

第2章 財閥と内部資本市場

武田 晴人

1. はじめに

本章の目的は、1930年代に進展する株主の法人化、財閥解体措置による所有の一時的分散など、日本の株式所有構造の変化に注目しながら、資金の出し手と企業との関係について、持株会社を頂点とする財閥内の資金分配のメカニズム（内部資本市場）を素材に検討することである。企業者活動に注目する本コンファランスのテーマに即していえば、資金の出し手と企業との関係に見られる個別の特質も、企業者が何らかの組織や制度を選択していく結果が反映しているとみることができる。そのような選択は、前提となる法的規制などの制度的枠組み、つまりビジネス・システムの差に規定されるながら、同時にそうした枠組みを次第に変えていくことにもなる。経営環境との対話を通じて、さまざまなレベルでの意思決定が積み重ねられ、ある一つの組織のあり方を特徴づけ、それを取り巻く経済主体間の関係を方向づけていく。こうした視点からみて、戦前の日本では、持株会社制度が有効な企業システムの唯一ではないにしても、一つであり、有力企業のかなりの部分がその枠組みに影響されながら資金を調達していたことは確かであろう。そして、戦後には、企業の高い借入金依存度と、これを支えるメイン・バンク制度が財閥の持株会社制度に代わった。本章は、こうした変化を念頭に置きながら、主として財閥の内部資本市場を論ずる。

問題を財閥に限定したとしても、資金の出し手と企業との関係はそう単純に解明できるわけではない。資金に関連して取り結ばれる企業と他の経済主体との関係には、株式を媒介にするもの、その他の証券の発行によるもの、金銭貸借契約によるものなど、さまざまな形式がある。持株会社を論ずること

によって、ここでは「株式を媒介にするもの」を問題とするが、それについては予め留意しておくべき論点がある。

その第一は、財閥の出資者である同族がもつ特異な性格と、その結果として生ずる持株会社に対する出資の封鎖的性格である。三井の「総有制」に典型的に示されるように、家族を核とする限定された同族集団は、営業資産を一体として「所有」している。「一体として」というのは、営業資産は日常的な消費生活から完全に分離されて保全・増殖を図るものとして一つのものであり分割されることはないばかりか、出資の持分が定められている同族のメンバーたちでも、その持分を自由に処分して他に運用することを認められてはいないということである。出資した資産は持株会社の成長とともに増大しても、それは原則として留保され再投資される。財閥同族は「出資者」「資金の出し手」とみた場合にこのような特質を持っており、この特異な性格が傘下企業の行動に影響を与えた。

第二は、資本市場に関するものである。もともと出資が特定の集団に封鎖されていることは発生史的にみればめずらしいことではない。しかし、資本市場が市場機構の長所を生かして資金を社会的に配分しうるように、株式の発行市場だけでなく流通市場が発達してくると、株式はごく限られた少数の人々の資金ではなく、零細な社会的遊休資金を動員するものに変容する。このような社会的な資金動員に伴って、経営への発言権を保障するという株式の性格は次第に曖昧となる。出資者からみると、売却して他の資産に乗り換える方が簡便であるかもしれない、選択肢が増えることで発言権に固執しなくなる。他方、株式市場を利用した資金調達を有利に導くために、企業経営者は配当を増加させ株価を高めに誘導しようという志向が強まる。そうでなければ公募は成功しないが、それは時として内部留保を削り、企業の財務的体质を弱める危険がある。かりに、経営者の職能に、健全な財務状況を維持するために「資本の管理者」¹⁾という職能があるとすれば、資本市場で資金調達を行おうとする企業の経営者は、この職能を制約する要請のもとでその責任を果たさなければならない。

このような視点からすると、財閥傘下の直系事業の経営者は、財閥内への封鎖的所有と同族への配当抑制に基づく「自己金融的性格」のために、その「資本の管理者」としての職責を著しく軽減されていたと特徴づけることが

できる。そして、結果的には財閥のこのような方針が各企業の自己資本を充実させ、外部の資本市場でその株式価格を評価すれば、きわめて高い評価を得られる企業へと育てていったのである。

ところで、資本市場には、もう一つ見逃せない特質がある。それは、資本市場が資金調達を必要とする企業や経営者にとって簡単に参入しうるものではないということである。ここで問題になっているのは大企業体制であるから、このような特質をそれほど重視すべきではないかもしれないが、そこではブランドがものを言い、大衆投資家に信認を受けていることが資本市場を効率的に利用するうえでは条件となっている。ある意味で株式発行はきわめて容易ではあるが、株式発行企業が有効に市場を利用するためには、発行市場だけではなく流通市場においてその株式が十分な評価を得ていなければならぬ。シュムペータが問題にしたように²⁾、革新的企業者がその創意を生かして企業成長を実現するためには、必要な資金が調達されなければならないが、資本市場は大企業に成長したものにこそ利用しやすいのが現実であった。

こうした面からみると、財閥が形づくる内部資本市場は、企業者活動を制約する条件を緩和していたと考えることができるかもしれない。これが留意すべき第三点である。内部の資金が潤沢であれば——この条件を満たすかどうか問題が残るが——、市場が高い金利を要求することが見込まれるような危険を伴う新規の投資に、財閥内の資金調整はより安い資金コストでの起業を認めたかもしれない。形式的には、階層的な組織のもとで、傘下の事業部門の投資計画に基づいて、誰がどのようにして投資を決定し、これに対応した資金を供給するかが問題であり、それが外部の市場機構と比べた場合にどの程度「効率的」であるかが問題となるはずである。

もっとも、この点については分析にたえうるデータが少なく、本章では具体的検討を見送り、後日の課題としている。というのは、たとえば三菱合資の『社誌』に記載される各事業所等による投資・起業計画は、所要資金の調達の面についての記述がほとんどない。1918年1月の「分系会社ト合資会社トノ関係取極」では、三菱では「各会社ノ資金ハ当分合資会社ヲ經テ調達運用スルコト」となっていたから、そのまま字義どおり受けとれば、資金調達の責任は合資会社にあったということになる³⁾。極端な表現を使えば、分系

会社の経営者にとって、事業計画に必要な資金が得られるか否かは、裏付けとなる資金計画をプランクにしたままで、組織内でいかに本社を説得できる投資計画を立案できるかにかかっていたことになる。もちろん、こう考えると、ただちに本社部門が、そうした計画を精査し選択するだけの審査能力を持っていたかどうかが問題になるであろう。あるいは、個々の事業分野でも内部留保優先が原則となるとすれば、そうした形で得られる追加資金の投資先について、それぞれの担当する経営者は、本社の「承認」を前提としながらもかなりの自由度を持っていたのかもしれない。もしそうであれば、たとえ金利面での条件が同じでも、彼らは資金調達におけるコストをかなり軽減されるであろう。ここでは、投資決定の主体が子会社であるか、本社であるかはひとまずおいて、その投資に要する資金が（その一部でも）増資によって調達されるときに、財閥の内部資本市場が外部の市場と比べてどのような特徴を持っていたかが問題とされているのである⁴⁾。

以上のような論点が、財閥内の資金調整のメカニズムを、株式を媒介とする「内部資本市場」の意義を問う形で論ずる本章の背後にある問題意識である⁵⁾。

2. 財閥本社の持株会社化

2.1. 持株会社設立の背景

有力な財閥（三井、三菱など）が持株会社を頂点とするコンツェルン組織を整備し始めるのは、1910年代初めからのことであった⁶⁾。傘下事業の株式会社化を進めた三井や、事業部門の独立採算制を採用していた三菱に続いて、安田、古河など多くの同族支配下の事業経営が同様の組織を形成していく。

このように持株会社が設立された一般的背景については、事業の拡大に伴う管理面での問題を解決するという側面が濃厚で、資金調達面での要請は稀薄であったということができる。つまり、第一に、事業拡大・多角化に伴って個々の事業部門の経営が専門性を高める一方で、その全体を統轄管理するスタッフ部門の充実が必要となった。「分散的な組織状況」⁷⁾にあった財閥の経営組織は、一方で現業部門で間接的な現場の管理から直接管理へと移行

し⁸⁾、他方で交通通信手段が発達して人や情報の移動が活発になるにつれて、本社部門への求心力を強めるべく集権化を進めていた。持株会社制度の採用には、こうした集権制の追求という側面があり、一見矛盾するようであるが、こうした権限の集中が反対に、現業の事業部門にどれだけ権限を残すか、そのために、必要な人的資源としての専門経営者をいかに配置するかという分権化の問題をも提起したのであった。

第二に、資本所有の面からも管理上の問題が生じていた。同族の所有財産が肥大化するに伴って、その効率的な運用と家産の保全が求められたからである。三井を例にとると、「三井合名体制」の成立に際して益田孝が最も重要なと考えたのは、株式会社制度を子会社に採用することで直営事業を有限責任制のもとにおき、特定の事業の浮沈が三井全体に影響を及ぼさないようにすることであった。持株会社の保全会社的性格は、安田が安田銀行や安田家所有の株式を集中しその管理組織として保善社とした例や、古河合名の持株会社化にも見られた。直営事業を子会社として株式会社化しながら、同族所有資産の集中管理が図られたのである。ここでは株式会社制度は、資本市場を利用した資金調達の手段を整えるというよりは、「危険の限定」によって同族傘下事業全体の安全性を高めるという側面で捉えられていた。この面では、持株会社は、個々の事業を同族の家産から切り離すための機関であった。

もっとも、この財閥本社の性格は所有資産の全体に及んでいたわけではなかった。三菱では岩崎両家が個別に投資していた資産株は三菱合資の管理下には移されなかった。それは、財閥本社が持株会社としては、「三菱」の商号のもとで遂行される事業全体についての中核組織であり、「家業の統括組織」としての性格が強かったことを意味している。この点は、三井合名が所有有価証券を3種に区分（直系会社株式・傍系会社株式・投資証券）していることにも表現される。三井の直系、三菱の分系、住友の連系とそれぞれ形容される企業群は、各財閥の商号を冠して財閥の事業を代表していた。それらは創業以来成長してきた財閥の「家業」とみなされ、これらの企業群の株式を売却処分することには強い制約が課せられていたのである。

ところで、上のような一般的な背景のもとで、1910年代初めから20年代初めにかけて、同族支配下の事業が相次いで持株会社の設立に動いたのに

は、これを促した具体的な契機があった⁹⁾。法人の所得や配当収入に対する課税など、所得税増徴をねらいとする税制改正が試みられ、これに対応して節税を目的とした「法人成り」が進んだのである。三井合名体制の成立に際して、各事業を株式会社化することで法人所得税の軽減を図ることが重要な理由になっていたことはよく知られている。「資本軽課」といわれた租税負担のあり方は、日露戦争期の非常特別税による所得税の増徴とこれを恒久化した1913年の税制改正によって徐々に法人所得への課税強化の方向に動いていった。第一次大戦中の戦時利得税の創設、1920年の所得税制の抜本改正がこの動きを加速したからである。

2.2. 持株会社の基本的性格

このようにして成立する持株会社は、第一にそれに対する出資が同族に封鎖的に限定されていたことを特徴とした。こうした性格は、持株会社が同族の「総有制」的な営業資産を元本としたことに由来している。出資の封鎖性は1940年代に入って戦時下に三菱や三井が本社を株式会社化し、その株式の一部を公開するまで続き、財閥の「内部資本市場」に固有の性格を付与した。つまり、持株会社は、外部の資本市場から資金を調達して傘下の事業会社に配分するという面では、限られた消極的な意味しかもたなかつたのである。持株会社はこうした意味で資金のパイプ役となり、リスクの分散によって、より安全で高利廻りな証券を市場に提供するという役割を果たしたわけではなかった。むしろ次項で述べるように、持株会社は、その所有有価証券を持ちのカードにプレイヤーとして資本市場に参加し、資産操作をとおして子会社投資に必要な資金を調達したのである。

第二に、持株会社は出資者である同族が子会社の事業に対して恣意的な介入をすることを排除し、その発展を促すうえで最善の経営環境をつくりだす役割も担っていた。本社と子会社との関係については、集権的か分権的かで議論が分かれているが¹⁰⁾、ここで強調しておきたいのは、資金の出し手である同族に対する利益配当に関して強い制限があったと考えられることである¹¹⁾。三井の場合には、その総有制の原則が三井家憲に明文化される過程で、同族への利益配当の上限が定められ、事業の利益は極力留保されて再投資されるような仕組みがつくられていった¹²⁾。三菱の場合にはこれに類する

明文の規定があったかどうか分からぬが、実際の配当状況からみると¹³⁾、本社増資のための臨時配当を除けば大戦期の配当率は6%，1920年代では復配した22年から26年までが1%，27年から29年までが4%前後であった。岩崎両家にとって年々の配当収入は、預金などに比べてもはるかに低利廻りの投資だったのである。しかも、1913年から40年に三菱の本社部門は資本金を1,500万円から1億8,000万円に増加させたが、それはこの間に同社が同族に支払った配当金合計1億7,175万円（臨時配当を含む）とほとんど変わらなかった。配当された資金のほとんどが、再度本社に出資されたことになる。上述のように同族の出資が限定されていたから、本社部門の資金調達手段は制約されていた。そのためもあって、限られた出資の範囲内で資金を有効に運用するために、持株会社は配当収入によって生じた利益を極力留保して社外流出を抑制し、傘下企業に再投資する役割を果たした。留保利益はしばしば同族に臨時配当されたが、それは必ず増資に振り替えられたのである。このような持株会社の性格は、利益処分という面からみて出資者からの制約がきわめて小さいという特色を付与したのである。

3. 内部資本市場の機能

3.1. 財閥の自己金融

前項で明らかにしたように、本社を頂点とする財閥のコンツェルン的な組織が形成されて以降、子会社事業の拡大に伴う資金需要の増加に財閥本社がどのように対応したか、その資金運用の特徴を次に検討していくことにしたい。

一般に、財閥の資金運用は自己金融¹⁴⁾と捉えられており、それは財閥内の各子会社が独占的地位につくことによって自己金融化すると同時に、財閥本社を「司令室」として財閥内の資金の過不足を調整しつつ内部的に所要資金が調達され、財閥外の資本市場・資金市場への依存度が低いと考えられている。自己金融的性格は、とくに財閥が金融資本として確立したと柴垣が主張している1920年代には前面に現れた特徴であった。すでに浅井良夫が明らかにしたように、1920年代の三井では、傘下事業会社の資金事情は著しく緩和され、三井銀行との関係では預金超過となり、そうして生じた財閥の余

裕資金を外部に向けて運用する役割を銀行部門が果たした¹⁵⁾。

しかし、このような状況は、1910年代から財閥解体に至る時期をとおしてみると、むしろ一時的な状況であった。たしかに各有力財閥系企業は相対的に借入金依存度が低く、資金市場との関係では「二流財閥」とは際立った差異を示した。しかし、後述するように、他面で資本市場との関係では、直系の子会社株式を部分的に公開し、あるいは傍系以下の事業についてはその株式の売買が活発化する傾向にあったからである。むしろ、「慢性不況」期とさえた1920年代には、財閥内での投資資金需要が低迷したことが、自己金融化傾向を高めていたのである。したがって、財閥内の資金の運用という点では、それ以外の時期に重点をおいてみておく必要がある。

繰返しになるが、コンツェルン組織の整備に際して、財閥の経営者たちは株式会社制度を利用し、外部資金を動員することを意図してはいなかった。むしろ逆に株式の発行・流通市場が発達し、有効な資金調達手段が増えていったにもかかわらず、彼らは本社への出資はもとより、子会社への出資についても財閥内に封鎖しようとする志向が強かった。それ故に財閥の自己金融的性格が繰り返し論じられてきたのである。しかし、その当初の意図とは別に、第一次大戦以降、財閥本社は子会社への出資増加に際しては外部の資本市場を利用して、より有利な資金調達を図ろうとしていくことになった。

3.2. 第一次大戦期の大幅増資

第一次大戦の好況のなかで、各企業の大幅増資が相次いだ。金融緩和のもとで株価は高騰し、株式の公募によって事業拡大を図るもののが続出して発行市場が活況を呈しただけでなく、流通市場でも多くの銘柄が投機的な取引の対象となった。企業業績の好調がこの増資の主因であり、大戦半ば以降には戦時利得税新設の動きが、大幅増資を加速したからである。久原房之助が率いた久原鉱業などの事業が、こうした経営環境の変化に積極的に対応して成長を遂げた好例であった。

このような動きのなかで、財閥傘下の各事業も大幅な増資を行い、あるいは事業部門の独立による株式会社化が図られた。

三井財閥では、1916年から20年にかけて三井鉱山、三井物産、三井銀行が相次いで増資を行い、この3社についてだけで合計1億6,750万円の出資

が必要となつた¹⁶⁾。公募形式を活用した久原などと異なり、三井財閥の場合にはその9割にあたる1億5,250万円は三井合名の出資であった。封鎖的所有への傾斜が強かつたのである。

問題は、その資金を三井合名はいかに調達したかであるが、7割を超える1億1,350万円は増資会社が本社に支払った臨時配当金であった。同族への配当によって利益が社外に流出することを極力抑えようとしていた三井合名とはいえ、大戦前に5,000万円の資本金に過ぎなかつた三井合名は、上述のような大規模な増資に応じうる資金的余裕はなかつた。そのため、子会社が内部留保を取り崩して臨時配当し、これを受け取つた本社がその収入で増資払込みに応じるとともに、臨時配当で発生した利益金によって合名会社出資金を増加させたのである。

直系子会社に対するこの措置は、その限りでは子会社には何の追加的資金供給を伴わないものであり、積立金が払込資本金に振り替えられただけ、子会社の使用資本の資金コストを上昇させるものであつた。もちろん配当率を低く抑え内部留保を厚くしてきた子会社の財務政策は、持株会社傘下の封鎖的所有の故に、市場での株式の評価を考慮する必要がなかつたことによつて可能になつてゐた。したがつて、このような所有構造を前提にする限り、大衆投資家を抱え、増資等のために高株価を誘導する必要のある他社に比べて、自己資本比率を容易に高め、資金コストを低下させることができていた面も強調しておく必要がある。

内部資本市場が財閥本社の持株会社化によって形成されていくとき、外部の資本市場と区別される第一の性格はこの点に見出される。言うまでもないことだが、このような性格を持ちうるのは、持株会社が特異な出資者によって編成されていたためである。本社がその出資者から高配当を要求されないことが、本社自らにもまた子会社にも内部留保優先の財務政策をとる余裕を与える、それによって自己金融の基礎がつくられていたからである。

ところで、第一次大戦期の三井合名が増資に対応して資金を調達した方法として、もう一つ重視しなければならないのは、三井合名が発展しつつある株式市場との接点を求め始めたことであつた。その方法は所有有価証券の売却による売却益の取得と、子会社株式の公開であつた¹⁷⁾。

具体的には、1916年の三井鉱山増資では払込資金を三井銀行からの借入

金で調達した後に、傍系会社である王子製紙株8万株を売却し、簿価の2倍を超える606万円の売却益を含めて888万円の資金を得て、借入金が返済された。また、1919年の三井銀行増資では株式公開と保有株式の売却が行われた。増資額4,000万円のうち2,500万円を引き受けた三井合名は、銀行からの臨時配当1,100万円、電気化学株などの株式売却代金約500万円、預金引出しなどでその資金を充当した。他方、残り1,500万円(30万株)はプレミアム付で公募され、三井銀行に1,350万円のプレミアムをもたらした。このような手段が講じられたことは、大戦ブームのもとで財閥が事業収益の再投資という自己金融方式だけでは事業拡大に対応しきれなくなつてゐたことを意味した。

独立採算制に基づく各事業部を第一次大戦期に相次いで株式会社として分離独立し、合資会社の持株会社化を進めた三菱では、1920年3月に三菱鉱業株が公開され、三菱合資はこれによつて三菱鉱業の倍額増資(4分の1払込み)に要する1,350万円の2倍にあたる資金約2,700万円を得た。事業部の独立に至るまで三菱では、各直系事業の急拡大に応ずるために、本社部門が支払手形などの形で所要資金の調達に追われていた。事業部の所要資金量は年々の決算において各部利益から本社部門に納付される資金を上廻つたからである。分系会社独立によつて、このような本社部門と事業部との関係は株式を介した出資に置き換えられたが、それによつて、一部公開による外部資金の導入が可能になつた。

封鎖的出資関係を原則としていたと考えられている直系子会社に対する出資(株式所有)は、こうして第一次大戦期に部分的に崩れた。言うまでもなく、それは部分的であり、封鎖的所有への志向は、三井合名が傍系会社株式の売却によつて鉱山増資に対応しようとしたこと、大戦中に2度にわたり大幅増資を行つた三井物産が合名会社の100%出資を崩さなかつたことなどに示されている。

このような選択は、投資収益という面からみると、外見的には(あるいは少なくとも短期的には)必ずしも合理的な選択とはいえない面を持っていた。三井合名の投資残高と配当収益を、直系・傍系に区分して投資利廻りを算出すると、1917~20年には20%を超える高率を傍系関係の投資は記録していた。これに対して子会社増資の際に支払われた臨時配当を除く直系会社投資

の利廻りは10%前後であった。つまり株式ブームのもとで「証券投資の収益機会は、三井合名にとって外延的拡大をもたらしうるほど十分にあった。それは持株会社としての独自の活動を展開しうる機会が訪れていたことを意味した。それにもかかわらず、三井合名の関係会社投資が抑制され」¹⁸⁾、その増加のテンポは緩慢であった。投資額が、投資利廻りからみれば劣っていたにもかかわらず、直系事業に集中されているという状況は、大きく変わることはなかったのである。

同族からの追加出資が期待できないにもかかわらず、封鎖的所有の原則の維持が求められた本社部門にとって、家業に含まれていない事業会社の株式を売却することは余儀ない選択であった。資金源泉に限界があったということになる。そのために傍系会社株などの所有株式に発生した含み益が利用されたのである。

株式の一部公開は、それをさらに一步進めて、封鎖的所有の原則を崩して、より積極的に発展しつつある資本市場からの資金を受け入れたものであった。この点では、三井とは異なり、傍系にあたる企業がない三菱のケースの方が徹底していた。三菱鉱業株の公開では増資払込みを要する資金の2倍にあたる売却収入を合資会社に与えた。それによって他の分野への投資資金まで得られたことになる。持株会社は出資者に追加出資を求めることも、あるいは金融機関から資金を借り入れる必要もなかった。その保有する有価証券が多額の含み益を発生させており、それが一種の秘密積立金の役割を果たしたのである。優良な大企業とみなされるまでに成長していた傘下事業分野は、それまでの堅実な財務政策の影響で株式市場での評価が高いものになる条件を備えていた。したがって、持株会社が公開する子会社の選択さえ誤らなければ、これほど有利な資金調達手段はなかった。もちろん売却によって発生した利益は持株会社の利益額を増加させ、いずれは持株会社に対する同族の出資に組み替えられるものであった。同族への配当が必要となる限り、その資金調達のコストはゼロではなかったが、すでに述べたように、配当率ははるかに低かったからである。

こうして、第一次大戦期には子会社の留保利益の臨時配当を基盤にしながら大型増資がすすめられるなかで、活況を呈する株式市場を利用しながらプレミアムをかせぎ、含み益の資金化を図って持株会社は拡大していった。し

かし、それは、高利廻りの関係会社株が売却されて直系事業への払込資金にあてられるなど、直系事業優先の資金配分の色彩が強く、持株会社による投資活動の外延的拡大を制約するものであった。

3.3. 戦間期の株式公開

こうして第一次大戦期に事業資金動員のパイプを資本市場にも拡げていった財閥は、本社部門による所有有価証券などの金融資産操作をとおして得た利益を傘下事業に戦略的に投下していく機構を形成していった。この構図は、財閥の投資資金需要の繁閑に影響されながらも、戦間期に引き継がれた。

すでに指摘したように、1920年代には、対外競争圧力によって業績不振に陥った重工業部門をはじめとして傘下事業の設備投資水準は低く、直系会社の自己金融化傾向が顕著となった。この結果、大戦期に見られたような株式公開などによる外部資金の動員は消極化していった。住友や三菱で銀行株の公開が実施されたのが目立った程度である。そうした状況のなかで財閥内で発生した余裕資金は、銀行などの金融機関を窓口にして、電力投資や植民地投資、高金利水準を示したコール市場などに運用されることになった。金融部門は、1920年代に財閥の収益基盤となっていましたが、それは1920年恐慌後に歪みを解消しえなかつた金融市場の下で財閥系銀行群の資金コストが相対的に安かつたためでもあった。他の銀行群との間に預金コストの差が生じていたのである¹⁹⁾。しかも、この間に有力財閥は信託業に相次いで進出し、また生命保険会社を系列化して金融的力量を著しく増大させた。潤沢な自己資金、金融機関による資金吸収を基盤に、自己金融化した財閥は、外部の金融市場の高金利状態にもかかわらず、資金コスト面で優位に立った。

1930年代前半以降、「財閥の転向」として知られているように、財閥は封鎖的所有関係を修正し始めたといわれる。とりわけ株式公開が進められたことが注目されたが、三井系の三池窒素、東洋高圧、東洋レーヨン（1933年）、三菱重工業（1934年）、住友化学（1934年）、住友金属（1935年）などの公開が実施された²⁰⁾。この公開が、住友の2社を例にとると住友化学で450万円、住友金属で1,344万円のプレミアムが得られたことに示されるように、財閥内に「無償の」資金を大量にもたらすものであったことは言うまでもない。

表 1 株式公開と外部資金依存

(単位：100万円・%)

	住友 増資額	外部資金 依存度	三菱 増資額	外部資金 依存度
1917~20	—	—	53.2	67.1
1921~29	37.9	29.6	75.9	56.1
1930~36	76.7	30.7	72.0	49.6
1937~41	229.5	52.3	423.0	55.5
1942~45	387.2	50.4	445.4	65.4

(出典) 武田III, p.241, および、沢井実「戦時経済と財閥」橋本・武田編・前掲書, pp.280-281.

高橋財政下の景気回復に伴い産業構造の重化学工業化が進み、その部門で公開が目立ったことは、これらの分野での事業拡大に要する資金需要が封鎖的・所有を前提とする財閥の資金調達方法では賄いえなくなつたことを表現していたと考えられている。

一般的には、上のように産業発展と資金調達のあり方の変化を説明することはできる。しかし、財閥の資金調達・運用に関して、より重要なことは、持株会社が子会社の増資に対応する過程で株式を公開し、あるいは所有有価証券を売却するなどして外部資金を動員する方法が、第一次大戦期以降の変化の量的拡大という面が強かつたことであった。「転向」は画期的な出来事ではなかった。それは、三菱や住友についての「外部資金」の依存度を示した表1によって確認することができる。

投資需要が低迷した1920年代に、三菱では大戦期に比べれば資本市場を介した増資資金の調達率は低下したが、その水準は、上にみたように「財閥の転向」が注目された1930年代前半(1930~36)期と比べると、三菱ではむしろ低下傾向が続き、住友では大きな差はなかった。変化が生じたのは、日中戦争期以降であり、子会社の増資額の規模が一挙に拡大し、これに伴い三菱・住友で外部市場への依存度が上昇した。内部資本市場での留保利益だけでは資金面での制約が大きくなつていったのである。

もう一つ、表1では明らかではないが、公開された企業の事業分野が1920年代から30年代にかけて変化していた。先に述べたように、30年代前半からの公開は重工業を中心としたものであったが、20年代には三菱銀行、住友銀行などの株式公開が行われた。外部資金への依存度には大きな差はなかったが、公開した部門は昭和恐慌期をはさんで移動した。それは財閥本社

表 2 直系3社配当金と三井合名会社

(単位：1,000円・%)

	直系3社			三井合名				E/A	C/B	F/D
	資本金増加 (A)	純益金 (B)	配当金 (C)	受取配当 (D)	増資払込 (E)	差引純受取 (D-E=F)				
1910~14	10,000	52,685	15,300	15,300	10,000	5,300	100.0	29.0	34.6	
1915~19	125,500	214,716	155,376	154,936	89,078	65,858	71.0	72.4	42.5	
1920~24	62,000	167,952	87,705	76,013	62,203	13,810	100.0	52.2	18.2	
1925~29	0	169,257	112,835	103,448	0	103,448	—	66.7	100.0	
1930~34	0	137,352	99,196	92,422	6,828	85,594	—	72.2	92.6	
1935~40	102,950	252,759	170,107	155,834	69,410	86,424	67.4	67.3	55.5	

(出典) 松元宏「三井財閥の研究」(吉川弘文館, 1979年) 所収の各表より作成。

が公開によるプレミアムの取得などを考慮して、それぞれの時期に好調な業績をあげていた部門の株式公開を戦略的に進めたことを示唆している。1917年の設立時から株式公開を予定しながら造船不況で果たせなかつた三菱造船が、30年代に入って時局産業に成長した三菱航空機を増資のうえで合併し、三菱重工業として公開に踏み切ったのは、そうした行動の好例であろう。そこでは、公開時の株価の上昇と持株率の低下の防止が意図されていた²¹⁾。

三井に関しては、類似のデータを得ることが難しいが、直系の3社(物産、鉱山、銀行)に限って、利益金・配当金などの推移をみると、表2のようになる。物産と鉱山の2社に対する封鎖的所有を解除しなかつたために、直系3社に対する三井合名の出資率は一貫して高い(E/A)。しかし、1920年代後半から、大戦期のような臨時配当による増資が行われなかつたにもかかわらず、3社の純益金に対する配当金の比率(C/B)が上昇し、合名の受取配当金のなかで3社に再投資されない比率(F/D)が目立つて高くなつた。三井合名を頂点とした財閥内での資金調整は、直系3社の利益を他の分野に配分するという、大戦期とは異なる様相を示し始めた。それは、東芝などを中心とする傍系の傘下事業が戦時経済への転換のなかで、より早い企業成長を遂げていたことの反映でもあった。

3.4. 戦間期の所有株式売却

株式公開と同時に保有有価証券の売却も1930年代には活発化したが、ここでは注目すべき変化が生じた。株式所有構造が1910年代末の個人株主の優位から1930年代に法人株主の優位に転換したことが、志村嘉一の研究に

表3 三井合名の株式払込みと売却(1933年上期~40年上期)

(単位:1,000円)

	株式払込み	株式売却	差引	売却利益
合計	143,519	104,864	38,655	47,797
	(137,864)	(5,655)	(71,076)	
三井鉱山	80,155	27,720	52,435	18,292
三井物産	22,432	0	22,432	
三井銀行	0	407	△407	153
	(33,407)	(△33,407)	(23,432)	
東神倉庫	0	9,990	△9,990	0
芝浦製作所	13,046	8,094	4,952	4,503
王子製紙	5,434	24,049	△18,615	10,480
北海道炭礦汽船	3,641	8,572	△4,931	3,392
電気化学	240	1,312	△1,072	536
鐘紡	2,688	7,872	△5,184	5,489
大日本セルロイド	1,493	2,500	△1,007	1,426
日本製鋼所	811	3,950	△3,139	1,597
その他	13,834	10,397	3,437	1,929

(出典) 松元・前掲書, p.245, pp.248-251, および、春日豊「三井財閥」麻島・前掲「財閥金融構造の比較研究」1987年, p.76。()内は三井同族への売却分を含む。

よって明らかにされている²²⁾。この変化の一方の核となったのが生命保険を中心とする機関投資家の成長であり²³⁾、これらの機関投資家への売却がかなりの金額を占めたことであった²⁴⁾。公開時に安定株主対策を意図した機関投資家への譲渡が進められたのである。

このような操作が行われた典型的な例は、三井の場合であった。三井合名は、1930年代に入ってかなり積極的に持株を処分し、その結果、傍系会社については持株率の低下を来すこともあった。主力の事業3部門のうち2つを封鎖的に所有し続けた三井は、他の財閥が主力事業の好調時に株式を公開してプレミアムを取得するなどの方法で事業資金を拡充していたのに対して、これと同様の手段を、三井銀行の株式公開以外は、採用しなかった。そのため、必要資金のうち受取配当金による収益でカバーしきれない部分に対しては、主な資産である株式の売却という方法がとられたのである。

1933~40年の売却額を同じ時期の払込額などと対照した表3によると、鉱山・物産・芝浦の3社を除いて、その他の有力傘下事業すべて売却金額が払込資金を上回っていることが判明する。しかも売却によって取得した金額の半分近くが売却益金だったのである。三井合名はこのようにして、吐き出した含み益を鉱山・物産・芝浦、そして満州関係などの「その他」に含ま

表4 三井物産への株式売却(1936年下期)

(単位:1,000円)

銘柄	株数	価格	合名簿価	差引利益	推定売却価格	36年平均市価
電気化学	旧 6,000株 新 19,200	1,312	768	544	64.3円	58.1円
北海道炭礦汽船	50,000	4,000	2,400	1,600	80.0	76.2
王子製紙	旧 10,000 新 30,000	2,050	975	1,075	117.1	99.1 24.8
芝浦製作所	20,000	1,900	819	1,081	95.0	104.9

(出典) 前表に同じ。

れる関係事業への払込資金に充当していった。

その結果、三井合名の持株率は多くの子会社、傍系会社で低下し、払込額が上回った芝浦でも同社の増資のテンポに追いつかず、持株率を低下させたのである²⁵⁾。しかも、それでも不足する払込資金は借入金によって賄われたために、資金コストの点でのマイナスが、三井合名の経営には制約要因となつた。

苦しい資金事情は、1936年と38年の三井物産の増資払込みに如実に現れた。38年の増資では、払込額997万円に対して、同じ時期に東神倉庫株(旧株2万9,400株、新株9万4,000株)999万円が三井物産に三井合名の評価額のまま売却されていた。合名会社にとっては、物産の増資資金の負担はゼロであり、それまで無配を続けていた東神倉庫株を、37年から15%配当となった三井物産株と交換したことになる。この場合には、事実上「固定的な」「不良資産」ともいるべき部分が合名会社資産から切り離され、それを物産が肩代わりしたのである。

これより先、1936年の増資では、合名会社の払込負担の1,246万円に対して、926万円の株式が(先行して)三井物産に売却された。その内訳は表4のとおりである。この内部取引から三井合名は、かなり多額の売却利益を取得し、払込資金に充当している。簿価での分譲であれば、株式の売却価格は500万円足らずのはずであったから、この株式売却の利益によって、三井合名は三井物産の増資に必要な追加資金750万円ほどを320万円と半分以下に減らしたことになる。売却単価は、芝浦製作所株の単価が異例に低かったことを除いて、おおむね市場価格に準拠しており、むしろ市価よりも高めであった。かりに同年の平均市価で売却したとして計算すると合計価格は880万

表 5 売却先別株式売却額と売却利益

(単位: 1,000 円)

年	1933	1934	1936	1937	1938	1939	1940
売却先 合計	12,201	8,796	22,268	1,578	27,156	15,618	14,671
三井生命	1,676	1,108	1,045		924		
三井信託		326	2,357		5,302		
三井物産		2,835	9,262		9,990		
三井鉱山					6,699		
大正海上 (三井内部)				478	91		
					13,048	14,671	
生命保険	9,485	3,500		955			
証券会社		1,027		145	4,150	2,570	
その他	1,040		9,604				
売却利益	5,188	11,517	11,047	774	7,852	11,146	23,456

(出典) 前表に同じ。ただし、各年売却利益は松元・前掲書、p.230付表による。

円ほどであり、4社株式の売却は、三井合名にとって有利なものであったと考えられる。

三井合名の株式売却先は、この三井物産への売却だけでなく、表5のように、関係各社への売却を多量に含んでいた。そして、そのほとんどが合名会社に売却益を実現させるものだったのである。1933年こそ生命保険団への売却を中心に直接株式市場を介しての資金の流動化が図られたとはいえ、それ以後、三井合名の株式操作は、財閥内への売却によって含み利益（秘密積立金）を資金化する方向に進んだ。その場合、三井生命、三井信託、大正海上などの系列内の金融機関が重要な役割を果たしたことも、むしろ当然であった。こうした金融機関が外部から吸収した資金が、一方で三井系の持株率の低下を抑えながら、本社の苦しい台所事情を改善する役割を果たしたのである。

三菱の場合の本社による株式の売却、系列内での所有の分散の意味を知る手がかりは、同財閥系の生命保険会社明治生命の所有株式の利廻りや簿価から窺うことができる。1933年から41年の三菱系4社の配当率と、麻島昭一が整理した明治生命からみた利廻りは、表6のとおりであった。すなわち、配当率に対して利廻りが低かったことから、明治生命の取得価格ないしは、簿価が払込額よりも高かったことが示されている。とくに1935年に三菱鉱業株の利廻りが大きく低下したことが印象的であるが、この間に明治生命は、それまでの三菱鉱業株新旧各3,000株から、新株1万8,000株、旧株4

表 6 三菱系4社の配当率と明治生命所有株式の利廻り

(単位: %)

	三菱信託		三菱鉱業		三菱銀行		三菱重工業	
	配当	利廻り	配当	利廻り	配当	利廻り	配当	利廻り
1933	6.0	3.66	11.0	10.0	8.0	5.52
1934	6.0	3.95	12.0	12.0	8.0	4.51	7.0	5.47
1935	6.0	4.03	12.0	6.29	8.0	5.50	7.0	5.48
1936	6.0	4.03	12.0	5.61	8.0	5.50	7.0	5.19
1937	6.0	4.14	12.0	5.61	8.0	5.50	7.0	5.19
1938	7.0	4.83	12.0	6.73	8.0	5.50	7.0	5.19
1939	7.0	4.83	12.0	6.49	8.0	5.50	7.0	5.02
1940	7.0	4.83	12.0	6.70	8.0	5.50	7.0	5.16
1941	7.0	4.83	11.0	5.68	8.0	5.50	7.0	5.11

(出典) 麻島・前掲『本邦生保資金運用史』、および、『株式年鑑』各期より作成。

万2,700株と大幅に持株を増加させた。三菱鉱業の増資に際して旧株を三菱合資から買い取るとともに新株を引き受けたためである。その結果、1936年末のその株式評価額は、増資前の19万円足らずから570万円に増大し、その際に1株当たりの評価額は、旧株が50円から107円に、新株が払込25円に対して62.5円となった。つまり、この増資に際して明治生命は、約4万株について1株当たり57円、合計228万円の「プレミアム」を付して三菱合資の持株を買い取り(取得価額は442万円)、三菱鉱業に対しては1.8万株に対して1株当たり37.5円、合計67.5万円のプレミアムを支払ったと推定されるのである²⁶⁾。

同様の可能性は、1939年から40年にかけての三菱重工業の増資に際しても見られ、40年末の同社新株の明治生命における評価額は、1株45円(払込25円)であった。ここでも三菱重工業が明治生命への株の分譲に際してプレミアムを取得したと想定される²⁷⁾。この例では、三菱の本社が関与していた可能性は少ないが、三菱の本社部門の場合には、所有有価証券のうち直系会社株式については払込額で評価記載されるのが通例であったから、上記の鉱業増資に際しての株式の売却は、本社部門が公開の市場を介さずに含み利益を資金化して投資に振り向けたものであった。他方、明治生命は保険営業で集めた豊富な資金の一部を財閥内の資金繰りに提供したのである²⁸⁾。

株式の売却操作に見られる本社の資産運用のあり方は、一方で、1920年代に傘下に編入した信託会社や生命保険などの金融機関が、内部資本市場での資金調達で生ずる資金不足を外部の資金を導入して解決するパイプの役割

を果たしたことを明らかにしている。それによって株式の分散を防ぎながら、したがって外見的には封鎖的所有の性格を残しながら、傘下企業の成長に要する資金を供給する手段を提供し、内部資本市場の役割を一段と押し広げることになった。しかし、他方で、財閥本社が増大する投資に対する資金調達において、充分な余力を持ちえなかつたことも明らかであった。それ故にこの時期には、本社部門の借入金依存度も上昇し、三菱のように本社株式の公開に踏み切る必要も生じた。このような本社の資金事情は、本社部門の収益力が低下しつつあったことに——少なくとも増大する投資に対応しうるほど充分な収益を挙げえなかつたことに——、基本的な原因があった²⁹⁾。

本社収益の面から、財閥本社の実態をみると、三大財閥の本社受取配当金が年々増加傾向にあり、そのなかでも軍需関連と目される重化学工業会社からの配当金の増加が大きかったことが知られる。投資の重点の移動に対応しながら、本社の収益源は、戦時体制の強化とともに軍需関連部門へとシフトしていた。言うまでもなく、それは財閥の内部資本市場が重工業部門への投資の重点化に対応した資金配分を進めていったことを意味した。その限りでは、三大財閥は、戦時下の経済構造の急激な変化にもかかわらず、「柔軟な」対応を示したと評することができる。

しかし、このような軍需部門への傾斜は、本社の配当収入への貢献という以上に傘下子会社の利益増加と資産拡大においてより顕著であり、1930年代の前半から40年代初頭にかけて、傘下各事業会社の純益金合計に対する本社の受取配当金のウェイトは三大財閥ともに低下した。三井では、32~36年の50%前後から、40年前後には30%台へと低下し、もともと本社への還流が小さかった三菱、住友でもその比率は、30年代前半から40年代初めにかけて半分以下に下がっていた。

その理由は、本社の持株比率の低下であった。一方で株式の公開による社会的資金の動員が行われたこと、他方で財閥同族の個人名義や系列の信託・保険などの各子会社への株式の譲渡により財閥内での株式所有の「分散」が図られたことなどの理由から、持株率が低下したのである。それは、所得税・相続税などの戦時の租税増徴に対応した財閥同族の資産の保全や流動性の確保が配慮されたためでもあったが、それ以上に、これまで明らかにしてきたような本社の意図的な金融資産操作が行われた結果でもあった。

子会社の配当性向も低下していた。財閥傘下の各企業は、昭和恐慌後に内部留保を増大させて子会社自身の事業拡大を図る方向を追求した。しかし、財閥系主要企業が1930年代半ばに示した内部留保率の改善と高水準の維持は、非財閥系列の他企業と比べると、三菱系企業が平均水準に近いとはいえる、三井・住友はむしろ低位に位置づけられるものだった。それは、子会社での利益留保が他と比べてとくに優先されたわけではないという点で、第一次大戦期とは異なっていた。つまり、昭和恐慌後の回復過程で、各財閥の中核にあたる本社部門は、一方で株式公開などによって外部の資金を動員しつつ事業拡大に対応していたが、他方で、子会社の配当性向を平均ないしはそれ以上に維持して、本社への資金還流と公開に好都合の高株価を誘導しながら資金を集中し再投資していたのである。それでもすでにふれたように、本社部門は不足資金を借り入れに依存せざるを得ない状況になっていた。

しかも、太平洋戦争開始の直前から子会社の払込資本金利益率が急激に悪化した。その原因の一つは、子会社の各企業が戦時統制政策に基づく誘導により銀行借入れへの依存度を上昇させたことであった。それが、資金コストの上昇による利益率の低下をもたらした。外部資金への依存度の上昇と並行して子会社の配当性向は高まった。利益率の低下にもかかわらず、配当率が対応しては下がらなかったからである。本社への利益の還流比率は増加したと考えられるが、その再投資では子会社の拡張資金をもはや賄えなかった。しかも、子会社の拡張資金が銀行に依存するようになると、本社が子会社の資金調達に関与して独自の機能を果たし、利益を得る機会も小さくなっていた。持株会社としての財閥本社事業の展開が制約されることになった。戦時の「機械工業化」を中心とする経済構造の激変は、財閥本社を中核とした「内部資本市場」の適応力をはるかに超えて進展したのである。財閥の改組は、こうして決定的となった。

4. む す び

以上の検討から浮かび上がる財閥の持株会社の性格について簡単に整理しておこう。

1910年代初めに形成された財閥本社は、持株会社としてみれば、資金調

達の手段に強い制約があった。それは、もともと本社部門が外部の市場から積極的に資金を導入して、傘下企業に配分する内部資本市場をつくりだすことと意図していなかったこと、それとは反対に、出資者であった同族の資産を管理するという使命を帯びたことなどの理由から生じた排他的で封鎖的な資金の出し手との関係に由来していた。

そうした条件のもとで、財閥本社は直系事業分野の企業成長を優先させ、そのために必要な資金を、当初は子会社自身の利益留保によって賄う企業金融体制を創り上げていった。子会社レベルでの自己金融的発展が財閥全体の成長をもたらすことになったが、それは相対的に資金コストの安い追加資金が内部資本市場に供給されていたことを意味した。

しかし、傘下企業の成長のためにはそれだけでは不十分であった。子会社株式の公開や所有有価証券の売却が不足資金調達の手段となった。払込額面額を大きく上回る売却益が資本市場の活況のなかで生じたことを基盤に、持株会社は子会社の成長によって発生した「秘密積立金」(含み利益)を、外部の市場の条件をにらみながら取り崩し資金化したのである。株式公開された企業の事業分野が時期によって変化したことは、内部資本市場への資金の導入が、戦略的な判断のもとに行われたことを示していたし、多角的に展開していた子会社網が景況の異なる事業をカバーすることによって、持株会社の上のような操作をより有利に展開させる余地を与えていた。

それだけでなく、1930年代に入ると、機関投資家としての生命保険などが、この内部資本市場と外部の資金市場とを繋ぐ重要な役割を果たすようになった。しかも、30年代の公開当初、生保シンジケートなどの結成による公開株の売却が見られたものの、三井を例にとれば売却先は、その後、財閥内の企業に集中する傾向にあった。株式公開や売却によって生ずる持株率の低下、それによる子会社への影響力の低下への懸念に対して、傘下の機関投資家を利用して、系列内の持株率を維持しながら持株会社の「秘密積立金」を資金化することが可能になった。それは安定株主工作であり、外見的には第二次大戦後の株式持合いの原型をなすものであった。

注目すべきことは、この内部資本市場での株式売買において、譲渡価格は市場価格を基準にしていたことであった。つまり、売却益を得られるような価格で譲渡を意図する本社が、買い手の子会社を価格面で納得させる条件

は、株式市場での株価の水準に依存していたと考えられることである。持株会社からみると、市場売却と同じ価格で、しかも「安心できる買い手」に、買い手を探す手間も要せずに取引が成立した。買い手側からみると、資金運用としては市場で証券を購入するのと大差なく、系列内の企業であるだけにその業績等についての情報を持っていたものの、買入れ株数などについては買い手側の自由度が小さかったと推定される。

このような機能を果たした一方で、傘下事業会社が戦時経済の影響を受けて速い企業成長を遂げていくと、財閥の内部資本市場の限界も顕在化していく。なによりも、持株会社への出資が封鎖され、制限されていたことが大きな制約であった。そのために、1940年前後から有力財閥は本社の株式会社化とその株式公開の準備を始めた。公開持株会社への転換が企てられたのである。

準戦時から戦時へと進展する経済統制と経済構造の変容が与えたインパクトは、それだけではなかった。とくに戦時期には、企業への資金供給の圧倒的な部分が銀行貸付けに依存するようになった。株式の役割は明白に低下し、他方、膨大となった銀行貸付けは単独融資ではなく「協調融資」の形態が増加していった。この動きは、戦争末期の軍需融資指定金融機関制度に基づく融資集中制を経て、戦後に引き継がれることになった。

第二次世界大戦後、財閥解体・独占禁止法の制定という制度的な枠組みの大きな改革がなければ、あるいは公開持株会社が選択の余地のある制度であったかもしれない。それは部分的には企業集団を構成する大企業とその傘下の子会社の関係に生き残っているが、復興のプロセスで企業経営者たちが直面したのは、持株会社整理委員会の放出株に加えて企業再建整備に必要な新株の発行のために、消化能力に疑問を抱かざるを得なくなった株式市場であり、他方で復興金融金庫を起点とする銀行からの潤沢な資金供給であった。そこに戦後の新しい「資金の出し手と企業との関係」が生まれる条件の一つがあった。

1) 「資本の管理者」という捉え方は、日高千景「イギリス綿業衰退の構造」(東京大学大学院経済学研究科博士論文、1992年) 第7章第4節で提示されたものである。

- 2) J. シュムペーター, 中山伊知郎・東畑精一訳「経済発展の理論」岩波書店, 1951年, pp.177-183.
- 3) 「三菱合資会社誌」29巻, pp.4322-4323, 4447-4448, 4487-4488. なおこの点については、長沢康昭「三菱財閥の経営組織」「三菱財閥のマネージメント方式」(三島康雄編『三菱財閥』日本経済新聞社, 1981年), 麻島昭一『三菱財閥の金融構造』御茶の水書房, 1986年参照。
- 4) この最後の文は、コンファランスにおいて橋川武郎氏からいただいたコメントに答えて、本章のねらいを明確にするために付け加えられたものである。
- 5) 以下、本章は筆者が発表した次の論文を基礎にしている。注記にあたっては「武田I」のように略記する。
 - I 「多角的事業部門の定着とコンツェルン組織の整備」橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会, 1992年。
 - II 「資本蓄積(3) 財閥」大石嘉一郎編『日本帝国主義史』I, 東京大学出版会, 1985年。
 - III 「資本蓄積(3) 独占資本」同II, 東京大学出版会, 1987年。
 - IV 「資本蓄積(3) 財閥・独占資本」同III, 東京大学出版会, 近刊予定。
- 6) 武田II, pp.246-248.
- 7) 武田I, pp.81-85.
- 8) たとえば、兵藤釗「日本における労資関係の展開」東京大学出版会, 1971年を見よ。
- 9) 以上、詳しくは、武田II, pp.248-251. なお、この時期に設立された同族持株会社については、柏谷誠・武田晴人「両大戦間の同族持株会社」「経済学論集」(東京大学) 第56巻第1号, 1990年。
- 10) たとえば麻島昭一の住友、三菱の研究(『戦間期住友財閥経営史』東京大学出版会, 1983年, および、前掲『三菱財閥の金融構造』)と、橋本寿朗の戦間期についての分析(橋本・武田編・前掲書, 第3章)を対比せよ。
- 11) ここでは、同族と本社との関係が主として論じられているが、だからといって本章で本社と子会社が一体だと考えているわけではない。
- 12) 武田I, pp.77-80.
- 13) 「三菱合資会社誌」各巻巻末付表より算出。
- 14) 柴垣和夫「日本金融資本分析」東京大学出版会, 1965年が、その代表的なものである。

- 15) 浅井良夫「1920年代における三井銀行と三井財閥」「三井文庫論叢」11号, 1977年。
- 16) 武田II, pp.252-253.
- 17) 以下、大戦期の三井については、武田II, pp.253-257, 三菱については、同, pp.257-262.
- 18) 武田II, p.256.
- 19) 預金コストについては、橋本寿朗「大恐慌期の日本資本主義」東京大学出版会, 1984年, pp.129-131.
- 20) 武田III, pp.236-246.
- 21) 醍醐聰「日本の企業会計」東京大学出版会, 1990年, pp.240-248による。
- 22) 志村嘉一「日本資本市場分析」東京大学出版会, 1969年参照。
- 23) もう一方には「法人成り」を遂げた保全会社・持株会社があった。
- 24) 武田III, p.244. たとえば、三菱重工業の株式公開では「出来るだけ公開株の散失を防ぐ意味から一般の申込以前に明治、日本、帝国、第一、千代田の五大生命保険会社に対して右四十万株のうち十五万株を優先的に譲渡」する方策がとられた。公開時に安定株主対策を意図した機関投資家への譲渡が進められたのである(『保険銀行時報』1684号, 1934年, p.9)。
- 25) 松元宏「三井財閥の研究」吉川弘文館, 1979年, p.230.
- 26) 評価額は、麻島昭一「本邦生保資金運用史」日本経済評論社, 1992年, p.737による。
- 27) 明治生命の三菱重工業株保有は、1938年末で旧株271万円(1株当たり67.5円, 払込み50円), 新株161万円(同40円, 25円)で、40年末には、旧株680万円(同67.8円, 50円), 新株452万円(同45円, 25円)であった(同前, p.837による)。
- 28) このような方法がとられていたとすれば、子会社の増資等によるプレミアムを本社部門が吸収することもそう難しいことではない。なぜなら、増資にして、たとえば最終的には明治生命が取得すること前提に、いったん新株を本社が払込額面で引き受け、明治生命にただちに時価で売却すればよいからである。こうした事例が存在したかどうかは、現在知ることのできる財務関係のデータからは判断できないが、本社部門はそうした方法の利用についても可能性をもつものであったことも事実であった。
- 29) 以下、武田IV参照。