

# 明治期における鉄道財務について (1)

—九州鉄道会社を中心に—

坂 本 恒 夫

## 目 次

序 章	意義と課題
1	史的考察の意義
2	鉄道業の成立と展開
3	株式会社の特殊性と株金分割払込制度
4	株式取引所の特色とその財務的役割
5	所有・支配構造と財務政策
	(以上、本号)
第一章	九州鉄道会社の設立と発展
第二章	株式会社制度の役割と株式金融
第三章	金融制度と鉄道株の上場
第四章	所有・支配構造と鉄道財務の展開
終 章	明治期鉄道財務の位置と役割

## 序 章 意義と課題

### 1 史的考察の意義

現代の財務について、それ自体を分析することによって解明されるものは、きわめて限られた部分的なものにならざるをえない。たとえそれが、わが国と諸外国との比較においてなされたとしても、その作業は目的のほぼ半ばを達成したにすぎない。なぜなら、科学的解明にもっとも必要な史的分析が欠けているからである。

われわれがこれから行なおうという明治期の民間鉄道会社財務の分析は、史的考察作業の一つとして位置付けられるものである。「財務の歴史は鉄道に始る」と言われるが、わが国もその例外ではない。明治期の民間鉄道会社財務の

正当な評価なくして、現代財務の基本的な構造や機能は理解できるものではない。

ところで、明治期の民間鉄道会社財務を考察する場合、分析の範囲と関連してあらかじめことわっておかなくてはならないのは、ここで言う「財務」とは何かということであろう。というのも、財務論において、取扱いの範囲や力点のおきかたが、論者によってかなり異なるからである。たとえば、資本の運用を中心とするものとか、あるいは資本の調達を中心とするものとかである。

しかしながら、財務論において、資本の調達を重視すべきか、あるいは資本の運用を重視すべきかという議論は、まったく無意味であり不毛であると思われる。なぜなら財務における資本調達と資本運用とは、それぞれ異なった内容と性格を有するものでありながらも、なおこの両者を区別して独立のものとすることは困難であるからである。それは調達された資本の運用であり、さらに資本の運用にもとづく調達でなければならないという両者の緊密な関連性からしても当然のことである。

にもかかわらず、財務論の中に、資本の運用にかかわらしめながらも調達を重点的に考察するとか、資本の調達にかかわらしめながらもその運用を重点的に解明するとかいう立場があらわれてくるのは、それなりの意味があつてのことだと考えねばならない。

たとえば、アメリカ合衆国において、調達を重視した「伝統的財務論」が成立したのは1890年前後であるが、当時は産業構造が軽工業から重工業に移行する時期であり、既定の投資対象が存在するため、資本の運用はほとんど問題にならず、財務活動の関心はもっぱら大規模で固定的な所要資本量の調達におかれたのである。つまり、一般の生産技術と経営規模とがまだ低水準に位置しており、技術の高度化と大規模化の利益が圧倒的であった時代においては、調達した資本をどのように運用するかという問題はいわば決定ずみのものであって、所要資本量を調達しうるか否かがむしろ重要な問題であったのである。

伝統的財務論とは異なり、運用を重視した「総管理的財務論」が登場してくるのは、1930年前後である。当時は投資銀行が経済支配を確立した時期であ

り、投資銀行の経営行動を色濃く反映した財務論が唱えられるにいたった。つまり、投資銀行は、数多くの傘下企業の経営過程を「資金あるいは現金の流れ」としてとらえ、資金計画・資金管理によって全経営活動を統制・規制する必要が生じたが、かかる課題をはたすものとしての財務論こそが総合管理的財務論であった。

第二次大戦後、それも1950年以降の財務論は、それ以前と同じく運用に中心をおく管理的財務論であっても、それまでの規制・統制的な色彩に加えて、さらに積極的に有利な内部投資機会の探究、つまり企業の投資決定問題というところに重点がおかれている。投資決定を中核とする財務活動の役割は、戦後の現実機能資本の停滞、産業投資活動の沈滞を背景にして、より有利な投資機会を探究するものとして登場した。そのため単に現実資本の運動に収益性を求めるだけではなく、H・マコービッツのポートフォリオ理論に端的に示されているように証券投資など擬制資本の運動にもそれを求めているのである。つまり、戦後の運用面における恒常的な過剰投資、調達面における自己金融の一般化にあっては、投資対象を設備のみに限定せず証券などにも拡大してあらゆる運用資産を収益性という基準によってチェックし、資本の効率性を追求しようというのである。このような事態にあっては、財務活動の関心は、調達面よりも運用面にその重点を移行したのである。

アメリカ財務論の史的展開が物語るように、財務論において資本の調達を重視するか、あるいは資本の運用を重視するかは、歴史的な舞台においてその当時の財務活動を検証してはじめて明らかにされることであり、意味のあるところである。このことは、アメリカにおける財務研究だけにかぎらず、わが国財務の研究においても言えるのであって、具体的な歴史舞台での当該会社財務活動を分析する必要があると思われる。そして、そのようなプロセスを通じてこそ、当時の財務活動の重点が何であり、それ故また財務研究の中核が、いかなるものでなければならないかが明らかとなるのである。

わが国初期の株式会社財務の代表的存在である明治期の民間鉄道会社財務を分析する当面の意義は、当時の財務がどのようなことを主要な関心事としてい

たか、またどのような役割を担っていたかを明らかにすることにあるとはいえ、究極の意義は、その解明をつうじて、明治期の鉄道財務がわが国財務の史的展開のなかでどのような位置を占めたかを明らかにすることにあると言えよう。

## 2 鉄道業の成立と展開

言うまでもなく、明治期における鉄道業は、政府による積極的な近代的交通通信制度の移植育成の一環として展開されたものであり、一方で軍事的基礎の一翼をなすと同時に、他方で近代的経済発展のための重要な前提条件ともなった。

本節では、鉄道財務の分析に先立って、まずこのような意義を有する鉄道業およびその起業・拡張金融について、明治初年から23年恐慌までの第一次企業熱の時期、それに23年以降から「鉄道国有化」までの第二次企業熱の時期に区分して、簡単に触れておこう。

わが国の鉄道業は、明治10年ごろまでは官営のみで行なわれたが、10年代に入ると民営も積極的な展開を示しはじめた。民営による鉄道建設計画は、明治初年にはじまるが、それが実現したのは、14年に資本金2,000万円をもって設立された日本鉄道会社が最初であった。同社は岩倉具視らが主唱し、全華族の資金を中心に設立されたもので、19年東京・青森間の鉄道建設に着手した。政府はこれに対し土地の国税を免除し、払込資本金に対して年八分の利子を保証するなどの援助を与えたので、工事も順調に進み、24年に524マイルの東北線が完成した。そして、同会社の営業成績良好が伝えられるや、経済不況の回復とあいまって、ここに鉄道企業熱の勃興を促すこととなった。さらに、この成績良好を基礎として、株価が払込金以上に騰貴するという鉄道株投機熱の高まりによって、いっそう拍車をかけられた。かくて18年阪堺、19年伊予、20年両毛および水戸の諸会社が設立された。そして20年5月、私設鉄道条例が公布されて、民営鉄道許可の方針が定められたので、21年山陽、讃岐、関西、甲武、九州などの諸会社が設立され、さらに山陽鉄道会社によって神戸・下関の山陽鉄道の建設が、九州鉄道会社によって門司・長崎間の九州鉄道の建設が始まっ

(注) た。加えて22年以降は北海道炭礦、筑豊興業、総武などの会社が設立され、24年までに開業した民営鉄道会社は15社におよんだ。

(注) 九州鉄道会社設立の発端は、明治19年7月に政府の「幹線民設許可ノ方針」が明確になったのを契機に、福岡・佐賀・熊本の三県令が首唱者となり各県の有志者を糾合して門司港より福岡・久留米・熊本を経て三角港にいたる鉄道敷設を計画したことに始まる。

この中で指導的な役割を果たしたのは、かつて日本鉄道会社の設立にさいて首唱発起人となった安場保和福岡県令(旧肥後熊本藩士・元老院議員)であった。鉄道の敷設による県下の交通・産業の発達を期待した各県令・書記官が敷設の計画・株式の募集・補助の獲得のために卒先尽力した例は、このほかにも山陽鉄道などにも見られるところである。

それはともかくとして、以上のような鉄道敷設の計画にたいし「人心勿チ勃興シ月ヲ終ヘズシテ五百余万円ノ株金ヲ得ルニ至リ」(『日本鉄道史』上編、846頁)、明治20年1月には発起人総代は三県令を通じて会社創立願(5%の利子補給その他政府の特別保護願を含む)を提出した。しかし、時を同じくして長崎県有志の間でも長崎・佐世保間の鉄道敷設の計画がおこり、20年6月、両者は合併協同することになり、翌21年3月発起人総代の高橋新吉(前農商務省商務局長、初代九州鉄道社長)より改めて会社設立の免許状下付、および4%の利子補給その他の政府特別保護の請願がおこなわれた。この九州鉄道会社にたいする利子補給については、はじめ政府内部でも松方正義大蔵大臣の許可論と井上勝鉄道局長官の不許可論とが対立したが、20年3月にいたる「幹線私設保護ノ方針」がきまり、21年6月、免許状ならびに特別保護に関する命令書が下付されて、ここに九州鉄道会社(資本金1,100万円)の成立をみるに至ったのである。

ところで、このような鉄道事業において主たる関心が、鉄道敷設のための土地買収資金および建設資金の調達にあることは言うまでもない。そこで、これら鉄道会社の起業金融はどうであったかと言えば、上層華士族、政商、新興の実業家、それに地方の有力者を発起人ないしは大株主とした株式の直接募集の形式を中心に、他方で一般向け公募を行なうなどの株式金融が支配的であった。その結果、明治28年度における株式資本金の割合は90.2%であり、対照的に借入金のそれは1.3%でしかなかった。

しかし、社会的に資本の蓄積が乏しく、また株式の引受機構が存在しない明治期に、株式会社が新聞広告その他の方法による直接募集の形態で株式を発行し、資本を調達することは、特殊な金融メカニズム、とくに株金分割払込制度

と銀行の株式担保貸付なしには不可能であった。これらの点と、それに、このメカニズムを支えた日本銀行の株式担保貸付については、次節で検討することにし<sup>(注)</sup>よう。

(注) 九州鉄道が、工事に着手しようとしていた明治21年9月ごろは、一時的ではあったものの、金融の逼迫、株価の下落に遭遇したため、株式の募集は困難となり、そこで公称資本金のうち第一回募集分750万円(1株50円)すなわち15万株について第一回払込みとして5円を徴収し、博多・久留米間の第三工区より起工することになった。この起工の順序については、各県の発起人の間で一時激烈な紛争が生じ、三県知事の調停により辛うじて着着をみるという一幕もあった。しかし、第一回の払込みは期日までにわずか39.3%、翌22年3月の第二回払込み(1株5円)に至っては期日までに11.6%という惨憺たる結果に終り、九州鉄道は4%の利子補給にもかかわらず創立早々から非常に財政困難に直面することになった。これには地方株主が多かったこと、また工事の順序をめぐる株主間に紛争があったことなどが影響していたと思われる。

しかし、このような状況の中で、九州鉄道は、農商務卿の上場許可を受け、早くも開業以前の明治22年4月1日には東京・大阪の両株式取引所で株式の売買が開始されることになった。その結果、政府の補助金と預金利子とで年6%の配当を支払ったことも関連して、同社の20円払込み株の22年中の価格は最高28円、最低でも21円となり、第三回以降の払い込み状況はかなり好転した。

第一次鉄道企業ブームにおける起業金融は、株金分割払込制度と銀行の株式担保貸付という特殊なメカニズムで成立していたのであるが、明治23年の恐慌により、鉄道会社の起業金融におけるそれまでの独自のメカニズムが崩壊寸前にまで追いやられた。設立認可の日も浅い参宮、総武鉄道が株主払込不能のため挫折同然となったり、山陽、九州鉄道といった大手の民営鉄道も追加払込資金の途絶により、社債の発行で当面の苦境を回避する<sup>(注)</sup>という事態が生じている。

(注) 社債は、本来的には株式会社が不特定多数の貨幣資本所有者から長期の借り入れを一括して行なう場合に発行する流通性のある証券にはかならない以上、株式会社そのものの一定の発展、とくに企業規模が大きく、回転が長期にわたる巨額の設備資本の投下を必要とする鉄道、電力等の株式会社の発展を前提とすることはいうまでもない。これらの株式会社にあっては、設備投資を短期間に集中しなければならないこと、利潤率が低くいわゆる資金コストによる資本調達への制約が強いことなどから、設備資本の一部もしくは不足分を社債の形態による借り入れによって調達しなければならない必要性が高いからである。もっとも、株式会社の社債依存度は景気の変動に対して著しく感応的であって、つねに一定しているわけではない。たとえば、株価が高騰して増資が容易になる好況・繁栄期には、利子率の緩慢な上昇とも関連して、社債の発行

は一般的に低調となり、増資に対して副次的な役割を果たすにすぎないが、株価が低迷して増資が困難となる不況期には、利子率の低落から社債の発行は一般的に活発となり、増資に代わって設備資本調達的主要な手段になると言えよう。

九州鉄道は、明治24年7月には高瀬・熊本間、同年8月には鳥栖・佐賀間の建設工事を完成したが、金融が逼迫し、株価が払い込み金額以下へ低落したため、株主間に追加払い込みの中止を要求するものが多く、会社もこれを認めざるをえなくなった。しかし、「工区ニ予定竣功期限アリ、且ツ半成ニシテ放棄スルハ不利トスル所ナルヲ以テ」(『日本鉄道史』上編、869頁) 一方では社債を発行して熊本以南および佐賀以西の建設工事を継続し、他方では賃金の引き下げ、人員の整理、勤務時間の延長等による経費の節約を行なって、この経営危機に対処することになった。実際に社債の発行が行なわれたのは明治26年にはいつてからであるが、起債環境が好転したため募集額150万円(利率は5%、償還期間は10年間)に対して応募額は209万円を上回り、好成績をもって募集を終った。

それにしても、23年恐慌はわが国最初の資本主義的な恐慌としてそれが各界に与えた影響は大きく、鉄道業でも25年6月の鉄道敷設法の公布を促し、その後の民営鉄道の動向を規制するとともに39年の鉄道国有化の布石となった。鉄道敷設法の趣旨は、官設線と民設線を全国的な規模で統一して建設することにし、まず官設線の路線を決定して民設線はそれ以外に局限するところにあった。そのため、従来のごとき大幹線敷設を目的とした大民営鉄道計画は実現できなくなり、その後の私設鉄道の設立および路線拡張は、いわゆる第二次鉄道企業熱をも含めて短距離の路線拡張、地方小鉄道建設が中心となった。第二次鉄道企業熱は、26年から始まり、日清戦争による中断の後、戦後に本格的な展開をみることになる。すなわち新設の免許会社が28年度に11件、29年度に18件、30年度に17件にのぼり、鉄道全路線中民設線が30年度には76%と最高を占めるほどになっている。たしかに、第一次ブームにおけるごとき大鉄道会社の新設は影をひそめ中小鉄道会社の新設が第二次ブームの特徴をなしているが、この段階で日本の鉄道は私設鉄道が圧倒するところとなった。

第二次鉄道企業熱の時期における起業金融、そして既存会社の追加資金の調達、第一次ブームにおける株式の分割払込制と銀行の株式担保貸付が基本となり、それがより発展した形態で進展した。というのは、鉄道国有化が実現するまでの30年代の景気変動下に、33年の私設鉄道法制定による増資促進、それ

に社債発行、優先株発行（紀和—33年、近江、豊川、阪鶴、唐津—34年、七尾、高野、小田原電鉄—35年、徳島—38年、玉川電鉄—39年）、さらに民間外貨債による外資導入（北海道炭礦、関西鉄道—39年。明治38年には鉄道抵当法が公布され、外資導入促進が図られた）と、証券金融における多様化がみられたからである。しかしながら、これら証券金融の多様化のきざしも、それらはあくまで限界的・消極的な資本調達方法でしかなかった。

このような第二次鉄道企業熱を現出した好況につぐ反動恐慌は鉄道会社に大きな影響をあたえた。31年度には瓦解した会社は15にのぼり、小会社は続々大会社に合併されて39年には会社数が39に減じた。開業マイル数も30年の439マイルを頂点として35年には43マイル、38年には19マイルに激減した。かかる情勢のもとに、一方では大鉄道会社を中心に私設鉄道の発展と整理が行なわれる<sup>(注)</sup>とともに、他方では鉄道国有が強く要望されることとなった。

(注) 日本、山陽、九州などの大鉄道が小鉄道の吸収合併に乗り出したのは、言うまでもなく交通市場に対する支配を拡大するためであった。もともと、わが国の交通市場を大きく分断して支配するこれらの幹線鉄道は、早くからそれに接続する小鉄道を合併しようとする強い志向をもっていたと言えよう。しかし、それ自身の予定線路を完成するまでは、このような志向を顕在化できる余裕はなく、さしあたりは主力を予定線路の完成に注がなければならなかったのである。

例えば、九州鉄道が筑豊鉄道をはじめ隣接の小鉄道の合併に乗り出したのは明治30年のことであるが、その前年の29年11月には門司・八代間、翌年の31年11月には門司・長崎間が全通しており、この場合も予定路線の完成とほぼ時を同じくしていた。

ところで、大鉄道による小鉄道の合併を現実化した条件の一つとして、明治30～31年の中間恐慌以後の時期に、第二次鉄道熱の過程で設立された多数の小鉄道が経営の不振もしくは破綻に落ち入り、それらの株価が大幅に低落したことをあげなければならない。恐慌を直接の契機とする鉄道の合併は多くはないが、一般的には恐慌・不況は大鉄道にとって小鉄道を合併する好機となったのである。

そして、このような鉄道合同の結果、日露戦争勃発時まで、わが国の鉄道網は国有鉄道を除けば北海道炭礦、日本、関西、山陽、九州の大幹線鉄道によって分割されることになった。五大幹線鉄道が私有鉄道全体に占める比重は、明治37年において払込資本金の74%、そして貨物輸送量の実に92%に及んだのである。

鉄道国有の結果、39年から40年にかけて、北海道炭礦、北海道、日本、岩越、北越、甲武、総武、房総、七尾、関西、参宮、京都、西成、阪鶴、山陽、徳島、



九州の17の鉄道会社を買収された。その総マイル数 2,823 マイル、車輛 25,000 余で、買収価格は資本金総額のほぼ 2 倍にあたる 4 億 8,000 万円であった。買収後、国有鉄道は 39 年度の 1,499 マイルから 41 年度の 4,450 マイルに増大し、全国マイル数の 90 % 以上を占めるにいたった<sup>1)</sup>。

1) 鉄道業の成立と展開についての概要は、山口和雄著『日本経済史』、筑摩書房、昭和 51 年 7 月 20 日、155～156 頁、214～16 頁参照。また、鉄道会社の金融についての概要は、野田正穂稿「明治期における私有鉄道の発達と株式発行市場の展開—わが国における私有鉄道の発達と証券市場の形成—」『経済志林』、30 巻 2 号、1962 年および同稿「明治期における鉄道会社金融—わが国における私有鉄道の発達と証券市場形成—」『経営志林』、第 3 巻 1 号、3 号および第 5 巻 3 号を参照。

### 3 株式会社の特殊性と株金分割払込制度

それにしても、明治期のわが国鉄道業が、株式会社制度を利用して発展したことは興味深いことである。

鉄道業は一般にその運用の特殊性から、巨額でかつ固定的な資本を必要とするが、イギリスおよびドイツなど先進各国は、この運用に対応して、株式会社制度を基礎に大規模でかつ長期の資本を調達した。しかし、同じく株式会社制度を利用したといっても、その内容はまったく本質を異にしていた。

イギリスにおいては、鉄道の新設・拡張資金は主として一部の富裕な産業家に依存しただけであり、株式会社の結合資本の範囲は極めて限られたものであった。これに対してドイツにおいては、個々の産業家のみでは担えきれず、その他の階級、階層の貨幣も動員して鉄道業が発展した。ドイツでは、イギリスよりもより広範囲の資本が結合され、株式会社制度は社会的な資本の集中という機能をここにおいて示したのである。

イギリスよりももちろんドイツよりもなお一層の後進国であったわが国では、鉄道路線の新設・拡張において一部民間資金を利用したと言っても、その大部分は国家資金に依存したものであった。ドイツにおいては、株式会社制度の社会的資本の集中という機能を作動させることによって、広範囲の民間資本を結合して鉄道業を発展させることができたが、わが国の民間資本の蓄積ではそれ

が賄いきれず、より社会的な国家資金の導入という内容をもたらしたのであった。

例えば、日本鉄道会社が、近代的な産業の発展にともなう民間蓄積資本によって成立したのではなく、華族および一部上層の士族という旧封建支配者層の秩禄・金禄公債という国債をファンドとして誕生したという事実をもってしても、初期鉄道会社の株式会社制度利用におけるわが国の特殊性をうかがい知ることができるのである。

いづれにしても、わが国において資本蓄積の低水準という条件のもとで、先進諸国との競争にたえながら、最新の西洋的規模にのっとった工業を創設するために巨大な資本が必要であったので、最初から資本の集中組織である株式会社制度が導入された。近代産業として鉄道業と並ぶ紡績業では、イギリスと異なり設備資金が株式金融によって賄われた。周知のようにイギリスの紡績資金は企業者の自己蓄積で賄われたが、わが国の場合は企業者の自己蓄積では不十分で株式会社制度を利用することによって社会的資金に依存したのである。その理由としては、第一に綿糸市場での外国資本との競争、第二に紡績業の設備資金の当時としては巨額かつ長期的な性格という二つの契機があげられよう。

そして、鉄道の場合には、当初の生産力の水準と蓄積の水準とのギャップが大きすぎて株式会社形態はとりつつもそれでは不十分であり、実質的にはより高次の社会化形態である国家資金に依存しなければならなかったのである<sup>2)</sup>。

本論では、国家資金に依存しなければならなかった初期鉄道会社財務、およびその後の蓄積の進展によって、民間資金でも設立と拡張が可能になったそれ以降の鉄道会社財務を検証することによって、わが国株式会社制度の特殊性を明らかにすることをまず第一の課題としたい。

鉄道業における諸会社が株式会社形態をとって出発し、その創業に際して、あるいはその拡張に際して、株式金融を利用してこれらの資金を賄ったのであるが、いま指摘したような株式会社制度定着の特殊的な背景にあっては、それに対応する特殊な株金払込制度が存在せざるをえなかった。それこそが、まさに株金分割払込制度である。

周知のように、株式会社の「設立方法」に関する立法主義には総額引受主義と創立主義とがあるが、わが国の場合は、前者の方法をとっていた。総額引受主義によれば、株式会社成立の要件として、原始定款に記載されている資本の総額にあたる株式総数（総金額）が引受けられることを要求しているのである。しかし、この総額引受主義にも、引受株式に対する株金払込の形態によって二つに分類することができる。つまり会社成立の要件として、総額引受と同時に総額払込（株金全額払込）を要求する立法と、総額引受は強く要求するとしても同時に払込まれるべき株式金額はその一部をもって足るとし、残余は爾後における分割払込を認めるという立法とがある。前者が、いわゆる株金全額払込制度であり、後者が、株金分割払込制度である。

昭和23年7月法律148によって改正されるまでのわが国の会社法は、この株金分割払込制度と呼ばれる法規定に拠っていた。すなわち株式会社はその成立の要件として、原始定款に記載されている資本の総額についてその株式の引受がおこなわれるべきことが要求されており（旧商法第166条第1項第3号、第170条、第174条）、さらに増資の場合においても、その増加されるべき資本についての株式の引受が設立の場合と同様に要求されていたのである。この総額引受主義の根本理念は、株式会社の対外的信用は、いわゆる「有限的出資義務」—「有限責任」のゆえに、なんといっても会社財産に限られるため、会社に保有されるべき基本財産としての資本額を確定せしめること以外に「債権者保護」の立場を打ち出すことができないという点にあったといえる。

株式会社に関する法規定は、原則として合名会社、合資会社に関するそれと比較した場合に、より厳格な「強行法規」的なものといわれ、また、これが特色であるといわれている。総額引受主義という点のみを考えれば、極めて厳格であり、資本調達における融通性は寸豪もみうけられない。しかし、この制度の特色は、その引受株金の分割払込みを認めるという点にあった。すなわち、総額引受主義によることを強く要求はしていたが、株金の払込については、その全額一時（即時）払込を要求してはいなかったのである。設立時には総資本の4分の1以上を、また増資時には増加資本の同じく4分の1以上にあたる金額

の払込を行なわしめれば足りるとされていたのである。換言すれば、設立時には総資本（原始定款記載資本）の4分の1のみの払込でも良く、増資時には増加資本の4分の1のみで成立をみるという訳であった。そして、残余の未払込分（最大4分の3）は「未払込資本」として留保せしめることが可能であった（第1回目の払込を額面の4分の1以上にするという規定は、明治26年7月施行の商法で決められたことであり、それ以前まではまったく野放しであった<sup>(注)</sup>）。

(注) 『福岡県鉄道布設調』によれば、「九州鉄道会社仮定款」には、次のような規定があった。

「第1条 本社ハ鉄道ヲ九州ニ敷設スルヲ以テ目的トス其着手ノ順序ヲ左ノ二区ヨリ始メ先ツ第一区ノ創業ニ充ツヘキ資金ヲ募集シ其工ヲ竣ヘ漸次其他ノ地方ニ敷及スヘシ

第一区 豊前国門司浦ヨリ小倉福岡久留米及ヒ三池郡ヨリ熊本ヲ経テ三角港迄

第二区 第一区中筑前国内ヨリ分岐シ佐賀ヲ経テ長崎港迄

(略)

第5条 本社ハ有限責任トス故ニ会社ノ負債弁償等株主ノ負担スヘキ義務ハ其株金ノ損失ニ止マルモノトス

(略)

第7条 本社ノ資本金ハ先ツ第一条ニ掲クル第一区ニ鉄道ヲ敷設シ營業ニ着手スヘキ經費ヲ概算シ三百万円トシ之ヲ六万株ニ分チ一株ヲ五拾円トス

第8条 何人タリモ（外国人ヲ除ク）本社ノ規則ヲ遵守シ株券ヲ所有スルモノハ本社ノ株主タルヲ得尤モ一人ニテ幾株所有スルモ妨ナシ

(略)

第10条 株主ハ其引請タル株式金額ニ応シ株券ヲ領受シ其株高ノ割合ヲ以テ利益金ノ配当ヲ受クルモノトス

(略)

第20条 株金払込ハ三ヶ年六回ニ分チ 毎年六月十六日ヨリ廿五日迄十二月十六日ヨリ廿五日迄ノ両度ニ左ノ割合ヲ以テ払込モノトス

但工事ノ都合ニヨリ払込ノ期ヲ伸縮スルコトアルトキハ二ヶ月前ニ報告スヘシ

第一回第二回払込 各百分ノ二十

第三回以下払込 各百分ノ十五

第21条 毎回株金払込ノ期日ヲ怠ル者ハ其怠リタル日数ヲ算シ金高ニ応シテ利足制限法ニ抛リ利子ヲ払ハシム可シ若シ払込ノ期日ヨリ満三ヶ月ヲ経タルモ尚入金セサル者ハ自ラ株主ノ権利ヲ放棄シタル者トシ先キノ払込金ヲ没収シ株主ヲ除スヘシ

(略)

株金分割払込制度は、このように法的理念の強行性とわが国経済の現実の狭間の中で誕生したものだが、株金分割払込制度が必然化した主たる経済的・経営的要因を明らかにすることが本論の第二の課題である。

ところで、株金分割払込制度の場合、株主は引き受けた株式の額面金額に達するまでの追加払込を義務づけられるが、株主が会社の都合で一方的に行なわれる追加払込の請求に応じうるためには、払込の準備金を手もとに用意しておくことが必要になる。もし準備金の調達が不可能になれば、当然追加払込も不可能となり、その株主は株式を没収されることになる。このように、株金分割払込制度は株式の引受と未払込の乖離という矛盾を含んでおり、不況期にはしばしばこの矛盾が表面化することになった。これでは、株式会社の資金調達も途中で挫折せざるをえないことになる。

このような矛盾と困難を一応回避し、会社の資金調達を側面的に与える役割を果たすものこそ株式担保金融であった。

本論の第三の課題は、この株式担保金融の実態とその機能について明らかにすることである。

当時の銀行の株式担保金融状況について全般的な把握は統計面で困難であるが、国立銀行の貸付状況の一端から、それがきわめて巨額であったことが窺われる。すなわち、明治22年下期において、東京の国立銀行本支店36ヵ所の貸付総額中株式担保貸付額は65%、大阪の国立銀行本支店25ヵ所のそれは54%に達する高率であった。銀行が株式担保貸付に積極的であったのは、商業信用の低位・未発達による手形割引など他の業務の収益性が低かったことと、わが国銀行の生成事情に起因している。つまり、銀行は資本蓄積の先行的整備の要請を担って政策的に創出され、産業企業との結合度が強く、かれらの育成強化に自己の存立と発展の基盤が求められていたからである。

ところで、明治23年の恐慌は各方面に大きな影響をあたえたが、とりわけ深刻な危機に直面したのは、多額の資金を株式担保金融で企業に融通していた銀行であった。預金の払戻による減少や肝心の担保として受け取った手持ちの株式が暴落し、かれらの資金の流動性が著しく低下した。恐慌対策として、政府

は金禄公債を償還して資金を市場に放出する一方、日本銀行もまず制限外兌換券を発行し（23年3月）、ついで保証準備制限枠を拡張（7,000万円→8,500万円、同年5月）して資金需要に応じ、また日本銀行条例に株式担保の貸付が厳禁されている（第12条）にもかかわらず、「担保品付手形割引」制を実施して、銀行の救済に乗り出している。恐慌下の銀行の資金繰りを緩和するには、担保価値の低落した手持ち株式を日本銀行があらためて担保に取り、肩代りをせざるを得なかった。その最初に担保として指定されたのは、15種の株券、つまり日本鉄道株3種、九州、山陽、北海道炭礦、水戸、両毛、関西、甲武、阪堺、大阪、そして讃岐鉄道の各社株1種、それに日本郵船、東京海上保険の各株であり、その大半が鉄道会社のものであった。「担保品付手形割引」制は、23年恐慌における日本銀行の国立銀行救済の一時的便法として採用されたが、その後引き続き利用され（23年から29年にかけて、日本銀行の担保手形割引高は全手形割引高の50%前後を占めており、絶対額も拡大していった）、30年に日本銀行制度の改革の一環として一応廃止されたものの「見返品付手形割引」と名称が変更されて事実上存続した<sup>4)</sup>。

そこで、本論の第四の課題は、株金分割払込制度および株式担保金融にかかわらしめて日本銀行が果たした役割を明らかにすることである。

3) 株式会社法、とりわけ株金払込制度変遷の推移については、水越潔著『経営財務の基本問題』、泉文堂、昭和32年1月25日、87～129頁を参照。

4) 株式担保金融およびそれに果たした日本銀行の役割については、正木久司著『日本の株式会社金融』、ミネルヴァ書房、昭和48年6月15日、13～20頁を参照。

#### 4 株式取引所の特色とその財務的役割

株金分割払込制度のもとでの部分払込みの株式が取引所に上場される場合には、当然、株式の担保価値と流通性は増大する。当時、銀行が担保として歓迎したのは、このような株式（もちろん上場会社数はかぎられるが）であったことはいうまでもない。このように上場株式について、銀行がそれを担保にして払込資金を貸し出すとするならば、この場合には株式取引所を中心とする流通

市場は、間接的に発行市場をささえる機能を果たしたことになる。株式の発行は引受にはじまって払込みに終わる以上、少なくとも増資新株の発行にとって旧株の流通市場が果たすのと同じ関係が、この場合にも成立するとみなければならぬ。

このように、株金分割払込制度と銀行の株式担保金融、そして部分払込株式の上場は、三位一体となって鉄道業における株式会社の膨大な資金調達を可能にしたのである。

そこで本論の第五の課題は、株式取引所の成立と鉄道株の上場が、鉄道会社財務に果たした役割について明らかにすることである。

まずここでは、株式取引所、とりわけ東京株式取引所の成立とその特質について若干ふれておこう。

明治11年に政府は株式取引所条例を公布したが、これに基づき渋沢栄一らは同年5月10日に設立を出願、15日免許を受け、6月1日東京株式取引所を開業した。当初の取引所は、その名称にもかかわらず、創設以来10年近くにわたって、事実上「公債取引所」として機能し、公債流通市場の中核機構として存在した。

このような状況を創り出した第一の原因は、新旧公債をはじめとする公債が、いずれも大量に発行された交付公債（総額約2億1,400万円）であり、高度の所有分散（受領者総数48万人）をとげていたことである。

第二の要因は、公債が大量に売買されただけでなく、それが投機の対象となったことである。

第三の要因は、東京証券取引所の母体が、公債の投機的売買を活発に行っていた横浜組と呼ばれるような両替商であったこと。

そして第四の要因は、株式取引所が自然発生的に生成、発展した結果として確立されたのではなく、政府の政策手段の中に組み込まれて制度化されたところに、その大きな特徴があった。政府が明治11年5月に株式取引所条例を制定した政策的な意図は、さしあたっては公債の流通性を高め、その市場価格を維持することにあった。このことは、株式取引所条例が公布されたのが、旧武士

団の最終的な解体を目的に巨額の金録公債の交付がはじまる明治11年7月の直前であったことから明らかである。

このような状況のもとで成立した株式取引所は、制度的には次のような性格を有するにいたった。

例えば、組織の面では、今日の会員組織ではなく、私企業形態としての株式会社組織であったということである。

この株式会社組織取引所は、大まかにいって次のような長所と短所を有していた。

長所の第一は、株式資本による市場設備の拡充という点である。すなわち、近代的取引所の設備には多額の資本を必要とするが、この設備を利用する証券業者は、別に自己の営業所を必要とするなどのために、証券業者の資本力の弱小な段階では、取引所の設備にまで多額の資本を固定せしめることは不可能であった。それゆえ、取引所設備に必要な資本を他に求め、取引所をして営利事業たらしめることにより、十分な設備ができたという点は、企業二重性の示現であり、株式会社組織取引所の長所である。

第二の長所は、売買両者に対し公正を所期しうる点である。すなわち株式会社組織取引所にあつては、市場管理の任にあたる者は、売買当時者と関係ない会社（取引所理事者）である。したがって市場における取引に対して、売り方または買い方のいずれにも偏しない公正な立場にある。このことは、公正自由競争価格の形成において、最も必要要件を満たす点で、この組織形態の長所である。

株式会社組織取引所の短所の第一は、企業利潤の追求による取引人および公衆投資者の負担犠牲、したがって取引人（市場設備利用者）と市場設備の所有者である会社との間に利害が一致しない点である。すなわち、株式会社の営利事業として、取引所の経営が行なわれる限り、売買手数料率その他をめぐって、取引所（会社側）と利用者である取引人との間に、利害の衝突が避けられない欠点がある。

短所の第二は、株式会社組織取引所の不健全投機の助長があげられる。けだ



し、株式会社で取引所が経営され、可及的収益増を所期するものである以上、必然人為的手段による投機的売買高の増加をはからざるをえない。安定的投資は、取引所取引量に寄与しないからである。それゆえ、例えば上場物件として投機的なものを選ぶとか、投機取引に至便な売買仕法を採用する等、きわめて人為的な投機売買の助長策を講ずるほか、売買高増加による増収のためのあらゆる手段を展開するのである。

次に取引方法についてであるが、この点については、東京株式取引所が、3ヵ月限月の定期清算取引をおもな売買仕法として採用していたことに大きな特徴がみられた。

証券の売買取引には、まず第一に契約締結とその履行期限との関係から、これを即時取引と先物取引との二種に大別することができる。即時取引は、契約締結後即時に契約を履行する方法である。すなわち売買約定成立後、ただちに買方は売方に代金を支払って売方から証券を受け取るという、いわゆる実物と代金受渡との同時履行をなす方法である。

先物取引は、売買契約締結の時とその履行の時との間に、時間的間隔がある場合である。例えば、証券の売買契約は今日するがその履行は、来々月来日（例えば3ヵ月後）にするといったような方法である。したがって買方は、履行期限に至って代金を支払えばよいし、また売方は、その時に証券を買方に渡せばよいわけである。

次に、この先物取引には、(1) 契約履行期には必ず買方は代金を支払い、売方は現物（証券）を相手に渡さなければならないか、あるいはまた(2) 契約履行期までに反対の売買行為、すなわち、契約締結のときに最初に買ったもの（新規買）を履行期限までに（例えば値上りしたため）転売した場合、もしくは反対に契約締結のときに売約定した者がその後（例えば値下りしたので）買い戻した場合、差引計算してその差額だけ援受することを認めるか否かによって、(イ) 先物引渡取引と(ロ) 差金決済取引とに分類することができる。そして、この先物引渡取引に終わってもよければ、また差金決済をすることもできる売買仕法を、一般に清算取引と呼んでいるのである。これに対して、即時受

渡取引は実物取引または現物取引と呼ばれている。証券取引は、一般にこの実物取引と清算取引との二種に区別されるのである。そして、清算取引は、さらに普通清算取引と特殊清算取引とに区別することができる。普通清算取引は、(1) 共同の決済日による取引すなわち定期取引と(2) 個別的な決済日による個別的清算取引に分けられる。そして定期取引は、その期限の長短によって、さらに長期取引と短期取引とに分類されるのである。

東京株式取引所は、前述したように、3ヵ限月の定期清算取引を採用していたが、この結果、投機が取引所へ集中する傾向となった。言うまでもなく、株式の売買には、投機的要素と投資的要素があるが、この当時の取引所は投機的側面を色濃くしていた。というのも株式売買の取引方法が定期清算取引であったからである。そして、定期清算取引にあっては、投機者が相互に信用を与えあうことによって資金を節約できるから、それは蓄積の乏しいわが国にふさわしい投機取引の形態であったと言えよう。さらに、株式会社組織を採用した株式取引所が高率の株主配当を目的とした市場振興策として少数の花形株による投機を優偶したこと、政府が投機抑制のために場外の投機的売買を抑圧する政策をとったことが、投機の取引所集中の傾向をいっそう促進し強化したのである。

そして、投機の取引所集中の結果として、投資的な現物取引は場外市場を中心に発展した。言うまでもなく、証券の流通市場はその組織的・機構的中心をなす取引所と取引所の周辺に分散的に形成される場外市場とから構成される。この両者は、相互補完的・相互規定的ではあるが、場外市場について言えば、その性格を規定するのはむしろ取引所の性格であるといえる。当時は、証券の投機を取引所に集中させる政策がとられた反面、上場証券であっても場外市場での売買は自由に許されていた関係から、場外市場は取引所から排除された投資的売買、とくに現物取引のための市場として存在し発展することになったのである。

このように投機的性格を濃厚にもつとはいへ、明治10年代末には、わが国株式取引所は、公債市場から株式市場へ質的な発展をとげた。それは、まず第一に、信用制度の確立(明治15年10月の日本銀行の設立等)にともなう公債価

格の安定化から公債は投機の対象としては不適當となり、その売買が急減したこと、第二に、株式会社制度の発展にともない株式の数量が増加したばかりでなく、株式が公債に代わって新たに投機の対象となり、その売買が増大したことである。

さて、明治10年代の後半から株式会社制度は、わが国のおもな産業部門に普及し、本格的な発展をとげることになったが、なかでも明治14年11月設立の日本鉄道にはじまる鉄道会社の発展は重要である。その結果、株式の売買は急増し、東京株式取引所における売買高は公債のそれを上回るにいたった。この場合は中心的な地位を占めたのは鉄道株であり、公債市場は鉄道株の市場として株式市場へ発展したといえよう。そして、東京株式取引所における鉄道株の売買は、明治39年におもな鉄道会社の国有化が行なわれるまで、平均して全体の過半数を占めたのである。

以上のように、鉄道株の売買が激増したのは、なによりも鉄道会社の資本規模が巨大でその株式がかなり広範に分散していたからである。例えば、明治29年の株式会社2,577社の払込資本金総額3億5,748万円に対して、鉄道会社26社の払込資本金総額は8,901万円と全体の4分の1を占め、さらに1社当りの払込資本金では、鉄道会社を除く株式会社の平均わずか10万円にすぎないのに対して、鉄道会社のそれは342万円とまさに他を隔絶する規模を示していた。また鉄道会社の株主数も、明治29年に日本鉄道、山陽鉄道、九州鉄道の場合には2,000名を越え、全体として鉄道会社の株式はかなり分散をとげていたのである。

それだけに、明治39年から40年にかけて行なわれた北海道炭礦、日本、関西、山陽、九州の五大鉄道をはじめとする17の主要鉄道の国有化は、取引所のみならず証券市場全体の性格と構造とに大きな変動をひきおこすこととなった。鉄道国有化によって、証券市場からその中心となっていた鉄道株の大部分が消滅したからである。明治38年度の37の鉄道会社の払込資本金総額2億2,334万円に対して、40年度の20の鉄道会社のそれはわずか2,434万円にすぎず、この間に払込資本金で約2億円を代表する膨大な鉄道株が消滅したのであるか

ら、その影響の大きさが知られよう。

ここで鉄道国有化が東京株式取引所に及ぼした影響をみると、取引所株と紡績株が鉄道株にかわって進出したことをあげることができる。鉄道株が消滅したのち株式投機の対象として鐘紡をはじめとする一流紡績株が選ばれたけれども、しかし、紡績会社の払込資本金総額は、明治38年で鉄道会社のそれが2億2,334万円であったのに対して3,556万円にすぎず、鉄道株消滅のあとを紡績株だけで埋めることは限界であった。そして、その間隙をぬって進出したのが取引所株、とくに当所株であった。

取引所を中心とする証券市場が、資本主義の発展に対応して、公債市場から鉄道株市場へ、そして工業株市場へと展開するのは、各国に多かれ少なかれ共通した現象であり、その基礎には資本主義の発展に対応して擬制資本自体の発展があることは言うまでもない。そして、証券市場が鉄道株市場から工業株市場へと転換するのは、先進各国にあっては、19世紀末のことであるが、この時期は周知のように、工業の中心が軽工業から重化学工業へ移動するといういわゆる産業構造の高度化が行なわれる時期である。したがって、鉄道株市場から工業株市場への転換を推進したのは主として重化学工業株であったが、わが国の場合は、この転換は、先進資本主義国とは異なった過程をたどることになった。すなわち、鉄道国有化が行なわれた当時は、公開的な株式会社形態による資本の調達を必然化する重工業の発達、一般的にたちおくりていたばかりでなく、一方では鉄鋼業にみられる国営企業（八幡製鉄所や軍工廠）の支配と、他方では石炭工業にみられる三井・三菱などの封鎖的な財閥とによって、重工業株は量的にも質的にも鉄道株にとって代わる地位にはなかった。その結果、このような状況のなかで行なわれた鉄道国有化は、いわば、鉄道株市場から重化学工業株市場への発展を中断し、株式投機に生じた空白を埋める役割を軽工業に属する紡績株とわが国独特の当所株に担わせることになったのである<sup>9)</sup>。

株式取引所は、以上のような特色ある性格と展開をみせたが、民間鉄道会社財務の資本調達には重要な役割を果たしたのであって、明治期における証券市場の解明は、本論の課題にとって不可欠のものであると言えよう。

- 5) 株式取引所の性格については、上林正矩著『体系証券市場論 (下)』, 千倉書房, 昭和46年7月10日, 245~422頁を参照。
- 6) 明治期における証券市場の特質については、野田正穂稿「戦前・戦後の資本蓄積と証券・金融」『証券経済講座』, 東洋経済新報社, 昭和43年10月25日, 57~58頁を参照。

## 5 所有・支配構造と財務政策

鉄道業における主要株主は、前述したように、華士族、政商、新興の実業家、地方の有力者などであった。このことから明らかなように、当時の所有・支配構造の頂点に存在したものは、まさに明治維新政府を支える政治的支配者層であり、一方、多くの「大衆」は今日と異なり株式所有とはまったくといっていいほど無縁であった。

このような構造にあっては、近代的な株式会社でみられるところの支配集中が貫徹するとはいい難いのである。<sup>(注)</sup>

(注) 企業は、株式会社制度を利用することによって、社会的な規模で資本を集中するが、同時に所有も社会化＝分散化する。分散化した株主の意思は株主総会の多数株議決制を通じて大株主の下に集中される。そして、大株主の下にすべての資本が利用、支配されるから、群小株主は株式に内在する議決権を行使して自己の意思を直接に発現することが不可能となり、会社の経営、支配から全く疎外される。これが、いわゆる支配の集中である。

ところで、経営権とはとりもおさず獲得された利潤の処分権でもある。経営の究極の目的が利潤の最終的獲得にあるからである。大株主は生産された利潤の可能最大部分をその手に収め、小株主にはその残余のみを分けようとする。もちろん、大株主側にしてみれば利潤の他への分配を欲しないが、私有制が否定されていないし、配当が将来の資本集中のコストとして機能している以上、他への利潤分配を避けることはできない。したがって、大株主は配当率の切り下げによる利子化や、一応の利潤分配を行ないながら小株主から出資料をとることによって、事実上は利子程度に引下げたりして、分配利潤までも収奪することになる。

明治28年当時の九州鉄道会社の主な大株主は次のとうりであった。

岩崎 久弥 (34,659株)  
 三井 高保 (20,739株)  
 諸戸 清六 (9,145株)  
 足立 孫六 (5,341株)  
 藤田 伝三郎 (4,815株)  
 井上 保次郎 (3,330株)

住友吉左衛門 ( 3,025 株)

今村清之助 ( 2,025 株)

田中市兵衛 ( 1,322 株)

今西林三郎 ( 1,200 株)

本山彦一 ( 1,000 株)

また、経営陣は次のとうりであった。

社長 高橋新吉

取締役 井上保次郎

美作宗吾

田中市兵衛

今村清之助

ほか五名

監査役 斎藤美知彦

ほか二名

支配の集中が貫徹していないという点については、配当政策が端的な例としてあげられよう。というのも、当時のそれは今日のそれとはまったく対照的であったからである。今日では低配当率、配当性向縮減政策が一般的であるが、当時では高配当率、高配当性向政策が一般的であった。この点に関して、先学の方々の共通した見解では、高配当率、高配当性向政策の維持は、株金分割払込制度の下で追加払込をスムーズに行なうためとされている。確かに、そのような側面はあったと思われるが、その要因と同時に、これら主要株主の「資産保護」という側面も存在したと思われる。少なくとも明治期における配当政策などには後者のウェイトが強く作用したのではないと思われる。

ところで、「資産保護」という点では、華士族を中核にして設立された日本鉄道に与えられた国家的保護は、もっとも端的なものであったと言えよう。資金をはじめ、用地・税金、利益補助、建設、運転、保修などほぼ全面的に手厚い保護がくわえられた。

確かに資本蓄積の未熟な後進的状况のもとで、財政資金の不足をカバーしつつ、巨額な固定資本が要求される鉄道建設を推進するには、これら旧封建支配者層たりし華士族が維新後もなお特権的に享受していた500万石余、一石4円で換算して2,000万円余という家禄、賞典禄は、徳川時代からの商人の手に蓄積されていた貨幣資本と並んで、ほとんど唯一の鉄道建設資金源であった。

一方、華士族の立場からすれば、過去の特権的身分によって保証支給されている貨幣財産を銀行資本や産業資本に転化し、新しく移植、発展しようとしている資本主義に吸着することによって、自らの物質的・生活的基盤を確立する必要があったのである。

こうして、明治維新政府指導者達とかれらのかつての主たる華士族との因縁の関係から、日本鉄道に典型的にみられる特権の保護が生まれたが、これに類似した保護は、その他の鉄道会社にもままみられたのである。

それ故、当時の民間鉄道会社財務をより本質的に理解するには、所有・支配構造の側面からの分析が必要と思われる。従来、確かに個々の事業家に着目して、その側面から経営政策を分析するものは数多くあった。しかし、株主総体に注目し、その所有・支配構造に立脚して支配集中の視点から当時の経営政策を分析したものは皆無であったと言ってよい。その意味で、本論は、所有・支配構造的視点から財務政策を分析することを第六の課題としたい。

そして、とりわけ主要株主の「資産保護」という前近代的な財務政策が、鉄道業の発展の中で、どのように近代化されていくのかを明らかにしたい。

というのも、明治期以降、それも大正期の日露戦後になると、会社財務の展開も多様化し、中小株主への利益分配抑制を基礎とする自己金融も積極的となり、次第に近代的な財務政策が展開されてくる。そして、この支配集中の論理は、昭和期に入り、いわゆる新興財閥の財務政策に受け継がれていく。しかし、また一方、支配層の資産保護という封建的性格は、いわゆる既成財閥の所有・支配構造の温存、深化によって、「財閥型自己金融」という財務政策に継承されるのである。

それ故、かかる課題の解明は、明治期以降の財務政策の分析にも不可欠の要素を提起するものだけと言えよう。