

# 株式分割払込制度を背景とした過剰投資

——戦間期を対象とした集計データによる検討と樺太工業のケース——

齊藤 直\*

## 1. はじめに

本稿の課題は、戦間期日本における資金調達面での特徴のひとつである株式分割払込制度の経済的な機能について、とりわけ過剰投資を誘発する可能性という視点から検討する点にある。

株式分割払込制度は、後述のように、株主が株式額面の全額を一括して払い込まず、複数回に分割して払い込む制度である。同制度は、株式担保金融とともに、資本蓄積が乏しい段階のわが国経済において、株式会社制度を通じた社会的資金の集中を促進する役割を果たしたと評価されてきた<sup>1</sup>。しかしながら、同制度の企業金融上の意味は必ずしも自明ではなく、とりわけ追加払込徴収がどのような意味を持ったかについては、あらためて検討される必要がある<sup>2</sup>。実際、こうした制度の下での追加払込徴収は、しばしば経営者が裁量的に用いることが可能な資金調達手段と捉えられてきたが<sup>3</sup>、仮にそれが正しいとすれば、過少投資を緩和する可能性と、過剰投資を誘発する可能性の、双方を想定することが可能になる。もっとも、これはあくまでも「可能性」の議論であり、実際にどちらが見られたのかは、実証的に検討すべき課題ということになる。

一方、時代背景としての戦間期に目を転じれば、戦間期、とりわけ1920年代は、企業

経営上の問題点が露わになった時期でもある。岡崎哲二による「アングロ＝サクソンの」<sup>4</sup>という問題提起以来、戦間期の経済システムについては、「アングロ＝サクソンの」という極端な規定を受け容れるか否かは別としても、少なくとも市場ベースという特徴が戦後の経済システムに比べて強い点については、一致した見解が形成されてきたが、そうした経済システムの性格を反映するかのように、戦間期には企業破綻が続出した<sup>5</sup>。そして、この時期に見られた経営破綻の背景には、拡大主義的な企業行動、不十分な減価償却や過大な配当による財務内容の悪化といった放漫経営があったとしばしば指摘される。そうした企業行動の背景を検討する必要がある<sup>6</sup>。

以上のような問題意識を踏まえ、本稿では、株式分割払込制度が過剰投資を誘発した可能性について検討する。具体的には、第一に、新たに作成した集計データにより、戦間期における大企業を対象に、新規株式発行と追加払込徴収の時系列的な推移を検討することを通じて、追加払込徴収が果たした役割について推論を行う。そして第二に、製紙業の大手企業である樺太工業を対象としたケース分析により、追加払込徴収により調達された資金がいかなる用途に用いられたのかを分析するとともに、同社の事後的な企業パフォーマンスについても検討を加えることで、この時期の企業金融において、追加払込徴収の持つ意味を吟味する。

本稿は以下のように構成される。第2節では、株式分割払込制度が企業金融の面でどの

\* 早稲田大学法文学術院客員研究助手

ような意味を持つか理論的な検討を行うとともに、同時期の企業金融、および株式分割払込制度に関する先行研究についても整理を試みたうえで、本稿の分析のための視点を提示する。第3節では、戦間期の大企業の集計データを用い、株式による資金調達の時系列的な推移について、新規発行と追加払込徴収の対比を中心に確認する。第4節では、具体的な事例を取り上げ、追加払込徴収は過剰投資を誘発した可能性について検討する。対象企業は製紙業の樺太工業とし、戦間期、とりわけ1920年代において、追加払込徴収により調達された資金がどのように用いられたのかを分析するとともに、結果としての企業業績、株価がいかなる推移を辿ったのかを検討することで、過剰投資の可能性を吟味する。第5節では、本稿の結果を要約するとともに、今後の課題を提示する。

## 2. 株式分割払込制度の意味

### 2-1 戦間期の企業金融

資金調達に関する意思決定は、設備投資の決定に関するそれと並んで、企業経営上の最も重要な意思決定のひとつであるといえよう。戦間期における企業金融についても、主に大企業を対象とした全体像を把握する試みについて、既に一定程度の研究の蓄積がある<sup>7</sup>。

例えば、戦間期の企業金融に関する最も重要な論点のひとつに、株式による資金調達の重要性がある。館・諸井(1965)による、戦後に比べ自己資本比率が高いという先駆的な指摘以来、同時期の資金調達に占める株式発行の比重が大きかった点については、志村(1969)、正木(1973)、Goldsmith(1983)、松本(1986)、麻島(1995)、藤野・寺西(2000)などの先行研究でたびたび確認されてきた<sup>8,9</sup>。また、これらの先行研究により、株式による資金調達の重要性に加え、(1)特に1920年代には社債発行による資金調達が重要になったこと、(2)銀行借入については一貫

して大きな役割は果たさなかったこと<sup>10</sup>、の2点についても共有された認識となっていると考えてよいであろう。

そして近年では、データの利用可能性に限界はあるものの、企業レベルのデータを集計することで、戦間期における大企業の資金調達のあり方を把握しようとする試みも見られる。上記の先行研究のうち、志村(1969)、麻島(1995)、藤野・寺西(2000)は集計データにより企業金融の全体像の描写を試みている。

志村(1969)はこの分野での先駆的業績であり、1914年下期、19年下期、31年下期、36年下期の4時点について、金融業、商業を除く産業企業のうち、一貫して存続した企業を対象に、長期資金に関して集計データを用いた分析を行っている。また、麻島(1995)は、1911年上期、19年上期、26年上期、31年上期、36年上期の5時点を取り上げ、各時点での大企業を対象に、貸借対照表の(1)運用資本、(2)固定資産・流動資産、(3)外部金融(支払手形・借入金・社債)、(4)内部金融(払込資本金・積立金・利益金)の集計値を算出し、それを上記の5時点間で比較することにより、戦間期における企業金融の特徴を抽出することを試みた。同研究は、産業区分、財閥系・非財閥系企業といった区分を試みるなど、包括的な分析となっている。対象企業が異なる各時点の集計データから差分を算出するという手法上の難点を不問に付せば、事実発見に富んだ貴重な先行研究であるといえる。

一方、藤野・寺西(2000)は、1902-15年、14-30年、28-40年の3期間(一部重複あり)を対象に、主に鉱業、製造業、電気、ガス、鉄道、海運の6産業の金融構造を分析するとともに、小規模な企業との比較や、産業間における資金調達行動の相違の原因を検討するなど、興味深い論点を提示している。また、各年のデータを分析対象とすることにより、資金調達行動の時系列的な推移を把握することが可能になっている点でも、志村

(1969)、麻島(1995)を拡張しているといえる。

とはいえ、麻島(1995)、藤野・寺西(2000)は、資本金の増加を払込資本金額の差分で捉えており、それが新規の株式発行によるものか、未払込資本金の追加払込によるものかの区分は視野に入っていない。戦前期の資金調達に株式中心であり、かつ、株式による資金調達を円滑化したのが株式分割払込制度であることを踏まえれば、戦間期の資金調達を分析するうえでは、払込資本金の増加を株式の新規発行によるものと、未払込資本金の追加払込によるものとに区分したうえで、特に後者がどのような意味を持ったのかを検討する必要がある<sup>11</sup>。

## 2-2 株式分割払込制度への注目

株式分割払込制度は戦前期の金融システムを特徴付ける最大の要素のひとつである<sup>12</sup>。金融史の通説的理解では、株式分割払込制度は、株式担保金融とともに、社会的資金の集中を促進する役割を果たし、低蓄積水準という初期条件下でも、企業が円滑に成長軌道に乗ることを可能にしたと評価される。ゆえに、戦間期における資金調達を分析する際には、株式分割払込制度についても検討を加える必要がある<sup>13</sup>。

株式分割払込制度を扱った研究は極めて少ないのが現状である。先駆的な研究としては青地(2006)があるが、同研究の視点は、払込金額が異なる複数の株式に同一の議決権が与えられるという制度的特徴が、企業支配に対していかなる影響を与えたかという点にあり<sup>14</sup>、肝心な資金調達との関連での分析は行われていない。企業支配に関する論点も重要な検討課題ではあるが、資金調達面での機能の分析なしでは、同制度の意味を十分に検討したとは言い難い。

資金調達面から考えれば、株式追加払込は資金調達の主体である経営側の裁量が反映しやすい資金調達手段であり、金融資本市場が

逼迫した状況下においても、企業が調達を行いやすい手段であると考えられている<sup>15</sup>。これは、追加払込にある種の強制性があるからであり、具体的には、(1)新規発行が株主総会の決議を経なければ実行し得ないのに対し、追加払込についてはその必要がない、(2)株主が追加払込に応じない場合は、その株式は失権し、没収されたうえで競売に付されるため、払込の負担が既払込部分に対する権利を放棄することに伴う不効用を上回らない限りは、株主は追加払込に応じることが合理的である<sup>16</sup>、という2点が追加払い込みの強制性の内容である。

こうした理解を踏まえ、株式分割払込制度を資金調達の視点から分析した唯一の研究としては、南條・粕谷(2006)が挙げられる。同研究は、株式分割払込制度が、1930年代初頭のデフレ期において、企業金融の安定化と設備投資の下支えに果たした役割を定性的、定量的に検討し、銀行借入の返済圧力が強まる中で、追加払込金を徴収して返済資金に充当する事例や、設備資金、運転資金として活用する事例が主要産業で見られたという史実の提示に加え、設備投資関数の推計を通じて、追加払込金が設備投資と統計的に有意な正の相関を有していることを示した。こうした分析結果から、同研究は、1930年代初頭においては、追加払込徴収が企業金融の安定化や設備投資の下支えに寄与していたと主張した。

こうした南條・粕谷(2006)の結果は、企業の内部者と外部者の間に情報の非対称性が存在する場合に発生しうる過少投資を緩和する可能性を示したものといえる。しかしながら、調達の裁量性を念頭に置けば、過少投資を緩和する可能性だけではなく、過剰投資を誘発する可能性についても考慮しなければならない<sup>17</sup>。すなわち、経営者にとって裁量的な資金調達が可能な手段が存在することによって、過剰な企業規模が維持されやすくなる可能性も考慮する必要がある。本稿は、そうした過剰投資の可能性を、集計データと

ケース分析により検討する試みである。

### 2-3 株式分割払込制度の概要

分析に先立ち、株式分割払込制度の概要について、必要な範囲で確認しておく<sup>18</sup>。

株式分割払込制度については既に1872年の国立銀行条例に規定があり、国立銀行以外の企業の多くにおいても事実上株式分割払込が行われていたが、株式分割払込制度が一般的な法制度として確立されたのは商法制定においてであった。1890年商法（以下、旧商法）第167条で「取締役ハ速ニ株主ヲシテ各株式ニ付キ少ナクトモ四分ノ一ノ金額ヲ会社ニ払込マシム」と規定され<sup>19</sup>、さらに1899年商法（以下、新商法）第128条第2項では「第一回払込ノ金額ハ株金ノ四分ノ一ヲ下ルコトヲ得ス」と表現は変更されているものの内容的には旧商法から変化がなく、この規定は1948年の商法改正まで継続される<sup>20</sup>。すなわち、本稿の対象とする戦間期においては、新規の株式発行に伴う初回払込額は額面の4分の1以上であり、未払込部分については資金需要に応じて適宜徴収すればよいことになる。

次に、新規株式発行および追加払込徴収を決定するプロセスについて確認しておく。新規株式発行は、定款に記載すべき資本金額の変更を伴うため、株主総会の決議を必要とする<sup>21</sup>。したがって、株主の多数が賛同しないような増資は実行し得ないことになる。一方、追加払込に関しては、旧商法は追加払込の時期や方法については定款で定めるとしていたが<sup>22</sup>、新商法では、そうした規定は存在せず、追加払込の方法に経営側の裁量加わる可能性が高まったと考えられる。しかも、株主が追加払込に応じない場合は、株主としての権利は失権することが規定されており、その株式が競売に付され、新たな株主が確定するまでの手続きが定められていたため<sup>23</sup>、既述の通り、払込の負担が既払込部分に対する権利を放棄することに伴う不効用を上回らない限

りは、株主は追加払込に応じることが合理的であると考えられる。しかも、失権が必ずしも払込の義務から解放されることを意味しなかったため<sup>24</sup>、追加払込に応じず、株主としての権利を放棄することのメリットは、株主にとって大きくなかったと想定される。

こうした制度的背景により、株式追加払込は経営者の裁量が発揮される可能性の高い資金調達手段であったと考えられよう<sup>25</sup>。

## 3. 集計データによる検討

### 3-1 データの概要

本節では、大企業の資金調達に関する集計データを用いて、追加払込徴収が持った意味について検討する。

ここでは分析に先立ち、本節の分析で用いるデータについて確認しておく。最初に、分析対象となる企業については、Fruin（1993）所収の、鉱工業大企業リスト（1918年度）の上位100社とした<sup>26</sup>。同リストは総資産額の順でランキングが作成されており、資金調達のうち株式に関する部分を主対象とする本稿の課題を踏まえれば、払込資本金額の上位100社を基準にするという選択肢もあり得るが、生産の規模の大きさを代理していると考えられる総資産に拠った<sup>27</sup>。なお、参考までに、この100社がわが国の株式会社全体の中で占めた比重について確認しておけば、1918年度における100社の払込資本金の総額は8億3,245万円であり、これは同時期における株式会社の払込資本金の総額41億4,313万円の20.1%にあたる<sup>28</sup>。

この1918年段階における鉱工業上位企業100社について、その後の資本金の推移を調査した。資料としては、東洋経済新報社『株式会社年鑑』、大阪屋商店『株式年鑑』、および各社の営業報告書を用いた<sup>29</sup>。具体的には、これらの資料に記載されている貸借対照表に関する数値のうち、資本金と未払込資本金を調査し<sup>30</sup>、併せてその差額として求められる

払込資本金の系列を作成した。

払込資本金の増加をもたらす要因としては、(1)株式の新規発行に伴う増加（資本金増加）、(2)追加払込徴収（未払込資本金の減少）、(3)他社の合併に伴う資本金の増加、の3通りが考えられる。株式分割払込制度の資金調達上の意義を検討するためには、端的には追加払込徴収の意義を増資（新規の株式発行）との比較を念頭に置きながら検討することに他ならないから、ここでは、払込資本金の増加のうち(3)による影響を除いたうえで、(1)と(2)を比較する必要がある。さらに、戦間期に経営破綻が多く見られ、結果として減資も頻繁に観察されたため、貸借対照表記載の数値の差分から資金調達行動を分析するためには、減

資の影響を除いて考えなければならない点にも注意を要する。

### 3-2 集計データの検討

以上のような考えに基づき、合併および減資の影響を除いたうえで、新規株式発行、追加払込徴収のそれぞれによる資金調達額に関する集計データの系列を作成した。集計データの系列は表1に示されている。同表の(a)は100社全体を対象とした集計データであり、(b)は1936年度下期まで存続する73社を対象とした集計データである。前者は可能な限り多数の企業のデータを用い、全体像を描き出す試みであるのに対し、後者は同一の対象企業を用いることで、異時点間の比較に適した

表1 集計データ：新規株式発行と追加払込徴収

| 年度   | (a) 1918年度の上位100社 |         |         |         | (b) うち1936年度まで存続する72社 |         |         |         | (参考)                  |
|------|-------------------|---------|---------|---------|-----------------------|---------|---------|---------|-----------------------|
|      | 企業数               | 新株発行    | 追加払込徴収  | 合計      | 企業数                   | 新株発行    | 追加払込徴収  | 合計      | 株価指数<br>(1921年1月=100) |
| 1918 | 99                | 41,774  | 64,833  | 106,607 | 72                    | 24,084  | 56,380  | 80,464  |                       |
| 1919 | 99                | 17,069  | 82,379  | 99,448  | 72                    | 14,819  | 32,283  | 47,102  |                       |
| 1920 | 97                | 118,832 | 133,572 | 252,404 | 72                    | 99,414  | 103,750 | 203,164 | 100.0                 |
| 1921 | 95                | 44,725  | 40,569  | 85,294  | 72                    | 33,800  | 25,290  | 59,090  | 125.9                 |
| 1922 | 93                | 4,425   | 16,057  | 20,482  | 72                    | 4,425   | 6,212   | 10,637  | 103.3                 |
| 1923 | 90                | 3,000   | 31,277  | 34,277  | 72                    | 1,250   | 22,149  | 23,399  | 106.0                 |
| 1924 | 90                | 30,234  | 47,952  | 78,186  | 72                    | 20,846  | 39,936  | 60,782  | 111.2                 |
| 1925 | 90                | 16,877  | 42,592  | 59,469  | 72                    | 16,877  | 41,191  | 58,068  | 129.0                 |
| 1926 | 88                | 10,450  | 41,676  | 52,126  | 72                    | 10,450  | 32,739  | 43,189  | 142.1                 |
| 1927 | 84                | 28,485  | 31,224  | 59,709  | 72                    | 19,390  | 21,159  | 40,549  | 119.2                 |
| 1928 | 83                | 20,550  | 36,753  | 57,303  | 72                    | 20,550  | 20,024  | 40,574  | 104.5                 |
| 1929 | 82                | 0       | 24,942  | 24,942  | 72                    | 0       | 24,942  | 24,942  | 71.1                  |
| 1930 | 82                | 0       | 24,038  | 24,038  | 72                    | 0       | 18,820  | 18,820  | 53.0                  |
| 1931 | 80                | 26,125  | 16,630  | 42,755  | 72                    | 26,125  | 16,391  | 42,516  | 72.3                  |
| 1932 | 80                | 4,250   | 18,537  | 22,787  | 72                    | 4,250   | 18,537  | 22,787  | 103.7                 |
| 1933 | 78                | 76,165  | 38,455  | 114,620 | 72                    | 74,665  | 38,455  | 113,120 | 122.5                 |
| 1934 | 74                | 5,964   | 84,430  | 90,394  | 72                    | 5,964   | 80,980  | 86,944  | 117.0                 |
| 1935 | 72                | 11,300  | 19,118  | 30,418  | 72                    | 11,300  | 19,118  | 30,418  | 124.6                 |
| 1936 | 72                | 75,066  | 38,909  | 113,975 | 72                    | 75,066  | 38,909  | 113,975 | 144.6                 |
| 1937 | 69                | 113,856 | 205,327 | 319,183 | 69                    | 113,856 | 205,327 | 319,183 | 164.0                 |
| 1938 | 69                | 93,426  | 110,900 | 204,326 | 69                    | 93,426  | 110,900 | 204,326 | 139.8                 |
| 1939 | 67                | 34,625  | 161,763 | 196,388 | 67                    | 34,625  | 161,763 | 196,388 | 189.2                 |
| 1940 | 65                | 194,113 | 273,578 | 467,691 | 65                    | 194,113 | 273,578 | 467,691 | 145.9                 |
| 1941 | 61                | 47,500  | 209,154 | 256,654 | 61                    | 47,500  | 209,154 | 256,654 | 173.3                 |
| 1942 | 59                | 251,193 | 123,119 | 374,312 | 59                    | 251,193 | 123,119 | 374,312 | 204.5                 |

(資料) 各社営業報告書(各期)、東洋経済新報社『株式会社年鑑』(各号)、大阪屋商店『株式年鑑』(各号)。株価指数については日本銀行統計局編『明治以降本邦主要経済統計』。

(注) データを入手できない内田造船以外の99社。企業数は各年度下期の企業数とした。株価指数は1921年1月を基準(=100)としているがこれを20年度の数値とした。

データ系列となっている。ただし、両データ系列から読み取れる傾向はほぼ同様である。

同表から、以下の点を読み取ることができる。

まず、新規株式発行については、概ね景気に連動している点を指摘することができる。表1の右端に株価指数を掲げたが、新規株式発行は株価の高い時期に行われていることが明らかである。既述のように、新規株式発行には株主の同意が必要であったが、この時期の株式発行形態は株主割当増資であったことを踏まえれば<sup>31</sup>、高株価の時期でなければ株主の同意が得られなかったためであろう。この点は、逆に、景気悪化時には、新規株式発行がほとんど見られないことから首肯され得る。株価が継続的に低下した1929年、30年には対象企業が82社存在するにもかかわらず、1社も新規株式発行を行っていない。株価が低迷している時期の新株発行は困難であったと考えられる。

ただし、戦間期においては、未払込部分の徴収が済まなければ新株の発行は許されなかったため<sup>32</sup>、新株発行が見られなかったのは、そもそも新規株式発行が不可能な企業が大多数を占めていたことによる可能性も否定できない。そこで、1929-30年の直前の時期において新株を発行可能な企業がどの程度存在したかを確認しておく。28年下期に新株を発行できる、すなわち資本に未払込部分が存在しない企業は82社中18社存在したから<sup>33</sup>、他の時点と比較不可能なまでに新株を発行可能な企業の割合が低いということとはできない。以上から、新規株式発行は株価に連動していたと考えてよからう。

一方、追加払込徴収については、株価の高い時期には新規株式発行と同様、高い水準を記録するが、株価の低い時期にも安定的に推移する点を重視すべきであろう。日本経済が長期的な低迷に苦しんだ時期と理解されている1920年代においても、追加払込徴収の総額は安定的であり、さらに株価が急落し、新

株発行が皆無であった30年前後においてさえも、2,400-2,500万円の水準を維持している。追加払込徴収が、必ずしも株主の利害を反映したものではないことが示唆されよう。

もっとも、景気低迷時に追加払込徴収を行ったのが一部の優良企業であった可能性もある。そこで、(a)、(b)の数値の差から、1936年までに何らかの理由により消滅した企業の資金調達を確認すれば、消滅企業でも追加払込徴収を行っていたことが判明する。消滅した企業のほとんどは他社に合併されているが、被合併企業の多くは何らかの経営上の問題を抱え、低株価に陥っていたと考えられる。追加払込徴収という裁量的な資金調達手段の存在が、そうした問題を抱えた経営を温存させた可能性があろう。

こうした問題意識に立ち、次節ではケース分析により、長期的に経済が低迷した20年代における追加払込徴収の位置付けについて検討する。

## 4. ケース分析：樺太工業のケース

### 4-1 対象企業の選定

本節では、追加払込徴収が過剰投資を誘発する可能性について、ケース分析により検討する。分析対象としては、製紙業の代表的な企業の1社である樺太工業を取り上げる。同社を取り上げる理由としては、1920年代に追加払込徴収が頻繁に行われたこと<sup>34</sup>、および、当時から企業規模の過度な拡張による経営悪化が指摘されていたこと<sup>35</sup>、の2点がある。なお、同社はFruin (1993) 掲載の大企業ランキング（鉱工業）において、総資産基準で1918年度に59位、30年度に5位にランクインしており、ここからも戦間期において極めて拡大志向的な企業行動が見られた事実が裏付けられる<sup>36</sup>。

分析に先立ち、樺太工業の資金調達行動を要約しておく。表2には、前節の要領で作成された資本金の推移に、社債、借入金も加え

た資金調達の詳細を示している。同表から樺太工業が頻繁に追加払込徴収を行っていることがわかるが、それにより調達された資金がどのように用いられたかを検討することが以下の分析における視点のひとつとなる。一方、ストックで見れば負債の比重は大きく、社債の発行も頻繁に行われているが、いうまでもなく負債には返済義務があるため、負債による新規の資金調達を重視するのであれば、負債残高の増減を検討する必要がある<sup>37</sup>。表2を用いて、1918年度から王子製紙への合併

直前までの資金調達額を調達方法別に比較すれば、社債が4,326万円と最大であるが、追加払込徴収による資金調達額も2,351万円(社債の54%)に達しており、社債には及ばないものの、決して無視することのできない水準であることもまた確かであろう<sup>38</sup>。

#### 4-2 設立から1920年代初頭までの経緯

1910年前後の製紙業界では、すでに王子製紙と富士製紙の2社が競争優位を固めていたが、樺太工業はそうした状況下の1913年

表2 樺太工業の資金調達

単位：千円

| 決算期<br>年 月 | 資本金の状況    |            |           | 払込資本金増加の内訳 |            |        |        | 負債     |       |        |
|------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|--------|--------|--------|-------|--------|
|            | 公称資<br>本金 | 未払込<br>資本金 | 払込資<br>本金 | 新株発<br>行   | 追加払<br>込徴収 | 合併     | 合計     | 社債     | 借入    | 合計     |
| 1914 6     | 2,000     | 1,500      | 500       | 500        | 0          | 0      | 500    | 0      | 0     | 0      |
| 12         | 2,000     | 1,500      | 500       | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 1915 6     | 2,000     | 1,500      | 500       | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 12         | 2,000     | 1,500      | 500       | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 1916 6     | 5,000     | 3,750      | 1,250     | 0          | 0          | 750    | 750    | 0      | 0     | 0      |
| 12         | 5,000     | 3,750      | 1,250     | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 1917 6     | 5,000     | 3,750      | 1,250     | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 12         | 5,000     | 3,750      | 1,250     | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 1918 6     | 5,000     | 3,000      | 2,000     | 0          | 750        | 0      | 750    | 0      | 0     | 0      |
| 12         | 5,000     | 3,000      | 2,000     | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 1919 6     | 10,000    | 6,000      | 4,000     | 0          | 0          | 2,000  | 2,000  | 0      | 1,500 | 1,500  |
| 12         | 11,000    | 6,600      | 4,400     | 0          | 0          | 400    | 400    | 0      | 1,500 | 1,500  |
| 1920 6     | 11,000    | 4,400      | 6,600     | 0          | 2,200      | 0      | 2,200  | 0      | 1,500 | 1,500  |
| 12         | 11,000    | 3,300      | 7,700     | 0          | 1,100      | 0      | 1,100  | 0      | 2,300 | 2,300  |
| 1921 6     | 11,000    | 3,300      | 7,700     | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 1,630 | 1,630  |
| 12         | 11,000    | 1,100      | 9,900     | 0          | 2,200      | 0      | 2,200  | 0      | 2,130 | 2,130  |
| 1922 6     | 11,000    | 0          | 11,000    | 0          | 1,100      | 0      | 1,100  | 0      | 4,750 | 4,750  |
| 12         | 11,000    | 0          | 11,000    | 0          | 0          | 0      | 0      | 0      | 3,000 | 3,000  |
| 1923 6     | 18,000    | 5,250      | 12,750    | 1,750      | 0          | 0      | 1,750  | 2,500  | 3,000 | 5,500  |
| 12         | 18,000    | 5,250      | 12,750    | 0          | 0          | 0      | 0      | 2,500  | 3,000 | 5,500  |
| 1924 6     | 18,000    | 3,897      | 14,103    | 0          | 1,353      | 0      | 1,353  | 2,500  | 3,000 | 5,500  |
| 12         | 18,000    | 3,850      | 14,150    | 0          | 47         | 0      | 47     | 2,500  | 4,640 | 7,140  |
| 1925 6     | 18,000    | 3,850      | 14,150    | 0          | 0          | 0      | 0      | 2,500  | 4,372 | 6,872  |
| 12         | 18,000    | 2,450      | 15,550    | 0          | 1,400      | 0      | 1,400  | 7,500  | 0     | 7,500  |
| 1926 3     | 18,000    | 2,450      | 15,550    | 0          | 0          | 0      | 0      | 5,000  | 0     | 5,000  |
| 9          | 33,618    | 700        | 32,918    | 0          | 1,750      | 15,618 | 17,368 | 19,500 | 0     | 19,500 |
| 1927 3     | 33,618    | 0          | 33,618    | 0          | 700        | 0      | 700    | 25,000 | 0     | 25,000 |
| 9          | 70,000    | 27,287     | 42,713    | 9,095      | 0          | 0      | 9,095  | 28,000 | 0     | 28,000 |
| 1928 3     | 70,000    | 27,287     | 42,713    | 0          | 0          | 0      | 0      | 32,750 | 0     | 32,750 |
| 9          | 70,000    | 21,830     | 48,171    | 0          | 5,457      | 0      | 5,457  | 32,500 | 0     | 32,500 |
| 1929 3     | 70,000    | 21,830     | 48,171    | 0          | 0          | 0      | 0      | 32,250 | 0     | 32,250 |
| 9          | 70,000    | 21,830     | 48,171    | 0          | 0          | 0      | 0      | 32,000 | 0     | 32,000 |
| 1930 3     | 70,000    | 21,830     | 48,171    | 0          | 0          | 0      | 0      | 47,750 | 0     | 47,750 |
| 9          | 70,000    | 16,611     | 53,389    | 0          | 5,218      | 0      | 5,218  | 47,500 | 3,968 | 51,468 |
| 1931 3     | 70,000    | 16,372     | 53,628    | 0          | 239        | 0      | 239    | 47,250 | 5,560 | 52,810 |
| 9          | 70,000    | 16,372     | 53,628    | 0          | 0          | 0      | 0      | 43,617 | 5,560 | 49,177 |
| 1932 3     | 70,000    | 16,372     | 53,628    | 0          | 0          | 0      | 0      | 43,361 | 3,360 | 46,721 |
| 9          | 70,000    | 16,372     | 53,628    | 0          | 0          | 0      | 0      | 43,262 | 3,360 | 46,622 |

(資料) 営業報告書(各期)

に、パルプ専業企業として資本金200万円で設立された。同社の創業者は大川平三郎であり<sup>39</sup>、大川系の製紙会社5社（九州製紙、中央製紙、木曾興業、四日市製紙、中之島製紙）の共同事業として、樺太にパルプ工場を設立することで、すでに大規模な製紙・パルプの統合経営を実現するとともに、北海道におけるパルプ針葉樹林資源の専有を進めていた王子製紙、富士製紙に対抗することを目指したのであった。

設立が第一次大戦期の直前にあたっていたこともあり、樺太工業は初期から好業績を実現した。収益性の指標としてROEを取り上げれば<sup>40</sup>、実質的な操業を開始した1915年12月期から18年度まで20-35%（平均26.8%）という高収益であった。この時期にわが国の大企業は大戦景気を背景にして空前の好業績を実現していたが、それでも平均的なROEは20-25%であり<sup>41</sup>、製紙業のライバル企業である王子製紙、富士製紙のROEはそれぞれ12-18%、10-20%程度であったことから、樺太工業の収益性は高かったといえる。

こうした高収益を背景として、樺太工業は創業直後から高配当を実現した。配当率は1915年12月期には15%、16年6月期、12月期に25%、17年6月期に35%と推移した後、17年12月期から20年6月期まで40%を維持し、20年12月期にも30%を確保した。高収益、高配当は株価にも反映した。樺太工業株が東京株式取引所の長期清算市場に上場されたのは1920年9月であり<sup>42</sup>、したがって年間を通して株価データを利用できるのは翌21年からであるが、同年1月の平均株価<sup>43</sup>は35円払込に対して64.0円（払込金額に対する比率は1.83）であり、50円払込に対し87.7円（1.75）の富士製紙を上回り、50円払込に対し94.0円（1.88）の王子製紙に近い水準であった<sup>44</sup>。

樺太工業は、樺太において王子製紙とパルプ事業を争ったが<sup>45</sup>、この段階では樺太では

パルプ事業のみを展開する王子製紙とは対照的に、島内での紙・パルプ一貫生産による事業拡大を目指した。具体的には、樺太工業は1918年に同社最初の製紙工場となる真岡工場の建設に着手し、19年8月に製造を開始したのである。しかし、20年代初頭には、パルプ、続いて洋紙の市況悪化により、経営難を迎えることになる。

#### 4-3 1920年代における拡大志向的な企業行動

1920年代初頭には、紙・パルプ事業をめぐる経営環境はすでに悪化に転じており、さらに21年には相次ぐ火災被害（2月に泊居工場、5月に真岡工場）もあり<sup>46</sup>、21年6月期には、業績は急激に悪化した<sup>47</sup>。また、21年12月期には、火災に伴う保険金に加え、積立金202万5千円の取り崩しにより<sup>48</sup>、固定資産、製品勘定、倉庫品勘定について合計477万円の償却を行った<sup>49</sup>。市況の悪化を前提とすれば、罹災の処理を終えた段階で、ひとまず生産の規模を低位に保ち、一定の収益性を確保する戦略もあり得たはずである。しかしながら、樺太工業が採用したのは、あくまでも事業の拡張であった。

泊居、真岡の2工場は早くも1922年3月までに復旧したものの、市況悪化という状況下における積極的な再建築の強行は滞貨をもたらす結果に終わった。しかし、大川平三郎は長期的なパルプ市況の回復という予想に基づき<sup>50</sup>、24年5月に恵須取工場の建設に着手し、25年11月における同工場の操業開始がパルプの滞貨増加による一層の経営困難をもたらすと、26年には恵須取工場を製紙工場に改造する計画を立てる、といった具合に事業は拡張の一途を辿ったのである（表3）<sup>51</sup>。

企業規模の拡大という意味では、樺太工業が行った合併についても検討しておく必要がある。樺太工業は1926年1月30日の定時株主総会で、同じ大川系と位置づけられる九州製紙、中央製紙、中之島製紙との合併を決議



し<sup>52</sup>、同年6月15日に合併した<sup>53</sup>。この3社の合併条件は以下のようなものであった<sup>54</sup>。

- 一、九州製紙会社旧株十株に対し樺工株式十八株半の割、九州新株四株を合併して全額払込みの一株としこの株式十株に対し樺工株式二十五株の割
- 二、中央製紙会社九株は十株に対し樺工株式十二株半の割、中央新株二株を合併して全額払い込み株式一株としこの株式十株に対し樺工株式十四株の割
- 三、中ノ島製紙会社旧株式十株に対し樺工株式十五株の割、中ノ島新株式四株を合併して金額払込の一株としこの株式十株に対し樺工株式十四株の割

合併比率を見れば明らかのように、3件とも、合併側の樺太工業の株式が低い評価と

なっている。データの利用可能性の問題により、この合併比率が妥当であったか否かについて厳密に検討するのは困難であるが、最も簡単な方法として、合併前の1株あたり利益を確認しておく<sup>55</sup>。ただし、この時期の株式会社には全額払込済の旧株と一部払込済の新株が並存している企業が多いため、払込資本金50円あたりの利益額に注目する。また、利用可能な利益額は当期純利益のみであることにも注意を要する。そうした事情を踏まえた上で、1株（払込額50円）あたり利益（半年）を算出すると表4の右端のようになるが、合併直前における九州製紙、中之島製紙の利益はやや過大な感があり<sup>56</sup>、実質的な1株あたり利益は、九州製紙7.5円、中央製紙4.4円、中之島製紙3.6円程度であろう<sup>57</sup>。株式の交換比率は、樺太工業1に対して九州製紙0.54、中央製紙0.80、中之島製紙0.67であるが、樺

表3 樺太工業の財務

単位：千円、%

| 決算期<br>年 月 | 資本     |           |       | 負債     |        |          |        | 資産      |        |        | 当期      |    |
|------------|--------|-----------|-------|--------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|---------|----|
|            | 資本     | 払込<br>資本金 | 積立金   | 社債     | 借入金    | 支払<br>手形 | 固定資産   | 流動資産    | 純利益    | 配当率    |         |    |
| 1920 6     | 10,729 | 6,600     | 2,632 | 7,501  | 0      | 1,500    | 4,462  | 18,230  | 8,338  | 9,891  | 1,391   | 40 |
| 1920 12    | 11,809 | 7,700     | 2,720 | 8,780  | 0      | 2,300    | 4,941  | 20,589  | 8,940  | 11,649 | 1,274   | 30 |
| 1921 6     | 10,891 | 7,700     | 2,811 | 11,322 | 0      | 1,630    | 7,267  | 22,213  | 9,660  | 15,818 | 253     | 6  |
| 1921 12    | 7,771  | 9,900     | 2,832 | 11,457 | 0      | 2,130    | 7,386  | 19,228  | 12,276 | 10,216 | ▲ 5,090 | 6  |
| 1922 6     | 12,240 | 11,000    | 806   | 12,514 | 0      | 4,750    | 6,976  | 24,754  | 14,440 | 10,314 | 391     | 6  |
| 1922 12    | 12,390 | 11,000    | 823   | 13,256 | 0      | 3,000    | 8,282  | 25,646  | 14,712 | 10,933 | 493     | 8  |
| 1923 6     | 14,358 | 12,750    | 848   | 13,914 | 2,500  | 3,000    | 6,355  | 28,272  | 15,020 | 13,253 | 682     | 10 |
| 1923 12    | 14,468 | 12,750    | 898   | 16,353 | 2,500  | 3,000    | 8,237  | 30,821  | 15,281 | 15,539 | 727     | 10 |
| 1924 6     | 15,904 | 14,103    | 948   | 16,860 | 2,500  | 3,000    | 8,901  | 32,764  | 15,731 | 17,032 | 755     | 10 |
| 1924 12    | 16,118 | 14,150    | 998   | 19,660 | 2,500  | 4,640    | 10,275 | 35,778  | 16,060 | 19,719 | 850     | 10 |
| 1925 6     | 16,310 | 14,150    | 1,048 | 21,335 | 2,500  | 4,372    | 12,115 | 37,645  | 16,407 | 21,238 | 946     | 10 |
| 1925 12    | 18,038 | 15,550    | 1,098 | 26,689 | 7,500  | 0        | 16,904 | 44,727  | 16,734 | 27,992 | 1,092   | 12 |
| 1926 3     | 17,624 | 15,550    | 1,168 | 28,819 | 5,000  | 0        | 21,268 | 46,443  | 23,248 | 23,195 | 589     | 12 |
| 1926 9     | 40,165 | 32,918    | 3,718 | 47,956 | 19,500 | 0        | 25,622 | 88,121  | 44,784 | 43,337 | 2,338   | 12 |
| 1927 3     | 40,960 | 33,618    | 3,868 | 52,045 | 25,000 | 0        | 22,752 | 93,005  | 47,325 | 45,679 | 2,240   | 12 |
| 1927 9     | 50,297 | 42,713    | 4,018 | 47,677 | 28,000 | 0        | 17,085 | 97,974  | 49,596 | 48,379 | 2,415   | 10 |
| 1928 3     | 50,523 | 42,713    | 4,168 | 51,710 | 32,750 | 0        | 16,422 | 102,233 | 52,122 | 50,111 | 2,532   | 10 |
| 1928 9     | 56,346 | 48,171    | 4,318 | 53,234 | 32,500 | 0        | 18,053 | 109,580 | 55,349 | 54,229 | 2,640   | 10 |
| 1929 3     | 56,584 | 48,171    | 4,468 | 57,127 | 32,250 | 0        | 21,705 | 113,711 | 57,560 | 56,150 | 2,695   | 10 |
| 1929 9     | 56,275 | 48,171    | 4,618 | 61,179 | 32,000 | 0        | 25,424 | 117,454 | 59,521 | 57,934 | 2,239   | 10 |
| 1930 3     | 55,964 | 48,171    | 4,818 | 62,420 | 47,750 | 0        | 11,344 | 118,384 | 60,409 | 57,975 | 1,716   | 6  |
| 1930 9     | 60,732 | 53,389    | 5,018 | 64,477 | 47,500 | 3,968    | 9,224  | 125,209 | 63,385 | 61,822 | 1,070   | 0  |
| 1931 3     | 55,628 | 53,628    | 6,008 | 64,046 | 47,250 | 5,560    | 6,995  | 119,674 | 62,940 | 56,733 | ▲ 5,283 | 0  |
| 1931 9     | 55,628 | 53,628    | 2,000 | 60,521 | 43,617 | 5,560    | 7,042  | 116,149 | 63,004 | 53,143 | 0       | 0  |
| 1932 3     | 55,628 | 53,628    | 2,000 | 56,901 | 43,361 | 3,360    | 6,336  | 112,529 | 63,121 | 49,407 | 0       | 0  |
| 1932 9     | 56,851 | 53,628    | 2,000 | 55,926 | 43,262 | 3,360    | 5,320  | 112,777 | 63,349 | 49,429 | 1,223   | 0  |

(資料) 営業報告書(各期)

(注) 1921年6月期、12月期は工場の火災にかかわる整理勘定があるため資本と負債の和が資産とはならない。財務データの処理については齊藤(2004b)に準拠した。

太工業の1株あたり利益は3.4円であることから<sup>58</sup>、あくまでもこの基準のみから判断するという限定の下ではあるが、想定される交換比率は九州製紙0.45、中央製紙0.77、中之島製紙0.94であり、中央製紙は妥当な水準であるものの、九州製紙は過小に、中之島製紙は過大に評価されていると考えられる<sup>59</sup>。表4から明らかかなように、過大評価されている中之島製紙の規模は他の2社より遥かに小さく、過小評価されている九州製紙の規模が大きいため、合併比率に注目する限りでは、この合併全体として樺太工業の経営に問題をもたらすものであったと評価することはできない。

被合併3社のうち九州製紙、中央製紙の主力製品は新聞用紙であることに加え、樺太工業は当初パルプ専業企業として設立されており、徐々に製紙業への多角化を進めてはいたが、王子製紙、富士製紙に比べれば不十分であったことから、この合併は、多角化による事業展開を意図したものと位置づけられる。仮に合併比率に問題がなかったとしても、合併後の収益性が低下するようでは、こうした

事業展開は経営効率の改善をもたらさず、むしろ望ましくない規模拡大であったと考えるのが妥当であろう。

そこで、実際に合併前後で利益額を比較してみると、樺太工業と被合併3社の全てについて当期純利益を利用できる合併直前3期の利益の合計は、1924年下期190万円、25年上期197万円、25年下期220万円であったが<sup>60</sup>、合併直後の26年下期における樺太工業の利益は234万円と合併前の4社合計額を上回り、以後、29年270万円まで、ほぼ一貫して増加した。しかしながら、収益性の点では後掲の図1が示すように、同時期に一貫した低下傾向にある。同図は収益性としてROEを用いており、分母は資産規模を表すわけではないが、仮に分母を総資産に代えた場合でも収益性の低下傾向は同様に明確であり<sup>61</sup>、利益の増加を上回るペースでの企業規模の拡大が収益性低下の背景にあったと考えられる。

また、20年代後半には、樺太工業の生産能力増強の影響もあり、パルプ、洋紙ともに供給過剰の状態にあり<sup>62</sup>、価格も継続的に低下した<sup>63</sup>。上記の財務上の問題に加え、樺太

表4 樺太工業が合併した3社の概要

単位：千円（右端のみ円）

| 企業    | 決算期  |    | 資本金   |      |      | 長期負債 |      | 資産    |      |      | 当期純利益 |          |
|-------|------|----|-------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|----------|
|       | 年    | 月  | 公称    | 未払込  | 払込   | 社債   | 借入金  | 固定資産  | 有価証券 | 手持品  | 金額    | 払込50円あたり |
| 九州製紙  | 1924 | 9  | 10000 | 5625 | 4375 | 0    | 2615 | 5379  | 2382 | 2492 | 641   | 7.3      |
|       | 1925 | 3  | 10000 | 5625 | 4375 | 3000 | 2200 | 6413  | 2866 | 2288 | 662   | 7.6      |
|       | 1925 | 9  | 10000 | 5625 | 4375 | 3000 | 2769 | 7011  | 3079 | 2594 | 663   | 7.6      |
|       | 1926 | 3  | 10000 | 5625 | 4375 | 3000 | 2851 | 8210  | 2254 | 2594 | 1047  | 12.0     |
| 中央製紙  | 1924 | 3  | 5000  | 1700 | 3300 | 0    | 820  | 2108  | 2087 | 809  | 300   | 4.5      |
|       | 1924 | 9  | 5000  | 1700 | 3300 | 0    | 1480 | 2461  | 2131 | 1832 | 296   | 4.5      |
|       | 1925 | 3  | 5000  | 1700 | 3300 | 1500 | 580  | 3020  | 2175 | 1360 | 256   | 3.9      |
|       | 1925 | 9  | 5000  | 1700 | 3300 | 1500 | 1190 | 3144  | 2389 | 2062 | 302   | 4.6      |
| 中之島製紙 | 1924 | 6  | 3000  | 1500 | 1500 | 0    | 0    | 520   | 622  | 84   | 107   | 3.6      |
|       | 1924 | 12 | 3000  | 1500 | 1500 | 0    | 0    | 520   | 645  | 53   | 113   | 3.8      |
|       | 1925 | 6  | 3000  | 1500 | 1500 | 0    | 0    | 529   | 626  | 50   | 106   | 3.5      |
|       | 1925 | 12 | 3000  | 1500 | 1500 | 0    | 0    | 529   | 905  | 71   | 140   | 4.7      |
| 合計    |      |    | 18000 | 8825 | 9175 | 4500 | 4041 | 11882 | 5548 | 4727 |       |          |

(資料) 各社営業報告書(各期)

(注) 貸借対照表(資産)の各費目の固定資産、有価証券、手持品への分類は齊藤(2004)と同様の基準によった。当期純利益については、基準を統一するため、役員賞与が費用計上されている場合には利益額に加えた。中央製紙の26年3月期については営業報告書を手に入らず、データの利用を断念した。中之島製紙の社名は営業報告書では「中之嶋製紙」となっているが、通例に倣い「中之島製紙」とした。

工業の生産能力増強が、過剰供給による価格低下を招いたという意味においても、この時期における樺太工業の業績悪化を規定する要因は、継続的な企業規模の拡大にあったといえよう。

#### 4-4 1920年代における資金調達の変遷

以上のような拡大志向的な企業行動を念頭に置きつつ、1920年代の資金調達について、追加払込徴収によって調達された資金がどのように用いられたかという視点から、検討しておく。もっとも、調達された資金が具体的にいかなる用途に充てられたのかを明らかにすることは、資料の制約上ほとんど不可能であるため、追加払込徴収により払込資本金が増加した期に、資産項目のうちどの費目が増加したかを検討することで、全体的な傾向の把握を試みる。泊居、真岡の2工場が火災被害に遭った1921年から、後に見るように経営破綻が明らかになった31年までを対象に、株式、社債、借入金の少なくともひとつの方法で資金調達が行われた期について、資産項目（固定資産、有価証券、手持品）の増減を対応させたのが表5である。

ここでは、便宜的に、(1)九州製紙、中央製紙、中之島製紙の3社を合併する以前、(2)合

併前後の時期、(3)合併以後の時期、の3つの局面に分けて、本稿の課題である追加払込徴収による資金調達を中心に検討する。

##### (1) 3社を合併する以前の局面

1921年12月期に220万円、22年6月期に110万円の追加払込徴収を行っているが、この両期には固定資産が大きく増加しており（両期合計で478万円）、21年2月、5月に火災被害に遭った泊居、真岡の2工場の復旧に関わるものであると想定される。この両期には合計312万円の借入も行っており、追加払込徴収と併せて固定資産の増加に充てたものと考えられる。その後、泊居、真岡両工場の復旧が完了し、株価が回復を見せていた1923年6月期には新株発行（700万円、25%払込）を行い、24年6月期、25年12月期には相次いで追加払込徴収（25%→45%、45%→60%）を行っている。この追加払込徴収が行われた時期は、恵須取工場を建設していた時期にあたり、一定部分は固定資産に充当されたものと考えられるが、各期の固定資産増加は、表掲されていない期も含めて32-45万円と、それほど多額ではない。また、後掲の図1から明らかのように、24年度から収益性も上昇傾向を示しており、少なくとも事後的には、この時期に行われた投資

表5 調達された資金の用途

単位：千円

| 決算期<br>年 月 | 長期資金の調達 |       |        |        | 資産の増減   |        |       | 備考      |                 |
|------------|---------|-------|--------|--------|---------|--------|-------|---------|-----------------|
|            | 新株発行    | 追加払込  | 合併     | 社債     | 借入金     | 固定資産   | 有価証券  |         | 手持品             |
| 1921 12    | 0       | 2,200 | 0      | 0      | 500     | 2,616  | 0     | ▲ 1,130 | 泊居、真岡両工場の復旧     |
| 1922 6     | 0       | 1,100 | 0      | 0      | 2,620   | 2,164  | 90    | ▲ 452   | 同上              |
| 1923 6     | 1,750   | 0     | 0      | 2,500  | 0       | 308    | 57    | 713     |                 |
| 1924 6     | 0       | 1,353 | 0      | 0      | 0       | 450    | ▲ 46  | ▲ 1,205 | 恵須取工場の建設に着手     |
| 1924 12    | 0       | 47    | 0      | 0      | 1,640   | 329    | 33    | 1,018   |                 |
| 1925 12    | 0       | 1,400 | 0      | 5,000  | ▲ 4,372 | 327    | 128   | 3,268   | 恵須取工場の操業開始      |
| 1926 9 (a) | 0       | 0     | 15,618 | 4,500  | 4,041   | 11,882 | 5,548 | 4,727   | 3社を合併           |
| 1926 9 (b) | 0       | 1,750 | 0      | 10,000 | ▲ 4,041 | 9,654  | 391   | 2,984   | 恵須取工場の製紙工場化     |
| 1927 3     | 0       | 700   | 0      | 5,500  | 0       | 2,541  | ▲ 520 | 627     |                 |
| 1927 9     | 9,095   | 0     | 0      | 3,000  | 0       | 2,271  | 629   | 4,531   |                 |
| 1928 3     | 0       | 0     | 0      | 4,750  | 0       | 2,526  | ▲ 910 | ▲ 293   |                 |
| 1928 9     | 0       | 5,457 | 0      | ▲ 250  | 0       | 3,227  | 249   | 3,810   | 恵須取工場の製紙工場化が一段落 |
| 1930 3     | 0       | 0     | 0      | 15,750 | 0       | 888    | 127   | ▲ 1,607 | 社債は支払手形に振り替え    |
| 1930 9     | 0       | 5,218 | 0      | ▲ 250  | 3,968   | 2,976  | ▲ 250 | 1,221   |                 |
| 1931 3     | 0       | 239   | 0      | ▲ 250  | 1,592   | ▲ 445  | ▲ 580 | ▲ 5,093 |                 |

(資料) 表2、表3と同様。

(注) 表掲したいずれかの方法で資金調達を行った期を抽出した。

1926年9月期の(a)は被合併3社分、(b)は樺太工業分を意味するが、被合併3社分については表4のデータから算出し、樺太工業分は全体(合併前の樺太工業と合併後の差分)から被合併3社分を除いた部分とした。

が過剰投資であったと積極的に判断すべき材料は見当たらない<sup>64</sup>。なお、25年12月期には500万円の社債発行を行っているが<sup>65</sup>、これは借入金を振り替えたものであろう。

#### (2) 合併前後の局面

合併の影響により、貸借対照表の負債・資本側、資産側の双方に大きな変化が生じているが、合併直前における被合併3社の財務諸表をもとに、合併の効果(表5の26年9月期の(a)欄)とそれ以外(同じく(b)欄)の変化を識別した。被合併3社の借入金404万円については、事前に合併後の債務整理のための新規資金調達が必要であると報じられたように<sup>66</sup>、新たに500万円の社債発行を2回にわたって行うことで整理を行っている<sup>67</sup>。26年9月における固定資産の増加は、被合併3社の固定資産総額を大きく上回っており、上記の社債の一定部分がこれに充てられたと想定される。また、同じ期には175万円、次の27年3月期には70万円の追加払込徴収(65%→90%、90%→100%)がそれぞれ行われている。3社を合併した前後の時期は、恵須取工場の製紙工場化が進められた時期でもあったが、この計画は「此計画ハ比較的僅少ノ資金ヲ以テ多額ノ利益ヲ計上シ得ル」という表現で低コストであることを事前に謳っていたが<sup>68</sup>、以後の期も含めて、固定資産の増加は、同工場を建設していた時期を遥かに上回っている。製紙工場化プロジェクト単独での収支は明らかにし得ないが、固定資産の過大化をもたらした点は重視すべきであろう。

#### (3) 合併以後の局面

この時期には、1927年9月期に新株発行(3,628万2千円、25%払込)が行われるとともに、2回の追加払込徴収(25%→45%、45%→60%)が行われている<sup>69</sup>。27年9月期に新株発行が可能であったのは、それに先立つ4期間にわたって12%配当を行ったことによる面が大きく<sup>70</sup>、無理な配当が財務面を圧迫することとなったが、ここで新株発行を行ったことにより、以後の期に追加払込徴

収を行う選択肢を得たという点においても、結果的には大きな問題を孕む新株発行であった。表6からもわかるように、20年代後半にも、設備の拡張は続けられたが、既述のようにすでにこの時期には供給過剰が顕在化しており、後述のように樺太工業の収益性も一貫した低下傾向にあった。追加払込徴収が行われた28年9月期、30年9月期は、表5が示すように、27年以降では固定資産が最も増加した期であり、調達された資金が固定資産に充てられたと考えられるが、同時に、この時期は収益性、株価がともに急低下を見せた局面にあたっている(後掲図1、2)。すでに、恵須取工場の製紙工場化は28年8月頃までには一段落しており<sup>71</sup>、29年以降に工場の建設、拡張といった大規模な設備投資は行われていないが、既存各工場(泊居、真岡、恵須取)での設備増設に関する届出が樺太庁に対して頻繁になされており<sup>72</sup>、設備投資が継続的に行われている様子が窺われる。この段階における設備拡張の継続は、明らかに過剰投資と想定されるものであり、これが資金的には追加払込徴収により充当されたと考えられるのである。

#### 4-5 経営悪化

ここでは、1920年代以降における樺太工業の事後的な企業パフォーマンスについて、王子製紙、富士製紙との比較を念頭に置きつつ、確認しておく。

理論的には、企業が生産設備の規模をどの水準まで拡大するかは、生産の拡大によって企業価値が向上するか否かに依存するが、戦前期についてはデータの利用可能性の問題があり、厳密にトービンのQ理論を応用して考えることは困難である。そこで、まず、王子製紙、富士製紙との比較を念頭に置きながら収益性の推移を確認することで、規模拡大が収益性にいかなる影響を与えたのかを検討する。なお、周知のように戦前期の財務諸表は企業ごとに形式が異なっており、3社の利益

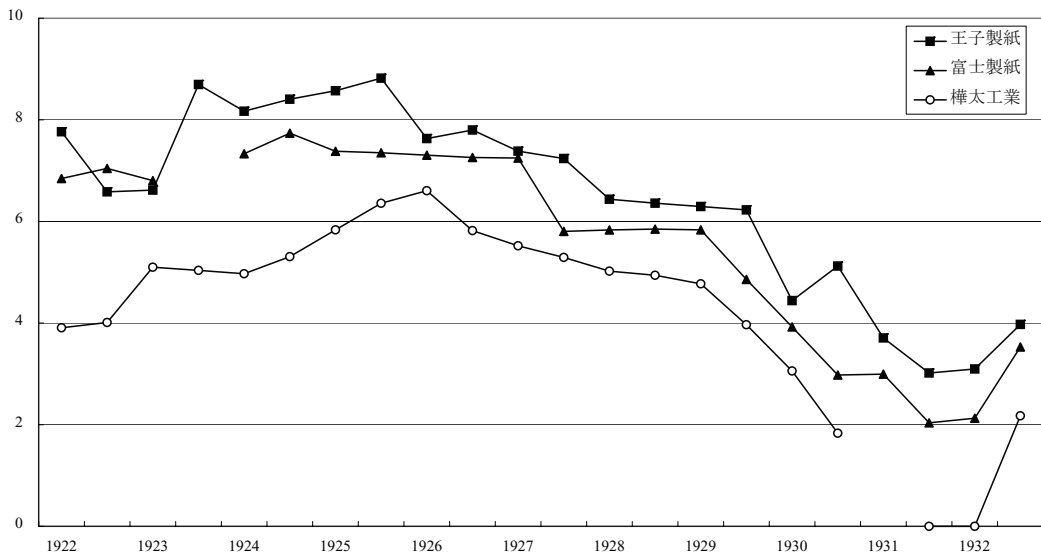
を比較可能な形に調整した<sup>73</sup>。1922年以降の3社の収益性（ROE）の推移は図1に示されている。樺太工業の収益性は25年までは緩やかながら回復基調にあったが、25年11月に恵須取工場が操業を開始し、26年6月に九州製紙、中央製紙、中之島製紙の3社を合併した時期前後を境に、低下に転じた。新工場建設も、合併による川下部門の強化も、収益性の向上には結実しなかったことになる。

樺太工業に対する株式市場の評価も確認しておく。樺太工業、および比較対象としての王子製紙、富士製紙の株価の推移が図2に掲げられている。株価としては、旧株の東京株式取引所における長期清算取引の月次データ（期中平均）を採用した。ただし、1925年6月から29年6月までは月次ではなく、20日間が1期間とされている。旧株は原則として全額払込済の株式を意味するが、創立から日が浅い企業などにおいて、一部払込済の株式が1種類のみ存在する場合も旧株と称され、樺太工業の場合も旧株が全額払込になるのは1923年である。したがって、それまでは払

込金額の異なる株式の株価を比較することになるため、図1においては、払込金額に対する株価の比率を百分率で記した。なお、資料としては東洋経済新報社『株界二十年』各号を用いた。

図2からは、1922年末頃から26年半ばまでは3社の株価は似た動きを示し、株価には王子製紙>富士製紙>樺太工業という関係があったことがわかる。しかし、26年後半には樺太工業の株価のみが低下し、以後、29年半ば頃まで額面（50円＝100）前後で低迷した。株価低下が始まるのは、恵須取工場の完成、九州製紙、中央製紙、中之島製紙の合併と前後して、収益性が低下傾向を示し始めた時期にあたるが、樺太工業の将来性に対する株式市場の評価もまた低下し始めていたといえよう。一方、27年半ばには、株価が上昇した王子製紙とは対照的に、富士製紙の株価は下降を継続し、その後は樺太工業と同様の動きを示している<sup>74</sup>。図1に見られるような、27年下期における富士製紙の業績悪化を見越した動きである可能性が高いが<sup>75</sup>、既

図1 製紙3社の収益性（ROE）

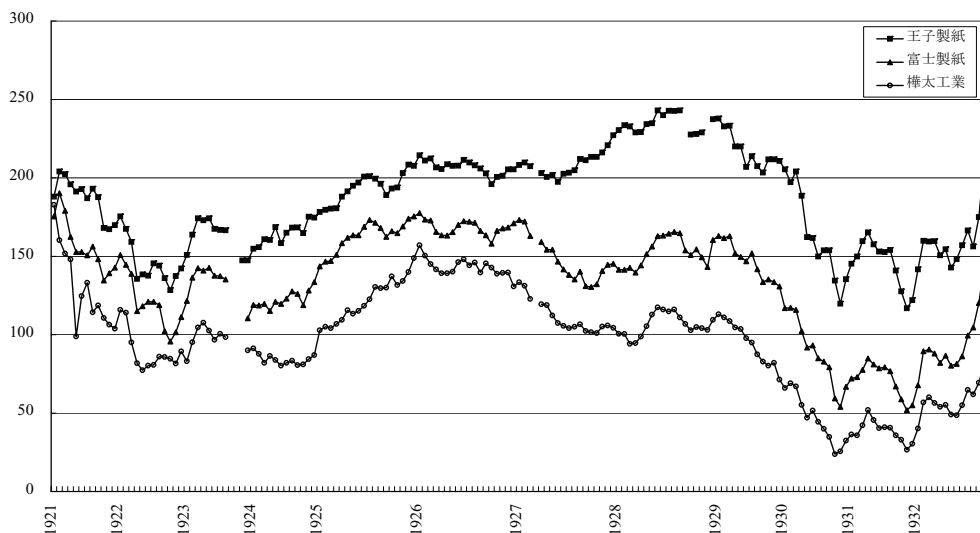


(資料) 各社営業報告書（各期）

(注) ROEの定義については本文中を参照のこと。

富士製紙、樺太工業は多額の欠損が生じている期があるが、グラフ上では表示していない。

図2 製紙3社（旧株）の株価



(資料) 東洋経済新報社『株界二十年』各号  
 (注) 東京株式取引所、長期清算取引の期中平均株価を用いた。  
 株価は原則として月次であるが、1925年6月から29年6月までは20日間が1期間である。  
 株価は払込金額に対する百分率で表されている。

述のように、この時期の富士製紙は大川系に近い企業であり、1925年末の段階では既に樺太工業との合併が噂されていたことを踏まえれば<sup>76</sup>、樺太工業の業績悪化が徐々に明らかになるのに従い、富士製紙の樺太工業への接近を株式市場が嫌った可能性もあろう。

以上の、1920年代後半における樺太工業の収益性、株価の推移からは、企業規模の過度な拡大が収益性の低下をもたらし、それが株式市場における評価の低下を招いていたと考えられる。20年代前半については、拡大志向的な企業行動が見られたのは確かであるが、収益性の向上、株価の上昇を伴っていたことから、それを過剰投資と考えるだけの根拠は存在しないが、20年代後半の樺太工業の企業行動は、過剰投資と呼びうるものであった可能性が高いといえよう。

なお、樺太工業の株価は業績の悪化に対応するように1929年から急激に低下したが、30年後半以降には、小規模な上下を繰り返しつつも、全体としては株価の下げ止まりが見られた。29年以降、王子製紙、富士製紙、

樺太工業の株価は同じ動きを示しており、30年後半以降の局面についても同様であることから、株価の動きの背景には3社に共通の要因があったと考えなければならない。この時期には、既にも上記の3社が合併する見込みであると度々報じられていたが、それに応じて株価が持ち直した可能性もあろう<sup>77</sup>。3社合併の具体的な交渉が始まったのは1932年8月頃のことであるが<sup>78</sup>、すでに30年3月には3社合併の見込みが報じられており、そこでは、合併後には費用の低下により1割5分の配当が可能であるとされていた<sup>79</sup>。

1931年初頭、32年初頭における一時的な株価上昇が、業績の改善によるものではないことは、この時期に樺太工業が実質的な経営破綻を経験したことからも明らかであろう。この経営破綻の過程で、1920年代における企業行動が過剰な企業規模を維持するものであったことを示すように、多額の評価損が計上されている。表6は樺太工業が計上した評価損を、財務諸表に計上された資産項目ごとに要約している。31年3月期から3期にわ

表6 樺太工業が計上した評価損

単位：千円

| 決算期<br>年 月 | (参考)<br>減価<br>償却 | 評価損の計上   |           |          |          |          |                   |     |     | 合計    |
|------------|------------------|----------|-----------|----------|----------|----------|-------------------|-----|-----|-------|
|            |                  | 工場<br>勘定 | 山林部<br>勘定 | 有価<br>証券 | 製品<br>勘定 | 炭山<br>勘定 | 料、燃<br>料、薬<br>品勘定 | 倉庫品 | 仮払金 |       |
| ～1930      | 4,700            |          |           |          |          |          |                   |     |     |       |
| 1931 3     |                  | 1,000    | 1,300     | 1,312    | 2,568    |          |                   | 300 | 309 | 6,789 |
| 1931 9     |                  |          | 50        | 474      | 695      |          |                   |     |     | 1,219 |
| 1932 3     |                  |          | 500       |          | 511      | 146      | 150               |     |     | 1,307 |
| 合計         |                  | 1,000    | 1,850     | 1,786    | 3,774    | 146      | 150               | 300 | 309 | 9,315 |

(資料) 営業報告書(各期)

(注) 減価償却は1926年3月期から30年9月期までの累計額。

たつて計上された評価損の合計は930万円を超え、31年3月期の総資産の7.8%に達する。費目別では手持品勘定が最多であるが、評価損が計上された31年3月期に先立つ数期の間に矢継ぎ早に計上された減価償却費を加えて考えれば、固定資産が最多であった。

こうした財務面の破綻を事前に回避するための正しい方策は、言うまでもなく定期的な減価償却を実施することであるが、樺太工業の減価償却は極めて不十分な水準であった。1921年度から30年度までの償却累計額が王子製紙1,501万円、富士製紙1,280万円であったのに対し、樺太工業は表6にあるように、わずか470万円であった<sup>80</sup>。減価償却の差のみが財務的困窮を説明するわけではないが、王子製紙と比較すれば固定資産が1,000万円以上異なることになり、これは無視することのできない差であろう。偶然にも、30年上期の固定資産額は、王子製紙と樺太工業ではほぼ同じ6,000万円強であったが、その質には大きな差があったと考えられる。

樺太工業は、第一次大戦期に実現した多額の利益のうち一部を減価償却積立金として積み立てていたが<sup>81</sup>、1921年12月期には泊居、真岡工場が火災に遭った影響もあり、「固定資産ハ可成之ヲ低廉ナラシムルコト会社経営ノ要旨タルベキヲ以テ茲ニ固定資産償却積立金別途積立金其他ヲ損益計算ニ繰入レ之ヲ以テ各種ノ償却ヲ実行シ資産状態ヲ堅実ナラシムルコトトセリ」<sup>82</sup>との方針により、既述の

ように、それを取り崩して減価償却を行ったが<sup>83</sup>、20年代前半には低収益にも規定されて、減価償却を行っていなかった<sup>84</sup>。その後、同社が減価償却費を初めて費用として計上するのは26年3月期であり<sup>85</sup>、この期以降は継続的に減価償却費を計上するとともに、その金額も増加傾向を見せるが、その金額は26年3月期に10万円、同年9月期から29年3月期が30万円、同年9月期と30年3月期が90万円、同年9月期が100万円であった。固定資産額が28年3月期に5千万円、30年3月期に6千万円を超えたことを踏まえれば、償却率は極めて低い水準に止まったといえる。なお、収益性が低下しつつある中で、減価償却費の金額が急増している点にも注目すべきである<sup>86</sup>。26年以降急増した減価償却費は、固定資産の減耗を勘案して事前に定期的に計上する本来の意味での減価償却費というよりも、評価損に類するものと考えるのが妥当であろう。

前項で、追加払込徴収により調達された資金がどのように用いられたか検討したが、最後に資金調達規模と評価損との比較を試みておく。前掲の表2により1925年度以降の追加払込徴収による資金調達額を求めれば1476万円であり、評価損の総額932万円と26年以降の減価償却の総額470万円の和に極めて近い額になる。もちろん、追加払込徴収による資金調達と、結果的に生じた評価損が直接的に対応しているわけではないが、20年

代後半の樺太工業においては負債による資金調達ですでに限界に達していた事実を踏まえれば<sup>87</sup>、仮に追加払込徴収という資金調達手段が存在しなかったとすれば、樺太工業の拡大志向的な経営はここまで長くは維持できなかった可能性も高いと想定される。

#### 4-6 3 社合併

こうした樺太工業の経営悪化の帰結は、周知のように、王子製紙、富士製紙との3社合併による業界再編であった。この合併についてはすでに多くが知られているので<sup>88</sup>、合併に至る経緯については詳述しないが、この合併における株式交換の比率は、王子製紙100に対して富士製紙140、樺太工業245であり<sup>89</sup>、樺太工業にとっては実質的に王子製紙への吸収を意味するものであった。既に触れたように、合併直前の数期においては、樺太工業は経営破綻状態にあったため、この比率が妥当であるかどうかを検査することは困難であるが、樺太工業側からの希望でさえ王子製紙1に対して、富士製紙1.2、樺太工業2.3であったことを踏まえれば<sup>90</sup>、いずれにせよ、合併に際しての樺太工業の企業価値は、極めて低いものであったことになる。合併後の王子製紙の社長には、旧王子製紙の社長であった藤原銀次郎が就任し、大川平三郎は相談役にとどまるのみであった。

### 5. 結語

---

以上、本稿では、戦間期の日本企業において、株式分割払込制度が過剰投資を誘発する可能性について検討してきた。ここでは、本稿の検討結果について要約しておく。

本稿の前半部分では、大企業100社を対象とした集計データを用い、新株発行と追加払込徴収の比較により後者の資金調達上の特徴を浮き彫りにすることを通じて、株式分割払込制度が果たした役割について検討した。その結果、株主の同意が必要である新株発行に

よる資金調達が、株価水準に規定されるのに対して、経営者が裁量的に資金調達を行うことが可能な手段と位置づけられる追加払込徴収は、不況期にも安定的な水準を維持していたことが明らかになった。

一方、後半部分では、樺太工業を対象としたケース分析により、追加払込徴収が過剰投資を誘発した可能性について具体的に検討した。1920年代後半の時期においては、すでに市場における過剰供給が明らかになっており、樺太工業の収益性、株価も一貫した低下傾向にあったにも関わらず、追加払込徴収により調達した資金を用いて設備拡張が継続されたものと推定される。集計データによる検討の結果と併せ、追加払込徴収という裁量的な資金調達手段が存在することによって、過剰投資を誘発する可能性があることが示されたといえる。

最後に、今後に残された課題について触れておく。

まず、本稿は株式分割払込制度が過剰投資を誘発する可能性を示唆したものの、これはあくまでも「可能性」の議論であるため、南條・粕谷(2006)が主張する過少投資を回避する機能と、どちらがより支配的であったのかを確認する必要がある<sup>91</sup>。過剰投資と過少投資の識別については、すでに近年における日本企業の投資行動を分析した宮島・蟻川・齊藤(2001)、蟻川・宮島・齊藤(2003)で議論したが、戦間期を対象とした分析を行う際にも、その識別を明確に意識する必要がある。しかしながら、1930年代はともかくとしても、20年代まではデータ面での制約が大きく、大量観察に基づく定量的な分析には多大な困難が伴う。その意味でも、特に20年代については、いま少し代表的な事例に関するケース分析が蓄積される必要がある。

また、株式分割払込制度そのものに関する論点として、経営者の裁量性が反映しやすい資金調達手段としての追加払込徴収の特性を



どのように位置づけるかという問題がある。すでに触れたように、戦間期の企業システムは、戦後のそれとは対照的に、市場ベースのシステムであったと理解されている。これは、端的には株主の権限が強いという特徴に顕れるが、そうしたシステム下において、むしろ株主の利害を軽視する結果をもたらす可能性を有する資金調達手段が広範に用いられていたことを、いかに位置づけるか検討されねばなるまい。

一方、上記の論点とも関わるが、本稿でも度々触れたように、戦間期の企業金融の全体像について、企業システムの特徴づけに関する議論との関係で、再整理を試みる必要がある。市場ベースの企業システムを反映するように、戦間期の企業経営においては企業破綻、減資、優先株発行、合併・買収、事業再構築といった局面が頻繁に見られた。言うまでもなく、これらは企業金融にも大きな影響を与えるが、戦間期の企業金融について検討した先行研究はこうした論点を明示的に扱ってこなかった。戦間期を対象とした企業金融研究の分野には、いまだ多くの研究課題が残されているといえよう。

## 参考文献

(統計資料、新聞・雑誌記事、営業報告書の類は脚注に示した。)

青地正史 (2006) 「戦前日本企業と『未払込株金』」『富大経済論集』51-2。  
麻島昭一 (1995) 「大企業の資金調達」『日本経営史 4 日本の経営の連続と断絶』岩波書店。  
蟻川靖浩・宮島英昭・齊藤直 (2003) 「金融危機前後の投資行動と企業統治—過剰債務問題とメインバンカー—」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版会。  
伊藤修 (1995) 『日本型金融の歴史的構造』

東京大学出版会。  
伊牟田敏充 (1976) 『明治期株式会社分析序説』法政大学出版会。  
岡崎哲二 (1993) 「企業システム」岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。  
小川功 (2002) 『企業破綻と金融破綻 負の連鎖とリスク増幅のメカニズム』九州大学出版会。  
齊藤直 (2004a) 「戦間期日本企業の償却行動と企業統治」『日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展：1900-1955』(科学研究費補助金成果報告書) 第5章  
齊藤直 (2004b) 「戦前期企業財務データベースの構築をめぐる一財務諸表の形式における裁量性を中心に—」『企業と法創造』第3号。  
四宮俊之 (1976) 「大川平三郎と樺太工業の発展」『経営論集』(明治大学) 23-3。  
四宮俊之 (1997) 『近代日本製紙業の競争と協調 王子製紙、富士製紙、樺太工業の成長とカルテル活動の変遷』日本経済評論社。  
志村嘉一 (1969) 『日本資本市場分析』東京大学出版会。  
高橋亀吉 (1930) 『株式会社亡国論』萬里閣書房。  
竹越與三郎編 (1936) 『大川平三郎君伝』大川平三郎君伝記編纂会。  
館龍一郎・諸井勝之助 (1965) 「戦前・戦後の企業金融」館龍一郎・渡部経彦編『経済成長と財政金融』岩波書店。  
寺西重郎 (2006) 「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」『金融研究』25-11。  
東京株式取引所 (1928) 『東京株式取引所五十年史』。  
成田潔英 (1958) 『王子製紙社史 第3巻』王子製紙社史編纂所。  
南條隆・粕谷誠 (2006) 「戦間期における株式分割払込制度と企業金融、設備投資の関係について—1930年代における追加払込徴収の設備投資下支え効果の検証—」社会

- 経済史学会全国大会報告。
- 野田正穂 (1980) 『日本証券市場成立史—明治期の鉄道と株式会社金融—』。
- 藤野正三郎・寺西重郎 (2000) 『日本金融の数量分析』東洋経済新報社。
- 正木久司 (1973) 『日本の株式会社金融』ミネルヴァ書房。
- 松本和男 (1986) 『企業収益と企業金融』日本経済新聞社。
- 宮島英昭 (2004) 『産業政策と企業統治の経済史：日本経済発展のミクロ分析』有斐閣。
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001) 「日本型企業統治と『過剰』投資—石油ショック前後とバブル経済期の比較分析—」『フィナンシャル・レビュー』第60号。
- 宮島英昭・齊藤直・尾身祐介 (2005) 「20世紀日本企業の所有構造とパフォーマンス—戦前期を中心に—」『企業と法創造』第4号。
- Fruin, M. (1992), *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and Cooperative Structures*, Clarendon Press.
- Goldsmith, R. W. (1983), *The Financial Development of Japan, 1968-1977*, Yale University Press.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press.
- Jensen, M. and R. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11-1.

## 注

- 1 代表的な先行研究としては志村 (1969), 伊牟田 (1976), 野田 (1980) などが挙げられる。
- 2 株式の新規発行については, 一般的な増資に近い性格を有していると考えることが可能であろう。
- 3 例えば, 野田 (1980), 214頁。
- 4 岡崎 (1993), 139頁。
- 5 筆者による暫定的な分析結果に拠れば, 1918年の鉱工業上位100社のうち, 32社(資本金規模で加重平均をすると31.8%)が経営破綻に瀕していたことになる。また, 川崎造船所, 帝国製麻, 日本鋼管, 塩水港製糖, 芝浦製作所のような当時のわが国の代表する大企業も経営破綻を経験しており, 戦間期における企業破綻は, 質・量ともに無視し得ないものであったといえよう。なお, 上記の結果も含めた, 戦間期の経営破綻については別稿にて検討する予定である。
- 6 戦間期における企業破綻の全体像を提示したフォーマルな分析は管見の限り存在しない。また, 小川 (2002) が鉄道業, 金融業の事例を多数紹介しているものの, やはり全体像の提示には至っていない。戦後に比較して戦間期に相対的に市場ベースの経済が見られたことを踏まえれば, 市場競争の結果として破綻した企業に関する分析を深める必要がある。
- 7 なお, 大企業の設備投資行動については宮島 (2004) がある。
- 8 高い自己資本比率は, 戦間期の金融システムが直接金融中心であったということを必ずしも意味しない。それは, 株式の相当部分が, 株式担保金融の形式で銀行から借入れられた資金によって投資されていたからである。戦間期の金融システムは, 資本構成に着目すれば直接金融中心, 最終的な資金供給者に着目すれば間接金融中心と考えることができる。なお, この直接金融中心か, 間接金融中心かという議論は現在でも結論を見るに至っていない。こうした金融システムの性格付けに関する近年までの議論は寺西 (2006) に簡潔に要約されている。本稿が検討対象としている株式分割払込制度も含め, 戦間期の金融システムについては, さらに深い分析を進める必要がある。
- 9 伊藤 (1995), Hoshi and Kashyap (2001) のような, わが国の金融システムの通史として位置付けられる研究においても, この点は様式化された事実として捉えられているように見受けられる。
- 10 大企業のみではなく, 企業部門全体を扱ったGoldsmith (1983) は, 1920年代においては資金調達のうち約35%を銀行借入が占めたと報告しているが, これは中小企業が銀行に依存していたことを示すものと考えられよう。しかし, 依然として, 大企業の資金調達においては, 銀行借入の重要性は大きくないと考えられる。
- 11 この両者を区分して検討することに加え,

- 合併による資本金増加についても別途検討する必要がある。この論点は、市場ベースの経済システムに対応して、戦前期に合併・買収が多く見られたことを想起すれば、重要な検討課題であるといえる。
- 12 それ以外に株式担保金融や機関銀行が挙げられる。
  - 13 株式担保金融は、投資家が既に保有している株式を担保として銀行から資金を借入れ、新たに株式投資の原資とするという金融の方法であるから、株式による企業の資金調達と関係がないわけではないが、企業の資金調達との関連でいえば間接的な論点となろう。
  - 14 例えば、額面50円の株式を発行している企業の株式として、50円払込済みの旧株と、25円（すなわち50%）払込済みの新株があったとすると、配当を受け取る権利（cash flow right）は払込金額に応じて2：1となるが、株主総会における議決権（control right）については、旧株・新株の双方に同等の権利が与えられる。すなわち、払込金額に応じた株価がついているとすれば、新株ばかりを保有することによって、相対的に少ない投資金額で投資先企業の支配権を掌握することが可能になる。ただし、新株ばかりを取得するという投資行動が現実的に可能であるのか、また投資家がそのような投資行動を採用した場合にどのような株価形成がなされるのかを考えなければならないが、青地（2006）は、株主が株式を取得する方法や、株価の問題について十分な検討を行っていない。
  - 15 例えば、志村（1969）、野田（1980）。なお、青地（2006）は新株発行が容易で追加払込が困難であると記しているが（10頁）、その論拠は明確でなく、なぜこのような主張が可能であるのか理解に苦しむ。
  - 16 また、追加払込に応じずに株式を手放した場合でも、新たな購入者が払込を怠った場合には、元の株主に払込義務が課されたことから（例えば新商法第153条第3項、1911年商法にも継承）、追加払込の負担を回避するために株式を手放すことには大きなメリットがなかったという可能性もある。
  - 17 本稿では「過剰投資」を、「企業の資産規模を過大にする結果をもたらす企業行動」と、広く捉えておく。ゆえに、過剰な設備投資だけでなく、不十分な減価償却の結果として固定資産が過大になる場合や、偶発的な災害などによって評価損が発生したにもかかわらずそれを計上しない場合、あるいは実際には資産価格が上昇していないにもかかわらず評価益の計上により資産が過大になる場合なども含めて考えるものとする。
  - 18 時期ごとの制度的特徴や学説については青地（2006）に整理されている。
  - 19 以下、商法の条文については、1890年商法は『日本六法全書 下巻』博文社、1890年、1899年商法は『改正日本六法全書』尚栄堂、1901年、1911年商法は『日本六法全書』清水書店、1915年をそれぞれ参照した。また、条文を引用する場合には、旧字体を新字体に改めた。
  - 20 青地（2006）、11頁。
  - 21 定款記載事項については新商法第120条、定款の変更手続きについては新商法第209条。
  - 22 旧商法第212条。
  - 23 新商法第153条は「会社カ前条ニ定メタル手續ヲ踏ミタルモ株主カ払込ヲ為ササルトキハ其権利ヲ失フ」と規定するとともに、失権株の譲渡に関する手続きについて定め、さらに「譲渡人カ払込ヲ為ササルトキハ会社ハ株式ヲ競売スルコトヲ要ス」としている。なお、同条の内容は1911年商法にも継承されている。
  - 24 新商法第153条の後半部分では「競売ニ依リテ得タル金額カ滞納金額ニ満タサルトキハ従前ノ株主ヲシテ其不足額ヲ弁済セシムルコトヲ得」とされており、競売金額が（払込の）滞納金額に満たない場合に元の株主（失権した株主）にも払込義務が課された。
  - 25 先行研究でも、「株主の都合ではなく、株式会社の都合により一方的に行われた」（野田 1980、214頁）、といった評価がなされている。
  - 26 戦前期の株式会社では、電力・鉄道業が無視し得ない比重を占めており、別途検討を要する。
  - 27 なお、払込資本金で上位100位以内でありながら、総資産で100位以内に入らない企業は、帝国麦酒、天満織物など12社である。
  - 28 上位200社で見れば、10億1,100万円（24.4%）である。また、株式会社に合名会社、合資会社を加えた資本金の総額47億709万円に対する比率を見れば、上位100社で17.7%、200社で21.5%となる。なお、全体の数値は内閣統計局『企業の発展と資本の集積』（調査資料第二集）、1929年による。
  - 29 前二者は原則として営業報告書記載の財務諸表をそのまま掲載しているため、何らかの省略や誤記がない限りは、営業報告書を用いるのと同じである。
  - 30 資本金は「株金」と表記されることも多く、

- 未払込資本金（株金）は「払込未済資本金（株金）」と記されるケースも散見される。
- 31 志村（1969），221－222頁，および第4－11表。ただし，同書によれば，好況期には公募増資も相対的に増加していることが示されている。とはいえ，それはあくまでも相対的な増加であり，圧倒的多数の増資のケースで株主割当が用いられていることは確かである。
- 32 新商法第210条「会社ノ資本ハ株金全額払込ノ後ニ非サレハ之ヲ増加スルコトヲ得ス」（1911年商法も同様）。
- 33 大日本紡績，三菱製鉄，古河鋳業，日本製鋼所，釜石鋳山，神戸製鋼所，大阪合同紡績，芝浦製作所，石川島造船所，横浜船渠，富士製鋼，大阪窯業，日本製粉，日本製布，和歌山紡績，東京鋼材，日本染料製造，日本皮革の18社。
- 34 具体的には後掲の表2を参照のこと。
- 35 例えば，高橋亀吉は1920年代における企業経営の腐敗を糾弾した有名な著書の中で，樺太工業を事例として取り上げている（高橋1930）。また，同社は「樺太工業の価値」『ダイヤモンド』，1928年7月11日，「樺太工業の改革」同，1931年2月1日，などの雑誌記事でもたびたび取り上げられた。
- 36 同社のライバル企業である王子製紙，富士製紙は，1918年度に14位，18位，30年度に3位，2位であるから，他社も成長性は高かったといえるが，樺太工業の成長性は一段と高かったといえよう。なお，この3社の競争と協調のあり方を中心に戦間期の製紙業について分析した研究として四宮（1997）がある。本節の内容のうち，樺太工業の事業内容に関する記述については同書によるところが大きい。
- 37 名目ベースで考えれば，定義上，負債については最後の決算期における残高が調達総額ということになる。
- 38 その意味で，企業拡張の資金的背景を社債を中心とした負債に求めた高橋（1930）や四宮（1997）の見解には，一定の留保が必要であろう。
- 39 大川平三郎は1896年に不本意ながら王子製紙を退社しており，同社への強い対抗心を持っていたと考えられている。大川の王子製紙退職から樺太工業設立までの経緯については，さしあたり竹越（1936），181－303頁，および四宮（1997），106－112頁を参照。
- 40 戦前期においては損益計算書の公開が義務付けられておらず，公開する場合でも形式は任意であったため，自発的に詳細な損益計算書を作成している企業を除けば，金利支払に関するデータを得ることは容易ではなく，ROAを計算することは困難である。なお，ROEは以下のように計算した。
- $$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{(\text{前期末株主資本} + \text{当期末株主資本}) / 2}$$
- 41 宮島・齊藤・尾身（2005）の図1を参照のこと。
- 42 東京株式取引所（1928），巻末の資料に拠った。
- 43 東京株式取引所における長期清算取引の株価であり，後出の王子製紙，富士製紙の株価も同様。株価に関する情報は東洋経済新報社『株界二十年』各号から得た。
- 44 なお，1920年度下期の3社のROE，配当率は王子製紙11.1%，25%，富士製紙13.4%，30%，樺太工業11.3%，30%であった。
- 45 もう1社の代表的な製紙企業である富士製紙において，大川平三郎は1919年6月から社長を務めており，大川が樺太工業と富士製紙をひとつのグループとみなしていた感があることから（四宮1997，122頁），富士製紙も含めて検討することもひとつの選択肢となりうる。しかし，富士製紙では専務であった穴水要七の権限が強く，大川の関与は製造工務関係に限定されていたとする見方が通説化しており（同，81－87頁），また，大川の経営戦略上の特徴が最も色濃く現れているのが樺太工業であることも明らかであるため，樺太工業のみを対象とすることには一定の妥当性があるろう。
- 46 火災については，いわば偶発的なアクシデントであるが，火災による損失の発生を所与とすれば，それへの対応は経営分析の対象となりうる。
- 47 「当期ノ営業ハ火災前ノ短時日ニ過ギザリシト市況亦不活発ナリシ為メ成績ノ良好ナラザリシハ止ヲ得ザル所ナリ」（樺太工業株式会社「第十五回報告書」）。なお，営業報告書からの引用部分においては，旧字体を新字体に改めた。また，以下，営業報告書を引用する際には，単に「第～回報告書」とし，企業名を省略する
- 48 内訳は固定資産償却積立金140万円，別途積立金42万5千円，配当平均準備金20万円。
- 49 内訳は固定資産351万円，製品勘定98万円，倉庫品勘定27万円。
- 50 後掲の図1が示すように，1924－25年には，わずかながら収益性にも改善の傾向が見られた。
- 51 以上の，真岡工場の新設から恵須取工場の

- 製紙工場への改造までの過程については四宮 (1997), 119 - 121頁。
- 52 「第二十五回報告書」。
- 53 「第二十六回報告書」。合併日時は登記が行われた時点とした。
- 54 「三製紙合併 樺太工業総会」『大阪毎日新聞』(1926年2月2日)。以下の引用部分においては、旧字体を新字体に改めた。なお、この合併条件については樺太工業の営業報告書には記載されていない。
- 55 戦前期の財務データから資産内容を詳細に検討することは著しく困難であり、純資産を比較する方法は断念せざるを得ない。
- 56 合併直前に企業業績を良好に見せるために利益操作が行われた可能性が想起されるが、詳細は不明である。
- 57 中央製紙は表4に記載した4期、九州製紙、中之島製紙は最後の1期を除いた3期の平均を算出した。
- 58 被合併3社の場合と同様に合併前4期(3.0円, 3.3円, 3.5円, 3.8円)の平均とした。なお、樺太工業は1926年3月期に決算期を変更しており、この期は3ヶ月決算となっている。ゆえに、利益額を2倍した値を半期あたりの利益とした。
- 59 四宮 (1997), 122, 125頁は被合併3社に対する合併プレミアムの付与を問題視しているが、合併段階における企業価値の差を反映した合併比率となっていれば、問題はないはずである。また、同書第3章の初出論文にあたる四宮 (1976) でも、この合併について立ち入った検討が行われているわけではない。
- 60 本稿、および筆者の他の研究においては、3 - 8月に期末を迎える決算期を上期、9 - 2月に期末を迎える決算期を下期としている。これは、戦前期の企業財務データベースを構築する際に、データフォーマットおよび決算期処理の方法を、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』に準拠したためである。こうしたデータの扱いに関する詳細は齊藤 (2004b) を参照のこと。
- 61 算出には、前出のROEの計算式の株主資本を総資産に代えたものを用いた。なお、金利支払い前の利益を利用することができないため、参考程度にとどめるべきであろう。
- 62 各期の営業報告書は供給過剰を指摘している。
- 63 東洋経済新報社『物価二十年』, 1933年によれば、洋紙のうち「印刷用紙赤鷲」の価格を、1922年12月を基準 (= 100) として2年ごとに確認すれば、24年106, 26年100, 28年97, 30年74となり、同じ時期の「模造紙B」の価格は、100, 86, 82, 80, 55と低下した。製紙業のカルテル組織である日本製紙連合会による操短=供給制限も試みられたが、ここでは価格が継続的に低下した事実を重視する。なお、日本製紙連合会の活動については四宮 (1997), 第4章。
- 64 同時期に株価は停滞気味であったが、明確な低下傾向を示しているわけではない(後掲図2)
- 65 1925年8月15日発行、利率は7.5%、引受は興銀であった。上記は日本興業銀行『社債一覧』, 1970年, による。
- 66 「三製紙合併 樺太工業総会」『大阪毎日新聞』(1926年2月2日)。
- 67 1926年4月1日, 8月16日発行、利率はともに7.5%、引受は前者が興銀、後者が三井信託など6社であった。資料は日本興業銀行, 前掲書。
- 68 「第二十八回報告書」。
- 69 1930年3月期に発行された社債(1,600万円)は、支払手形の整理に充てられており(「第三十二回報告書」), 設備の拡張に用いられたわけではない。なお、この社債は29年11月5日に発行されているが、それまでの8回の社債発行に比べ、著しく額面が大きいことに加え、引受は大川系の持株会社と位置づけられる大川合名会社が行った。こうした点も、樺太工業の財務逼迫を示唆している。
- 70 1927年3月期までの4期間。なお、それ以前の期における配当率は10%であった。
- 71 「樺工の拡張完成」『ダイヤモンド』(1928年8月15日号)。
- 72 各期の営業報告書のうち、「庶務要件」記載の事項による。
- 73 調整の方法については齊藤 (2004b)。
- 74 ただし、株価水準は額面(50円)の約1.5倍であり、樺太工業よりも高い水準であった。
- 75 1927年上半年期ごろには、社内外で富士製紙の減配が議論されていたようである(「富士製紙の配当」『ダイヤモンド』1927年6月11日)。
- 76 「製紙業の合同機運」『大阪毎日新聞』(1925年11月12日), 「製紙大合同と樺太工業」『エコノミスト』(1925年12月15日号)。
- 77 Jensen and Ruback (1983) などの欧米の研究によれば、企業合併に伴い、被合併企業の企業価値を高めるとされている。3社合併は、実質的には業績の悪化した樺太工業を王子・富士グループが合併したという意味合いが強いと考えられ、その意味では樺太工業の

株価が改善したとしても不思議はない。また、実際に、樺太工業の株価の上昇率は3社中最も高かった。なお、前出の穴水要七の死後、所有株式を王子製紙が買い取ったため、この段階では富士製紙は王子製紙に近い位置にあった。

- 78 「三大製紙（王子・富士・樺工）の合同交渉開始 問題は合同比率に懸る」『東京日日新聞』（1932年8月25日）。
- 79 例えば、「王子、富士、樺工の三製紙合同か近く具体化せん」『大阪朝日新聞』（1930年3月27日）。
- 80 なお、王子製紙、富士製紙は第1次大戦期には既に減価償却費を費用計上していた。
- 81 これは減価償却費を費用計上する直接償却とは異なり、間接償却と呼ばれる方法であり、戦間期にわが国の大企業で見られた多様な減価償却方法のうちのひとつであった（齊藤2004a）。
- 82 「第十六回報告書」。なお、そこでは「只半歳ナラズシテ兩度ノ払込ヲ徴シ株主各位ノ苦心亦尋常ナラザルモノアルヲ察シ配当平均準備金ヲ繰入六朱ノ配当ヲ為スコトシタリ此レーハ創業開始後相当ノ業績ヲ挙ゲ得ルノ自信アルヲ以テナリ」と述べられているように、工場の火災、多額の償却の実施といった危機的状况にありながらも配当重視の姿勢が維持されるとともに、事業についても楽観的な見通しであることがわかる。
- 83 これ以外に、1919、20年度には合計95万円を減価償却費として費用計上しているが、これはいかにも不十分な水準であろう。
- 84 減価償却行動が収益性に規定される点については宮島（2004）、および齊藤（2004a）。
- 85 この期から決算期を3、9月に変更している。
- 86 仮想的に償却前利益を算出し、それを用いて収益性を計算しても、収益性の大幅な低下という事実に変化はなく、減価償却費が増加したために収益性が低下したわけではない。
- 87 四宮（1997）は、樺太工業の固定資産が自己資本と長期負債ではカバーできず、不足分については短期負債である支払手形で充当していたと指摘している。また、1930年に社債の償還難が問題化したことも、負債による資金調達に限界に達していたことを示唆する。
- 88 王子製紙の社史である成田（1969）、および四宮（1997）。
- 89 合併の条件については、成田（1969）、209-210頁。
- 90 同上。

91 本稿と同様に、南條・粕谷（2006）もいまだ「可能性」の議論にとどまっているといえる。