一橋大学機関リポジトリ
HERMES-IR

Title	戦間期日本における対植民地証券投資の一側面 : 第5回・第6回朝鮮鉄道会社債を中心に
Author(s)	矢島, 桂
Citation	
Issue Date	2010-07
Type	Technical Report
Text Version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10086/18616
Right	

Hitotsubashi University Repository

Discussion Paper No.2010-08

戦間期日本における対植民地証券投資の一側面
―第 5 回・第 6 回朝鮮鉄道会社債を中心に―

矢島　桂

（一橋大学大学院経済学研究科博士課程）

2010 年 7 月

戦間期日本における対植民地証券投資の一側面
―第 5 回・第 6 回朝鮮鉄道会社債を中心に―

矢島　桂

はじめに.

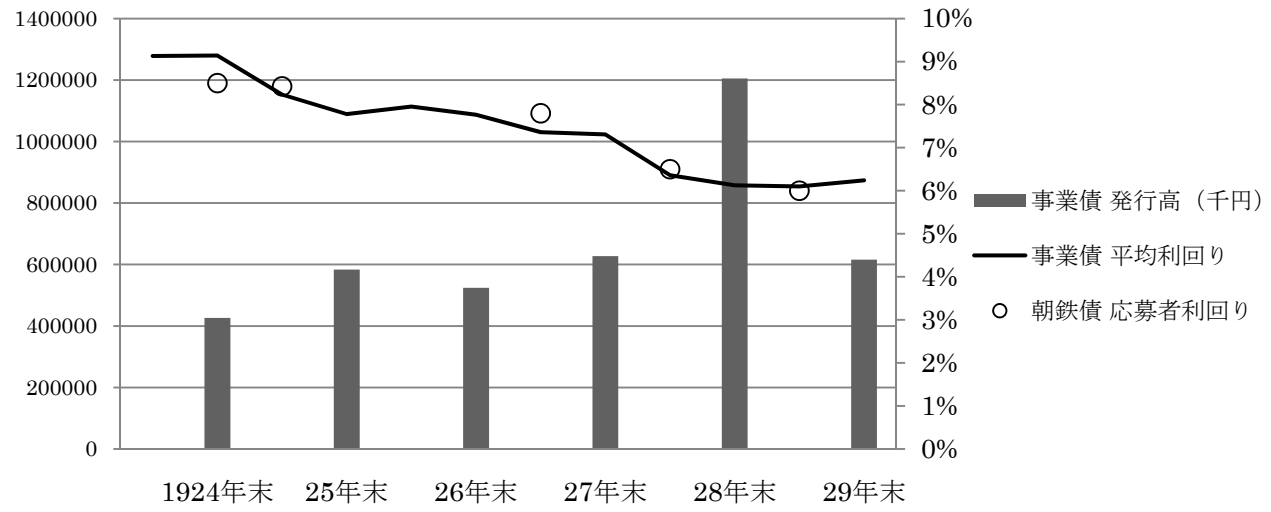
周知のように，日本では 1920 年代に社債発行高の増大と起債条件の緩和がみられ，社債市場が発展期をむかえた。1921 年に 2 億 3000 万円に満たなかった社債発行高は，1925 年には 6 億円にせまり，1928 年には急激に増加して 12 億円を超える（第 1 図)。この間に起債条件も緩和し，平均利回りでは，1921 年下期 8.776%から 25 年下期には 7.780%へと低下し，さらに 1928 年下期には 6.127%にまで低下する。このように社債市場は 1920 年代に大きく発展し，とりわけ金融恐慌後に急速に拡大する。これは，株式市場が低迷するなかで金融機関の遊資が社債市場に流入する一方で，満鉄・東拓を中心とするいわゆる国策会社や,電力業･鉄道業などの公益企業が旺盛な資金需要を有していたためであった[1]。

こうしたなか植民地期朝鮮最大の私鉄会社である朝鮮鉄道会社(払込資本金 1765 万円）も 1920 年代中頃より相次いで社債を発行する（第 1 表)。この朝鮮鉄道会社は，反動恐慌以降の資金難を打開することを目的として，1923 年に私鉄 6 社の合併により成立したが，資金調達は思うように進まず，朝鮮銀行や朝鮮殖産銀行といった植民地銀行からの借入れに強く依存していた[2]。1920 年代の社債市場の拡大と起債条件の緩和を受けて，朝鮮鉄道会社は，植民地銀行の引受により，1924 年 11 月 - 25 年 6 月の約半年間で社債を 3 度発行し，その総額は 1500 万円にのぼった。1920 年代後半にはいると朝鮮鉄道会社は山一証券や野村証券などの引受けにより社債を発行していく。第 1 表において，本国証券業者が進出し，朝鮮鉄道会社債（以下，朝鉄債と略記する）の引受機関が植民地銀行から転換していることが分かる。

---

[1] 志村嘉一『日本資本市場分析』東京大学出版会，1969 年，280-282 頁。
[2] 朝鮮鉄道会社成立の経緯については，拙稿「植民地期朝鮮への鉄道投資の基本性格に関する一考察―1923 年朝鮮鉄道会社の成立を中心―」『経営史学』第 44 巻第 2 号（2009 年 9 月）を参照されたい。

第 1 図. 事業債発行高･平均利回りおよび朝鉄債応募者利回り



（出所）日本興業銀行調査部『全国公債社債明細表』第 51 回，1952 年より作成。
（注）事業債発行高は毎年度末，平均利回りは毎半期平均。

第1表. 朝鉄債の発行（1920年代）

	発行年月	発行額	利率	発行価格	応募者利回り	据置	償還	引受（受託）
1回	1924年11月	5,000,000	8.5%	100	8.500%	1年	3年	朝鮮
2回	1925年4月	5,000,000	8.0%	98.5	8.426%	2年	3年	殖産
3回	1925年6月	5,000,000	8.0%	98.5	8.426%	2年	3年	朝鮮（朝鮮）
4回	1927年2月	7,500,000	7.8%	100	7.800%	2年	5年	野村，山一，小池
5回	1928年3月	10,000,000	6.5%	100	6.500%	2年	5年	野村，山一，小池
6回	1929年4月	7,500,000	6.0%	100	6.000%	2年	5年	野村，山一，小池

（出所）日本興業銀行『社債一覧』1970年，25頁より作成。
（注）朝鮮―朝鮮銀行，殖産―朝鮮殖産銀行，山一―山一証券，小池―小池銀行，野村―野村証券。第3回は担保付社債。

ところで，こうした証券業者の社債市場での活動については未解明の部分が少なくない。社債市場においては財閥系大銀行が圧倒的な地位を占め，金融恐慌後社債保有を増加させる一方で，1920 年代に証券業者も積極的に引受業務へ進出していた[3]。証券業者が引受けたのは地方の中小鉄道会社や二三流電力会社の社債が多かったという[4]。証券業者による債券の売捌きについては資料的な制約からほとんど明らかではないが，山一証券については，

[3] 志村『日本資本市場分析』310-312,329 頁；志村嘉一編『日本公社債市場史』東京大学出版会，1980 年，56-58 頁。
[4] 志村『日本資本市場分析』330-331 頁。

本稿でも利用する「募集債券申込記入帳　第三号」によって一部が判明する[5]。山一証券が引受けた社債については，同資料にもとづいて，地方銀行を中心に売捌かれていたことが指摘されている[6]。財閥系大銀行が融資先企業の社債を引受けたのに対して，企業との融資関係が希薄な証券業者は，山一証券の事例から，株式業務を通じて社債引受業務をも担うようになったとされる[7]。しかしながら山一証券が株式業務を通じて社債引受業務に進出した企業の事例も多くはないため，証券業者の引受業務への進出については具体的経緯が不明瞭なままであると言える。また社債市場における植民地証券の位置づけについては，圧倒的な発行高を有する満鉄や東拓などの主要国策会社の他にはあまり注視されてこなかったと言えよう[8]。

そこで本稿ではとりあえず次の二つを課題とする。まず朝鮮鉄道会社の社債発行を事例として，社債市場の発展期における本国証券業者の社債引受業務への進出過程を明らかにする。そして本国証券業者の朝鉄債の売捌きに関する考察から，本国社債市場での植民地証券の位置づけの一端を明らかにする。ここでは資料上の制約から，山一証券による第 5 回・第 6 回朝鉄債の引受・売捌きを他の銘柄と比較するとともに，その投資資金源泉に検討を加えることで，上記の課題に取り組んでいく[9]。以下では，Ⅰで朝鮮鉄道会社に関しての山一証券の社債引受業務への進出契機を考察し，Ⅱで朝鉄債の社債市場での位置付けを検討していく。

---

[5] 山一証券「募集債券申込記入帳　第三号」『山一証券資料』1-048。

[6] Makoto, Kasuya “Securities markets and a securities company in interwar Japan: The case of Yamaichi” in Makoto Kasuya ed., *Coping with crisis: International financial institutuions in the interwar period,* Oxford, Oxford University Press, 2003, pp.211-212.

[7] 『山一証券史』1958 年，687 頁；志村『日本資本市場分析』331 頁。

[8] 1920 年代末から 1936 年頃までの三井系金融機関および三井物産による，満鉄を中心とする，植民地および中国への証券投資（主に国策会社証券）に関しては，投資リスク回避，進出基盤の確保，商品市場確保という 3 つの理由が提起されている（春日豊「三井財閥と中国・満州投資」中村政則編『日本の近代と資本主義―国際化と地域―』東京大学出版会，1992 年，55-61 頁）。そこでは満鉄やその他「満洲国」国策会社がリスク回避的な投資対象であったと指摘されている。

[9] これまでに筆者は「植民地期朝鮮への鉄道投資の基本性格に関する一考察」および「植民地期朝鮮における『国有鉄道十二箇年計画』」『歴史と経済』第 206 号（2010 年 1 月）において，植民地支配のために鉄道網の整備を必要とする総督府は私鉄会社の保護・支援政策を実施せざるをえず，私鉄会社の投資家層にとってはこうした政策が投資の保全となることを考察してきた。これらの研究成果を踏まえて，本稿では，それへの投資が保全された植民地証券である朝鉄債が資本市場においてどのような位置づけにあったかを検討することが課題となる。ただし，本稿で取り上げるのは第 5 回・第 6 回朝鉄債という限られた対象であるため，植民地証券の本国資本市場における位置づけの一端を検討するにすぎない。

Ⅰ．本国証券業者の朝鮮鉄道会社の社債引受業務への進出

朝鮮鉄道会社の合併の目的のひとつは，それにより信用を高め資金を調達することにあったが，上述したように資金調達は捗らず，植民地銀行からの借入れに依存していた。1924年6月末現在，朝鮮鉄道会社の借入金残高は1315万円（朝鮮銀行800万円，朝鮮殖産銀行375万円，三菱銀行140万円）を有していたが[10]，第1-3回社債1500万円によってこの植民地銀行からの借入金は返済される。これにより朝鮮鉄道会社の借入金残高は，1926年9月末現在，390万850円（朝鮮銀行66万円，朝鮮殖産銀行115万円，三菱銀行150万円，その他59万850円）にまで減少した[11]。ここから植民地銀行の朝鮮鉄道会社債の引受はそれにより貸付けを返済させるものであったことがわかる。

朝鉄債は，上述のように社債市場が拡大し起債条件が緩和する中で，1924年に第1回500万円（利率8.5%，発行価格100円）が朝鮮銀行の引受により発行される。この際に，大阪野村銀行（野村銀行・野村証券の前身）が下引受を行っていた[12]。1925年4月に第2回朝鉄債500万円（8%，98.5円）が朝鮮殖産銀行の引受により，また同年6月に第3回担保付朝鉄債500万円（8%，98.5円）が朝鮮銀行の受託・引受により発行された。第2回朝鉄債では山一合資（山一証券の前身）と藤本ビルブローカー銀行が売出しを行い，第3回朝鉄債においても下引受あるいは募集取扱を大阪野村銀行・山一合資・小池銀行が行っていた[13]。このように朝鉄債は植民地銀行の引受により相次いで発行されたが，本国証券業者もその売却を担っていた[14]。

ところで，朝鮮の私鉄会社は朝鮮私設鉄道補助法（1921年制定）にもとづいて朝鮮総督府から補助金を得ることができた。同法は利益金が払込資本金の 8%に不足する額および建設費に投じた社債・借入金の利払いを 8%まで補助するもので，朝鮮鉄道会社では鉄道事業からの利益金が乏しかったにもかかわらず，これにより上記の借入金および社債の利

10 朝鮮鉄道会社「営業報告書」第17回，1924年上半期；「鈴木寅彦書簡　斎藤実宛」7月22日，国立国会図書館憲政資料室所蔵斎藤実文書934-1；京城日報「更に一千万円増募する　私鉄当事者談」1924年8月24日。

11 「私鉄対策」1926年，斎藤実文書84-19。

12 京城日報「朝鉄社債　来月一日発売」1924年9月27日；大阪毎日新聞「朝鮮鉄道社債売出」1924年10月2日。

13 大阪毎日新聞「募債機運頻に熟す　時期待の一流債台頭」1925年3月19日；山一証券『山一証券史』634頁。

14 朝鮮鉄道会社の場合に限らず，本国証券業者は銀行などが引受けた社債の専門的売捌機関として重要な役割を果たしていた（志村『日本資本市場分析』446頁）。

子が支払われていた。このように朝鉄債は総督府の補助金により利払いが確保される投資対象であった。

他方で，朝鮮鉄道会社は社債発行により調達した資金のほとんどを借入れの返済に充当したため，事業資金として残るのは僅かばかりであり，依然として資金難にあった。しかしこの資金難は，1927 年 3 月に第 52 議会で成立した「国有鉄道十二箇年計画」（以下，「12 年計画」）により打開されることとなる。「12 年計画」は，1927-38 年の 12 年間で国鉄新規 5 路線の建設，私鉄 3 社から 5 路線の買収，私鉄買収線および国鉄既設線の改良を行うという，朝鮮総督府の大規模な鉄道政策であった[15]。同計画により朝鮮鉄道会社は所有 8 路線のうち 3 路線を国有化されることとなったが，1926 年 9 月の原案において朝鮮鉄道会社は買収代価として公債 2049.9 万円（額面）を交付されることとなっていた[16]。朝鮮総督府による「12 年計画」での国有化は，事業整理と買収資金での鉄道建設の進展により同社を救済する意図を有するものであった。

「12 年計画」が成立する前月（1927 年 2 月）に朝鮮鉄道会社は第 4 回社債 750 万円（7.8%，100 円）を野村証券・山一証券・小池銀行の引受により発行する。この発行目的は第 1 回社債 500 万円の償還と，朝鮮殖産銀行からの借入金 115 万円および三菱銀行からの借入金 150 万円の返済にあった[17]。さらに翌 28 年に第 5 回社債 1000 万円（6.5%，100 円）を上記本国証券業者の引受により発行する。これは第 2・3 回社債計 1000 万円の償還を目的としていた。このように本国証券業者が引受に進出して発行された第 4・5 回社債計 1750 万円は，植民地銀行の引受により発行された第 1-3 回計 1500 万円の借換債であり，これにより社債での資金調達額が増加するとともに資金の低利化と長期化が実現した。

第 4 回以降の朝鉄債を引受けた本国証券業者は，1920 年代中頃から社債引受業務に積極的な進出を始めていた。山一証券の前身である山一合資は，1923 年に社債の下引受や募集取扱にとどまらず引受業務へと進出するために，東京現物団を脱退し，支店網を拡充していった[18]。そして 1926 年に業務と経営規模の拡大のためにこれを解散して株式会社へと組織を改め，資金の充実をはかった。1926 年 10 月に山一証券が資本金 500 万円で設立され

---

15 「12 年計画」の経緯・実施過程については，拙稿「植民地期朝鮮における『国有鉄道十二箇年計画』」を参照されたい。

16 「大正十六年度以降朝鮮鉄道新期計画案」1926 年 9 月，斎藤実文書 84-18。

17 大川平三郎書簡，1926 年 11 月 14 日，渋沢栄一史料館所蔵「朝鮮鉄道株式会社　株主関係書類」。

18 山一証券『山一証券史』626-632 頁。

る。その発行株式については全 5 万株のうち 2.5 万株を出資社員や従業員に割当て，残りは社外の関係者に引受を求めた。社外株主のうち 500 株以上を保有したのは 3 名であったが，このうちの 1 名が朝鮮鉄道会社社長の大川平三郎であった[19]。また大川の親縁者である田中栄八郎（実弟）が 100 株，藤田好三郎（田中の娘婿）が 200 株をそれぞれ保有した[20]。そしてこの藤田が山一証券の監査役（全 5 名）に就任する。このように山一証券の創立に際して，朝鮮鉄道会社社長の大川が人的・資本的関係を有するようになった。山一証券の朝鮮鉄道会社の社債引受業務への進出はこの関係をもとにしていたと考えられる。

この大川と山一証券との関係は，大川の主たる事業であった製紙業を通じて形成されたと見られる。大川は 1913 年に樺太工業を設立して樺太でのパルプ事業に取り組んでいた。他方で，山一合資創立者の小池国三は 1914 年に樺太でのパルプ製造を主たる事業とする日本化学紙料会社（資本金 300 万円）を設立し社長に就任していた。同社は製紙工場を欠いており，パルプ需要の減少から経営が悪化していたため，小池は監査役を務めていた富士製紙にこれを合併させる。この富士製紙では大川が 1919 年から社長として迎えられており，小池も同時期に監査役に就任しともに経営に携わっていた。大川の伝記ではこの日本化学紙料の富士製紙への合併経緯について，1921 年に樺太工業が相付いで工場を焼失した際に，これを見舞った小池が大川の工場での働きをみて，大川になら日本化学紙料の工場を託し得ると考えたとされる[21]。また，これより以前，大川が東京板紙株の買い占めをはかった際に，山一合資を通じてこの株式を買い集めていたという[22]。

他方で，野村証券は 1925 年に大阪野村銀行（1927 年に野村銀行へ改称）の証券部が独立して設立されたが，その株式は閉鎖的に所有されており，証券発行企業とのこうした資本的関係は認められない[23]。ただし第 4 回朝鉄債 750 万円の発行にあたって，野村銀行が第 1 回社債からの増額分 250 万円を発行以前に融通していた[24]。これは三菱銀行からの借入金が第 4 回朝鉄債発行以前に期限が到来するために，その増額分を野村銀行が融通する

19 大川は山一証券設立の直前の 1926 年 8 月に朝鮮鉄道会社の社長に就任した。また山一証券の 500 株以上保有の社外株主は他に三菱の各務幸一郎と不動貯金銀行頭取牧野元次郎であった。
20 山一証券「株主名簿」1927 年 5 月。
21 竹越与三郎『大川平三郎君伝』1936 年，143-144 頁。
22 中外商業新聞「富士株の廿万株が王子へ行く迄（上）手の早い藤原君と鼻を明かされた大川君」1929 年 1 月 18 日。
23 野村証券『野村証券株式会社五十年史』1976 年，82-88 頁。
24 朝鮮鉄道会社「銀行預金ニ就テ」1927 年 3 月 21 日，渋沢栄一史料館所蔵「朝鮮鉄道株式会社　株主関係書類」。

ことで返済を可能にするものであった。このように朝鮮鉄道会社は野村証券の引受による社債発行にあたって野村銀行からつなぎ資金の融通を受けていた。

以上のように，朝鉄債における本国証券業者の引受業務への進出は，植民地銀行の鉄道金融からの後退と表裏をなすものであった。すなわち，社債市場の発展を背景としてそれぞれ進行していた，本国証券業者による社債引受業務への積極的な進出と，植民地銀行による鉄道金融の展開（銀行融資→社債発行）が結びついた結果が，朝鉄債における植民地銀行から本国証券社への引受機関の転換であった。そして朝鮮鉄債引受における転換の具体的契機は，「12 年計画」での朝鮮総督府による朝鮮鉄道会社の救済に求められる。植民地政策による投資の保全が，本国証券社の植民地証券への進出＝植民地銀行の鉄道金融からの後退を可能にしたと言える。この本国証券業者の進出に際しての特徴として，朝鉄債の引受では，山一証券の証券発行機関との人的・資本的関係の形成，野村証券の証券発行機関への系列銀行からのつなぎ融資の供給がみられた。

Ⅱ．社債市場における朝鉄債投資の実態―第 5 回・第 6 回朝鉄債を中心に―

既に見たように朝鉄債は第 4 回以降本国証券業者の引受により発行される。以下では，山一証券の債券売捌きが記載されている「募集債券申込記入帳　第三号」を利用して，ず山一証券における朝鉄債の売捌きから，山一証券と投資家層にとっての同債券の位置づけを検討し，その後に山一証券の本支店別売捌きと投資家層の類型から朝鉄債の投資資金源泉について考察を加える[25]。この資料は 1927 年 10 月 - 1928 年 2 月の帳簿と 1929 年 1 月 - 1930 年 6 月の帳簿からなるため，朝鉄債のうち取り上げるのは第 5・6 回となる。

１．社債市場における朝鉄債の位置づけ

まず 1928-29 年の社債市場の状況を確認しておこう。周知のように，1927 年金融恐慌後，大銀行の遊資増大と金利低下から新規起債および既発行債の低利借換が活発に行われていく。特に 1928 年の起債市場は活況で，事業債平均利回りは 1927 年上期 7.362%から 1928 年下期 6.127%にまで低下する（前掲第 1 図）。平均期間も伸張しており，起債条件が大きく緩和していた。事業債発行高と債券取引高はともに前年より倍増する。しかし，

[25] 以下特に断らない限り，山一証券の引受業務については「募集債券申込記入帳　第三号」各銘柄の発行条件などは日本興業銀行『社債一覧』1970 年に，各社の払込資本金については東京興信所『銀行会社要録』第三十三版，1929 年に依拠している。

国債の大量発行のために 1928 年下期から社債市場は急落し，また金解禁に備え銀行が手元資金の充実を図るようになったために 1929 年の社債市場は停滞していた。事業債発行高は半減し，債券取引高も前年の半分以下になるなかで社債取引高も急速に減少していった。1929 年下期の事業債平均利回りは 6.240%と上昇をはじめており，平均期間の短期化とあわせて，起債条件の引き締めが見られる。1928 年 3 月に発行された第 5 回朝鉄債の応募者利回りは 6.500%と同年上期の事業債平均利回り 6.359%を上回っていたが，翌 29 年 4 月発行の第 6 回朝鉄債のそれは 6.000%となり，1929 年上期事業債平均利回り 6.101%を下回るようになった。この間に朝鮮鉄道会社の信用度が高まっていたと言えよう。また山一証券は 1928 年に売買高で最高を記録するが，1929 年は社債市場の急落のために債券の売却に苦しんだという[26]。

1-1. 第 5 回朝鉄債（1928 年 3 月発行）

山一証券の朝鉄債の引受業務収支は第 2 表の如くである。第 5 回朝鉄債 1000 万円のうち山一証券の引受額は 450 万円であった。この引受料率は 2%で，引受料は 9 万円となった。他方で，売捌きに際しての割戻は合計 3 万 9836 円となり，これを率にする 0.89%となる[27]。利益金は 4 万 8114 円であった。これは 1927 年 10 月 - 1928 年 2 月の帳簿において第 10 回京都電燈債の下引受（利益金 6 万 6632 円）に次ぐ額であった。以下，この帳簿をもとに第 5 回朝鉄債を他銘柄と比較する。

第2表. 山一証券の朝鉄債引受業務収支

（円, %）

	第5回		第6回	
引受額	450万円		337.5万円	
引受料	90,000	2.00	57,375	1.70
割戻	39,836	0.89	53,919	1.59
その他支出	2,050		990	
差引利益	48,114		2,466	

（出所）「募集債券申込記入帳　第三号」『山一証券資料』1-048より作成。

[26] 『山一証券史』694-700 頁。

[27] 割戻は，債券の売捌きにあたって引受料や下引受料の一部を投資家層に還元して応募を促すものである。証券業者の引受業務での利益金は，引受料および取扱手数料から割戻その他諸経費を引いた残額となる（飯田清三『起債市場論』改造社，1935 年，51,64 頁）。割戻額は購入者によって異なるが，ここでは，割戻総額を取扱総額から割って全体としての割戻率を求めた。

山一証券の引受債券のうち，第 5 回朝鉄債の引受料率（2.00%）と同じであったのは，第 4 回出雲電気債と第 4 回東京モスリン債であり，この 3 銘柄の引受料率が最も高いものであった。出雲電気（払込資本金 974.7 万円）の第 4 回社債 500 万円は，野村証券・山一証券・安田信託引受，利率 6.5%，発行価格 99 円，応募者利回り 6.709%で発行された。このうち山一証券の取扱が 169 万 6700 円（引受 166 万 6700 円，買入 3 万円），引受料 3 万 3334 円，割戻 2 万 3652 円（1.39%），利益金 1 万 41 円であった。朝鮮鉄道会社に比して資本規模はやや小さく，第 5 回朝鉄債と比べると発行総額は半分で，利率は同じであったものの応募者利回りは若干高かった。第 4 回出雲電気債は発行額が小さく均等割当であったために山一証券の取扱額が少なかったことと，売捌きに際しての割戻率が第 5 回朝鉄債よりも高かったことにより，利益金は第 5 回朝鉄債の約 20%程度であった。東京モスリンの第 4 回担保付社債 350 万円は，三井信託（受託）・山一証券・小池銀行・藤本ビルブローカー銀行引受，利率 7.5%，発行価格 99 円，応募者利回り 7.777%で発行された。このうち山一証券の引受額は 66 万円で，三井信託が購入した 2 万 2700 円を除く 64 万 2300 円は売れ残り，利益金は 86 円に過ぎなかった[28]。

山一証券の引受債のうち鉄道債では他に，第 5 回東武鉄道債と第 3 回琴平参宮鉄道債があった。東武鉄道（払込資本金 1930 万円）の第 5 回社債 1000 万円（利率 6%，発行価格 100 円）は山一証券の単独引受により発行されている[29]。引受料は 11 万円，引受料率は 1.10%であり，第 5 回朝鉄債よりもかなり低いことがわかる。売捌きに際しての割戻率は 0.50 - 0.75%と低かったが，650 万円もの未消化が生じおり，利益金は 1315 円にとどまった[30]。琴平参宮鉄道（払込資本金 236 万円）の第 2 回担保付社債 230 万円は，共同信託（受託）・山一証券引受，利率 7%，発行価格 100 円で発行された。山一証券の引受額は 115 万円で，引受料は 1 万 7250 円，引受料率は 1.50%であった。琴平参宮鉄道は朝鮮鉄道会社よりも資本規模，社債発行額のいずれも小さいが，山一証券の引受料率は低かったことがわかる。同債券での山一証券の利益金は 6921 円であった。

---

28 当時整理計画をたてていた東京モスリンの第 4 回担保付債は，償還が危ぶまれた第 1 回社債の借換債であったとされる（大阪朝日新聞「東京モス社債　借換で償還完了」1927 年 11 月 16 日）。

29 東武鉄道の根津嘉一郎も山一証券の株式 100 株を保有している（山一証券「株主名簿」1927 年 5 月）。

30 M, Kasuya “Securities markets and a securities company in interwar Japan” によると東京株式取引所で売却されるものが公債部（帳簿上「公証」）に計上され，売残りとして山一証券が抱えるものが募集部（「募証」）に計上されたとされることから（p.212），本稿でも募集部（「募証」）に計上されたものについては売残りあるいは未消化債券とした。

この他の鉄道債では，山一証券が下引受けを担った丙号名古屋鉄道債 300 万円（明治銀行引受，利率 6.5%，発行価格 100 円）と第 4 回目蒲電鉄債 300 万円（第一生命引受，利率 6.0%，発行価格 100 円）が判明する[31]。丙号名古屋鉄道債における山一証券の下引受業務では，下引受額 50 万円，下引受料率 1.20%，割戻率 0.60%であった。下引受料は引受料の上に加算されるために高くなるにもかかわらず下引受料率は低率であったと言える。また割戻率も低いことから，優良な投資対象として発行され売捌かれたことが窺われる。ただし発行規模が小さく，取扱額も少ないために利益金は 2875 円にとどまった。第 4 回目蒲電鉄債 300 万円（第一生命引受，利率 6.0%，発行価格 100 円）では，山一証券は 100 万円を下引受けし，50 万円を引受機関の第一生命から買入れていた。下引受料率は 1.20%，買入に際しての割引は 0.90%であった。この債券の売捌先は三菱銀行 100 万，日本郵船 50 万円で，割戻率はいずれも 0.50%であり，山一証券の利益金は 9000 円であった。この債券も優良な投資対象として売捌かれたことが窺われる。

他方で，第 5 回朝鉄債の売捌きに際しての割戻率 0.89%は，山一証券が引受けた社債のなかでは低い水準であったと言え，引受料率が同じであった第 4 回出雲電気債（割戻率 1.39%）よりもかなり低率である。下引受社債における割戻率を挙げると次の通りである（鉄道債については前述）。電気事業では第 10 回京都電燈債 0.77%，ヘ号東京電力債 0.81%，製造業では第 4 回富士瓦斯紡績債 0.88%，た号富士製紙債 1.30%，第 9 回浅野セメント債 1.41%となっていた。第 5 回朝鉄債の割戻率が，引受料率とは異なり，山一証券の引受・下引受社債のうちで他の公益事業債と同程度に低い水準であったことが確認される。

以上のように，第 5 回朝鉄債の引受料率は山一証券の引受社債のなかでは最も高い水準にあり，同程度の引受料率であったのは繊維会社と資本規模が半分程度の地方電気会社であった。引受料率の点で見ると，第 5 回朝鉄債は信用度の低い社債として引受けられたと言える。しかしながら，山一証券の投資家層の売捌きに際しての割戻率は，引受料率に比してかなり低い水準であった。この割戻率の点で見ると，第 5 回朝鉄債は信用度の高い社債として投資されたと言える。第 5 回朝鉄債では，このように引受料率と割戻率との間に大きな差が生じていたが，その理由のひとつとして，引受料率が事業成績などの朝鮮鉄道会社の経営状況をもとにし，割戻率については投資家層が「12 年計画」での救済を織り込んだことが考えられる。そしてこうした引受料率と割戻率との差は山一証券に大きな利益を

[31] 帳簿ではこの名古屋鉄道債は第 2 回と記されているが，丙号の誤りであると考えられる。

もたらしていた。これまでに触れてきたように，社債引受・下引受での利益金は数千円が多く，金融債の取り扱いを含めても 1 万円を超えるものは多くはなかった。この帳簿での最高益をもたらした第 10 回京都電燈債（発行総額 1000 万円，第一銀行引受，利率 6.0%，発行価格 100 円）では 1000 万円が山一証券の下引受となり，この引受料率は 1.25%（引受料 12 万 5000 円，他に扱料 2 万 4799 円），割戻率は 0.77%（最低 0.50 - 最高 0.80%）で順調に消化され，利益金は 6 万 6632 円に達していた。ただし同債券の取扱額が下引受ながら 1000 万円の巨額であったことを考えると，その半分に満たない第 5 回朝鉄債引受の利益率の高さは明らかである。また同規模の鉄道債でも，第 5 回東武鉄道債は引受料率が低率であった一方で多額の売残りが生じていたのに対して，第 5 回朝鉄債は順調に消化されていたことから,同債券が投資家層にとって優良な投資対象であったことが窺われる。

1-2. 第 6 回朝鉄債（1929 年 4 月発行）

第 6 回朝鉄債 750 万円のうち，山一証券は 337 万 5000 円を引受け，引受料は 5 万 7375 円，引受料率は 1.70%であった（第 2 表）。同債券の売捌きに際しての割戻は 5 万 3919 円であり，割戻率は 1.59%となる。第 6 回朝鉄債での利益金は 2466 円であった。前年に発行された第 5 回朝鉄債に比べて，引受料率が低下する反面，割戻率が高まっていた。そして 28.8 万円が未消化となっており，その結果発行総額が少ないとはいえ第 5 回よりも利益金が大きく減退している。このうち割戻率の上昇と，引受社債の売残り，そしてその結果としての利益金の圧縮は，以下で見るように朝鉄債に限らず全般的状況であった。これは前述したように 1929 年の社債市場が停滞していたためであると考えられる。

山一証券の社債引受は，1928 年の 72 件（元引受 26 件，下引受 46 件）から 1929 年では 42 件（元引受 15 件，下引受 27 件）へと減少し，引受高は 2 億 2998.6 万円（元引受 6203.6 万円，下引受 1 億 6795 万円）から 8258.3 万円（元引受 1999.2 万円，下引受 6259.1 万円）へと大幅に減少していた[32]。さらに 1930 年には社債引受は 3 件 1325 万円（元引受 3 件 305.2 万円，下引受 5 件 1020 万円）にまで落ち込む。このような状況にあった 1929 年 1 月 - 1930 年 6 月までの山一証券の引受社債のうち，第 6 回朝鮮鉄道債は，第 5 回よりも引受料率は低下したものの公益事業債と比べると幾分高い水準にあったと言える。

たとえば第 4 回王子電軌債 800 万円（川崎信託・千代田信託・野村証券・山一証券引受，

32 『山一証券史』721 頁。

利率 6.0%，発行価格 100 円）では，山一証券は 275 万円を引受料率 1.32%（引受料 3 万 6250 円）で引受けていた[33]。同債券の売捌きに際しての投資家層への割戻率は最低 0.75% - 最高 1.20%であったが，売残りが 158 万円の多額にのぼっており，利益金は 2470 円であった。また第 5 回岡山電軌債 30 万円（山一証券引受，利率 6.5%，発行価格 100 円）は，引受料 4350 円，引受料率 1.45%であったが，割戻 2958 円（割戻率 0.99%）の他に支出として「第 3 回社債償還通知モレニ対スル利息」が第一生命に払われたため，同債券の引受業務では 23 円の損失となっている。第 9 回三重合同電気債 500 万円（野村証券・山一証券・藤本ビルブローカー銀行引受，利率 6.0%，発行価格 100 円）では，山一証券は 166 万 6000 円を引受け，引受料 4 万 5815 円（2.75%）と扱料 4165 円（0.25%）を得ており，取扱総額の 3.00%を受け取っていたことになる。同債券は引受料率が高い一方で割戻も 4 万 4585 円（割戻率 2.70%）と高い水準であったため，利益金は 4050 円と多くはなく，概ね扱料に相当している。ただし扱料が徴収された理由については不明である。

また東拓債第 59・60 回（ともに，発行総額 500 万円，野村証券・山一証券・共同証券・藤本ビルブローカー銀行引受，利率 6.0%，発行価格 100 円）では山一証券はそれぞれ 125 万円を引受けていた。1929 年 7 月発行の第 59 回では引受料 1.50%，割戻率 1.27%（最低 1.00 - 最高 1.40%），利益金 2806 円であり，利益金は多くないが順調に売捌かれていた。しかし，同月発行の第 60 回では，引受料率 1.10%，割戻率 1.07%（最低 0.75% - 最高 1.10%）とともに低下している一方で，引受額の 70%に相当する 87.9 万円が未消化となっていた。その結果，利益金は 381 円に過ぎなった。

以上から，第 6 回朝鉄債の引受料率 1.70%は，山一証券の引受社債のうちでは資本規模の小さい電気軌道よりも高いものであったことがわかる。ただし，第 5 回朝鉄債ほど高い水準ではなかった。朝鮮鉄道会社は，第 6 回朝鉄債の発行までに，「12 年計画」により 2 路線が国有化され 1100 万円の買収資金（交付公債額面価格）を得ていたことから，この救済が引受料率にも織り込まれていたと考えられる。他方で，売捌きに際しての割戻率については，引受料率と照らすと相応な水準であったとみることができる。1929 年においては前述のように山一証券は債券の売捌きが不振にあり，割戻率は全般的に高まっていた。第 6 回朝鉄債では未消化が生じており売捌きに苦労したことが窺われるが，山一証券の引受では王子電軌や巨額の社債発行企業のひとつである東拓の社債でも同様であり，これら

[33] 第 4 回王子電気債の引受料率は，275 万円のうち 150 万円は 1.50%，125 万は 1.10%であったことから，平均を算出した。

に比べると第 6 回朝鉄債の未消化額は少ないと言える。また山一証券が下引受や募集取扱を担った社債でも多額の未消化が生じていた。例えば，第 4 回日本郵船債（発行総額 1500 万円，三菱銀行・三井銀行・第一銀行・興銀他 9 行引受，利率 5.5%，発行価格 97 円，応募者利回り 5.979%）では下引受額 150 万円のうち 103.6 万円が未消化となり，また第 6 回大阪電軌債（発行総額 1500 万円，三菱銀行引受，利率 5.5%，発行価格 98 円，応募者利回り 5.816%）では下引受額 50 万円のうち 48.7 万円が未消化となっていた[34]。また金解禁後ではあるが，1928 年に 6 万 6000 円を超す利益金をもたらした京都電燈の 1930 年 7 月発行の第 12 回社債（発行総額 1000 万円，第一銀行引受，利率 6.0%，発行価格 100 円）では，山一証券は 500 万円近くを下引受したものの 393 万円が未消化となっている。このように，第 6 回朝鉄債は投資家層にとって比較的に優良な投資対象のひとつであり，山一証券にとっても，売捌きに苦労したものの，引受社債のうちでは市場が停滞するなかでも消化でき,引受料率が高く発行規模が大きいため利益金が得られる債券であったと言える。

以上，第 5・6 回朝鉄債の山一証券による引受・売捌きについての検討してきた。最後に朝鉄債の山一証券および投資家層にとってどのような債券であったのかをまとめておこう。朝鉄債は，第 5 回（1928 年 3 月発行）・6 回（1929 年 4 月発行）ともに他の銘柄よりも引受料率が高い水準にあった。第 5 回では山一証券の引受社債のうちで最も高い水準にあったが，第 6 回では公益事業債としてはやはり高い水準にあったものの第 5 回よりも低率となった。割戻率では，第 5 回・第 6 回ともに他の公益事業債より少し高い度の水準にあった。そして引受料率が高かった第 5 回では割戻率との差が大きく利益金も多額にのぼった。第 6 回では引受料率の低下と割戻率の上昇の結果，両者が接近し利益金が乏しくなっている。この引受料率の低下には「12 年計画」の実施（2 路線の国有化）という固有の要因が，割戻率の上昇は社債市場の停滞という一般的な要因が，それぞれ影響していたと考えられる。ただし利益金の減少は両者の接近とともに売残りが生じた結果でもあった。第 6 回は一部が未消化となったことから，第 5 回ほど売捌きが容易ではなかったことが窺われる。山一証券では，第 6 回朝鉄債に限らず，社債市場の停滞のために多額の引受・下引受社債を消化できず抱え込んでいた。第 6 回朝鉄債の売捌きは，売残りは少なくないも

34 日本郵船債の下引受では，1928 年 9 月発行の第 3 回でも未消化が生じており，その額は 517 万円（1928 年下期現在）であったという（山一証券『山一証券史』694-695 頁）。この他， 1928 年に第 10 回京都電燈債で下引受で 6 万円を超える利益金を得たが，1930 年 7 月発行の第 12 回では 500 万円近くを下引受したものの 393 万円が未消化となっている。

のの，その発行高と他銘柄の巨額の未消化を考えると，この時期の山一証券の引受社債のうちでは比較的堅実であったと言えよう。

ところでこの間，朝鮮鉄道会社は鉄道事業からの利益金が非常に乏しく，「12 年計画」での救済によってすぐに業績が改善したわけではなかった[35]。たとえば第 6 回を発行した 1929 年上期では利益金 35 万 8765 円を計上する一方で，補助金 160 万 9790 円を付与されていた。当期の借入金・社債への利払いは 97 万 3483 円であり，さらに配当金 70 万 6000 円（8%）であったので，補助金に強く依存してこれらが賄われていることがわかる。他方でこうした財務構造から，投資家層にとっては，朝鉄債は事業成績によらず利子が支払われる投資対象となっていた。すなわち朝鉄債は，補助金により利子が支払われ，鉄道事業それ自体も総督府の救済により改善が期待されることから，総督府によりリスクが肩代わりされている投資対象であった。これまでに検討してきた朝鉄債の社債市場での位置付けは国家信用を背景としていたと言えよう。朝鉄債は投資家層にとっては割戻率の高い銘柄であったが，山一証券にとってもそれ以上に引受料率が高い水準にあったために利益の大きい銘柄であったと言える。また社債市場が停滞するなかでも引受料率と割戻率には一定の開きが保たれていた。こうした引受料率と割戻率の一定の乖離については，引受料率が鉄道事業成績から求められたのに対して，割戻率は総督府によるリスクの肩代わりが織り込まれたことが理由として推定される。ただし，これに関しては引受料率と割戻率の設定について不明な点が多いため可能性にとどまる。

2．朝鉄債投資の資金源泉

これまで第 5・6 回朝鉄債の引受・売捌きから，同債券の社債市場の位置づけについて検討してきた。以下では，朝鉄債への投資資金源泉について，山一証券の売捌き先を投資家層と地域にわけた第 3 - 5 表をもとに考察していく。

第 3 表は，朝鉄債の投資家層を分類したものである。投資家層は個人の他は金融機関が中心となっており，金融機関については業種と社債投資機会の相異から分類した。すなわち起債市場で圧倒的な地位を誇っていた財閥系大銀行及び信託会社は引受により債券を保有することができる一方で[36]，その他の金融機関の多くは債券保有は購入によっていた。

---

[35] 拙稿「植民地期朝鮮における『国有鉄道十二箇年計画』」11 頁および第 7 表（12 頁）を参照されたい。

[36] 橘川武郎「戦間期の社債発行と七大金融系統―金融機関と産業企業との関係―」『証券

そこで，ここでは起債市場にあまり進出しておらず債券保有はもっぱら購入による金融機関を地方金融機関に分類することとした。これには，ひとまず国債引受シ団に参加していない，普通銀行・貯蓄銀行・信託会社・信用組合などが想定される[37]。

第3表. 山一証券による朝鉄債の売捌き先

	第5回		第6回	
	4,500,000		3,375,000	
財閥系金融機関	1,700,000	37.8%	0	0.0%
地方金融機関	774,000	17.2%	1,685,000	49.9%
証券業者など	1,075,000	23.9%	272,400	8.1%
保険会社	550,000	12.2%	270,000	8.0%
個人	330,800	7.4%	859,600	25.5%
公証	70,200	1.6%	0	0.0%
募証	0	−	288,000	8.5%

（出所）第2表参照。

第 3 表に示されているように，第 5 回朝鉄債の購入で最も大きい割合を占めたのは，財閥系金融機関であった[38]。三菱銀行が 90 万円，三井信託が 80 万円を購入している。次いで大きい割合を占めたのは証券業者などであったが，これは山根ビルブローカーによる購入分 100 万円がそのほとんどである。山根ビルブローカーは東京でのコール取引において主要ビルブローカー4 社に挙げられることからも，保有を目的として購入したとは考えにくい[39]。第 5 回朝鉄債では上記 3 者で山一証券引受額の過半が購入されていた。地方金融機関は一機関あたりの購入額が少ない（最高 20 万円，最低 4000 円）一方で，購入機関数が多い。その結果第 5 回朝鮮鉄道債の購入では一定の割合を占めていた。保険会社の購入はほとんどが第一生命の購入（50 万円）であった。個人の購入は一定の割合を占めているものの，大きくはなかった[40]。

研究』第 69 巻（1983 年 5 月）。

[37] この分類はあくまで，証券業者の活動を明らかにすることを目的とする本稿での分析に用いるためのものである。一方を「地方」とするのであれば他方を「都市」とするべきであるが，金融資本としての財閥の金融機関と産業企業との関係を重視するために「都市」ではなく財閥系金融機関とした。また地方銀行の分類を規定する意図はない。なお国債引受シ団への参加による分類については，石井寛治「地方銀行の成立過程」同『近代日本金融史序説』東京大学出版会，1999 年を参考にした。

[38] 「公証」・「募証」については注 30 を参照。

[39] 短資協会編『短資市場七十年史』実業の日本，1966 年，70-71 頁。

[40] このうちには取引関係のある銀行の担当者の名前と見られるものも含まれている。たとえば，「西林」は（他の個人購入者は姓名ともに記される），第 4 回富士瓦斯紡績債の購入者である「三菱銀行西林」と同一人物と推定される。

他方で，第 6 回朝鉄債では売捌き先の構成が大きく変わる。財閥系金融機関の購入がなくなる一方で，地方金融機関の購入が山一証券の引受額の半分を占めることとなった。財閥系金融機関の購入がなくなったのは，社債市場が停滞する中で，自らも引受業務を行っていたために購入による保有をしなくなったことが理由として考えられる。山一証券はこのような状況の中，地方金融機関へより多く売捌いたことがわかる。証券業者などの保有のうち 25 万円は，同じ資本系列の小池銀行にかかるものである。また保険会社の購入も減少している。こうして第 5 回朝鉄債に対して巨額の投資を行った機関投資家の第 6 回朝鉄への投資がなくなるなかで，個人投資家の購入は地方金融機関とともにそれを補っていた。しかし，前述のように，それでも未消化が生じていた。

このように，第 5 回朝鉄債では財閥系金融機関の購入が大きかったが，地方金融機関も一定の割合を占めていた。第 6 回朝鉄債ではこの財閥系金融機関の購入が無くなる一方で，地方金融機関の購入が大きな割合を占めることとなった。一部の地方銀行では貸出不振や預金流入から資金運用が難しくなり有価証券投資を増大させており，朝鉄債にもこうした遊資が投資されたと考えられる[41]。山一証券のこの地方金融機関への売捌きは第 4 表で支店別に示されている。

第4表，地方金融機関への支店別売捌き

	第5回		第6回	
	774,000		1,685,000	
大阪	40,000	5.2%	410,000	24.3%
岡山	565,000	73.0%	423,000	25.1%
京都	0	－	102,000	6.1%
名古屋	100,000	12.9%	100,000	5.9%
浜松	65,000	8.4%	120,000	7.1%
広島	0	－	150,000	8.9%
福岡	－	－	30,000	1.8%
東京（本店）	4,000	0.5%	350,000	20.8%

（出所）第2表参照。

41 地方銀行の有価証券投資については以下の研究蓄積を参照した。麻島昭一「百三十三銀行の有価証券所有の性格」地方金融史研究会編『地方金融史論』大原新生社，1974 年；同「両大戦間における地方銀行の有価証券所有」『地方金融史研究』第 9 号（1978 年 3 月）；伊藤正直「戦時経済体制下の地方銀行―昭和恐慌期以降の秋田県を素材として―」朝倉孝吉編『両大戦間における金融構造―地方銀行を中心として―』御茶の水書房，1980 年；白鳥圭志「両羽銀行の債権整理と証券投資」・粕谷誠「中国地方有力銀行の有価証券投資」石井寛治・杉山和雄編『金融危機と地方銀行　戦間期の分析』東京大学出版会，2001 年；粕谷誠「戦間期における地方銀行の有価証券投資」『金融研究』第 25 巻第 1 号（2006 年 3 月）。

まず，第 5 回朝鉄債の地方金融機関への売捌きにおいては，山一証券岡山支店が重要な役割を果たしていたことがわかる。岡山支店の売捌きは 56 万 5000 円であるが，うち高松百十四銀行と吉備貯蓄銀行の購入が 40 万円（それぞれ 2 件 20 万円）を占めていた。第 6 回朝鉄債では財閥系金融機関の購入がなくなり地方金融機関の購入の比重が高まったのであるが，第 4 表をみると岡山以外の各支店での売捌きの増加によってもたらされたことがわかる。とりわけ大阪と東京といった大都市での売捌きの増大が顕著である。京都・名古屋・浜松・広島ではそれぞれ 10 万円 - 15 万円を売捌いていた。大阪支店での売捌きは共同信託の 30 万円の購入に，東京本店では日本昼夜銀行の 30 万円の購入によるところ大きかった[42]。岡山支店では第 5 回よりも売捌き額が減少し，地方金融機関への売捌きに占める比重が減っているが，これは第 6 回の発行規模が第 5 回よりも小さかったことと，他支店の売捌きが増えているためで，引受総額に占める岡山支店の地方金融機関への売捌きとしてともに 12.5%であった。以上のように，第 6 回朝鉄債での地方金融機関への売捌きは，岡山支店・大阪支店・東京本店が中心となっていた。また第 5 回からの地方金融機関への売捌きの増加分は，大阪支店・東京本店が主だったものの，浜松・京都・広島各支店が 10 万円 - 15 万円を売捌いたことも貢献していた。

第5表. 山一証券本支店別売捌き

	第5回		第6回	
	4,500,000		3,375,000	
大阪	94,000	2.1%	770,700	22.8%
岡山	597,000	13.3%	555,000	16.4%
京都	1,700	0.0%	125,500	3.7%
名古屋	157,800	3.5%	368,900	10.9%
新潟	3,500	0.1%	32,000	0.9%
浜松	67,000	1.5%	120,500	3.6%
広島	−	−	200,400	5.9%
福岡	6,600	0.1%	63,000	1.9%
横浜	500	0.0%	−	−
東京（本店）	3,571,900	79.4%	1,139,000	33.7%
乗換	500,000		1,051,800	

（出所）第2表参照。

[42] 共同信託は後に合併し三和信託となり，日本昼夜銀行は浅野系の銀行で，後に安田銀行に合併されることから，さきに示した地方金融機関の分類からやや外れる。ただし，さしあたって適切な分類がないため，これらをどのように取り上げるかは今後の課題とする。

第 5 表は，山一証券の引受総額における本支店別売捌きを示したものである。第 5 回朝鉄債では，東京本店の売捌きが圧倒的な割合を占めている。これは，大口購入の山根ビルブローカー・三菱銀行・三井信託・第一生命への売捌きが本店により行われたためであった。次いで岡山支店の売捌きが大きい。これは地方金融機関への売捌きにおいて岡山支店が大きな割合を占めていたためである。このように第 5 回朝鉄債では東京本店と岡山支店でほとんどを売捌いていた。ところが第 6 回朝鉄債では東京本店の割合が大きく減退している。これは繰り返し述べてきたように，社債市場が低迷する中で財閥系金融機関を中心とする機関投資家の大口購入がなくなったためであった。また東京本店の売捌き額には，小池銀行 25 万円と未消化 28 万 8000 円も含まれているため，実際の東京本店の減退はもっと大きいものであった。これを補ったのが，各支店での売捌きである。とりわけ大阪・岡山・名古屋各支店はそれぞれ引受額の 10%以上を売捌いている。岡山支店は既に見たように金融機関への売捌きが中心であった。大阪支店では金融機関への売捌きと個人への売捌きが多く，名古屋支店では個人への売捌きの比重が大きかった。このように大阪と名古屋といった大都市の支店では個人への売捌きが比重を高めていた。またその他の支店の売捌きも引受額に占める比重がそれぞれ増大している。ここから山一証券の本支店別売捌きから第 5 回朝鉄債と第 6 回朝鉄債での投資実態についてみると，第 5 回（1928 年 3 月）での東京本店を主とした財閥系金融機関を中心とする大口購入者への売捌きと岡山支店での地方金融機関への売捌き，第 6 回朝鉄債（1929 年 4 月）での地方金融機関による購入の重要性の高まりと個人投資家の割合の増加,そして各支店への売捌きの分散が示される。このように朝鉄債への投資実態は，第 5 回では財閥系金融機関による過剰資本，第 6 回ではより広範な地域からの中小零細資本として特徴づけられよう。

おわりに.

以上，朝鮮鉄道会社の社債発行について，本国証券業者の進出と，投資実態を検討してきた。最後に本稿での検討結果をひとまず次の 3 点に要約しておこう。

第一に，証券業者の引受業務への進出は，社債発行企業からの取引銀行の後退と結びついていた。1920 年以来，破綻の危機にあり大規模な整理を実施していた朝鮮銀行と，「産米増殖計画」のために農業関連融資を増大させていた朝鮮殖産銀行は，1920 年代中頃より朝鮮鉄道会社への資金供給を貸付けから社債発行引受へ転換する。この鉄道金融の展開は

朝鮮鉄道会社に固定化した資金を流動化させるものであったと考えられる。そして植民地銀行に引受けられた朝鉄債は,1920 年代後半になると本国証券業者の引受により借換債が発行されていく。このように朝鉄債の引受機関の転換は，社債市場が拡大する中で，成長を遂げた本国証券業者の引受業務への積極的な進出と，資金の流動化をはかる植民地銀行の鉄道金融からの後退が結びついてもたらされた。朝鉄債でのこうした転換の具体的契機は,「12 年計画」での朝鮮鉄道会社線の一部国有化が投資の保全―国家によるリスクの肩代わり―となることにあったとみられる。また山一証券では，株式会社化に際して朝鮮鉄道会社社長大川平三郎と人的・資本的関係を結んでいたことから，発行機関とこうした関係を築き引受業務に進出したと考えられる。

第二に，本国証券業者の引受により発行された朝鉄債は，投資家層にとっては比較的優良な投資対象のひとつであり，本国証券業者にとっては利益が確保できる債券であった。朝鉄債は事業債平均と同程度の応募者利回りであり，朝鮮総督府の補助金により利子が支払われるうえに,「12 年計画」での救済によって事業成績の改善が期待される社債であった。社債市場が活況を呈するなかで発行された第 5 回朝鉄債は，売行きは順調で多額の利益金を山一証券にもたらした。社債市場が落ち込むなかで発行された第 6 回朝鉄債は，未消化が生じたものの山一証券の引受社債のうちではその割合は低かった。第 6 回朝鉄債の売捌きに際しては割戻率が高まったが，山一証券は引受料率においても他の公益事業債よりも高かったために，両者の間に開きが保たれていた。このため山一証券にとっては朝鉄債は市況が悪化するなかでも利益を得られる引受債券であった。

第三に，朝鉄債への投資実態は，第 5 回では財閥の過剰資本，第 6 回では広範な地域の中小零細資本と特徴づけられる。第 5 回では三菱銀行や三井信託といった財閥系金融機関や，五大生保のひとつである第一生命による大口購入が売捌き先として大きな比重を占めていた。しかし第 6 回ではこうした大口購入はなくなる。第 6 回において重要な売捌き先として現れたのが地方金融機関と大都市の個人投資家であった。第 5 回での地方金融機関への売捌きはそのほとんどを岡山支店が占めていたのに対して，第 6 回では各支店での売捌きが増大し，広範な地域の地方金融機関と，大阪や名古屋といった大都市支店の個人への売捌きが重要であったと言える。朝鉄債の利払いは総督府からの補助金に依存して賄われており，こうした財閥系金融機関や，地方金融機関ならびに大都市における個人投資家が総督府財政の負担の下に利子を獲得していたのである。