

資料

戦前の資本市場について

は し が き

戦前は、わが国でも企業が資金調達をするにあたって、株式・事業債に主として依存し、銀行借入の割合は低かった(昭和6年には株式・社債で85%)。したがって、その資本構成も、自己資本の占める比率が高かった(第1表、第2表参照)。これは、従来からもしばしば指摘されているところであるが、このように株式・社債のウェイトが高かった戦前(大正末期～昭和10年ころ)<sup>(注1)</sup>資本市場がいかに機能していたかを知ることは、戦後の証券市場とくに社債流通市場の不振に照らし、きわめて興味あるところであろう。そこで以下、戦前の資本市場、とくに社債市場の実態につき若干検討してみたい。ただ、戦前は資料が不備であるため十

(第1表) 産業資金供給(増減)状況

	(単位 %)			
	株 式	事業債	貸 出	外 部 資 金 合 計
昭 和 6 年	63.1	21.7	15.2	100.0
9～11年平均	80.4	0.5	19.1	100.0
25 年	6.2	8.4	85.3	100.0
30 年	14.2	3.9	81.9	100.0
35 年	16.1	5.2	78.7	100.0

資料：本行「本邦経済統計」。

(第2表) 企業の資本構成

	(単位 %)	
	昭 和 8 年 上 期	昭 和 3 5 年 下 期
自 己 資 本	56.3	28.1
他 人 資 本	43.7	71.9
(社 債)	(19.8)	( 6.8)
(長短借入金)	( 7.3)	(35.2)

(注) 昭和8年上期は295社、昭和35年下期は569社の計数。  
資料：三菱経済研究所「本邦事業成績分析」。

分に明らかにしえないところが多く、一部は推計によったことをあらかじめお断わりしておきたい。

1. 戦前の株式・事業債発行の規模

まず、戦前の株式・事業債の発行の規模が、どの程度のものであったかを、戦後と比較してみよう。戦前の推移をみると、株式・事業債の新規発行高は、第1次大戦の好況を契機として増加したことが目立つ。すなわち株式払込金高(年平均)は、大正元～5年の2億円から同6～10年には13億円に激増した。その後不況期には減少し、大正11年～昭和元年8億円、昭和2～6年7.6億円と推移したが、昭和7～11年には再び増加し12億円に達した(金融事項参考書)。一方事業債発行高(年平均)は、大正元～5年0.3億円、同6～10年1.3億円、大正11年～昭和元年3.5億円、昭和2～6年5.1億円、同7～11年8.9億円と、増加した(日本興業銀行調べ)。この株式払込金高、事業債発行高を最近と比較すると、昭和元～10年の平均はそれぞれ9.1億円、6.1億円であったのに対し、昭和35年は5,098億円、2,062億円であった。後者を戦前の物価で換算<sup>(注2)</sup>すれば、14.4億円、5.8億円となるので、戦前(昭和元～10年)の平均株式払込金高は昭和35年の63%、事業債発行高は35年とはほぼ同じ規模であったということになる。

しかし、発行残高でみると、昭和9～11年の株式払込金現在高(東株長期・実物取引上場会社資本金)は113億円であったので、昭和35年末(東証上場会社の再評価積立金を加えた資本金・戦前物価換算で71億円)の数字を戦前物価で換算したも

(注1) 昭和12年以降、日華事変勃発を契機とする戦時体制への移行に伴い、株式・事業債の発行は政府の統制下に置かれるようになったので、ここでの検討はほぼ昭和10年ころまでにとどめた。  
(注2) 本行調べ卸売物価指数を使用。

のより6割方大きい。また事業債の発行残高(26.8億円)も35年末に比べて4割方大きかったことがわかる。戦前の株式・事業債発行高が、かなりの規模に達していたことが明らかであろう。

## 2. 社 債 市 場

### (1) 起債市場の構成

#### イ. 引 受 機 関

戦前(明治末期～昭和10年ころ)の事業債発行は、引受募集と呼ばれる間接発行の方法によるのが普通であった。この引受募集の取扱は、現行証券取引法第65条(金融機関の証券業務の禁止規定)のような制限がなかったので、証券業者のほか、銀行・信託会社および保険会社によって行なわれていたが、昭和6年ころから、担保付き社債の発行が多くなるにつれ、受託会社である銀行・信託会社の事業債引受機関としての地位が、決定的に重要となった。たとえば、昭和9～11年における事業債引受比率についてみると、銀行は67%、信託会社は15%と、両者で約8割を占め、証券業者の引受率は1割程度にとどまっている(山一証券「公社債年鑑」)。しかし、銀行は引き受けた事業債の多くを、証券業者に下引き受けさせ(昭和9年における証券業者の下引受額は総発行額の47%)、その消化の促進をはかっていた。なお、引受業務を行なう銀行はほとんどシンジケート団メンバーに限られていたこと、および、信託会社についても大信託会社を中心であったことは、いうまでもない。

#### ロ. 投 資 層

戦前、事業債の消化が大口投資家としての金融機関に大きく依存していたことは、よく知られている。昭和9～11年における全国銀行の事業債保有高の事業債現在高に占める比率は、60.3%に及び、昭和35年末のそれ(62.4%)とはほぼ同じであった。信託・保険会社両者の事業債現在高に占める

比率は20%前後と推測されるので、銀行、信託・保険会社の3者で事業債の約8割を占めていたことになる(本行「本邦経済統計」)。

個人の事業債消化は、戦前における個人の国債応募割合(昭和5年総応募額の14%、同11年11%:大蔵省「国債統計年報」)と大差なかったものと思われる。もっとも、満鉄債、東拓債など超一流債、あるいは、5大電力債など一流債については、個人応募が相当部分を占め(たとえば、昭和7年発行の満鉄第33回社債、シンジケート団直接扱中個人応募分は口数の97%、金額の58%:日本興業銀行調べ)、それら事業債は、昭和11年ころまではほぼ4割以上が個人や機関投資家により消化されていたようである。このほか、主要な社債投資家としては大蔵省預金部があったが、その投資はほとんど特殊銀行・特殊会社債券に限られていた。

以上のような金融機関の地位からみて、事業債の発行市場・流通市場とも、総じて金融機関との関係なしには、その機能を果たすことはできなかったといえよう。

### (2) 発 行 条 件

発行総額ならびに利率・発行価格・償還期限および方法・引受手数料など発行条件は、発行会社・引受機関との間で、その時の市中金利の動向、既発債の市中価格、他事業債の発行条件などを考慮して、弾力的に決定されていた。

#### イ. 事業債利回り

第1図は、発行事業債利回り(応募者最終平均)を示したものであるが、大勢としては公定歩合と即応して動いており、資金需給の実勢によって、発行条件が決定されていたことを示している。

たとえば、昭和2年の金融恐慌以降の数年について、みてみよう。公定歩合(国債担保)は、昭和2年3月に1厘、さらに10月に1厘引き下げられ、1銭6厘となった。市中金利もしだいに低下し、コール・レート(東京、無条件物最低)は3月

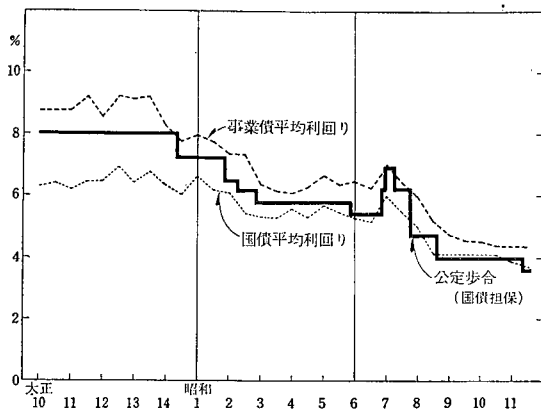
の1銭3厘5毛から、9月中旬には8厘、翌3年1月には5厘に下がり、手形割引金利も恐慌前の1銭7厘～2銭2厘から、翌3年2月には1銭2厘～1銭7厘と、1年間に5厘方引き下げられた。このような金利低下は必然的に公社債価格を騰貴させ(本行調べ社債価格指数、昭和2年上期105～106、11月107、3年6月108)、したがって利回りも低落した(既発事業債平均利回り、昭和2年1月7.70%、7月7.36%、3年1月6.77%)。こうした金利の低下、既発債価格の上昇、利回りの低下から、新規発行事業債の利回りも低下し、昭和3年上期には平均6.36%と前年同期を1%方下回るに至った。

昭和4年にはいってからも金融市場の大勢は変わらなかったが、金解禁問題が再燃し、その実現の見込みが大きくなったので、解禁後の金利上昇期待から長期放資は手控えられた。このため、既発債価格は下落し(社債価格指数昭和4年上期108、下期107)、新規発行事業債の平均利回りも反騰に転じた(上期6.10%、下期6.24%)。さらに昭和5年1月の金解禁は、おりからの世界恐慌の波及とともに、わが国の不況を激化させたため、同年3月ころから銀行の警戒態度は強まり、コール放出の抑制、既往貸出の回収、貸出先の厳選がは

かられた。また、銀行は新規事業債の引受に容易に应じなくなったので、事業債の発行は困難となり、事業債の償還不能、利払不能が続発した。こうした情勢のもとでは、事業債の発行利回りを引き上げざるをえず、昭和5年上期には平均6.63%と、前年同期比0.524%の上昇をみた。その後、昭和6年10月、11月の公定歩合の引上げ、これに伴う市中金利の上昇につれて、事業債利回りも引き上げられ、昭和7年上期には平均7.00%にまで達した。

昭和7年以降はほぼ10年ころまでの低金利政策時代においては、やや事情を異にする。なぜなら、そのころの金利低下の現象は、著しく人為的な色彩を帯びていたからである。すなわち、本行引受による国債発行制度を採用することにより、国債利回りを一応市中金利の水準とは切り離して引き下げ(昭和8年から10年まではほぼ4.1%に据置き)、それを背景として市中金利をリードするようになった。事業債の発行条件も、市場の実勢に応じてではなく、国債の市場利回りを基準として定められることが多くなった。しかし、この時期の低金利政策は、金融機関に対して直接的・強制的に行なわれたものではなかったことに、注意する必要がある。それは、本行引受による国債発行によって調達した政府資金を、まず市場に散布し、金融機関の現金準備を過剰にすることによって、市場における資金需給を緩和させ、金利引下げを推進したものである。その意味では、金利機能をまったく無視した強権的なものとはいえない。また、事業債の発行条件も国債の市場利回りを基準として決められたとはいえ、あくまでも引受機関が事業債発行会社の信用度、発行銘柄の市場性などを総合判断し、国債との較差を設けて決定していたのである。この点は、昭和12年以降戦時中の起債統制時代とは様相を異にしている。

〔第1図〕 事業債利回りの推移



資料：公定歩合は本行「本邦経済統計」、国債・事業債利回りは日本興業銀行調べによる。

## ロ. 事業債利回りの較差

事業債の中でも、確実性と市場性の差によって、利回りに一定の較差がみられた。たとえば、昭和元年下期に発行された事業債50銘柄についてみると、表面利率は6%から10%まで、ほぼ0.5%の開きをもって7ランクに、発行価格は100円パーから96円50銭まで9ランクに分かれていた(日本興業銀行「本邦社債略史」)。また、昭和8年上期の社債(金融債を含む)発行利率は、最低5%から最高8%まで、9ランクに分かれ、利率5%のものが26%、5.3~5.5%の45%、6.0%の23%、6.3~6.5%の4%と、ほぼ0.5%ずつの較差をもって分散していた。そのうえ発行価格の差異もあるので、応募者利回りはきわめてバラエティーに富んでいたわけである。この点は、戦後(昭和36年)の事業債が応募者利回りで4ランク、最低と最高の較差0.42%にすぎないのとは、著しい相違である。このような事業債発行条件の多様化は、それだけ投資動機を異にする各種投資層の事業債消化を容易にしたようである。

## ハ. 事業債利回りの金利体系における地位

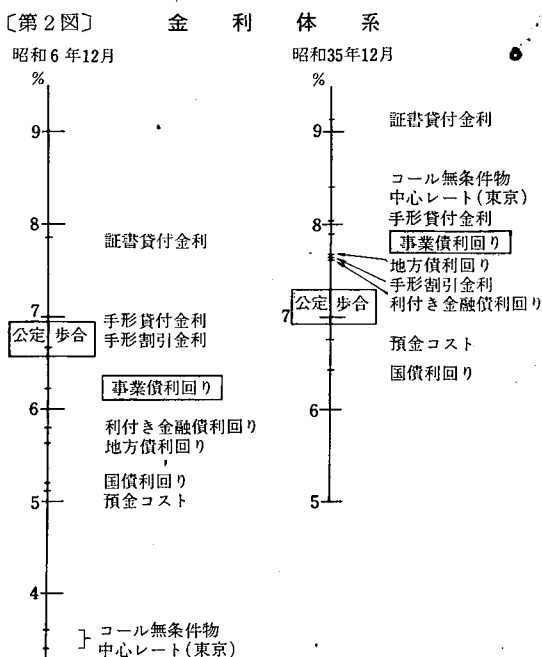
前述のように、事業債の発行条件が市場の実勢に応じて決定される場合には、事業債利回りは当然金利体系中のしかるべき地位に落ち着く。これを、かなり理想的なものに近かったといわれている昭和6年ころの金利体系(第2図)についてみよう。

資本市場金利のうち、事業債利回りが最高であったことはいうまでもない。昭和6年末における事業債利回り(平均6.238%)は、国債利回りより1.1%、地方債利回りより0.6%、利付金融債利回りより0.4%、高かった。ちなみに、昭和35年下期におけるそれぞれとの較差は、1.6%、0.2%、0.3%となっている。

その他の金利との比較でまず問題となるのは、長期貸付け金利であろう。昭和6年末における東

京銀行協会社員銀行の証書貸付金利は平均7.85%であったから、事業債平均利回りを1.6%上回っていた。また、手形貸付金利(平均6.94%)も事業債平均利回りを0.7%上回り、手形割引金利も平均では、事業債平均利回りより0.4%高かった。これは一流債の市場性が高く、流動性に富んでいた現われであろう。事業債の流動性に乏しい戦後(昭和35年12月)においては、証書貸付け金利および手形貸付け金利との較差は、それぞれ1.2%、0.1%にとどまり、手形割引金利との較差では、事業債利回りのほうが0.2%高い。

短期市場金利との比較では、戦前はコール・レートのほうがはるかに低い。昭和6年末の東京コール無条件物中心レートは、3.4~3.6%で、国債利回りと比べても1.7%前後下回っていた。この点はまったく戦後と様相を異にしている。このようにコール・レートが債券利回りより低率であることは、金融機関の証券投資ならびに証券取引業者のマネー取入れを有利ならしめ、債券取引市場



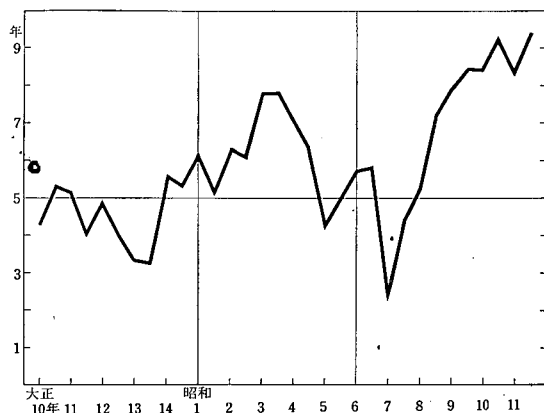
(注) 1. 公定歩合は、商業手形と国債担保。  
2. 市中金利は東京銀行協会社員銀行平均。

の順調な発展に役立った。なお、銀行の預金コストと事業債利回りとの利ぎやは、昭和6年ころで約1%で、戦後とそう大きな違いはない。

## 二、事業債償還期限

新規発行事業債の償還期限も、利回りと同様に、その時の市場の実勢を反映して変化している(第3図)。たとえば、大正12年から13年にかけては不況下にあったものの、大正11年末の全国的な銀行取付け、大正12年の関東大震災の影響で、長期放資が手控えられたため、事業債の平均償還期限は、大正11年上期の5年2ヵ月から同12年上期には4年11ヵ月、同13年上期には3年4ヵ月と短期化した。その後、救済融資の進展につれ金融が緩慢となるに伴い、償還期限もしだいに長期化し、昭和3年上期には7年9ヵ月となるに至った。

〔第3図〕 事業債償還期限(平均)の推移



資料：日本興業銀行調べ。

## ホ、起債市場拡大の理由

第1次大戦後、事業債の発行が著しく増加したことは、前述のとおりである。そのような起債市場の拡大は、明治43年の国債引受シンジケート団の結成を契機とする引受機構の整備によるところも少なくない。また、株式仲買人・現物商出身の公社債専門業者が次々と登場し、事業債の消化に大きな役割を果たしたことも、見のがすことができない。そのほか次の諸事情が重要であった。

すなわち、大正10年から同末年にかけての第1次大戦後の不況期については、①銀行の貸出態度はなお警戒的ではあったが、新規資金需要の減退から金融は緩慢化し、確実かつ短期の事業債に対する投資意欲が高かったこと、②当時の株式市場の低迷から株式発行による資金調達が困難であったため、電力・鉄道会社などの事業債発行が増加したこと、③不況のため事業不振の会社が、借入金の返済・旧債の償還など当面の苦境を乗り切るため、不利な発行条件をおしてまでも事業債により資金を調達せざるをえなかったこと、などが、起債市場の拡大をもたらしたといえよう。

昭和2年から6年にかけては、金融恐慌に伴う預金の大銀行への集中に加え、救済融資の放出によって大銀行に資金が集積した一方、資金需要は減退したため、大銀行はその遊資運用難に悩んでいた。また、昭和7年からほぼ同10年ころまでは、本行引受による国債の発行に基づいて、巨額の政府資金が散布されたが、当時の産業界には大量の遊休設備が存在し、景気回復に伴う生産増加も、これら遊休設備を稼働すればこと足りたため、新規資金需要が少なく、銀行その他金融機関に遊資が累積した。このようにして生じた遊資の運用策として、公社債投資が歓迎され、事業債発行条件を有利ならしめるに至った。一方企業側としても、金融市場の緩慢・金利水準の低下・起債環境の好転とともに、短期高利の旧債を低利長期債に借り換え、あるいは、借入金を社債に切り換えて、利払負担の軽減・資金の長期安定化をはかろうとしたのは当然であった。こうして、「社債黄金時代」といわれた昭和3年ころ、ならびに、昭和8～9年ころを中心として、事業債の発行は盛況をきわめたのである。

## (3) 流通市場

上述のような起債市場の拡大は、流通市場の整備・拡大によって促進されたことはいうまでもな

い。戦前(大正末期～昭和10年ころ)の流通市場には、株式取引所市場と自由市場(主として証券業者の店頭取引)との二つがあった。

公社債の株式取引所における取引は、大正9年の国債現物取引市場の再開、同14年の長期清算取引(2ヵ月限月制、期間中に転売・買いもどしにより差金決済をするか、繰延べの方法によって受渡を延期しうる方式)の開始によって、ようやくその形を整えた。しかし、昭和の初頭約10年間の東京株式取引所における社債売買高の総売買高に占める割合は、わずか0.2%にすぎなかった。また、社債取引は特定銘柄に集中し、たとえば、昭和8～11年の間に年間売買高が20万円をこえたものは、上場銘柄(約350)中1割にも達していない。これら代表的銘柄以外の上場銘柄は、単に値をつけるためにつけ出されていたにすぎない。このように、社債流通市場としての株式取引所の機能は、著しく限られたものであった。

一方自由市場における取引(店頭取引)は、取引所における公社債売買高の数倍、ないし数十倍に達し、ことに、地方債・社債取引はほとんど自由市場で行なわれていた。

前述のように、事業債の約8割を保有していた金融機関は、すべて事業債を償還時まで保有していたわけではない。金融情勢の変化に伴って資産の流動性を調整するため、保有事業債を売却したり、あるいは、新たに購入ないし他の事業債に組み替える場合もあった。そのような金融機関の売買は自由市場において行なわれていた。たとえば、昭和2年の金融恐慌後、預金の流出から資金難に陥った中小銀行のうちには、その保有有価証券を売却して、資金繰りの緩和をはかったものもあった。一方大銀行は、預金の増加から遊資が累増したため、過剰資金を国債および一流事業債投資に振り向けた。このため、店頭取引は取引所取引の沈滞をよそに、活況を呈したこともあった。

また、金融機関の決算操作のための売却(決算期に保有事業債を売却して、未収利息を取得するとともに売却益を計上する)、あるいは、引受シンジケート銀行からそれ以外への銀行、保険会社への移動もあった。さらに、前述のように個人消化がかなりあった一流債については、個人の売買も行なわれていたことは、十分考えられる。

上述のような取引を主として仲介した証券業者が、その役割をよく果たした理由の一つとして、コール・レートの低落により、マネー取入れが容易であったことがあげられる。この証券業者のマネー取入れ額は、金融緩慢の影響による証券取引の盛況とあいまって増大し、コール資金用途別内訳において「証券金融資金」の占める比率は、金融恐慌前(大正15年11月)の13%から恐慌後(昭和2年11月)は47%と増加している(本行「日本金融史資料、明治大正篇」第22巻)。もっとも、証券業者の資金調達は、手持有価証券を担保として金融機関、とくに親銀行から融資を受けることが多く、この場合銀行は一般のレート以下で証券業者に貸出を行っていたので、コール・ローンとして処理していたこともあるから、この種の貸出が上述のコールの数字中かなり含まれている。

なお、本行が満鉄債・東拓債など超一流債および電力債など一流債を貸出の担保として認めていたことも、事業債に流動性を付与した一因をなしていた。

### 3. 株式市場

#### (1) 株式の分布状況

戦前の株式分布状況を示す適切な資料はない。そこで、戦後の「株式民主化」が進む以前の昭和20年度末における上場株式所有者別調べによって、推測してみよう。

昭和20年度末の株式所有者分布(株数比)を、同34年度末と比べてみると、①法人・個人の比重が

〔第3表〕 上場株式所有者別調べ(株数比)

	政 公 団	府 共 体	金融機関 (うち 信託)	証 券 業 者	その他 の法人	個人 その他	合 計
昭和 20年度末	8.3	11.2 (—)	2.8	24.6	53.1	100.0	
34年度末	0.2	29.3 (7.6)	3.7	17.3	47.8	100.0	

資料：本行「本邦経済統計」。

高く、約8割を占めていること、②金融機関の比重が低いこと、が目につく。しかし、たとえば、戦後、持株会社整理委員会が財閥家族・制限会社などから移譲を受け処分した株数は、約2億株に達したが、それは昭和20年度末上場会社株式数の46%に相当する量であったし、またその株式の払込額は、全国会社払込金額(昭和21年3月末)の21%を占めていたことからみて、法人・個人の保有株式のかなりの部分は、一般投資家以外の企業支配を目的とする財閥などの特定少数者の手にあった、と考えてよいであろう。

#### イ. 一般投資家の株式所有

株主中一般個人の占めるウェイトについては、適確な統計が存しない。しかし昭和20年度末の所有株数別株主分布によれば、100株未満株主の所有株数の全体に占める比率は8.9%、100株以上500株未満株主のそれは17.4%、となっている。また昭和9年ころ、代表的企業669社について行なわれた調査(増地庸治郎「我が国株式会社に於ける株式分散と支配」)によると、当時の株主平均持株数は124.5株で、これを当時の株価(東株長期・短期・実物取引受渡価格の単純平均)で評価すると、約8,000円に相当する。当時の所得水準からみてかなりの金額である(昭和35年の物価水準で換算してみると約280万円)。この点からすれば、個人の株式投資が広く行なわれていたとは思われない。

ただ、①東京株式取引所の代表的上場銘柄であった電力会社などの一流株式については、500株未

満株主の比率が5～6割に達していたこと、②第1次大戦の好況時あるいは昭和7年以降、株式の公募発行、持株公開売出しが盛んに行なわれたこと、からみて、一般投資家の存在を過少評価することはできない。

#### ロ. 金融機関の株式所有

金融機関が、事業債についてみられるほど株式投資を行なっていたとはいえない。たとえば、昭和9～11年における金融機関の有価証券投資額中に占める株式の比率は、全国銀行9%、信託会社3%、保険会社40%と、戦後(昭和35年末それぞれ15%、50%、91%)に比べ著しく低い(本行「本邦経済統計」)。それら金融機関の株式所有額は全国株式現在額(時価)の6.2%にすぎなかった。

#### (2) 株式市場の実態

##### イ. 発 行 市 場

発行株式の相当部分が、企業関係者・同系会社など特定の狭い範囲内で消化されていたことは、発行市場の発達を促進する要因とはならなかった。

しかし、巨額の設備を要する産業(電力・鉄道)、あるいは、急速に近代機械生産方式を採用して発展した産業(紡績)にあっては、株式の公募発行により広く資金を吸収することが必要であった。したがって、これら産業に属する一流企業は、早くから株式の公募を行なっていたし、ま第1次大戦時の好況時、あるいは、昭和7年以降の景気回復時には、公募発行、プレミアム付増資がかなり行なわれた。とくに、昭和の初頭ころから急速な成長を示してきたいわゆる新興財閥は、傘下に金融機関を持たなかったため、資本の源泉を広く一般投資家に求めたが、それでも株式の公募は、株式発行総額からみれば、ごく一部にすぎなかった(たとえば、山一証券「株式社債年鑑」によれば昭和7～11年の株式公募額は発行総額の1.5%、昭和35年中の公募比率2.0%)。

## ロ. 流通市場

東京株式取引所の上場銘柄数は、大正3年218、昭和元年957、同10年1,267と、増大している（昭和35年東証上場銘柄数645）。その売買高も昭和7年以降は年間1億株をこえ、大正年代のはば倍増となった。しかし、取引所における株式取引が、きわめて投機的色彩の濃いものであったことは、周知のとおりである（たとえば、昭和元～11年の間における東京株式取引所売買高の95%は清算取引）。

このような取引所取引の投機的性格のため、上場銘柄でも現物は店頭取引で売買されていた。現物問屋と称する専門業者によって、多くの株式が売買され、店頭取引における買い過ぎ、あるいは、売り過ぎを調整するため、取引所における現物取引が利用されていたといわれている。店頭取引量は明らかではないが、取引所における現物取引高（昭和元～11年平均7百万株）からみて、そう多くはなかったと思われる。株式の流動性は、この店頭取引によってある程度与えられていた、とみてよいであろうが、流通市場が十分に機能していたとはいえない。

### (3) 株式資本比率の高い理由

上述のように、戦前の株式市場が未発達であったにもかかわらず、戦前の企業の資本構成中、株式資本の比率が高かったのはなぜだろうか。その理由の第1は企業が特定の株主から十分資本を

調達しえたことである。前掲の三菱経済研究所「本邦事業分析」による戦前（昭和8年上期）の資本構成を示す数値は、295社の平均数値であるが、当時の財閥系傘下大企業は約300社あったといわれている。この財閥系大企業の多くが、三菱経済研究所の「分析」対象の中に含まれていたとすれば、自己資本比率が高くなるのは当然であろう。財閥系企業は、その企業グループの持つ強大な金融力からみて、所要資金を株式発行によって十分まかないえたとみられるからである。また、その他企業にあっても、戦前の産業構造からみて軽工業が主体であり、それはさほど大きな資本を必要としないから、少数特定のもの消化による株式発行で、所要資金を調達しえた場合が多かったといえよう。第2に、ほぼ昭和10年ころまでは、生産力拡充のための新規資金需要が少なく、他人資本依存の必要性が弱かったことである。それは相対的に自己資本の比率を高めた。

## む す び

以上、戦前の資本市場について検討したが、株式市場は、戦前の企業の自己資本比率が高かったにもかかわらず、十分に機能していたとはいえない。しかし社債市場は、自由な金利機能のもとに、いまよりも資本市場としての機能を果たしていたといえよう。