

日本資本主義と不動産金融

——日本はなぜ土地なのか?——

小 森 治 夫

はじめに——課題と構成

1991年以降、バブル経済が崩壊して、日本の金融界・経済界では不動産の不良債権問題が大きくクローズ・アップされている。その上、株価暴落とも相まって、銀行・証券の収益は大幅にダウンし、金融・証券市場はきわめてきびしい状況になっている。

このポスト・バブルの不況は、宮崎義一氏によれば、80年代半ば以降の金融自由化の帰結として生じた金融部門の経営悪化にリードされた新しい不況である¹⁾。アメリカの場合は“三つのL”の失敗 = 累積債務問題 (LDC), 企業買収金融 (LBO), 不動産金融 (LAND) の失敗であり、日本の場合は「土地神話」と「株価神話」の崩壊であると特徴づけられよう。

ここで、不動産金融問題についての歴史的な回顧を行えば、およそ三つの時期に不動産金融が大きな社会・経済問題となったと言いうるであろう。

その第一の時期は、昭和恐慌期における不動産抵当金融固定化問題である。第一次世界大戦によって日本資本主義は飛躍的な発展をとげるが、この時期から大戦後の反動不況を経ての1920年代に、不動産抵当金融が飛躍的に増大することとなる。つまり、普通銀行の貸出担保中不動産の占める割合は、1900年代から大正中期にかけて30%台となり、1927年の金融恐慌を契機とする昭和恐慌期においては、総銀行数の約8割にのぼる地方銀行の総貸付金の3分の1以

上不動産融資に固定することとなったのである。ここに至って不動産抵当金融の固定化が金融界の大問題となり、本格的な地方銀行の危機へと展開し、不動産の流動化が大きな課題となったわけである。

第二の時期は、高度成長期における不動産金融問題である。「花見酒」の経済「土地神話」と言われたように、高度成長期には経済成長とともに地価が上昇し、土地の担保能力も増大した。この土地の担保能力を重視した信用の供与は、法人企業への資金供給の円滑化をもたらし、設備投資が容易に行える状況をつくりだすことによって、高度成長を達成する大きな要因となった。つまり、不動産金融は企業の高度成長にとってきわめて大きな役割をはたしたのである。そして、70年代初めの「日本列島改造論」ブームは全国的な「地価狂乱」をもたらし、その直後の第一次オイル・ショックは高度成長の終焉を告げるとともに、戦後初めての地価下落を記録したのである。

第三の時期は、今回のバブル経済期の不動産金融問題である。「土地本位制」と言われたように、金融機関は土地担保さえあれば誰にでも金を貸し、その資金が土地や株式の投機に使われたのである。つまり、不動産金融こそが、まさに地価高騰を極限にまでおしすすめた真犯人なのである²⁾。そして、バブル経済の崩壊後は、不動産の不良債権問題が、日本の金融界・経済界を揺るがす大問題となり、政府・自治体をもまきこんだ不動産の流動化対策が企図されてい

1) 宮崎義一『複合不況』, 中公新書, 1992年。

2) 「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」, 日本銀行『調査月報』1990年4月号。

るのである。

このようにわが国の不動産金融の推移と発展は、日本資本主義の発展及び矛盾ときわめて深いかわりがあることが推測できるであろう。

そこで、本稿の課題であるが、日本資本主義の発展と矛盾の特質をふまえた上で、不動産金融の日本的特質を検討することにある。つまり、本稿の課題を端的に表現すれば、「日本はなぜ土地なのか?」、あるいは「なぜ土地神話がかくも根強いのか?」「なぜ日本は土地本位制社会なのか?」について、その理由を解明することである。そしてその際、本稿では、戦前、戦後における証券市場と土地・不動産市場の発展とその日本的特質に着目することとしたい。

I 不動産金融問題の回顧

1 昭和恐慌期の不動産金融固定化問題

本節では、昭和恐慌期の不動産抵当金融固定化問題を回顧して、高度成長期、バブル経済期の不動産金融問題の特質を検討する手がかりとする³⁾。

まず、第一次世界大戦期の普通銀行の総貸付金に占める不動産担保貸付の割合は、いったいどのくらいであったのであろうか? 後藤新一氏の研究によれば、それは1915(大正4)年末で、37.9%を占めている。また、不動産金融に占める普通銀行(含む貯蓄銀行)の割合は22.3%である。とりわけ、不動産金融の占める割合の高い駿河銀行の場合、その総貸付金に占める不動産担保貸付の割合は74.8%を占めていたのである⁴⁾。このように不動産金融が異常な

割合を占めるという状況に対して、政府はこの普通銀行の経営上の弱点を、銀行合同政策により克服することを狙っていた。また、他方、普通銀行の側は不動産担保の流動化によって、危機をのりこえることを狙っていたのである⁵⁾。

普通銀行の不動産貸付資金化案が最初に出されたのは、1917(大正6)年5月の中央銀行会大会(愛知、三重、岐阜、静岡、長野、福井の6県の銀行で構成)においてである。この不動産貸付資金化案とは、普通銀行がもつ不動産抵当権を資金化する目的をもって、普通銀行と日本勧業銀行・農工銀行との間に資金融通上の連絡を計り、普通銀行が必要と認めた場合にはその保有する債権およびこれに付随する抵当権を担保として、日本勧業銀行・農工銀行より資金の供給を受けようとする計画である⁶⁾。この不動産貸付の資金化は、当時、日本勧業銀行と農工銀行との間では既に実施されていたのであって、これを普通銀行にまで拡張してほしいというのが提案の趣旨であった。この提案は多くの普通銀行の賛同を得たので、同年11月に開催された2府21県の代表220人余の出席者からなる全国銀行大会において、「不動産金融問題に関する諸家の意見」として採択された。そして、1918(大正7)年2月、日本勧業銀行法・農工銀行法改正の請願書を、政府および貴族院・衆議院に対して提出したところ、政友会を除く衆議院議員の支援によって、同年3月の第40回帝国議会において、「地方金融に関する建議」として衆議院を通過したのである。

その後、1921(大正10)年の反動恐慌によって、普通銀行の不動産金融による資金固定化の危惧は現実のものとなった。これに対して政府は、不動産流動化の議論はわが国の銀行制度を

3) 日本勧業銀行調査部編『日本勧業銀行史 特殊銀行時代』、1953年。福島正夫・清水誠「日本資本主義と抵当制度の発展」、『法律時報』第28巻第11号、1956年。福島正夫・拝司静夫「金融法(法体制再編期)」、鶴岡信成・福島正夫・川島武宣・辻清明編『講座 日本近代法発達史』第8巻、勁草書房、1958年、所収。日本不動産金融研究所「戦前における不動産金融の生成と発展」、『日本不動産銀行調査時報』第32号、1968年。後藤新一『普通銀行の理念と現実』、東洋経済新報社、1977年。池上和夫・伊藤正直・拝司静夫「日本勧業銀行・農工銀行・北海道拓殖銀行」、加藤俊彦編『日本金融論の史的研究』、東京大学出版会、1982年、所収。村上はつ「普通銀行」、加藤編、前掲書、所収。

4) 後藤、前掲書、248～249ページ。

5) 村上はつ「普通銀行」、加藤編、前掲書、所収、435ページ。

6) この案は、元大阪朝日新聞の経済部長本多精一が、自ら発行する雑誌「財政経済時報」に発表したものであり、これに岐阜県蘇原銀行の支配人北山喜一が着目して、岐阜県銀行同盟会に持ちこんだものである。(後藤、前掲書、253～254ページ)

みだすものであると論じて、増大する不動産担保貸付を行政指導で抑制しようとした。1923 (大正12) 年2月の銀行取締方針がそれであり、「普通銀行は不動産貸付制限を考慮の事」とした。また、1927 (昭和2) 年の銀行法改正に重要な役割を果たした1926 (大正15) 年11月の金融制度調査会答申においても、不動産抵当貸の抑制方針が再度出されている。つまり、答申においては、普通銀行の不動産抵当による長期貸出を次第に減少させ、将来は原則としてその限度を払込資本金および準備金の範囲に止めること、またこの制限の結果考慮すべき不動産抵当債権の資金化および一般不動産金融については別に研究することと述べているのである。なお、この段階ではこれらは法の強制によらず、政府の監督と銀行の自戒によって達成されるべきものであるとされたことに注目しておきたい⁷⁾。

しかし、1927 (昭和2) 年2月に金融恐慌が勃発すると、不動産金融問題はいよいよ深刻化することとなった。総銀行数の約8割にのぼる地方銀行の総貸付金の3分の1以上が不動産融資に固定することとなったのである。

このような状況の中で、1928 (昭和3) 年3月、日本勧業銀行総裁馬場鏝一の提唱により日本不動産協会が設立された。この不動産協会は、「不動産ノ取引及ビ金融ニ関スル事項ヲ調査研究シ其改善ヲ図ル」ことを目的としており、「不動産抵当債権保証譲渡証券案」「不動産取引株式会社設立案」が立案された。前者の「不動産抵当債権保証譲渡証券案」は、不動産融資の資金化をはかろうとしたもので、不動産抵当債権譲渡の際、債権の条件および抵当権の内容を記載する一定の証券を発行し、これを裏書によって転讓譲渡するという案であるが、協会の決議をみただけに終わった。後者の「不動産取引株式会社設立案」は、不動産公売所の経営を主業とし、その他不動産の鑑定評価、不動産金融の仲介取立保証をも兼営する資本金1000万円の株式会社を設立しようという構想であるが、

最初から難航した上、ついに流産の運命に終わった。

続いて、1930 (昭和5) 年4月に日本不動産協会は「不動産抵当証券法定の建議」を行うが、これは翌1931 (昭和6) 年3月に、抵当証券法として公布されることとなる。この抵当証券法は、不動産担保法制上は登記の公示制度と有価証券の流通性とを結合したきわめて画期的な制度であった、と評価されている⁸⁾。

この抵当証券法のしくみは、次のようになっている。抵当権者は抵当権設定者の承諾を得て、登記所に抵当証券の交付を請求することができる。抵当証券の発行の際には、登記所は利害関係人に催告して、異議あるものに申出させ、証券発行後は証券の記載について異議を主張させない。つまり、ある程度の公信力が抵当証券所持者に与えられるわけである。そして抵当権および債権は、証券の裏書讓渡によって手形と同様に流通し、讓受人の保護も手形の場合と同様に行われる。讓請人は抵当権実行によって優先弁済を受け、その残余は讓渡人から償還請求を受けることができる。

このように抵当証券法は、不動産担保法制上、登記の公示制度と有価証券の流通性とを結合し、ある程度公信主義の要求をもいれた、苦心の制度であったが、現実にはほとんど機能しなかった。抵当証券法による不動産の証券化が失敗した理由は、まず土地利回りの低下に規定されて、不動産そのものの流通性が欠如していたこと、第二に、証券交付手続が複雑で、権利実行に不便である等の制度上の欠陥があったこと、第三に、債務者から抵当証券発行の特約をとること自体が地方銀行の信用を落とすおそれがあり、地方銀行自体がきわめて消極的であったことなどがあげられる⁹⁾。

さらに、1932 (昭和7) 年9月には、不動産融資及損失補償法が公布された。これは、日本勧業銀行、農工銀行、北海道拓殖銀行が金融の

8) 福島・清水、前掲論文、8ページ。日本勧業銀行調査部編、前掲書、507ページ。

9) 日本勧業銀行調査部編、前掲書、509ページ。

7) 後藤、前掲書、261～266ページ。

円滑化をはかる必要を認めた場合、普通銀行所有不動産抵当、またはその債権質、あるいは不動産貸付の肩替りの方法で、銀行の請求により融資することを規定したものである。その貸付にあたっては、通常の貸付のように不動産鑑定価格の3分の2という限定を設けない、定期貸付の年限（5年）、地域（市街地）に関する制限も適用しない、またこのための資金を吸収するための債券発行は限度制限によらない、等も規定された。その上、融資銀行の融資によって損失を受けたときには、政府は1億円まで保証すること、また、融資の期間は3年、融通期限は15年以内とされた。しかし、貸出実績はきわめて不振で、融資申込は予定額の1～2割を消化したにとどまったのである。

それでは、このような深刻な不動産金融固定化問題はどのようにして解決したのであろうか。それは、一言でいえば、戦時経済の進展である。つまり、まず第一に、軍需関係の企業の製品の支払は政府によって保証されていたため、それらに対する貸出は担保を必要としないとされたことが重要である。第二に、農地調整法と自作農創設維持法が制定され、さらに小作料も統制されたことによって、農地担保金融が不如意になってきたことなどから、不動産担保金融がはじめて減少するのである。しかも、戦時インフレーションにより流れ込み土地も流動化していったため、銀行の所有不動産を売却することが可能となったのである¹⁰⁾。

2 不動産金融に関する予備的考察

本節では、「なぜ不動産抵当金融が多いのか？」についての予備的な考察を行うことにより、第2章以下の分析の方法を検討することとする。

ここでは、その手がかりとして、1894（明治27）年から1897（明治30）年にかけて大蔵省が調査した「銀行土地抵当貸付調」を検討してみ

よう¹¹⁾。これによって、当時の銀行が土地抵当貸付に対してどのような考えをもっていたのか、その一端を知ることができるのである。

例えば、この調査項目の第一の四、すなわち「銀行ハ土地抵当ヲ好ムヤ、又土地抵当中宅地ト農作地トハ孰レヲ好ムヤ、又其理由ハ如何」に対する回答を大別すれば、絶対に土地抵当貸付を拒否するという積極的否定は、112例のうちわずか2例にすぎない。これに対して、土地抵当貸付を最も好むとする積極的肯定は22例であり、圧倒的多数の88例を占めるのは、土地抵当貸付は好まないが、實際上やむを得ず土地抵当貸付を行わざるをえないという消極的肯定である。つまり、資本主義化しつつある大都市を除き、地方にあっては、好むと好まざるとにかかわらず土地抵当貸付が銀行の主要な業務となっていたのである。

このような土地抵当貸付を消極的に肯定せざるをえないという事情は、「銀行ハ素ヨリ国債証券若クハ確實ナル会社ノ株券ニ於ケル輕便ノ抵当ヲ好ムト雖モ多ク都会ノ地ニ於テ望ムヲ得ベク到底地方ニ於テハ証券ノ所有者僅少ナルヲ以テ土地ヲ除キ他ニ抵当トスルモノ尠シ」という記述に代表されると、拝司静夫氏は述べておられる¹²⁾。つまり、一言でいえば、地方には確実な有価証券が少なく、土地以外に適当な担保物件がないからである。

このような事情は、明治から大正に入っても、あまり大きな変化はなかったようである。例えば、先に述べた1917（大正6）年の中央銀行会の不動産貸付資金化案には、次のように当時の状況が述べられている。

「不動産抵当貸出が普通銀行の貸出金中最も多額を占め、しかも逐年増加の趨勢を有する所以のものは、要するに地方にありては不動産以外に有価証券、商品等の担保物件比較的多からざるに、一面に於て此不動産金融機関

10) 朝倉孝吉「わが国の金融制度ならびに金融構造史」、朝倉孝吉・西山千明編『日本経済の貨幣的分析』、創文社、1974年、所収、668ページ。

11) 拝司静夫「土地抵当貸付と銀行——日清戦争前後における一資料」、東京大学経済学会編『資本主義の成立と発展』、1959年、所収。

12) 同上、104ページ。

たる勤農両銀行の営業設備未各地方に普ねからざる為、資金の需要者は已を得ず不動産を抵当として所在の普通銀行に融通を求むるの結果に外ならざるべし。」¹³⁾

このように、「なぜ不動産金融が多いのか?」という予備的な考察に対する解答は、地方においては不動産以外に適当な担保物件がなかったからである、ということになりそうである。つまり、地方においては適当な担保物件としての有価証券が少なかったというわけであるが、それでは、当時の証券市場はどのような状況であったのであろうか。また、当時の土地・不動産市場はどのような状況であったのであろうか。

そこで、以下では、「なぜ不動産金融が多いのか?」を検討する本稿独自の的方法論として、証券市場と土地・不動産市場の発達の経過とその日本の特質についての検討を行うこととする。すなわち、第2章第1節では、戦前期における証券市場の発達とその日本の特質を、第3章第1節では、戦前期における土地・不動産市場の発達とその日本の特質を検討することとする。

さらに、今一つの疑問、すなわち、戦後においても不動産以外に適当な担保物件がないという状況は変わらなかったのであろうか、という疑問がわいてくる。そこで、第2章第2節では、戦後期における証券市場の発達とその日本の特質を、第3章第2節では、戦後期における土地・不動産市場の発達とその日本の特質を検討することとする。

この本稿独自の的方法論による、証券市場と土地・不動産市場の検討により、「なぜ不動産金融が多いのか?」というテーマに対する考察をより深めてみよう。

II 証券市場の日本の特質

1 証券市場の未発達性と投機性——戦前期
本節では、戦前期における証券市場の発達の経過とその日本の特質についての検討を行うが、その際、明治期、1920年代、1930年代の三つの

時期に分けて検討を行うこととする¹⁴⁾。

まず、明治期における証券市場の特質であるが、それは一言でいえば、証券市場の未発達性と投機性ということに尽きるかと思われる¹⁵⁾。

その理由は、第一に、株式会社制度の発展が不十分で、企業規模も全体として小さく、一部のものを除きほとんどが株式発行機構を通じる社会的資本の動員を必要とするほどのものではなかったこと、さらに不良会社が多く株式引受にリスクが伴っていたことに加えて、株式会社の産業基盤そのものが資本主義の初期的な業種に限られていたことである。

明治期の企業勃興は1880年代後半、1890年代半ば（日清戦争後）、1900年代半ば（日露戦争後）の3回、ほぼ10年周期に展開されたのであるが、ほとんどの会社は株式会社とは名ばかりの小規模企業であった。また、株式会社の産業基盤は、銀行業と鉄道業という特殊な業種に限定され、ようやく1890年代後半から1900年代にかけて、綿紡績業を中心とする繊維産業の発展がみられたにすぎなかった。しかも、日本の鉄道業の場合は、諸外国の場合のように、重化学工業発展の原動力的役割を必ずしも果たしたとは言えなかった上に、1906（明治39）年に始まる鉄道国有化によって、その主要部分は私的資本の手を離れることになり、その株式のほとんどは証券市場から姿を消すことになった。また、鉄道業に次いで重要な位置を占めていた綿紡績業は、証券市場の成立・発展にとって、1890年代までは重要な意味をもたなかった。つまり、1890年代を通じて、綿紡績会社の株式が証券市場で売買されることはほとんどなく、綿紡績会社の株式の量的比重が増してくるのは、1900年代終りから大正期にかけてのことである。

第二の理由は、日本資本主義の中心的資本である財閥資本が、その独特な資本蓄積形態、すなわち、自己金融方式ゆえに、資本市場を積極

13) 日本銀行調査局編『日本金融史資料』明治大正編第22巻、305～306ページ。

14) 中村孝俊『日本の証券市場』、岩波新書、1963年。志村嘉一『日本資本市場分析』、東京大学出版会、1969年。奥田孝一『証券市場総論』、日本評論社、1970年。

15) 志村、同上書、32～41ページ、52～55ページ。

的に利用することがなかったことである。このため日本の証券市場は、財閥系の主要会社とは無関係な存在にすぎなかった。この財閥系企業の自己金融方式は、明治期に限られることなく、基本的には昭和初期の「株式公開」を経て第二次世界大戦に至るまで、つまり、戦前はほぼ一貫して維持されたと言ってよいのである。

第三の理由は、銀行資本の集積・集中が著しく遅れていて、一部の財閥系その他の大銀行を除けば、大規模な銀行はほとんどないと言ってよい状態であったことである。しかも、財閥系銀行にしても財閥系企業の特殊な資本蓄積形態に原因して、積極的に外部資金を動員し、これを財閥系企業に供給するという面が比較的稀薄であった。

このように銀行資本の蓄積が不十分で、株式引受に要する膨大な資金量をまかない、リスクに耐えるだけの資力が乏しかったため、当時の銀行は、株式引受・発行業務をほとんど行っていないのである。諸外国においては、株式発行・募集の過程は金融機関の資本信用の仲介により、株式引受・発行機構が形づくられているわけであるが、日本の証券市場の場合には、こうしたメカニズムが形成されていなかったのである。つまり、わが国の証券市場の特質は、株式発行市場がきわめて不十分であるということである。この点は日本の証券市場の最も顕著な特徴の一つといえるものである。

それゆえ、わが国の証券市場は、株式流通市場として成立・発展せざるをえなかった。初期の株式流通市場の特徴は、売買規模が小さく、実物取引がほとんど行われずに、大部分が事実上投機的取引として利用された長期取引に集中していたことである。また、株式売買が一部の特殊な株式に集中して行われたことも、初期的な株式流通市場の投機性を示すものと言ってよいであろう。

以上のことから、株式会社と産業の発展が不十分な明治期の段階では、証券市場は資本調達市場というよりは、むしろ投機市場として存在するという面をもっていた、と総括できよう。

次に、1920年代の証券市場の状況について検討してみよう¹⁶⁾。

第一次世界大戦によって日本資本主義が飛躍的な発展を遂げたことは周知のことであるが、ここでは重化学工業化の進展と空前の企業勃興ブーム、熱狂的な投資ブームとに注目しておきたい。この当時の日本の株式発行市場の特質は次の二点にあると言われている。第一に、企業新設・増資等、新規株式発行による資金調達ほとんどが企業自身の手による直接発行、直接募集によって行われていたこと、いいかえれば、そこには金融機関ないし株式引受・発行を専門とする第三者の介在（資本信用の供与）がほとんどみられなかったことである。第二に、こうした企業自身の手による株式の発行・募集は不特定多数の投資家に対して行われたというよりは、一部の限られた投資家を対象に行われたことである。つまり、企業新設がごく限られた設立発起人ないし会社関係者のみの出資によって行われたり、増資が株主に対する直接的な額面割当によって行われたのである。

言いかえれば、新設企業の資本源泉は銀行、その他金融機関の引受けを経ることなく、そのほとんどが個人ないし親会社等の新設企業の直接関係者によって引受けられており、社会的資金を集中するという株式会社本来の資本調達方式、例えば株式の一般公募による分は非常に限られていたということである。つまり、大戦景気で巨額な利潤を獲得した個人資本家が、株式引受機関を経由せずに直接に出資をするというのが中心だったのである。これには、大戦期に飛躍的に発展してきた重化学工業にしても、それほど大規模なものではなかったこと、また、その多くはブームに便乗した泡沫的企業であって、1920年代の不況過程で破産ないし吸収・合併されるものが少なくなかったことがあるのである。つまり、一部の大規模な化学産業その他重工業に属するものを除けば、広範な投資家から社会的資金を動員しなければならないという

16) 同上、258～259ページ、262ページ。

企業は、そうは多くはなかったのである。

以上のような1920年代の証券市場の状況に対して、1930年代の証券市場は次のような変化があると指摘されている¹⁷⁾。つまり、株式会社の設立が特定の発起人ないし事業関係者の出資よりも、独占的大資本の出資によるものが増えてきたこと、しかも新設企業の規模拡大と親会社自身の事業規模拡大から資金需要が増大し、株主層の拡大が必然化してきたことである。

このような証券市場の変化の背景には、1930年代の企業勃興が本格的な重化学工業を中心としていたことから、企業規模が著しく拡大され、資金需要の規模も増大したということがあげられる。また、既成財閥資本の「株式公開」の影響がある。既に述べたように、財閥資本の蓄積は、株式の封鎖的所有と利潤の内部蓄積という自己金融的機構によってすすめられてきたが、1930年代の重化学工業の本格的発展と資金需要の増大に対応して、既成財閥資本は「株式公開」を行ったのである¹⁸⁾。さらに、新興財閥資本は重化学工業の発展とともに企業新設を積極的に行い、既存株式会社の公開・公募を行ったのであった。

このような証券市場の発達にもかかわらず、株式の発行・募集過程に金融機関が介在しないという明治以来の日本の特質には変化がなかった。この理由については、企業側と金融機関側の両方から説明しなければならない。

企業側としては、第一に、わが国の株式会社制度は、日本資本主義の資本蓄積の低位性をカバーするものとして早くから導入されたもので、広範な社会的零細資金を動員するという株式会社本来の金融的機能はもともと稀薄であったことがあげられる。そして、このような状況は、第一次世界大戦を契機とする企業勃興期にも依然として持続されたのである。第二に、1930年代の企業勃興は重化学工業中心で社会的資金の

大規模な集中を必要とするものであったが、企業新設の主要なものは既存会社の出資によるもので、この出資金は親会社の内部蓄積資金ないし増資等によって調達されたことである。また、増資の場合については、企業自身の手によって新株の株主額面割当が行われ、やはり金融機関の仲介は必要なかったのである。このようにして、設立された新会社ないしはそれに対して直接出資を行った既存会社等は、その後に株式の一部を一般公開することによって、いわゆるプレミアム形式での創業者利得を獲得しつつ、株式の分散＝社会的資金の集中機構を創り出すようになったのである。

次に、金融機関が証券市場とくに株式の引受・発行業務に進出しなかった理由としては、株式会社に関してみれば、第一次世界大戦を契機に設立された企業の中にはブームに便乗した泡沫会社が少なくなかったことから、銀行が会社設立に直接関係し、株式を引受けることが、一般には依然として危険が多かったことは否定できない。しかも、基礎の強固な新設企業の多くは、財閥系企業、その他独占的大企業の直接出資によって設立されたから、もともと銀行の介在する余地はなかったのである。既に歴史的、伝統的に銀行は株式引受・発行業務に関係しなかったという事情に加えて、このようにコンツェルン型金融資本による垂直的資本投下という特殊な資本蓄積形態に規定されて、銀行は会社設立一株式発行業務から切り離されていたのである。創業者利得の獲得というすぐれて金融資本的な蓄積方式は株式発行主体たる株式会社自体の確保するところとなり、銀行はかかる関係からはむしろ逆に排除され、産業資金の貸付ないし社債引受等、信用関係を通じての補充的立場にとどまっていたのである。

このように、戦前期における証券市場には、金融機関による株式引受・発行のメカニズムが欠如していたのである。これこそ、戦前日本の証券市場の最も顕著な特徴の一つである。そして、株式発行市場が形成されることなく、株式流通市場のみが投機市場として発展したのであ

17) 同上、259～268ページ。

18) 「財閥の株式公開について確認しておくべき重要な点は、それがただちに財閥金融資本の自己金融的蓄積形態の崩壊を意味するものではないということである。」(志村、同上書、255ページ。)

る。このような株式流通市場下における証券業者の地位はきわめて限られたものであることから、戦前期においては一流証券会社でさえもその規模は小さかったのである¹⁹⁾。

以上のように、わが国は日本資本主義の発達とともに、市場経済の枠組はそれなりに形成されたわけではあるが、戦前期においては証券市場が資本調達マーケットとしては確立していなかったのである。言い換えれば、わが国には、証券市場で社会的な大衆的資金を集めて企業をおこす、仕事をおこすというシステムが欠如しており、証券市場はむしろ投機市場として発展したということである。

2 証券市場の発達と投機性・不公正

——戦後期

本節では、戦後期における証券市場の特質についての検討を行うが、その際、戦後改革期、高度成長期、低成長期の三つの時期に分けてその特質を検討することとする。

まず、戦後改革期についてであるが、戦後改革における経済民主化政策が財閥解体、労働改革、農地改革を三本柱とするものであったことは周知のことである。ここで財閥解体に関して注目すべきことは、持株会社ならびに持株支配が解体ないし除去され、商社が徹底的に解体されたのに対して²⁰⁾、銀行は解体の対象からはずされ、戦後の系列＝企業集団の再編成の中心となったことである²¹⁾。

次に、戦後改革における証券制度改革についてであるが²²⁾、「証券民主化」という言葉に代表されるように、その政策目的は、戦前は閉鎖

的所有のもとにおかれていた財閥系企業の株式を一般公開して大衆株主層を創出することにより、戦後の経済復興、経済成長のための産業資金を調達することにあったのである。そして、具体的な制度改革の内容は、アメリカ型の証券制度＝銀行分離型証券市場のストレートな導入であり、一言でいえば、金融機関の証券業務＝証券引受・売出業務の禁止である²³⁾。つまり、証券市場を資本調達市場として本格的に育成を図って、企業の要する長期資金はできる限り証券市場を通じて調達させることとし、銀行にはたんに短期資金を供給する役割をはたさせるという政策である。

たしかに証券民主化運動の進展により、従来は財閥内部に閉鎖的に所有されていた株式が放出され、個人株主が短期間に増加したことは一応評価されよう。しかし、ブームにのって相対的に高い時価で売り出された株式の払込代金は、企業の租税・銀行債務支払いにあてられ、銀行・企業の再建に重要な役割を果たしたただけではなく、その後続いた企業再建整備法にもとづく減資は新たな大衆株主に大きな犠牲を支払わせた。その上、ドッジ・ラインによる不況過程で、零細な「大衆レントナー」的投資者は没落し、株式が金融機関に再集中したのである。このように「証券民主化」は、証券市場への大衆動員的手段にすぎず、結果的には銀行の損失補填と再建コストの大衆への転化という役割をはたしたにすぎないのである。

次に、高度成長期における証券市場の特質について検討してみよう²⁴⁾。

19) 戦前期における証券業者は「株屋」とべっ称され、一般の財界人からはかなり低く見られていた。

20) 例えば、三井物産は日東倉庫建物（のち三井物産）以下200社に、三菱商事は光和実業（のち三菱商事）以下139社に解体された。

21) 松成義衛『現代日本の金融機構』、法政大学出版会、1965年。中村孝俊『高度成長と金融・証券』、岩波新書、1965年。柴垣和夫「財閥解体と集中排除」、東京大学社会科学研究所編『戦後改革 7 経済改革』、1974年、所収。

22) 志村嘉一「証券制度改革」、東京大学社会科学研究所編、前掲書、所収、353～364ページ。

23) 「世界の主要国における証券市場は、銀行業と証券業との職能的分合関係がどのように配分されているかによって、(A)銀行業と証券業が同一機関（銀行）によって兼営されている証券市場と、(B)銀行業と証券業とが形式的もしくは実質的に職能上分離されている証券市場との二類型に区分することができる。……(中略)……西ドイツ、スイス、オーストリー等の諸国における証券市場は、……(中略)……(A)類に属する市場である。これに対し、日本、アメリカ、イギリス等における証券市場は、……(中略)……(B)類に属する市場と一般に認められている。」(奥田、前掲書、42～43ページ。)

24) 加藤俊彦「資本蓄積と金融市場」、志村嘉一「資本蓄積と証券市場」、東京大学社会科学研究所編『戦後改

既に述べたように、戦後改革で解体を免れた銀行はいちはやく再建・整備を行うことにより、戦後の経済復興、経済成長のための産業資金を供給することになった。つまり、産業資金供給の主役は、都市銀行や戦後新たに編成された長期信用銀行や政府系の金融機関であったのである。

企業の側からみれば、高度成長に必要な資金をすべて内部調達することはきわめて困難であったので、当然のこととして外部資金に依存することとなった。そして、その際、とくに注目すべきことは、企業は証券市場を通じて、つまり株式や社債によって資金調達をすることはきわめて少なく²⁵⁾、圧倒的に多くを銀行からの借入金により資金調達をしたということである。ここから、銀行を経由する、いわゆる間接金融方式が定着することになる。

もっとも、銀行も産業資金供給の主役を独力で演じきれたわけではなく、背後では日本銀行の信用膨脹政策＝オーバーローン体制に依存していたのである。そして、この日本銀行の信用膨脹政策が、低金利政策という枠組のもとにすすめられたことがまた重要である。さらに、この銀行の貸出先を検討すれば、大口貸出に集中しており、いわゆる系列融資となって、戦後の「ワンセット主義」の企業集団の復活に重要な役割をはたしたことがわかる。つまり、結論を一言でいえば、銀行が企業集団の再編成の中心となって、間接金融方式でもって、系列ワンセット主義の技術導入・設備投資を行うことにより、戦後日本の高度成長がなされたのであった。そして、その体制は日銀の信用膨脹政策＝

オーバーローン体制に依存していた²⁶⁾。このように、金融と財政は表裏一体となって経済復興と高度成長を支えたのである。

それゆえ、このような銀行による間接金融方式が産業資金供給の主役を占める高度成長期においては、証券市場の役割は補完的なものにとどまらざるをえなかった。そして、間接金融方式の政策枠組としての低金利政策は、株式発行市場を未発達な状態のままにしたのである。

もちろん戦後の高度成長は、日本経済に飛躍的な成長をもたらしたから、証券市場もそれに応じて、量的には急速な成長・拡大をとげた。つまり、投資市場としての証券市場は金融機関への株式集中を背景に活況を呈し、株価ばかりでなく売買高も高度成長期を通じて高水準を維持したのであるが、産業資金調達市場としては依然として未発達な状態のままであったのである。言いかえれば、産業資金の調達は、まず景気の上昇期から高揚期にかけて銀行借入によって主導され、ついでその他の金融機関からの借入や株式の発行、さらに社債の発行によって補完され、肩代わりされるという過程をとるのである。ここに株式市場が限界の市場であるといわれる所以がある。

このように、高度成長期の株式市場は、間接金融方式とその政策的枠組としての低金利政策のもとで、二重、三重にその発展要因を奪われたのである。そして、貸付市場に対しては付随的市場として、企業金融面では限界の資金市場の機能をはたしたにすぎなかったのである。

このように証券市場は高度成長期に量的には発達をするが、社会的に大衆の資金を集めて企業をおこす、仕事をおこすというシステムは、戦後においても確立できなかったわけである。このことが、70年代以後になって、遊休資金、過剰資本の時代になると、その遊休資金、過剰資本が証券や土地に投機的運用がされることに繋がってくるのである。

次に、低成長期以降の証券市場の発展につい

改革 8 改革後の日本経済』, 1975年, 所収。

25) 「その理由としては、(1)株式配当が利益として法人税の課税対象とされるのに対し、借入金の利子は経費としておとせるから、企業の課税対策としては借入のほうが有利であることや、(2)株式発行による資金調達は日本の場合は新株を旧株式所有者に割当て創業者利得を旧株式所有者に与える方式がとられ、株式の時価発行が一般化しないこと、いいかえれば広大な発行市場の欠如などがあげられる。そのほか(3)低金利政策との関連で社債市場が展開しないことなどもあげられる。」(加藤, 前掲「資本蓄積と金融市場」, 127ページ。)

26) 宮崎義一『戦後日本の企業集団』, 日本経済新聞社, 1976年。

て検討してみよう²⁷⁾。

奥村宏氏の研究によれば、1970年代以降は「法人資本主義論」の登場となる。つまり、1960年代半ば以降、進められてきた資本自由化政策に対して、上場企業は外国資本による会社乗取りを防ぐために、「安定株主工作」を行った。この安定株主工作とは、発行会社が自社の株式を持ってくれるように、取引先の金融機関や事業会社に依頼することである。これには、系列化を目的とする場合と相互持ち合いの場合とがあるが、いずれにせよそれがある臨界点を超えると、証券市場での浮動株が減少する。そうすると、証券市場で流通する株式の需給をコントロールすることによって、株価操作を行うことが可能になる。これがいわゆる「法人買い」による株高である。この「法人買い」による株高の時期に、偶然、時価発行増資が出現した結果、わが国では戦前から行われていた株主割り当て、額面発行増資から、公募時価発行増資へ急速に移行することになったのである。ここから今度は時価発行のために株価を高くすることが必要になり、株価つり上げのための安定株主工作が行われるようになった。これがいわゆる「高株価経営」である。これにより、さらにいっそう株式所有の法人化が進んだのである。

さらに、80年代に入ると、個人投資家も機関投資家も、この安定株主工作＝法人化を利用した投機を行うようになった。これがよりいっそうの株高を促進したのである。また、企業は、時価発行増資だけでなく、転換社債、ワラント債の発行というエクイティ・ファイナンス＝株高を利用した錬金術を行うようになる。つまり、安定株主工作を行って株式の需給をコントロールして株価をつり上げる一方、その高い株価を利用して株式、あるいは潜在株式を発行するわけである。このバランスが保たれている間は株高が続くが、しかし一度バランスが崩れると株

価は暴落することとなる。すなわち、今回の株価暴落の根本原因は、株式の過大発行にあったと言えるのである。そして、こうした「右上がりの株価神話」の破綻が、巨額の損失補填に代表される証券スキャンダルを発覚させることとなったのである²⁸⁾。

このように戦後における証券市場の発展も、社会的大衆的資金を集めて企業をおこす、仕事をおこすというシステムを確立させることができず、また、戦前から証券市場にまわりついている投機性と不正を払拭して、オープンで公正な証券市場を確立することはついにできなかったのである。

Ⅲ 土地・不動産市場の日本の特質

1 オープンな土地・不動産市場の欠如

——戦前期

本節では、戦前期の土地・不動産市場の発達経過とその日本の特質についての検討を行うこととする²⁹⁾。

土地・不動産市場の大前提となる明治初期の法令は、1872（明治5）年の「地所永代売買禁止ノ解禁」「地券渡方規則」と1873（明治6）年の「地租改正条例」「地所質入書入規則」である。

まず、「地所永代売買禁止ノ解禁」は土地の私的所有権を法認した土地制度史上に歴史的な意義をもつ法令であるが、土地の所持および売買の自由を宣言し、土地所有についての身分上の制限をしないことを明らかにした。次に、「地券渡方規則」は地租改正の前提をなした重要な法令であるが、当初は土地所有権の移転の都度に地券を発行・交付することとなっていた

28) 日本経済新聞社編『宴の悪魔 証券スキャンダルの深層』、日本経済新聞社、1991年。

29) 社団法人 東京都宅地建物取引業協会『不動産業界沿革史』、同協会、1975年。蒲池紀生「不動産取引の変遷過程」、日本土地法学会編『土地問題叢書 11 都市再開発・不動産取引と法』、有斐閣、1979年、所収。旗手勲『土地投資と不動産・水資源』、日本経済評論社、1992年。中西健一「郊外私鉄と住宅経営の発展」、金沢良雄・西山卯三・福武直・柴田徳衛編『住宅問題講座 第5巻 住宅経営』、有斐閣、1968年、所収。

27) 奥村宏『改訂版 株とは何か』、朝日文庫、1992年。同『解体する「系列」と法人資本主義』、社会思想社、1992年。同『会社本位主義は崩れるか』、岩波新書、1992年。

が、後には土地の売買に限ることなくすべての私有地に対して地券を発行することとなった。そして、「地租改正条例」は明治新政府の財政的基盤を確立した重要な制度改革であるが、封建体制下で数百年行われてきた田畑貢納の方法を土地評価額の3%の金納地租に改めたのである。さらに、「地所質入書入規則」は「質入」とは区別して、非占有担保形態(抵当)を「書入」として認め、これに物権的効力を付与したのである。

このような法制度上の改正により、地券所有者は土地所有者として公認され、地券の売買や担保化を通じて、自由に土地の取引を行えることとなったのである。そして、その結果、土地抵当金融が広範に展開し、土地移動が活発化したのである。すなわち、1881(明治14)年にはじまる松方デフレ期には、自作農・自小作農の急激な土地喪失が進み、少数の地主の手へ土地が集中したのである。つまり、当時の土地・不動産流通は、このような担保流れや地租滞納処分競争によるものが大半であったのである。

このように農村部においては、地主的土地所有=寄生地主制が成立する一方、都市部においても大土地所有が広がり、旧大名などの華族や政商、あるいは実業家や豪商などが主力となった「都市地主」が増加した³⁰⁾。その背景には、産業や都市の発展、それに伴う人口の増加と地代や地価の高騰があったのである。つまり、明治中期になると、日本資本主義の成立・発展に伴って、都市に人口が集中しはじめ、近代的な都市構造に変化をしはじめたのである。東京の場合には、1888(明治21)年の東京市区改正条例による道路の改修と上水道の敷設などにより、次第に近代都市に変貌しはじめる。それとともに、俸給生活者(サラリーマン)という新しい階層が生成しはじめ、サラリーマン向けの貸家の需要が発生したのである。こうして、土地・不動産の売買・流通が次第に発生し、不動産会

社や不動産業者が出現しはじめるのである。例えば、東京では1896(明治29)年創立の東京建物(株)、1903(明治36)年創立の(株)東京信託社、1906(明治39)年創立の小寺商会等、大阪では1896(明治29)年創立の萬成社等である。

他方、工場労働者や勤労市民の住宅と居住環境は、きわめて劣悪であった。大工場には給与住宅があり、「カゴの鳥」で有名な紡績女工の寄宿舎・指定下宿のほか、紡績・機械工業などでは工場の近くに長屋を設け、社宅として貸与するものがあつたが、ごく一部にすぎなかった。大多数の労働者が住みついたのは、「路地の棟割り長屋」といわれる狭小劣悪な賃貸住宅であり、その斡旋は零細な仲介人の情報によるわけであるが、彼らは土地・不動産市場の情報が不完全であることをよりどころに、その経営活動を成立させていたのである。

明治末期から昭和初期にかけては、私鉄が沿線の郊外開発をすすめて、広い土地を多数の区画に切り売りする、「分譲」という新しい不動産売買の形態を創出したことが注目される。この「分譲」という広く一般に呼びかける販売形態の出現によって、土地・不動産取引の社会化はたしかに進行したが、重要なのは私鉄の住宅地開発は資産階級ついで中産階級の高級需要が対象であり、勤労者用大衆住宅を対象とはしなかったことである。

この郊外私鉄は関西でいち早く成立し、発展した³¹⁾。そして、日本で最初に郊外住宅の開発にのりだしたのは阪神電気鉄道会社であり、

30) 竹内余所次郎の「東京大地主表」によれば、明治30年代末には、1万坪以上の地主108人が、当時の東京15区の全宅地の約4分の1を所有していた。

31) 「関西に郊外私鉄がいち早く発展したのは次のような事情による。まず、東京に比べて国鉄の発達の相対的な遅れ。次に都市交通への私的資本の進出欲が、東京や名古屋では、市内電車の民営という形でいちおうみとされたのに、大阪だけは公営主義のため、市内交通からシャットアウトされていたことである。このため、明治39年の幹線私鉄の国有化によって遊休化することになった資本が、この領域へ流入する。さらに関西では、大阪を中心として、適当な距離に西の神戸、東の京都や奈良、南の和歌山などの都市があつて、人文地理的に放射線状の鉄道建設に有利であった。この最後の事情が、関西私鉄の成立当初からの住宅経営への熱意、大阪近郊における私鉄団地の早期発生と密接な関係がある。」(中西、前掲論文、222-223ページ)

1909（明治42）年に西宮駅前に30戸の賃貸住宅を分譲し、ついで鳴尾や甲子園などで90戸の「文化住宅」を建設、分譲した。しかし、より大規模に住宅経営に取り組み、他の私鉄にも大きな影響を与えたのは、小林一三の箕面有馬電気軌道会社である。同社は、1910（明治43）年には、「池田室町住宅地」で中産階級上層向きのいわゆる「文化住宅」の分譲を開始したが、総面積10万㎡、建物200戸で、土地付き1戸当たり2500円であった。そして、1914（大正3）年には、豊中住宅地、約16万5000㎡の分譲を開始したのである。

他方、東京においては市内電車、国鉄の発展が先行し、郊外私鉄の発展は関西より遅れていたが、第一次世界大戦後になってようやく郊外私鉄も生成期を迎え、関東大震災後に本格的に発展することとなった。そして、関西の郊外私鉄によって先鞭をつけられた土地・住宅経営を最初に関東で行ったのは、1914（大正3）年の京浜電鉄の生麦住宅地であるが、小規模な試みにとどまっていた。本格的な事業としては、1918（大正7）年に設立された田園都市株式会社が、1922（大正11）年にははじめた洗足地区約21万㎡の土地分譲を待たなければならない³²⁾。また、1919（大正8）年に発足した箱根土地（株）も、1922（大正11）年から目白文化村、大泉学園、小平学園、国立学園などの住宅地開発をすすめて、本格的な分譲事業を展開したのである³³⁾。この宅地経営は採算的に大成功し、大資本による不動産事業のうま味についての認識を新たにさせることとなり、大小の土地ブローカーの暗躍を誘ったのである。また、このような中で、「不動産による資産づくり・利殖」という考え方も一般化の兆しを見せている。例えば、箱根土地（株）の「小平学園分譲地」のパンフレットには、地価上昇を予言し、投資勧奨する文言が連ねられているのである³⁴⁾。

32) 猪瀬直樹『土地の神話』、小学館、1988年。同『土地の神話 東急王国の誕生』、小学館ライブラリー、1992年。

33) 猪瀬直樹『ミカドの肖像』、1986年、小学館。同『ミカドの肖像 プリンシホテルの謎』、小学館、1991年。

このように、土地所有の偏在に基本的に規定されながら、戦前期の土地・不動産市場はある程度の発達をみたわけであるが、決してオープンなマーケットとして土地・不動産市場が成立していたわけではないのである。しかも、その土地・不動産市場はきわめて投機的性格の強いものであったのである。

2 土地・不動産市場の発達と土地投機

——戦後期

本節では、戦後期の土地・不動産市場の発達の経過とその日本の特質についての検討を行うこととする³⁵⁾。

戦災による消失や強制疎開による除去等により、敗戦直後の住宅不足は、全国で420万戸と言われている。これに対して、政府は応急住宅の建設などの緊急住宅対策を進めたが、結局、戦災復興期の1945（昭和20）年から1949（昭和24）年までの5年間に建設された家屋総計243万戸のうち、政府の施策に基づくものは既存建物の転用7万戸を含んでも全体の20%にあたる51万戸にすぎず、80%を占める192万戸は民間

34) 「小平学園分譲地」のパンフレット（昭和初期）

「今や我が国運が勃興の勢にある事は何人も否むことは出来ません故に国運に比例して騰落する土地を所有する事の有利なる論を俟たないのであります。……（中略）……最近十年間の統計によれば東京市内外の土地は年3割5分の利回りになって居ります。其中でも隣接郡部で現在直ちに居住に適し尚近き将来に騰貴すべき諸種の要素を持った土地が坪10円内外で買えるなら、投資物として絶好であります。……（中略）……小平学園の土地の如きは道路其他の設備は勿論70万坪の大面積が30坪宛に区画整理が出来て数千口に分かれて居りますから常に売買があり従って何時でも転売ができますから投資物としては最も有望であります。」（蒲池、前掲論文、120ページより）これに対して、越沢明氏は次のように批判している。「分譲地の案内リーフレットには街並み形成のルールについても何も書かれず、“土地投資に就て”という文章が書かれている。アーバンデザイン（街並み形成）よりも“土地投資”——これは東京の都市づくりの課題と難しさ、そして都市計画を取り巻く社会環境の段面を象徴している文言である。」（越沢明『東京の都市計画』、岩波新書、1991年、131～132ページ）

35) 社団法人 東京都宅地建物取引業協会、前掲書。蒲池紀生『不動産業界』教育社新書、1975年。蒲池、前掲論文。佐藤美紀雄『地価問題』、駈々堂、1991年。旗手勲、前掲書。

の自力建設に依ったものであった。そのため、不動産業者が売家や売土地の広告を出すと、多くの人々が殺到することとなった。また、法的には不動産業者に対する規制が空白となる時期であったため、不動産業者が増大したが、中には悪徳業者もいてトラブルが多発し社会問題化していた。そこで、1952（昭和27）年には、不動産業者を規制する宅地建物取引業法が、議員立法により制定されることとなった。このように昭和20年代の土地・不動産市場は、流通を中心とするものであった。

昭和30年代になると、全国的な地域開発ブームの展開の中で、自治体は臨海工場用地を造成するとともに、内陸工場団地用の土地の斡旋・買収を積極的に行うこととなる。このような自治体が媒介となって内陸性の土地を土地所有者から企業へ売り渡す、あるいは臨海部の公共水面を漁業補償により漁民から買い取って企業へ売り渡すシステムは、土地の公的所有を通過点とした「土地商品化と法人企業への土地集中のシステム」として特徴づけることができるが、これは同時に広大な土地を土地・不動産市場に投入して、土地の流動化を促進させることにより、日本型の土地・不動産市場を形成することになったのである³⁶⁾。ここで注目すべきことは、昭和30年代の前半期に、三井不動産などの大手不動産企業が、最初は郊外開発ではなく臨海埋立事業に進出したことである（もっとも、昭和30年代後半になると郊外開発事業にも進出することになるが）。つまり、千葉県・千葉市による東京湾埋立てと工業・住宅団地づくり事業に、三井不動産、三菱地所、住友不動産、京成電鉄が、事業資金の出資その他の方法で参加し、その出資金の見返りとして一定規模の埋立地を取得し、それを住宅地として開発・分譲するという事業を展開したのである。これは「官民共同の千葉方式」と言われた³⁷⁾。

このような高度成長期における都市への産業

と人口の集中とともに、住宅地開発が本格的に再開されることとなるが、当時の宅地の造成・分譲ブームの中心は、戦前からの伝統のある私鉄の不動産部門を除くと、ほとんどが中堅級の不動産業者が占めており、大手不動産企業はまだ郊外開発には乗り出していなかった。ところが、1961（昭和36）年の集中豪雨による造成地のガケ崩れを発端として防災法規としての宅地造成等規制法が制定され、1964（昭和39）年に民間宅地造成事業を直接規制する住宅地造成事業に関する法律が実施されるようになると、大手不動産企業が民間デベロッパーとして住宅地開発に登場することとなる。そして、昭和40年代に入ると、大手不動産企業の大規模郊外住宅開発が本格化するとともに、土地・不動産市場の収益に目をつけた数多くの他業種資本が、系列不動産会社を設立するなどして、土地・不動産市場に新規参入することとなった。

このような住宅地開発ブームは、必然的に土地需要の増大を招き、地価の上昇をもたらしたのである。つまり、「宅地が高騰しているので、早期に土地を手当てしておくのが有利」というムードに、「土地購入は最も有利な投資」という利殖的な要素を加えることによって、さらに土地の需要が増大して地価の上昇を招くという、高地価への悪循環をみせるようになったのである。このように、地価高騰は、実需要だけではなく、膨大な仮需要—投資需要をも喚起しつつ、不動産の取引は拡大していったのである。

このように土地商品の特殊性から、土地が資産の保全と増殖をすすめる特別の商品となると、土地投機が生じる。とりわけここで注目しておきたいのは、法人企業による「土地買占め」である。法人企業の土地投資は、高度成長が始まる昭和30年代中頃から活発になったのであるが、1970年代初めの「日本列島改造論」ブームの時に、法人企業は金融機関に発生した大量の過剰流動性の増大を背景に、融資資金を用いて大量の土地を買占めたのである。

80年代半ば以降のバブル経済下の地価高騰と土地投機は、法人企業への土地集中をいっそう

36) 拙稿「現代日本の土地問題と土地政策(上)」、『財政学研究』第16号、1991年。

37) 蒲池、前掲書。

進めることとなった。こうした結果、土地所有は一部の法人企業や大土地所有者に偏在していると言っても過言ではない。政府の持家政策によって土地所有者総数は増えてはいるが、圧倒的多数の持家所有者はきわめて零細な土地を所有するにすぎない。しかも、大規模な工業開発や住宅開発に典型的にみられるように、全ての土地・不動産取引がオープンな土地・不動産市場で行われるわけではないのである。つまり、大規模な土地・不動産取引は表にできることはなく、常に裏取引で行われるのである。例えば、工業開発の場合には、自治体が媒介となって土地所有者、漁業権者から誘致企業へ土地や公共水面を売り渡すわけであるが、その際には雇用機会の増大、財政収入の増加など地域の発展のためなどという公共的な名目を使いつつ、時には権力的にも土地・不動産取引に介入するわけである。そして、誘致企業には造成原価ないしはそれ以下の安い価格で引き渡すことが多かったのである。また、大規模住宅地開発の場合には、大手不動産企業が都市近郊や有望発展地などの土地所有者と交渉して土地を買収するわけであるが、その際も地元有力者にわたりをつけることによって、できる限り安い価格で土地を買おうとするのである。そして、大手不動産企業はその土地を分譲販売するわけであるが、小土地に分割して高く売ること自体が、開発者にとってはぼろ儲けの種となるのである。ここに、土地の投機的性格が端的に現れていると言えよう。

つまり、わが国では戦後においても、公正でオープンな土地・不動産市場が成立しているとはいえない³⁸⁾。ここに日本型の土地・不動産市場の特質があるのである。しかも、その土地・不動産市場はきわめて投機的な性格の強いものであるのである。

IV 不動産金融の日本の特質

本章では、わが国における証券市場と不動産市場の特質の検討をふまえて、不動産金融の日本の特質を歴史的に考察することとする。

1 不動産金融機関の設立と

市街地金融の発展——戦前期

本節では、戦前期における不動産金融の日本の特質について検討する³⁹⁾。

まず、資本主義の初期においては、とくに後発資本主義国においては、土地所有の貨幣資本化をすすめることが資本蓄積の上で重要な意味をもっていることが注目される。それゆえ、わが国においても、明治初期からいわゆる地券銀行構想が展開されている。このような地券銀行計画は明治9～10年頃と15～17年頃とに大別できるが、前者は殖産興業政策の下に貨幣経済の体制への転換期にあつて資金不足が叫ばれ、この結果地券銀行の必要性が主張された時期であり、後者はデフレ政策による資金不足が農村に多大な負債を生じせしめ、これが土地の貨幣化の必要性を叫ばしめた時期である。

このような要望はその後の不動産金融機関設立運動へと結びついていく。1881(明治14)年9月に松方正義は勸業銀行の設立を建議した。翌1882(明治15)年3月、松方は紙幣整理政策の一貫として日本銀行設立趣意書を建議したとき、その最後に中央銀行と相扶けあう「興業銀行」の設立を強く主張している。また、1885(明治18)年7月には、松方は「日本興業銀行条例」の発布を上申した。このほか、民間にも不動産銀行設置の要望は強まった。そして、1890(明治23)年の恐慌を経て、松方の構想は「日本興業銀行」(後の日本勸業銀行)「農業銀行」

38) 「“不動産業”という呼称については、わが国では“不動産屋”というべっ称があり、さらには“千三ツ屋”という“あてにならない人間”の代名詞が、不動産業について混用されたりしていた。」(蒲池、前掲書、28ページ)

39) 日本勸業銀行調査部編、前掲書。日本不動産金融研究所、前掲「戦前における不動産金融の生成と発展」。原司郎「金融と土地」、柳田光男・柴田徳衛『土地問題講座 1 土地問題と土地政策』、鹿島研究所出版会、1972年、所収。原司郎「不動産金融の性格と課題」、日本土地法学会編『不動産金融・水資源と法』、有斐閣、1978年、所収。

行」(後の農工銀行)「動産銀行」(後の日本興業銀行)の3本立の計画となったのである。これらの不動産金融機関の構想については、フランスやドイツの制度が調査研究されているのが注目される。

不動産金融機関としての日本勸業銀行、農工銀行が設立されたのは、1897(明治30)年である⁴⁰⁾。日本勸業銀行の性格については、農業に限るか農業と密着する工業にまで広げるかについての論争があったが、結局は産業資本の主張のとおり工業にまで拡張された。他方、農工銀行については、農民への貸付を主体とする農業銀行的性格が強かった⁴¹⁾。注目されるのは、わが国の不動産金融機関設立の意図が殖産興業政策から出発しているため、日本勸業銀行に貸付目的制限の規定(不動産担保貸付が農業、工業の発展に寄与することに限定)があることである⁴²⁾。

日本資本主義の発展が進み、都市に産業と人口が集中するようになると、市街地形成のための資金や住宅建築のための資金需要が発生してくるが、これに対応するには土地や建物・家屋に抵当権を設定して、これを担保として長期資金の貸付を行うことが必要となる。他方、都市への人口集中は、地価の騰貴と土地取引の活発化をもたらし、市街地が十分な担保能力をもつ条件を整える。このような状況の変化を背景にして、1911(明治44)年には日本勸業銀行の貸付目的の制限規定が廃止され、市街地金融が制度として確立したことが注目される。なお、1909(明治42)年に建物保護法が制定されたのは、日露戦争後に都市の地価が暴騰し、地代値上の目的でいわゆる「地震売買」が横行して社会問題となった結果であるが、このことは反面

では、当時、都市における不動産所有がいかに採算上有利になったかを示すものでもある。その後、第一次世界大戦後の1920(大正9)年以降、市街地金融は飛躍的に増大するが、それは大戦後期以来の都市人口の膨脹と旺盛な住宅建設、商業の発展によるものであり、市街地地価も著しく高騰したのである。他方、第一次世界大戦後の度重なる恐慌を通じて、地方産業と結びついていた地方銀行の不動産担保金融が急速に増大し、不動産抵当金融固定化問題が引き起こされるわけであるが、その経過と対策については第1章第1節で既に述べたとおりである。

2 不動産金融の規制問題——戦後改革期

本節では、戦後の銀行法改正案の中で議論された不動産金融の規制問題について検討してみよう⁴³⁾。この不動産融資の規制問題は、戦前の手痛い教訓に学んで登場した注目すべきものである。

既に述べたように、戦後改革において、銀行は商社とは違って解体をまぬがれたわけであるが、金融制度改革については1947(昭和22)年の金融制度調査会の答申をはじめとして、大蔵省の「金融業法案要綱」、銀行法改正1次案から5次案まで、そして最終的な1952(昭和27)年の銀行法一部改正案の見送りまで、数多くの議論が展開されてきた。

その中で、不動産金融に関して注目されるのは、1950(昭和25)年7月に作成された、いわゆる新金融業法案(3次案)、すなわち「銀行及び金融業務等に関する法律案」である。この3次案はそれ以前の金融業法案、銀行法改正1次、2次両案ならびに現行銀行法に比べて、規制の内容が著しく膨大なものとなっているのが特徴である。その諸規制のうち、資金運用の制限の一つとして、「不動産担保貸出制限」が取り上げられ、「不動産担保貸出を当該不動産の評価額の70%以内とし、その総額は定期的預金(預金であってその期限が30日をこえるもの)

40) 1900(明治33)年には北海道拓殖銀行が、1902(明治35)年には日本興業銀行が設立される。

41) 戦前期の一般の農民にとっては、いわゆる消費信用、すなわち、金利が高くても手軽に借用できる地主や高利貸の簡易金融が主体であった。(福島・清水、前掲論文)

42) ドイツ、フランスの不動産金融制度の場合は、高利債の整理のために長期低利の資金を供給することから設立されている。

43) 井上俊雄・藤田幸弘「戦後における銀行法改正論議の経過(下)」、『金融』第203号、1964年。

の総額の60%と実質資本の金額との何れか高い金額を越えてはならない。但し債券発行によって得た資金はこの別枠とする。」と不動産融資規制がもりこまれたのである。

この3次案に対して、銀行界を中心に種々の意見、批判が展開されたが、同年8月、東京銀行協会銀行法専門委員会は「銀行及び金融業務等に関する法律案に対する意見」を発表した。その中で、不動産融資の規制について、次のように述べている。「『不動産担保貸出の制限』は、不動産以外に適当な担保に乏しい我国の現状において、かえって健全経営を阻害する危険があるので、削除すべきが当然であるが、普通銀行の立場から是非とも、不動産担保の長期貸付を制限する必要があるならば、一年を越える不動産担保の長期貸付のみを制限の対象とすべきである。」

同年9月の銀行法改正4次案は、新金融業法案（3次案）における銀行に関する部分の諸規定を主体としつつ、これに若干の修正を加えたものである。資金運用の制限に関する諸規定も手直しをされ、不動産担保貸出の制限については、(イ)1年以内の短期貸出を対象外とし（東銀協が主張した）、かつ5年以上の長期貸出を禁止することにより、貸出期間を明確にし、(ロ)不動産の定義を民法と同様「土地及び建物その他土地の定着物」として、不動産とみなされる工場財団（工場抵当法14条1項）、民法の不動産抵当規定が準用される船舶（商法848条3項）などは、この制限に含まない、こととした。

さらに、新銀行試案（改正5次案）は、銀行の組織、業務、経理、監督など全般にわたる規制をもつものであるが、不動産担保貸出の制限については、「貸出総額は、定期性預金と発行債券の合計額の60%と実質資本のいずれか高い金額を限度とする」となっており、債券発行により得た資金は自由に貸出し得たのを改めている点が異なっている。個別貸出については、4次案と同じである。

この試案に対して、同年10月、東京銀行協会は「銀行法改正に関する意見書」を発表したが、

不動産融資の規制については次のように述べている。「不動産担保貸出の限度の設け方はよいと思われるが、不動産担保以外の貸出について、銀行が権利の保全、損失の回避のために不動産を担保にとった場合は、適用外とするのが至当である。」

このように銀行法改正案を論議する過程においては、戦前の教訓に学んで不動産融資の規制問題が提起され、銀行側もその必要を認めていたのである。しかし、結局、銀行法改正は見送られることとなり、不動産融資の規制はついに実現することはなかった。

このことは、高度成長期およびバブル経済期の不動産金融を検討するに際して、きわめて重要な論点を提起することになる。つまり、もし不動産金融の規制が実現していたら、70年代の「地価狂乱」、今回のバブル経済下の地価高騰も事前に防ぎうる可能性があったというのがそれである。

3 設備投資資金から投機的資金へ

——高度成長期以降

本節では、高度成長期以降の不動産金融の特質について検討する⁴⁴⁾。

まず、高度成長期における土地と金融とのかかりについては、一般的に次のように言うことができるであろう。高度成長期には、経済成長とともに地価が上昇し、土地の担保能力も増大した。この土地の担保能力を重視した信用の供与は、法人企業への資金供給の円滑化をもたらし、設備投資が容易に行える状況をつくり出すことによって、高度成長を達成する大きな要因となった。つまり、法人企業が地価上昇を見込んで土地の先行的取得を行うと、この保有土地資産の帳簿価額と時価による評価額との差がいわゆる「含み益」（未実現のキャピタル・ゲイン）を形成し、その増価する土地資産は金融機関からの借入を確保するための最も重要な担

44) 日本不動産金融研究所「戦後における不動産金融の推移と現状」、『日本不動産銀行調査時報』第33号、1969年。原司郎、前掲「金融と土地」。

保として機能したのである。

本来、金融機関が法人企業に融資する際には、当該企業の収益性、自己資本比率などの「経営力」や技術力を調査することによって、その融資のリスクを判断するべきものである。しかし、現実には、土地という資産のみが過大に重視されてきた。

このように高度成長期においては、法人企業は所有する土地を担保とした信用創出によって設備投資資金の調達を可能にする構造になっており、このことはまさに日本経済の発展それ自体に地価上昇メカニズムがビルトインされたことを物語っているのである。この土地を媒介とする成長システムこそ、高度成長期における不動産金融の重要な特質である。

このように不動産金融によって得られた資金は、当初は企業の設備投資資金として使われていたわけであるが、これが投機的な資金として大々的に使われるようになったのは高度成長期末期である。すなわち、70年代初め、田中角栄の「日本列島改造論」ブームの「地価狂乱」と言われる事態の中で、土地がまさに投機の対象となり、土地を担保とした資金が投機目的の土地に投資され、その土地を担保にさらに借入れられた資金が再び投機目的の土地に投資されるという限りなき悪循環を形成したのである。

しかし、この不動産金融を投機的資金として利用するシステムは、70年代半ば以降、オイル・ショックを契機とする低成長期に入ったことにより一度は崩壊する。すなわち、地価は戦後初めての下落を記録するとともに、不動産市場は冷え込んで、不動産金融も著しく減少した。

この土地を媒介とする土地投機のシステムを再び現出したのが、80年代半ばのバブル経済期であり、「土地本位制」という言葉がそれを象徴的に表現していると言えよう。

バブル経済期の不動産金融には、高度成長期とは異なる次のような特質を指摘することができる⁴⁵⁾。

第一は、金融緩和の状態の中で、金融機関にとっては、次第に適当な融資先を見つけることが困難になっていたことである。これには、既に検討したように、企業の資金調達方式が銀行借入金依存の間接金融方式から、増資や社債など証券市場を通じる直接金融方式へと次第にシフトしていたことが背景にある。他方、80年代から進展した金融自由化の流れの中で、金融機関が収益至上主義に走ろうとするならば、従来は融資の対象外であった「ハイリスク・ハイリターン」の融資先にまで手を広げざるをえなくなって、中小の不動産業者等に投機的資金を貸し込むことになったのである。

第二は、土地を唯一の担保に金を貸すという「土地本位制」である。金融機関は土地担保さえあれば、それこそ誰にでも金を貸した。しかも、その担保の掛け目が七がけ以上、もしくは実際の担保価値以上に設定するようになっていたのである。とくにバブル経済の最盛期には、土地の値上がりを前提にして、担保価値を120%、130%まで引き上げるということも横行していたのである。

第三は、「ノンバンク」の急成長である。つまり、金融機関は直接には融資しづらい不動産業者等に融資するのに、系列ノンバンクといういわば「隠れミノ」を使った。これは一種の迂回融資であり、ノンバンクは金融機関の迂回融資機関として急成長したのである。

第四は、企業向けの「持ち込み担保」の定着である。「持ち込み担保」とは、土地を買うのにその土地そのものを担保にする方式であるが、これが一般化したのは個人向けの住宅ローンが盛んになった70年前後であるが、企業にまでも「持ち込み担保」が広がったのは80年代で、本当に定着したのはバブル経済期のことである⁴⁶⁾。

以上のように、高度成長期においては、不動産金融によって得られた資金は、企業の設備投資資金として使われていたわけであるが、高度成長期末期およびバブル経済期には、投機的な

45) 日本経済新聞社編、前掲書『宴の悪魔 証券スクランダルの深層』、231～233ページ。

46) 朝日新聞土地問題取材班『土地解放』、朝日新聞社、1992年、58ページ。

資金として土地投機に最大限活用されることになるのである。

おわりに

ここでは、本稿の積極的な主張点を概括して全体の総括を行うことによって本稿をしめくくることとしたい。

戦前期における証券市場の特質は、第2章第1節で検討したように、金融機関による株式引受・発行のメカニズムが欠如し、株式発行市場、資本調達市場としてはきわめて未発達であったことであり、株式流通市場は実際は投機の間であったということである。

このように適当な担保物件としての有価証券が少なく、不動産のほかに担保になるものがないことから、日本資本主義の発達に伴って、不動産担保金融は必然的に増加せざるをえなかった。そして、第一次世界大戦後の反動不況から金融恐慌を経て昭和恐慌期に入るとともに、不良債権が累積し、普通銀行の資金が固定化したので、その対策として不動産の流動化が図られることとなった。しかし、戦前期においては証券市場が未発達であるうえに、第3章第1節で検討したように、戦前期の土地・不動産市場がオープンなマーケットとして成立していなかったため、当然のこととして、不動産の証券化は失敗したのである。

次に、戦後期における証券市場については、第2章第2節で検討したように、戦後改革期でめざされた「証券民主化」、証券市場の資本調達市場としての本格的育成は失敗した。高度成長期においても、銀行による間接金融方式が産業資金供給の主役を占めたため、証券市場は本格的な資金調達市場としては依然として未発達であった。しかし、60年代半ばの証券恐慌以降、株式の「法人買い」が増加することによって証券市場は次第に発展し（法人資本主義）、70年代半ば以降の低成長期に入ると、国債消化のために証券会社の力が大きくなる一方、企業の「カネ余り」現象から金融機関の貸出難、貸出競争の激化により金融機関の力は相対的には弱

くなり、企業の資金調達は間接金融から直接金融へと次第に移行することになった。そして、80年代後半のエクイティ・ファイナンスの全盛期には、株式あるいは潜在株式の発行が資金調達の主役にまでなった。しかし、90年代のバブル経済の崩壊は、「株価神話」を破綻させ、株価操縦やインサイダー取引、さらには損失補填に至るまで、証券市場の投機性と不正を露呈したのである。

他方、戦後期における土地・不動産市場は、第3章第2節で検討したように、昭和30年代の地域開発政策とともに発展をしたが、それは同時に法人企業への土地集中を結果するものであった。そして、土地の需要の増大が地価の上昇を招き、地価は上がり続けるという「土地神話」が成立し、土地の担保能力が増大した。こうして、土地の担保能力を重視する不動産金融が著しく増加したのである。この不動産金融によって得られた資金は、高度成長期においては、企業の設備投資資金として使われていた。つまり、企業は所有する土地を担保とした信用創出によって資金調達を行うという、土地を媒介とする成長システムを確立したのである。

しかし、高度成長期末期およびバブル経済期になると、不動産金融によって得られた資金は、投機的資金として、土地投機に最大限活用されることになった。これは土地が資産の保全と増殖をすすめる特別の商品となったことによるものである。企業向けの「持ち込み担保」の定着は、不動産金融をさらに増大させるとともに、土地投機をいっそう激化させた。

このように証券市場が資本調達のマーケットとして未発達で、投機的で、不公正であった上に、土地・不動産市場がオープンで公正なマーケットとして確立していないことから、わが国では不動産金融が主流を占めることになったのである。戦後改革期には、戦前の手痛い教訓に学んで、不動産金融の規制問題が提起されたが、結局、実現することはなかった。このような不動産金融の著しい増大が、土地や株式の投機的な取引といわば悪循環の構造を形成し、その投

機的利益が日本資本主義の発達にとってきわめて重要な役割を果たしたのである。

以上を本稿の積極的な主張点の概括として、本稿をしめくくるとしたい。