資金源泉は政府、個人から銀行、市場へと重心を移してゆく。ここでは株主所有構造の点から分析する。はじめに大株主比率、つづいて法人所有について検討する。

本稿データは、企業ガバナンスに関して5大株主比率のデータをもっている。5大株主比率と自己資本比率の関係を180社についてプロットしてみたが、期待に反して明瞭な関係は見出せない(19頁, 第2図)。しかしそれを業種別にプロットしてみると、両者の間に明瞭な負の関係を読み取ることができる(第11図)。大株主比率が40%未満の低い業種—鉄道, 船渠, 鉱業, 運輸, 電力・瓦斯, 化学・ゴム, 食品では自己資本比率は高い。逆に大株主比率が50%以上の高い業種—電機, 印刷, 薬品, 出版, 機械では自己資本比率は低い。両者の中間40%水準にある業種については混在している。自己資本比率が高い製糸, 石油と, 低い製紙, 窯業, 織物, 建築とに分かれる。自己資本比率は業種別に持株比率の構成とよく対応している。自己資本比率との関係は大株主比率と株主数の間には弱い負の関係があるから²²⁾, 株主が広く分散しているほど外部負債への依存が小さく, 逆に狭く集中しているほど外部負債への依存が高いといえよう²³⁾。

22) 自己資本との関係は、大株主比率のほうが株主数よりもバラツキが少ない。

23) この分布傾向は、さきに第5表に掲げた業種別の規模別自己資本比率の分布類型と重なるところが多い。おそらくは業種別タイプの背後に株式所有構造が働いていると思われる。

第11図 5大株主と自己資本比率（22業種）



出所：第4表より作成。

ガバナンスを巡るもうひとつの特徴は、法人による株式保有である。

自己資本比率が低い企業とはどのような企業であろうか。企業データを一覧してみると、株主構成に特徴がうかがえる。法人による大株主が多い。明治中期株式会社の株主は100人以上が大半で、個人経営あるいはパートナーシップの域を超えている。株主のほとんどは個人株主である。法人が株を所有するケースは多くはない。本稿で対象とする180社のうち、法人が5大株主を占めるケースは28社である²⁴⁾。その内訳は第7表に掲げた。法人が大株主の一角を占める「子」企業28社の特徴は以下のとおりである。

第一に、28社は資産、株主数などの点で180社平均と異なる点が多い。

(1) 総資産は28社平均で398万円と、180社平均95万円の4倍ほどである。

24) 株主として法人名ではなく代表役員名が記載されているケースもあり、実際はもっと多いと思われる。

- (2) 企業年数は7.8年で180社平均6.5年より長い。
- (3) 株主数は670人で、180社平均235人にくらべはるかに多い。
- (4) 5大株主シェアは37.5%で、180社平均40.5%よりも低い。
- (5) 流動資産比率は40.0%で180社平均43.2%とほぼ変わらない。

第二に、28社のなかには、二つの超大規模企業（日本郵船と日本鉄道）とならんで株主数が100人未満の小企業8社が含まれ、ばらつきが大きい。

第三に、28社のうち取引所に上場されている企業は13社にすぎない。

第四に、一部の業種に集中している。鉄道、紡績がそれぞれ5社、窯業3社、印刷、機械、建築がそれぞれ2社である。

つぎに子企業に大株主として投資する「親」企業の特徴をみてみよう。

第一に、親企業の半ばを銀行が占める。銀行が15社、保険3社で、重複を除くと金融関係は16社に及ぶ。銀行15社の内訳は、三井銀行6、川崎、安田銀行それぞれ2、そのほか十五、第二、茂木、足立銀行1からなる。保険については、明治系が岩越鉄道、東武鉄道に投資し、東京建物は3つの保険が大株主として名を連ねる。そのほか十五銀行と日本鉄道、第二銀行と日本織物、茂木銀行と横浜船渠、足立銀行と富士紡績である。

第二に、親企業が非金融業であるケースは10社ある。複数挙がるのは三井物産4、大倉組2、金港堂書店2である。三井物産は窯業において日本煉瓦、下野煉瓦、東京石材に、また金港堂書店は出版業において大日本図書と帝国印刷に集中投資している。

第三に、外資系2社が含まれる。東京麦酒に対するバウルシェラレ商会と日本電気に対するウエスタン・エレクトリック社である²⁵⁾。

第四に、三井、安田、川崎、大倉など、そのご「財閥」と呼ばれるようになるケースが多い。なかでも三井が10社と際立っている。そのほか大倉3、川崎2、安田2である。

25) 東京麦酒の株主数は169人、5大株主比率は24.8%であるが、日本電気の株主数は180社中最低の7人、5大株主比率は99.0%に達する。

第7表 法人大株主28社の財務概況

業種	企業	総資産 (100円)	自己資 本比率%	固定 比率	株主数	5大株主 比率%	年数	上場 非上場	法人大株主
電機	日本電気	6506	33.8	0.39	7	99.0	1.4	×	カールトンetc (ウエスタン・エレクトロニクス社)
繊維	東京製織	23866	42.4	0.91	233	25.2	13.3	○	川崎銀行, 川崎貯蓄銀行, 大倉組
紡績	日本毛糸紡績	8473	49.0	0.85	154	25.7	3.7	×	東京毛糸店
窯業	東京常産	187	57.3	0.24	33	46.7	2.3	×	丸登合名
印刷	東京印刷	2427	58.1	1.35	70	55.7	24.5	×	三井銀行, 国内通運
鋳業	磐城炭鉄	10087	63.4	1.34	88	66.8	7.0	○	川崎銀行, 三井銀行
紡績	東京モスリン紡織	16205	65.1	0.80	146	57.2	4.8	×	三井物産
建築	東京石材	600	66.2	0.91	44	39.7	11.4	×	大倉組
機械	東京石川島造船所	21896	67.4	1.06	420	28.0	11.9	○	森野川会社
紡績	日本絹織紡績	6702	72.1	0.78	210	26.3	11.3	×	金港堂書店
出版	大日本図書	1809	72.4	0.28	125	28.7	0.0	×	パウルシュレ商会
酒造	東京麦酒	5995	72.5	0.68	169	24.8	4.3	○	東京貯蓄銀行, 明治火災保険
鉄道	東武鉄道	15727	74.6	1.08	686	17.5	3.3	○	三井物産
化学	東京人造肥料	8472	75.3	0.46	173	32.3	13.7	○	三井銀行
建築	東京建物	9542	75.4	0.46	194	23.5	4.3	×	東京火災保険, 帝国海上保険, 共済保険
鉄道	上野鉄道	5258	77.0	0.55	567	19.0	5.0	○	三井物産
窯業	下野煉化	767	78.6	0.71	47	74.6	12.1	×	安田銀行, 大倉組
紡績	下野製麻	11569	81.0	0.85	288	37.2	10.7	×	足立銀行
運輸	日本郵船	366733	81.4	0.86	3969	28.2	15.2	○	内蔵頭, 三井銀行
紡績	富士紡績	23957	84.6	0.90	392	17.2	4.8	○	三井銀行
機械	横浜船渠	21907	90.7	0.78	480	18.2	9.6	○	三井物産
窯業	日本煉瓦製造	3181	94.8	0.90	18	72.9	13.2	×	日本鉄道, 十五銀行, 明治生命保険, 明治火災保険
鉄道	岩越鉄道	23969	97.0	0.92	4667	21.4	3.6	×	金港堂書店
印刷	帝国印刷	576	97.0	0.98	24	73.0	3.2	×	第二銀行
繊維	日本織物	6163	98.3	0.92	240	20.8	3.5	○	十五銀行, 三井銀行
鉄道	日本鉄道	486894	99.4	0.74	4844	29.0	9.0	○	安田銀行
鉄道	甲武鉄道	21844	99.7	0.84	300	21.9	12.8	○	三井銀行
石油	巴石油	2412	100.0	0.71	179	19.4	0.1	×	三井銀行
	28社平均	39777	75.9	0.79	670	37.5	7.8		

出所：東京興信所（1901年）より作成。

こうした法人による株式所有は、子企業の資本構成に影響を与えるであろうか。28社の自己資本比率は75.9%と180社平均80.1%よりも低い。固定比率は0.79で180社平均0.73よりわずかに高い。企業個々の自己資本比率は100%から33.8%までバラツキが大きいけれども、一般に28社平均の資本構成のほうが、180社平均と比べ負債への傾斜が強いといえよう。ここに大きく貢献しているのは、三井、川崎系の企業である。負債への傾斜を強めているのは、勃興期企業グループ、いわゆる「財閥」系の企業と思われる。

そこで大銀行を擁する「財閥」系として三井系、安田系、川崎系、渋沢系企業を取り出し、第8表にまとめた。ここでは「財閥」一族が五大株主のケースも加えた。たとえば三井高保が筆頭株主を占める鐘淵紡績、王子製紙、川崎八郎右衛門が大株主の日本メリヤス、入山採炭などである、三井系企業8社、渋沢系6社、川崎銀行系は4社、安田系は3社の21社である²⁶⁾。

三井系8社は、三井銀行4社、三井物産2社、三井家2社からなる。平均年数は12.2年、株主数は251名、五大株主シェアは47.5%と高い。自己資本比率は70.9%、固定比率は0.90と法人大株主28社平均よりもさらに負債のウエイトが高い。個々の自己資本比率をみると、巴石油100%を含むけれども、それ以外の7社は180社平均よりも低い。50%台に東京印刷1社、60%台に鐘紡、王子製紙、東京モスリン、東京石材の4社、70%台は上野鉄道、下野煉化製造の2社である。

三井以外の「財閥」系企業として、渋沢、川崎、安田系を掲げた。非三井系13社の自己資本比率は三井系ほどでないが低い。株主数はやや少ないが、5大株主比率は三井をこえてさらに180社平均よりも低い。そのなかで三井系に近いのは川崎、渋沢系である。一方、安田系は三井系とは対照的

26) ここでの系列は、いわゆる財閥系列と対応していない。三井系は鐘紡、王子製紙、東京モスリン、上野鉄道、東京印刷、巴石油、下野煉化、東京石材。渋沢系は渋沢栄一が大株主の東京石川島造船所、東京人造肥料、東京製綱、日本煉瓦、日本鉛管、東京帽子。川崎系は東京製絨、磐城炭鉱、入山採炭、日本メリヤス。安田系は甲武鉄道、下野製麻、東京建物である。

第8表 系列大株主企業の資本構成

	企業数	総資産 (100円)	自己資本 比率%	固定 比率	株主数	5大株主 比率%	年数
全企業	180	9545	80.6	0.73	235	40.5	6.6
法人大株主	28	39777	75.9	0.79	670	37.5	7.8
うち銀行大株主	15	69269	80.8	0.90	1143	30.3	8.5
財閥系	21	12117	74.2	0.84	200	42.5	10.7
うち上場	10	19700	73.0	0.90	306	37.2	12.8
うち非上場	11	4545	85.2	0.82	114	50.2	9.2
うち三井系	8	15504	70.9	0.90	251	47.5	12.2
うち非三井系	13	10033	76.3	0.77	168	39.4	9.7
渋沢系	6	7212	75.8	0.63	135	46.7	10.2
川崎系	4	11049	70.2	1.01	150	37.4	9.4
安田系	3	14318	85.4	0.72	261	27.6	9.3

出所：東京興信所（1901）より作成。

である。総じて川崎、渋沢系には自己資本比率の低い企業が多い。30％台に日本鉛管（渋沢）、40％台に東京製絨（川崎）、60％台に磐城炭鉱（川崎）、東京石川島製造所（渋沢）、70％台に入山採炭（川崎）と並ぶ。

以上ケースは多くないが、三井、川崎、渋沢など大銀行を擁する企業グループにおいて、自己資本比率が低い傾向にあることがうかがえる。鉄道、運輸や石油業のように業種によって自己資本比率が高いケースを含むが、180社平均よりも負債への依存度が高いケースが多い。なかでも非上場企業よりも上場企業のほうがめだつ。また銀行を軸とする企業グループのガバナンス構造が、低い自己資本比率をもたらしていると思われる。つぎにその点を市場勃興期における資金制約の観点からまとめる。

9 市場勃興期における資本構成と資金制約

これまでの規模、業種、ガバナンスによるグループ別の検討から、明治中期株式会社180社の資本構成の特徴を以下のようにまとめることができ

よう。

第一に、自己資本比率について、大勢は80%をこえる異常に高いゾーンに集中している。

第二に、規模別には、小規模が最も高く、中大規模へむけて低下、大規模で再び上がる、浅いいびつの平皿型に分布する。

第三に、業種によってバラツキがあり、公益、石油、製糸が高く、製紙、電機、化学、窯業が低い。それは、大株主比率と負の関係がある。

第四に、自己資本比率の低い企業のなかには、「財閥」系企業が目立つ。

これらの特徴、陰影はどのように説明できるであろうか。それは勃興期日本における資金制約条件を反映している。

市場勃興期の企業にとって、巨額な必要資本を調達するには必ず資金制約がともなう。自己資金、財政資金、株式市場、銀行借入あるいは外資、いずれにせよ資金源泉ルートは厳しい制約下におかれている。それぞれの制約の強さは、市場勃興における制度の発展と初発の資金蓄積の状況に依存する。明治中期日本の特徴的な資本構成について資金制約の点から説明する。

第一の制約は自己資金である。工業化に必要な資金は大きく、これまで蓄積した自己資金の域を越え、なかでも固定資本の規模が大きく長期資金の調達が必要であった。明治期の日本においても貯蓄と投資の資金ギャップは大きく、外部から資金を調達することによってキャッチアップが可能であった。

第二の制約は財政資金に関するものである。市場勃興期には市場経済化の進展とともに財政資金の撤収が強まり、国・地方の公有・公営企業の資金調達は民間市場へ転換する。1881年（明治14年）の政変以降、官営工場の間への払い下げが進み、明治中期にはその多くが民営化し、海運、鉄道など限られた部門で政府による資金援助が行われた。本稿が対象とする180社のうち財務勘定に政府からの資金援助が記載されたのは、日本郵船と東洋汽船にすぎない。それは政府による海運補助による。そのほか日本

鉄道などに対して株主に配当金を保証する補助金があった。鉄道、運輸、電力・水道などの公益セクターの自己資本比率が著しく高かったのは、こうした政府からの援助を期待してのものと思われる。

第三の制約は株式資金に関するものである。株式会社が法的に整備されたのは日清戦争直前の1893年（明治26年）のことである。初期の株式会社は、国立銀行あるいは日本通運、日本郵船など、欧米を範にして組織されたが、形式も統一性に欠けるものであった。初期には株金と借入が出資金としてあいまいなケースもあり、新たな株式会社法によって自己資本と債務あるいは配当と利子の違いが明確となった。漸く「資本構成」が明確に意識されるようになったのである。株式会社を設立するにはまず株式払込を満たし、自己資本を確立することが求められた。銀行から借入するにも自己資本をまってはじめて可能となる。企業にとって株式資金の制約が強く認識されるにいたる。

投資家サイドからいえば、株式資金を一時に払い込むのは容易ではなかった。そのための方便として株金の分割払い込みが導入された。それは欧米の初期資本市場の慣行を取り入れたものであった。会社設立には、四分の一の払い込みが課せられた。明治中期には、一般に払い込みは複数回に分けて、固定設備が完成するまでの1、2年に完了するよう企画されたが、時代を下がるにつれて期間の制約は緩み、あたかも未払込資本金は資金制約上の準備担保のように扱われるようになった。会計処理の上では、払込資本金は負債項目に、未払込資本金は資産項目に計上された。投資家は払い込みを続けるか否か選択権をもっていたが、企業にとって未払込分は投資家が払い込むべき「義務」と認識していた。企業は長期資金需要に対してまず未払込資本を徴収し、足りないときには増資を行った。しかし不況期には追加の分割払い込みに応じない投資家が多発し、厳しい株式資金制約に直面した。

株式調達制約は、株主が広く分散するか、狭く集中するか、そのネットワークの広さに依存していた。株主を比較的広範にもつ業種では株式資

金制約は緩く、高い自己資本比率を誇ったが、少数の大株主に依存する新興の業種では株式資金の制約は強く外部に資金を求めざるをえない。本稿が対象とする180社の多くが高い自己資本比率を印したのは、地域的な初期資本市場に支えられて初めて可能であった²⁷⁾。

第四は、銀行借入れ制約である。当時企業と銀行はどのような関係にあったであろうか。幾つかのタイプに分けることができる。それによって借入制約の強さに違いが生じる。

(1) 決済機関型。

当時新たに企業が発起される際にはほとんど、取締役あるいは監査役の中に銀行関係者を含んでいた。手形、小切手の決済ならびに短期の資金繰りを銀行に期待してのことと思われる。人的なつながりだけで、資金的なつながりは強くない。中小規模企業の多くがこれに属する。当時ほとんどの企業は複数の銀行と取引していた。

この決済機関型では、銀行からの借入制約は厳しい。銀行との取引関係は決済業務にとどまり、貸出は短期資金の範囲にとどまる。短期の資金繰りが目的であれば、同じ地域内にある中小規模の銀行でも十分に対応できた。借入制約は厳しく、資本構成は払込自己資本中心とならざるを得ない。とくに設立したての中小規模の企業にとっては、銀行からの借入は容易ではなかった。問題は、銀行にとって企業情報が不完全であり、また銀行自身が自由にできる資金的な制約もあった。そのため企業は設立時に徴収した払込自己資本に頼らざるをえず、資本構成は自己資本比率100%から80%という異常に高い水準に偏ることとなった。

(2) インサイダー貸出型。

銀行と企業の関係がさらに密接なケースで、銀行と企業が同一の起業者グループに属し、傘下銀行が傘下企業に積極的に貸出融資を行うケースである。こうした関係は、Lamorreaux (1996) が指摘するように初期の情報

27) 当時、株式取引所の役割は限定的なものにすぎず、上場、非上場企業を問わず地域的なネットワークからなる初期株式市場から調達された。

の不完全さに由来する。日本の「機関銀行」はその一例である。大口貸出に対する規制は、明治期ほんの一時導入されただけで、ほとんどフリーであった。

このタイプでは、グループ傘下銀行からインサイダーとして、短期貸出のみならず不況期のいざというときの緊急貸出も提供された。関係貸出ゆえに（１）の決済機関タイプに比べ、銀行からの借入制約は緩い。負債への依存度は高まり、自己資本比率は（１）の高水準から離れる。

（３）「メインバンク」型。

銀行が企業の株を大量に保有し、人的のみならず資金的にも強いつながりをもつ。取引銀行の数はひとつに絞られる。インサイダー貸出の関係がさらに強化されたタイプである。市場勃興期に踵を接して生まれたビジネスチャンスを大投資家が積極的に取り込むときに生まれる。三井、川崎など形成期の「財閥」に多く見られた。

このタイプでは、借入制約は極めてゆるく、ほとんど意識されない。これらの銀行は、決済、短期資金貸出さらに不況期の緊急資金にとどまらず、固定資本向けの長期資金も供給された。負債への依存はさらに深まり、自己資本比率は低下し、また固定比率も１を超える。こうした性質の資金需要に応えるには資金的に余裕のない中小規模の銀行では担いきれなかった。

このタイプの典型的な事例として、鐘淵紡績のケースをあげることができる。明治中期鐘紡を経営していた武藤山治は、『自伝』で当時の鐘紡の資金繰りについて興味深い事実を伝えている（武藤（1934））。鐘紡を経営するにあたって武藤は積極拡大策をとり、その資金繰りを三井銀行に委ねていた。ところが明治33年三井銀行は取り付けにあり、鐘紡の積極経営を支えることができなくなった。資金繰りに困った武藤は、三菱銀行神戸支店長の壮清次郎に救援を仰いで凌いだ。このとき壮は武藤に対して、固定資本を負債に依存することの危険を説いたという。それまでは、武藤＝鐘紡にとって三井銀行はあたかも「無限の貸し手」として認識されていた。このようなケースは、鐘紡に限られるものではなく、当時の三井銀行におい

て多く見られた。当時三井銀行は中上川彦次郎のもと工業部を中心に関係企業に対して積極的に貸し出しを行った。三井銀行の大口貸出先としては、三井鉱山、三井物産、王子製紙、後藤毛織物、芝浦製作所、千住製紙、東京モスリン、金港堂、日本鉛管、東京電燈、九州鉄道、高田商会、東京紡織、東京襪褌、北海道炭鉄鉄道などが含まれる²⁸⁾。それらの製造企業では、武藤山治、矢田績、和田豊治、藤山雷太、藤原銀次郎や岩下清周など、若くして中上川彦次郎に抜擢された革新的な経営者によって積極的に経営されていた。彼らの積極経営が可能だったのは、その資金繰りを三井銀行に全面的に頼ることができたからであった。

明治中期の銀行と企業の関係は、これら三つのタイプがピラミッド状に混在していた。底辺に(1)の決済機関型が厚く広がり、その上に(2)のインサイダー貸出型がのり、ピラミッドの頂点に(3)の「メインバンク」型が位置する。共存するこれらのタイプはいずれも、市場勃興期に特有の情報の不完全性由来し、それへの対応であった。企業にとって借入制約は、ピラミッドを上へ昇るほど緩やかになる。この節の冒頭に掲げた自己資本比率の「異常に高い大勢と低い企業グループ」の対照性は、この資金制約を巡るピラミッド分布に対応している。

10 おわりに

明治中期日本における株式会社の資本構成は、自己資本比率の「異常に高い大勢グループと低い企業グループの共存」として特徴づけることができる。それは日本における市場勃興期特有の資金制約条件を反映している。初期資本市場においては、小規模企業であっても地方をベースに100人近くの株主層を集めることによって、比較的容易に株式資本を確立することができた。大多数の企業は銀行借入制約に直面したために必要資金を払込

28) 明治30年から35年にかけての「大口貸出先一覧」から摘記した(杉山、山口(1978))。

自己資本によって調達したが、銀行借入制約が緩い少数の大企業は、こうした大勢から早く離脱することができた。こうした株式市場を主軸とし、銀行を副軸とする資金調達構造に、市場勃興期日本の特質をみることができる²⁹⁾。官営工場の払い下げによって、日本の工業化は財政、国有銀行、外資主導など幾つかの可能径路を離れ、市場振興に舵をきった。市場勃興期の資金調達は歴史的な条件によって多様なコースをとりうるが、市場化における典型的な初期形態として評価できよう。

本稿の研究は限界が多く、残された課題は多い。第一に、先行研究に比べ広がったとはいえ、分析対象は180の株式会社にとどまり、マクロ全体からみるとほんの一部を埋めたに等しい。株式会社についてもさらにサンプル数を増やすことが必要である。また株式会社の下方に広がる中小企業、パートナーシップ企業、個人企業を含め、さらなる探索が必要である。本稿が導き出した特徴は、株式会社全体の特徴として一般化してよいであろうか。その下方に広がる在来の零細企業とどのように連続するのであろうか。

第二に、明治中期の資本構成はいつまで続くであろうか。1900年（明治33年）以降の追跡分析が必要である。本稿は一時点のスナップショットにすぎない。この問題は、市場勃興の期間をいつとするかにかかわる。通説のように市場勃興期を「産業革命」期ととらえるならば、その範囲は日清戦争をはさむ二つの企業勃興ブーム期に限られるが、市場勃興期として第一次大戦期まで含むか、議論は分かれよう。

第三に、第二次大戦以降を含めた長期を考えると、規模別の特徴を新規株式会社がたどる成長軌道と機能的にとらえることもできよう。市場の発展にともない成熟企業の数が増すにつれ、市場勃興期の異常に高い自己資本比率は全体に後退してゆくであろう。その場合、成熟企業の資本構成は、払込資本中心から他人資本へ、どこまで変化するであろうか。

29) かつての「自己資本優位」仮説と「機関銀行」仮説はお互いに排除しあうものではなく、この時代の情報の不完全性の別のあらわれにすぎない。

こうした長期の展望を考える上で、さきに見た鐘紡のケースは示唆深い。武藤山治は、固定資本を他人資本に依存することのリスクを身をもって知らされた。三井銀行の預金銀行化とともに、傘下企業にとって三井銀行が「無限の貸し手」ではないこと、借入制約が強く認識されるに至った。金融システムとの関連で、ここから二つの点が示唆される。ひとつは、預金銀行化の影響についてである。三井の傘下企業といえども、これを機に固定比率1の重さを認識せざるをえなくなった。企業金融にとって1900年金融恐慌が自己資本比率の重要性を認識する転機をなったことは間違いない。しかし、こうした観念は企業経営者にどのように浸透していったであろうか³⁰⁾。またそもそも大企業から小企業をとおして「最適資本構成」なるものを想定できるであろうか。

もうひとつは、第二次大戦後のように銀行がシステムとして安定的で破綻するリスクがなければ、グループの傘下企業は固定比率1の重石に頓着せず、他人資本への依存を強めるであろう。その意味で中上川の三井による積極的なグループ金融のうちに、戦後のメインバンク金融に至る「萌芽」を垣間みることができよう。いうまでもなく、その「萌芽」が直線的に第二次大戦後につながるわけではない。企業金融を含め金融システムは、1900年金融恐慌、1930年恐慌を機に大きな変貌を遂げる。そのプロセスについては、すでに見たように幾つか興味ある見方が提示されているが、ミクロ研究をふまえたさらなる検討が必要であろう。

30) 武藤山治は鐘紡の金融をめぐる日露戦期に再び三井銀行から苦汗をのまされ、それ以来「三井三菱両行を鐘紡の取引銀行と定め」という(武藤(1934)195-197頁)。

〈参考文献〉

〔日本語文献〕

- 青地正史（2006）「戦前日本企業と『未払込株金』」『富大経済論集』第51巻第2号
- 麻島昭一（1995）「大企業の資金調達」由井常彦，大東英祐編『日本経営史3 大企業時代の到来』岩波書店
- 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源泉：寺西論文コメント」『金融研究』（日本銀行金融研究所）第25巻第1号
- 伊牟田敏充（1970）「明治中期における工業会社の資本構成」『経済学雑誌』第62巻4・5号（『明治株式会社分析序説』所収，1976年）
- 伊牟田敏充（1976a）『明治金融構造分析序説』法政大学出版局
- 伊牟田敏充（1976b）『明治株式会社分析序説』法政大学出版局
- 岡崎哲二，浜尾泰，星岳雄（2005）「戦前日本における資本市場の生成と発展—東京株式取引所への株式上場を中心として」『経済研究』（一橋大学経済研究所）第56巻第1号
- 奥田英信，竹康至（2008）「フィリピン上場企業の資本構造—ビジネスグループ企業の資金調達の特徴」一橋大学Technical Report
- 加藤俊彦（1957）『本邦銀行史論』東京大学出版会
- 久野秀男（1987）『わが国財務諸表制度生成史の研究』（学習院大学研究叢書15）
- 黒羽雅子（2008）「インサイダー・レンディング再考—産業革命期米国ニュー・イングランド—地方の銀行と産業金融」『地方金融史研究』第39号
- 巖 善平（2002）「中国における郷鎮企業の発展と融資問題」桃山学院大学『総合研究所紀要』第28巻2号
- 志村嘉一（1969）『日本資本市場分析』東京大学出版会
- 杉浦史和（2007）「ロシア企業の資金調達行動—企業調査データに基づく分析」『経済研究』（一橋大学）第58巻第2号
- 寺西重郎（2006）「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」『金融研究』（日本銀行金融研究所）第28巻第2号
- 寺西重郎，福田慎一，奥田英信，三重野文晴（2007）『アジアの経済発展と金融システム：東北アジア編』東洋経済新報社
- 寺西重郎，福田慎一，奥田英信，三重野文晴（2008）『アジアの経済発展と金融システム：東南アジア編』東洋経済新報社
- 東京興信所（1901）『銀行会社要録』第5巻（明治34年版）
- 堀内昭義（2005）「小銀行と工業化：日本の経験」『中小企業総合研究』第1号

- 南條隆, 粕谷誠 (2009) 「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」『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第28巻第1号
- 南条隆, 橋川武郎 (2009) 「戦間期日本企業の資金調達, 資本コスト, 資本構成: 最適資本構成理論からみた1930年代における企業財務」『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第28巻第2号
- 日本銀行金融研究所 (2006) 「ワークショップ 戦前期日本の直接金融と間接金融: 戦前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
- 日本興業銀行 (1957) 『日本興業銀行五十年史』
- 藤野正三郎, 寺西重郎 (2000) 『日本金融の数量分析』 東洋経済新報社
- 松田芳郎 (1980) 『明治中期株式会社の構造』 一橋大学経済研究所日本経済統計文献センター 『統計資料シリーズ』 No.16
- 松田芳郎, 大井博美 (1981) 『個別企業財務諸表データベース』 一橋大学経済研究所日本経済統計文献センター 『統計資料シリーズ』 No.19
- 武藤山治 (1934) 『身の上話』 武藤金太
- 野田正穂 (1980) 『日本証券市場成立史』 有斐閣
- 三重野文晴 (2009) 「タイ, マレーシアにおける企業の分布と資金調達—上場/非上場。外資系, 日系企業を焦点に」『国際調査室報』(日本政策金融公庫国際協力銀行) 第2号
- 山口和雄 (1970) 『日本産業金融史研究-紡績金融編』 東京大学出版会
- 山口和雄, 杉山和雄ほか編 (1978) 「大口貸出先一覧」『三井銀行史料5 規則・資金運用』 所収
- 吉野俊彦 (1954) 「終戦後における我国市中銀行のオーバーローンについて」『経済研究』(一橋大学経済研究所) 第5巻第3号
- 劉群 (2007) 「東アジアの金融システムの地域的特質」寺西ほか編『アジアの経済発展と金融システム: 東南アジア編』 第7章所収, 東洋経済新報社

[英語文献]

- Akiba, Mariko (2007), "The Desparity in Credit Accommodation and the Funding Shortages of Non-State-Owned Enterprises in Vietnam," *Hirosaki Daigaku Kyoyogakubu Kiyō*, No.97.
- Bernanke, Ben S. and Alan S. Blinder(1988), "Credit, Money, and Aggregate Demand," *American Economic Review*, Vol.78, No.2.
- Cameron, Rondo (1967), *Banking in the early stages of industrialization: a study*

- in comparative economic history*, Oxford University Press, 正田健一郎訳『産業革命と銀行業』日本評論社, 1973年.
- Cull, Robert et al, "Historical Financing of Small- and Medium-sized Enterprises," *NBER Working Paper Series* 11695.
- Demiguc-Kunt (1994), Aslt and Vojislav Maksimovic, "Capital Structures in Developing Countries: Evidence from Ten Countries," *World Bank Policy Research Working Papers* 1320, July.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, 鯉淵賢訳『日本金融システム進化論』日本経済新聞社, 2006年.
- Lamoreaux, Naomi (1996), *Insider Lending*, Cambridge University.
- Mayer, Colin (1990), "Financial Systems, corporate finance and economic development," in R.Glenn Hubberd, ed.: *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol.48, No.3.
- Myers, S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol.34, No.3.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, No. 13.
- Singh, Ajit (1993), "The Stock Market and Economic Development: Should Developing Countries Enlarge Stock-Market?" *UNCTAD Review* No.4, United Nations.
- _____ (1994), "How do Large Corporations in Developing Countries Finance their Growth?" in Richard O'brien ed. *Finance and the International Economy, The Amex Bank Review* Vol.8, Oxford University Press.
- _____ (1995), "Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies", *International Finance Corporation Technical Paper* No.2.
- Tsurumi, Masayoshi (2004), "Financial Development and Capital Structure in 19th century Japan and the USA," *Keizai Shirin* (Hosei University), Vol.71, No.2.

[付録]

東京興信所『銀行会社要録』(第5版) 明治34年版より本研究でとりあげた180株式会社一覧。

上場・非上場は、東京、大阪、名古屋株式取引所について、明治33年現在。

	設立年月	上場	業種	設立年月	上場	業種	設立年月	上場	
紡績	鐘淵紡績	M22/5	〇	日本セメント	M21/1	〇	日本鉄道	M14/12	〇
	富士紡績	M29/3	〇	日本煉瓦製造	M20/10	×	総武鉄道	M22/12	〇
	下野紡績	M20/6	〇	金町製瓦	M21/5	×	甲武鉄道	M21/3	〇
	東京セメント紡績	M29/2	×	東洋硝子	M31/5	×	東京電車鉄道	M13/12	〇
	下野製麻	M23/4	×	八王子煉化製造	M30/2	×	東武鉄道	M30/9	〇
	東京瓦斯紡績	M29/3	×	東京セメント	M30/6	×	小田原電気鉄道	M23/2	〇
	日本細糸紡績	M29/2	×	下野煉化	M21/11	×	上野鉄道	M28/12	〇
	日本毛糸紡績	M30/4	×	珪礫焼	M30/1	×	川越鉄道	M25/6	〇
	東京紡績	M20/4	×	東京煉瓦	M30/10	×	岩越鉄道	M30/5	×
	日本絹綿紡績	M22/8	×	横浜硝子製造	M31/2	×	京浜電気鉄道	M31/3	×
	東京麻糸紡績	M33/9	×	日本陶磁器	M32/11	×	上武鉄道	M31/11	×
	燃 糸	M22/8	×	東京常産	M31/8	×	青梅鉄道	M25/6	×
鋳業	磐城炭鋳	M26/12	〇	東京建物	M29/8	×	東京電気鉄道	M33/5	×
	天草炭業	M29/12	×	東京石材	M22/7	×	佐野鉄道	M26/4	×
	入山採炭	M28/5	×	内外表飾	M30/12	×	緑蔭馬車鉄道	M29/10	×
	茨城炭鋳	M29/6	×	鶴殿挽材	M21/10	×	宇都宮軌道運輸	M21/10	×
	長門無煙炭坑	M30/10	×	野州石材	M32/2	×	群馬鉄道馬車	M26/6	×
	手綱炭鋳	M27/4	×	帝国木材	M31/7	×	野州人車鉄道	M33/2	×
	石城採炭	M33/3	×	保土谷建物	M32/7	×	忍馬車鉄道	M33/3	×
	植田無煙炭鋳	M33/9	×	化学・製紙・薬品			帯釈人車鉄道	M32/7	×
	三星炭鋳	M32/5	×	製紙			岩舟人車鉄道	M31/1	×
	朝日鉱山	M31/12	×	王子製紙	M6/2	〇	食品・醸造		
石油	北越石油	M29/10	〇	東京板紙	M20/10	〇	帝国内産	M26/10	〇
	遠越石油	M32/12	〇	富士製紙	M23/1	×	漁業	M26/11	×
	巴石油	M33/11	×	千寿製紙	M21/2	×	横浜魚油	M30/8	×
	東亜石油	M31/8	×	江戸川製紙	M11/2	×	洲崎養魚	M32/9	×
	東明石油	M33/12	×	東京人造肥料	M20/4	〇	羽田養魚	M28/12	〇
	宝蓋石油	M33/6	×	日本人造肥料	M32/3	×	日本精製糖	M29/3	〇
				関東酸曹	M29/12	×	東京精米	M29/10	〇
				日本ペイント	M31/1	×	東京製粉	M16/10	〇

	設立年月	上場		設立年月	上場		設立年月	上場
	M33/6	×		M33/8	×		M30/7	×
石油興業	M29/10	×	東洋護謨	M21/9	×	機械製氷	M30/6	×
日本石油精製	M31/2	×	東京製薬	M30/3	×	台湾製氷	M21/5	×
飯山石油	M33/7	×	帝国製薬	M29/1	×	下野凍水	M30/4	×
鷹石油			扇橋製薬			日本煙草	M33/4	×
織物・製糸			電機・機械			東京製麵	M31/1	×
織物	M20/8	○	横浜船渠	M24/5	○	東京製粉	M30/1	×
東京製統	M20/8	○	東京石川島造船所	M22/1	○	深川精米	M32/6	×
小名木川綿布	M20/4	○	東京湾汽船	M22/11	○	共益精米	M32/4	×
日本織物	M30/6	○	浦賀船渠	M29/10	×	日本ラムネ	M31/8	×
日本JPH7製造	M22/4	○	日本電氣	M32/7	×	宇都宮家畜	M32/5	×
洲崎製綱	M29/5	×	東京機械製造	M21/8	×	日本菓子原料	M33/6	×
月島製綱	M20/6	×	日本鉄工	M30/10	×	東洋製菓	M20/9	○
日本毛巾製造	M27/5	×	日本鉛管製造	M32/4	×	日本麦酒	M29/9	○
明治制帽	M30/4	×	東京薬地活版製造所	M5/7	×	東京麦酒	M31/12	×
製 紐	M22/3	×	東京電氣	M29/2	×	富貴麦酒	M33/12	×
東京帽子	M26/12	×	横浜電線製造	M29/6	×	日本酒精製造	M32/11	×
下野綿布	M22/5	×	百工商会	M33/2	×	武蔵酒造		
相模興業	M28/8	×	帝国電氣	M33/5	×	出版・印刷		
宇都宮製糸	M30/4	×	東京印刷器械	M33/10	×	東京印刷	M9/6	×
川尻絹布整練	M32/5	×	電力・瓦斯・水道			帝国印刷	M30/10	×
入間染工	M33/3	×	東京瓦斯	M18/10	○	保光社	M31/7	×
横浜泰西	M30/5	×	東京電燈	M15/3	○	日本印刷	M30/11	×
青梅染色	M32/9	×	横浜共同電燈	M23/10	○	金港堂書籍	M26/11	×
			品川電燈	M22/6	○	大日本圖書	M33/12	×
運輸			日本点燈	M22/11	×	秀英舎	M9/11	×
日本郵船	M18/10	○	深川電燈	M22/10	×	丸善	M13/3	×
東洋汽船	M29/7	○	千川水道	M13/8	×	集英堂	M32/12	×
内国通運	M5/6	○	東京水力電氣	M32/12	×	明治図書出版	M33/5	×
日本商船	M29/1	×	神奈川電燈	M29/7	×	他製造		
隅田川汽船	M31/9	×	諏訪電氣	M30/1	×	日本製革	M31/12	×
日本運輸	M20/3	×	前橋電燈	M26/3	×	東京薪炭木材	M30/12	×
東京湾航	M30/1	×	八王子電燈	M28/4	×	日本織骨原料	M32/10	×
東京汽船	M29/9	×	宇都宮電燈	M32/5	×	日本漆器	M32/8	×
東京運漕	M21/1	×	横浜点燈	M31/1	×	日本織骨	M27/1	×

Fund-Raising for Joint-stock Companies in the Period of Emerging Market Economy of Meiji Japan: On Stock Analysis

Masayoshi TSURUMI

《Abstract》

This paper examines the capital structure of joint-stock companies in the mid Meiji Era. This issue has long been discussed as part of a major argument regarding the financial structure in the industrial revolution: which played the main role, direct financing or indirect financing? This paper aims to reassess this issue from the broad point of view of emerging market economies rather than that of the industrial revolution, which includes not only developed economies but developing economies. We examine the balance sheets of 180 joint-stock companies selected from a directory compiled by a rating institution at the end of 1900. We find several interesting facts, including that many firms had extremely low debt ratios and a few used considerably debt-raising. Small and huge firms raised few funds from debts, but almost all from shareholders' capital. Also, firms having a special relation with a large bank in emerging "zaibatsu" groups such as Mitsui and Kawasaki had a higher debt ratio than others. These facts seem to reflect a structure of restrictions on fund-raising that firms confronted in the emerging market economies. Smaller firms found it easier to raise funds from the stock market than from debt markets. Large firms were able to use internal financing rather than the stock market. A few firms with a special relationship with a large bank in a group were able to borrow money. These features can be evaluated as a typical case of the capital structure in an emerging economy. After privatization, emerging firms were able to successfully raise large funds from emerging regional capital markets.