

# 戦前日本における株式分割払込制度<sup>1</sup>

—先行研究の批判的検討と新たな分析視角—

Part-Paid Stock System in Prewar Japan:

New Perspectives for Historical Analysis

齊藤 直

Nao SAITO

## 1 はじめに

本稿は、戦前期の企業金融における大きな制度的特徴のうちの1つである株式分割払込制度について、先行研究の到達点を踏まえつつ、新たな分析視角を提示することを課題とする。

株式分割払込制度については、金融史分野を中心として一定程度の先行研究が蓄積されてきた。特に、株式分割払込制度が、株式担保金融とともに、経済発展の初期段階における低蓄積水準という条件下においても、社会的資金の動員を容易にし、企業の設立・経営を円滑化する機能を果たしたという点については、戦前日本を対象とした金融史研究における通説的な理解の1つとってよい。

とはいえ、株式分割払込制度をめぐる様々な論点に関して、実証研究が十分に蓄積されているとは言い難い。そこで、本稿では、株式分割払込制度に関係する個別テーマの実証研究を進めるのに先立つ基礎作業として、株式分割払込制度に関する先行研究の成果を整理したうえで、それらの到達点を踏まえ、今後の実証研究において視野に入れられるべき視角を提示することとしたい。

本稿は以下のように構成される。2節では、前提として、株式分割払込制度について説明する。3節では、株式分割払込制度に

ついて検討するうえで、企業統治と資金調達との2つの視点が重要になることを指摘したうえで、先行研究が同制度をどのように捉えてきたかを整理する。4節では、株式分割払込制度を分析するうえで加えられるべき視角について論じる。5節では、本稿の結果をまとめる。

## 2 変態増資の背景となる法制度

本節では、前提として、当時の企業金融における大きな特徴の1つである株式分割払込制度について整理しておく<sup>2</sup>。

株式分割払込制度とは、資本金を一度に払込むのではなく、何度かに分けて段階的に払込むことを認める制度である。1899年に施行された商法はその第128条において、「第一回払込ノ金額ハ株金ノ四分ノ一ヲ下ルコトヲ得ス」と規定している<sup>3</sup>。すなわち、この制度の下では、額面の4分の1を払込むことで株式会社を設立することが可能であり、残額については設立時点で徴収する必要はなく、徴収を先送りすることができた。

なお、商法制定以前についても、株式分割払込制度は実質的に広く普及していた<sup>4</sup>。法制度的には、1872年制定の国立銀行条例が株式分割払込に関する規定を有するとともに、同条例に依拠して設立された国立銀行だけでなく、東京株式取引所（1878年設立）、東京海上保険（79年設立）、明治生命保険（82年設立）でも、国立銀行に近い払込形態がとられた。また、金融業以外の事業会社についても、1870年代には株式分割払込を用いる先駆的に事例が見られるとともに、80年代には、当時の代表的な産業であった紡績業や鉄道業の企業にそれが定着していたことが知られている<sup>5</sup>。こうした実質的な制度の普及を背景として、前段落で示したように、商法の制定により株式分割払込制度に法的な裏付けが与えられたのである<sup>6</sup>。

この制度を前提とすれば、既発行の株式のうち、全額の払込み

が完了していない株式について、未払込資本金が存在することになる<sup>7</sup>。そして、ある企業の発行済株式に、全額払込の株式と未払込資本金が存在する株式が併存する場合、前者を「旧株」、後者を「新株」と呼ぶのが通例である。また、新株の追加払込徴収が進み、全額払込の状態に到達すると、旧株として扱われることになる。

次に確認しておくべき点として、上記の株式分割払込制度に関連して、既存の株式が全額払込済になる以前における新株の発行は認められていなかったことを指摘する必要がある。商法第210条の「会社ノ資本ハ株式全額払込ノ後ニ非サレハ之ヲ増加スルコトヲ得ス」という規定がそれである。この規定により、既発行の株式に未払込部分が存在する企業は新株発行という資金調達手段を選択できないことになる。ただし、この規定には例外もあった。例えば、一部の産業では、その産業を規制する事業法に商法210条の例外規定が含まれた。保険業における保険業法や、鉄道・軌道業における地方鉄道法と軌道法がそれに該当する<sup>8</sup>。あるいは、特殊会社の中にも、その根拠法に同様の例外規定を持つものがあつた<sup>9</sup>。具体例としては、1936年に設立された台湾拓殖と南洋拓殖は、それぞれ台湾拓殖株式会社法、南洋拓殖株式会社令で全額払込前の新株発行を認められている<sup>10</sup>。とはいえ、逆に言えば、これらの例外を除く大多数の企業が商法第210条の規定の下にあつたことになる。この全額払込前の新株発行を禁止した商法第210条の規定は、1938年の改正商法で削除されるまで存続しており、戦間期まで一貫してこの規定が存在していたことになる<sup>11</sup>。

以上のように、全額払込前の新株発行が禁止されていたことから、戦前期においては、原則としてある企業の株式は最大で2種類（旧株と新株）存在することになる。ただし、合併により払込済金額の異なる株式が加わることで、新株が2種類以上存在することもあり得る<sup>12</sup>。

資金調達の見点から株式分割払込制度を捉えれば、追加払込徴収は金融資本市場が逼迫した状況下においても、企業が裁量的に行い得る資金調達方法と位置づけられる。その理由としては以下の2点を挙げることができる。第1に、追加払込徴収を行うために株主の同意が必要ない点である。新株発行は、公称資本金を増加させることから、定款記載事項の変更が必要となり、ゆえに株主総会の決議を経なければ実行し得ない<sup>13</sup>。一方、追加払込徴収を行う場合には、公称資本金は変化せず、未払込資本金が減少することで払込資本金が増加する。ゆえに、公称資本金を変化させないことから、株主総会の同意を得る必要がない。ここから、株主の同意を得ない資金調達を行う余地が生じることになり、追加払込徴収を経営者の裁量が反映しやすい資金調達方法と捉えることが可能である。第2に、追加払込徴収にある種の強制性があることが挙げられる。具体的には、既存の株主が追加払込徴収に応じない場合は、その株式は失権し、競売に付されることが規定されるとともに、追加払込徴収に応じずに株式を手放した場合でも、競売によって決定された価格が従来株主の滞納額を下回った場合には、従来株主に払込義務が課されることも規定された<sup>14</sup>。ゆえに、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となるのである。

### 3 株式分割払込制度に関する先行研究

#### 3-1 2つの視点：資金調達と企業統治

企業による株式の発行は、言うまでもなく、資金調達を第一義的な目的として行われる。そのため、株式分割払込制度、とりわけ追加払込徴収が企業の資金調達に対して持った意味を検討することは、最も重要な課題となる。一方、株主の側から見れば、株式を所有することに伴う権利として、企業の意思決定に関する議

決権（control right）と配当として利益分配を受ける権利（cash-flow right）の2つを得ることになる。ゆえに、株式分割払込制度が存在したことによって、企業統治の面でどのような影響が生じたのかを考えることが、もう1つの重要な課題となる。

本節では、企業統治面、資金調達面の順で、株式分割払込制度に関する先行研究の成果を整理しておく。

### 3-2 企業統治面における株式分割払込制度

前節で説明したように、株式分割払込制度が存在したことにより、戦前の企業には旧株と新株という複数の株式が存在し得た。そして、当時の株価情報を一見すれば明らかなように、株価は新株、旧株に対してそれぞれ付されており、払込金額の異なる株式は別の株式と認識されていたと判断することができる。

本節冒頭で記した、株式を所有することに伴う株主の2つの権利（議決権“control right”と利益分配を受ける権利“cash-flow right”）で、払込金額に応じてどのように権利が配分されるかは異なっていた。株主が受け取る配当は、払込金額に比例する形で決定された。具体的な数値例を挙げれば、株式の額面を50円に設定している企業が、50円（全額）払込済の旧株と25円払込済の新株を発行しており、ある年度の配当率（払込資本金額に対する配当額の比率）が8%（年率）であるとしたとき、1株あたりの年間配当額は、旧株が4円、新株が2円という、払込金額に比例した金額になる<sup>15</sup>。

一方、議決権については、払込金額によらず同一であった。換言すれば、払込金額が異なっても、株数が同じであれば、同じだけの議決権を有するということである。あるいは、一定の議決権を得るために必要な払込資本金額が異なり得るということになる。

こうした“control right”と“cash-flow right”との間での権利の配分方法の違いについては、青地〔2006〕などの先行研究でも指

摘されている<sup>16</sup>。ただし、この点に関する分析が十分に深められているとは言い難く、今後の研究の進展が待たれる。

### 3-3 資金調達面における株式分割払込制度

資金調達面から株式分割払込制度に着目すれば、先行研究の多くでは、追加払込徴収が経営者の裁量で行われ得る資金調達方法である点を重視した分析が行われてきた。例えば、戦前期の企業金融を分析した代表的な先行研究である野田 [1980] は、「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」という印象的な表現を用い、追加払込徴収における経営者の裁量性を強調している<sup>17</sup>。また、近年の研究である南條・粕谷 [2009] は、1932年度を対象とした設備投資関数の推定により追加払込が企業の流動性制約を緩和していたことを示し、30年代初頭において追加払込徴収という資金調達手段の存在が設備投資の下支えに寄与していたと主張した。さらに、Saito [2008] は、株式分割払込制度の効果を直接的に分析したわけではないが、鉱工業上位100社（1918年段階）を対象として戦間期における払込資本金の異動を(1)新株発行、(2)追加払込徴収、(3)合併に伴う増加、(4)減資に伴う減少、の4要因に分解する分析を行い、慢性的な不況期である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年前後においても一定の金額を維持していたという結果を得ている。これらの先行研究は、経営者が追加払込徴収を裁量的に用い得るという想定と整合的である<sup>18</sup>。

一方、青地 [2006] は、追加払込徴収が容易には行い得なかった事例を紹介しており、上記の諸研究とは異なる主張をする先行研究である。ただし、同論文は、追加払込徴収が困難であったことを、他の資金調達手段との比較において検討しているわけではない。具体的には、(1)明治期の鉄道会社のように、地域の縁故関

係の中で「応募を半ば強制された」株主が出資していた事例<sup>19</sup>、(2)1920年代の十五銀行という、経営破綻の危機に瀕していた事例に着目し、このような状況においては、既存株主が追加払込徴収に応じたがらなかったことを明らかにしているが、同じ状況下に他の資金調達手段を取ろうとした場合と比較して追加払込徴収を行うことが困難であったということが検討されているわけではない。

その意味で、青地 [2006] と、追加払込徴収の相対的な容易さを指摘した上述の諸研究 (野田 [1980]、Saito [2008]、南條・粕谷 [2009]) は、対立するものではない。むしろ、両者を総合して、「法制度的には経営者による裁量的な実行が可能であった追加払込徴収であっても、株主が出資を半ば強制されていた特殊な状況や、経営状態が極端に悪化した局面では、実行が困難であり、決して万能な資金調達手段であったわけではない」というように理解されるべきものであろう。

#### 4 加えられるべき分析視角

前節で提示した、企業統治と資金調達という2つの面から、株式分割払込制度を分析する際に加えられるべき視角を提示していく。

##### 4-1 企業統治面から株式分割払込制度を分析する場合の視角

###### 4-1-1 議決権の価格

上述のように、株式の所有には“control right”と“cash-flow right”という2つの権利が伴う。株式市場における株式の売買は、これらの権利の売買と考えることが可能であり、株価は、それらの権利に対する市場の評価額として捉えられる。しかし、ある企業の株式が1種類しか存在せず、その結果、株価も1種類しか存在しない場合、株価のうちどれだけが“control right”に対する評価額であり、どれだけが“cash-flow right”に対する評価額で

あるかを識別することは困難である。

しかし、戦前日本のように株式分割払込制度が存在し、同一企業が旧株、新株という払込金額が異なる複数の株式を発行している状況を前提とすれば、株価のうち“control right”と“cash-flow right”のそれぞれに対する評価額を識別することが可能になる。一例として、表1には、1925年における鐘淵紡績、明治製糖、大日本麦酒、東洋モスリンの株価（年間平均）が掲げられている<sup>20</sup>。このうち、鐘淵紡績の株価を例にとれば、50円払込済の旧株1株には、50円の払込資本金に対する配当を受ける権利と1株分の議決権が、12円50銭払込済の新株1株には、12円50銭の払込資本金に対する配当を受ける権利と1株分の議決権が、それぞれ伴うことになる。仮に、他の要因を一切考慮しないでよとすれば、鐘淵紡績の株価のうち“control right”に対する評価額は79円37銭ということになる。

ただし、現実の株価は多くの要因により決定されることから、個別事例に基づいて上記のような推測を行うことは望ましくない。実際、表1に掲載された鐘淵紡績以外の企業について同様の値を求めれば、明治製糖が5円97銭、大日本麦酒が87円60銭であり、東洋モスリンに至っては、マイナス10円43銭と負値となる。“control right”の価値がマイナスであるとは考えられない

表1 鐘淵紡績、明治製糖、大日本麦酒、東洋モスリンの株価（1925年）

（単位：円）

	鐘淵紡績		明治製糖		大日本麦酒		東洋モスリン	
	払込済金額	株価	払込済金額	株価	払込済金額	株価	払込済金額	株価
旧株	50	251.1	50	86.3	50	192.6	50	59.0
新株	12.5	122.3	20	38.1	25	140.1	32.5	34.7

（出所）『東洋経済株界二十年』（大正十五年版）

（注）株価は1925年の年間平均。

4社とも1925年には追加払込徴収を行っておらず、払込済金額の変化はない。

ことから、この値は他の要因の影響を含んだものと考えられる。今後、統計的な手法を用いて大量観察を行う作業が必要になるろう<sup>21</sup>。

なお、同様の問題意識に立つ研究は、普通株に加えて優先株を発行している企業を事例として行うことも可能である<sup>22</sup>。優先株は、利益の分配を普通株よりも優先的に受け取ることができる半面、議決権は与えられないことが一般的である。ゆえに、普通株と優先株の株価を分析することで、旧株と新株の株価を用いる場合と同様に、“control right”と“cash-flow right”のそれぞれに対する評価額を識別することが可能になると期待される。ただし、戦前期に日本企業が優先株を発行した事例は多いとはいえ、企業全体の中では限定的であり、また、経営危機に陥った企業が事業再構築の一環として、第三者割当増資の形で優先株を発行するなど、優先株は特殊な経緯で発行されることも多かったことから、旧株と新株の株価を用いる方がより汎用性の高い分析手法であると考えられる<sup>23</sup>。

#### 4-1-2 企業支配権との関係

株式を所有することに伴う株主の権利を“control right”と“cash-flow right”に区分して考えることは、「所有と経営の分離」の問題に関連することから、企業統治論の文脈では極めて一般的な発想であり、近年の多くの研究もそうした視点で企業の株式所有構造を捉えてきた<sup>24</sup>。例えば、ピラミッド型の企業グループにおいて、“control right”と“cash-flow right”の配分が乖離することにより、支配株主と少数株主の間の利益相反が生じる場合などが分析の対象とされてきた。

払込金額の異なる旧株と新株の併存は、同じだけの議決権を取得するために必要な払込金額が異なり得ることから、上記のような利益相反がより直接的な形で生じる可能性を含んでいる。この

点に関連して、青地 [2006] は、「議決権は、未払いのままですべての1株として行使することができた。この点は、今日同様形骸化していた戦前の株主総会においては大きな意味を持たなかったが、株式保有により他社を支配する局面では、重要な意味をもったと考えられる。つまり、より少ない資本で他社を支配することができた」と記している。「今日同様形骸化していた戦前の株主総会」という認識は、最近における株主総会に関する研究を踏まえれば、適切とは言い難いが、「より少ない資本で他社を支配することができる」可能性がある点は、株式分割払込制度の重要な特徴を指摘したものといえよう<sup>25</sup>。

ただし、「より少ない資本で他社を支配することができ」る点については、一定の留保が必要であろう。額面で評価すれば「より少ない資本」で経営支配権を取得することが可能であっても、株式市場で株式を取得する場合は当然ながら時価で取得することになり、「より少ない資本」で経営支配権を取得できるとは限らないからである。この意味でも、“control right”の評価という視点で新株と旧株の株価の関係を検討することは、重要な研究課題となろう。

## 4-2 資金調達面から株式分割払込制度を分析する場合の視角

### 4-2-1 投資水準に関する想定

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、経済発展の初期段階における金融資産の蓄積水準の低位という条件下においても、社会的資金の動員を容易にし、企業の設定・経営を円滑化する機能を果たしたとされる<sup>26</sup>。過度の単純化ではあるが、株式分割払込制度に関する従来の金融史研究の想定を図示すれば、図1のようになろう。すなわち、「株式分割払込制度がない場合」として同図の下部に示されているような、株式発行時に資本金の全額を徴収する場合に比較して、株式発行時

点における株主の資本金払込の負担が軽減され、その結果として、広く出資を募ることが可能になる。製造業の生産設備や鉄道業における線路の建設のように、株式発行の直後に資本金の全額を建設費として用いることはなく、建設工事の進捗に応じて建設費を支出していくような場合が典型的であるが、実際に支出が必要になる直前まで資本金の払込を猶予することで、相対的に余剰資金の乏しい者でも株式への投資が可能になるのである。

とはいえ、こうした理解は株式分割払込制度の半面を強調したものであると評価せねばならない。前段落の解釈は、図1の右端の金額（すなわち全額払込の場合の金額）を「近い将来までを視野に入れた場合の最適な投資水準」と想定し、全額払込までの状態を、その「最適な投資水準」に満たない過少投資の状態と理解しているからである<sup>27</sup>。仮に、金融資産の蓄積水準が上昇し、資金需給が変化する、あるいは何らかの理由から一時的に金融緩和の状態となるといった市場環境の変化があれば、図1の右端の金額が「最適な投資水準」に対応する金額よりも大きな金額となる

図1 株式分割払込制度に関する従来の金融史研究の想定

株式分割払込制度がある場合



株式分割払込制度がない場合



(出所) 筆者作成

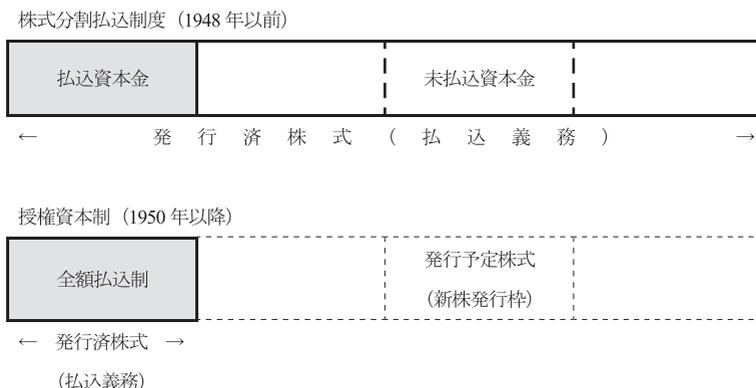
(注) 「株式分割払込制度がある場合」は、便宜上、25%（額面を50円とすれば12円50銭）払込済の場合を図示している。

網掛けは株式発行時点における払込額を意味する。

可能性も十分に想定される。換言すれば、株式分割払込制度は潜在的には過剰投資を誘発する可能性を持つ<sup>28</sup>。このように、図1の右端の金額は、あくまでも相対的なものであるといえる。そして、明治期という、金融資産の蓄積水準の低位という条件に規定される局面であるからこそ、図1が示すような、株式分割払込制度が過少投資を緩和するという理解が意味を持つという認識が必要であろう。蓄積水準が上昇すれば、株式分割払込制度が異なる機能を果たす可能性も十分に考えられるのである<sup>29</sup>。

なお、株式分割払込制度を扱った代表的な先行研究の1つである青地〔2006〕も、株式分割払込制度について図示しているが、誤解を招く可能性のある図なので、ここで触れておく。同論文は、株式分割払込制度の説明として図2のような図を提示しているが、この図では投資水準との関係がやや不明確なものとなっている。すなわち、戦後の払込資本金額（公称資本金額と同額）と戦前の株式分割払込制度における当初の払込額（公称資本金額の4

図2 青地〔2006〕における株式分割払込制度の図示



（出所）青地〔2006〕，図-1

（注）図のレイアウトを一部変更し，用語を一部修正している。

分の1)が同額であるかのように読み取れる図となっており、金融史研究が着目してきた金融資産の蓄積水準が低位にある状況下において企業の資金調達を円滑化する効果(前出の表現を用いれば「過少投資を緩和する」効果)を十分に表現できていない。図2は、むしろ先ほど述べた「過剰投資を誘発する可能性」に近い図である。ただし、論文の記述から判断すれば、青地[2006]が過剰投資の可能性を意識して図示したとは考えづらく、戦後の授權資本制との比較を意識するあまり、結果的に過剰投資を意味する図になってしまった可能性が高いのではないと思われる。その意味で、投資水準との関係で誤解を招く図であると評価せざるを得ず、注意が必要であろう。

#### 4-2-2 経時的な機能の変化

明治期の日本において、株式分割払込制度が「過少投資を緩和する」効果を持った点については、筆者も同意する。ただし、上述のとおり、それは明治期という金融資産の蓄積水準の低位という条件下ゆえに発揮された機能であると捉えるべきであろう。そのように考えれば、より長期的な視野、具体的には、金融資産の蓄積水準が上昇するとともに、資本市場が一定程度の発展段階に到達したと考えられる戦間期までを視野に入れた分析を行うことが必要になろう<sup>30</sup>。

具体的には、第1次大戦期を経て、経済の長期的な低迷が明確になった1920年代を念頭において、株式分割払込制度が果たした役割について、特に「過剰投資を誘発した」可能性を念頭に置きつつ、検討することが重要になろう。日本経済史・経営史研究の分野ではよく知られているように、1920年代には、当時の代表的な企業を含め、日本企業が深刻な経営危機に陥る事例が多く見られた。しかも、それらの経営危機は、きわめて多額の資産評価損の計上を伴うことが多かった<sup>31</sup>。こうした企業経営上の問題

と、株式分割払込制度を含む資金調達との関係について分析することは、明治期から戦間期にかけての企業金融史を統合的に理解するうえで避けて通ることはできないであろう。

この点については、株式担保金融との関係についても付言する必要がある。株式分割払込制度は株式担保金融と合わせて、明治期には「過少投資を緩和する」役割を果たした。ゆえに、株式分割払込制度の役割が後退した局面において、株式担保金融の役割がどのような経緯をたどったのかを明らかにすることも重要な課題となる。株式担保金融については、その全体像を描き得るに足るだけの資料を得ることは困難であり、これが研究の進展を妨げる1つの要因となっているが、課題の重要性は疑い得ないことから、仮に断片的な分析であったとしてもその進展が期待される<sup>32</sup>。

#### 4-2-3 追加払込徴収は容易な資金調達方法か否か

次に、個々の資金調達の局面に着目すれば、追加払込徴収を容易に行うことができるか否かという点が、株式分割払込制度を取り上げた先行研究の焦点の1つであった。また、前出の「過剰投資を誘発する」可能性について検討するうえでも、追加払込徴収が容易に実行可能であったか否かを考えることが不可欠になる<sup>33</sup>。

2節での法制度に関する整理によれば、追加払込徴収は、(1)株主の同意がなくとも実行することができる、(2)払込の徴収にある種の強制性がある、という2点において経営者が裁量的に用いることができる資金調達手段であった。このように、法制度の面から評価すれば、追加払込徴収が経営者による裁量的な実行がなされ得る資金調達手段であった点については確かであり、前出の先行研究すべてが認めている。

一方、実際上の問題として、追加払込徴収が相対的に容易な資金調達手段であるという想定が妥当かどうかについては、先行研

究の立場は割れている。3節における先行研究の整理が示すように、ほとんどの先行研究は、追加払込徴収を経営者が相対的に容易に用いることが可能な資金調達手段と位置付けて分析を行い、それと整合的な結果を得ているが、管見の限り青地〔2006〕のみが、追加払込徴収が難航したことを強調した議論を展開している。とはいえ、青地〔2006〕が取り上げているのは、経営破綻状態にある企業など、特殊な条件の下にある場合のみであり、しかも、他の資金調達方法との比較において追加払込徴収が困難であったことが示されているわけではない。ゆえに、通常の経営状況の企業を対象とした分析で、追加払込徴収が他の資金調達方法よりも困難であったことが示されことはないといつてよい。

ただし、青地〔2006〕が示した、経営状況が著しく悪化した事例についても、株主の合理的な行動の結果として理解することが可能である。いくら追加払込徴収にある種の強制性があるとはいえ、経営破綻に近い状況の企業が行う追加払込徴収においては、払込に応じずに株式が失権することに伴う不効用は、経営破綻により株式が無価値になることに伴う不効用と同程度であろう。こうした場合には、株主が追加払込徴収に応じないことも決して不自然ではない。このように、株主による合理的な行動を前提にしたうえで、経営状況に応じて企業と株主の関係がどのように現れるかを考えることが肝要であろう。

#### 4-2-4 株主割当額面発行との関係

資金調達の面から株式分割払込制度を分析するうえでは、株式の発行方法に関する検討も重要な課題となる。ここで、「株式の発行方法」というのは、(1)どのような株主を対象に新株を発行するか(株主割当増資、第三者割当増資、公募増資)、(2)発行価額をどのように設定するか(額面発行、時価発行)、といった点を指す。そして、志村〔1969〕が網羅的な調査によって明らかにし

たように、戦前期の日本企業による株式の発行は、1910年代や30年代など、高株価の時期には時価での公募増資も一定程度は行われたものの、圧倒的な部分が株主割当額面発行で行われたことが知られている<sup>34</sup>。

では、なぜ戦前の日本企業が株式を発行する場合、株主割当額面発行で行われることが多かったのであろうか<sup>35</sup>。この点に関連して、野田 [1979] は、分割払込制度を採用しているが故に、額面発行が一般的であったという興味深い議論を展開している。具体的には、同論文は、第1に、戦前の日本においては資金需給が「需要>供給」という関係にあったことから、希少な資本を提供している株主の企業に対する交渉力が強く、株主にとって望ましい額面発行が選択されたという点とともに、第2に、株式分割払込制度の下では、新株発行と追加払込徴収はともに資本金を調達する方法であるが、後者が「額面12円50銭分を徴収」というような形で必然的に額面に対応した金額になることから、必然的に新株発行も額面での発行にならざるを得なかったという点を、株主割当額面発行が一般的な増資方法となった背景として挙げた。

ただし、この野田 [1979] による説明のうち第2の点については、(1)全額払込済ではない株式を時価発行した事例が存在する<sup>36</sup>、(2)株式分割払込制度が廃止された後の戦後においても株主割当額面発行が多かった事実を説明できない、という2点を根拠として、不十分な説明であると評価するほかない。とはいえ、戦前期の日本において、あるいは戦後まで視野に入れて、株主割当額面発行が一般的な増資方法になった背景を明らかにすることが今後検討されるべき重要なテーマであることは確かであろう。

#### 4-2-5 いわゆる「変態増資」の背景

2節で整理したように、株式分割払込制度の下では、未払込資本金が存在する状況で新株を発行することは認められていなかっ

た。ただし、ここで重要な事実となるのが、当時においては、他社を合併することによって公称資本金が増加することについては、この規定の例外として扱われていたことである<sup>37</sup>。ゆえに、「変態増資」（別会社を設立したうえで直後にそれを合併することで資本金を増加させる形の増資）という方法を用いれば、商法第210条の規定に縛られずに公称資本金を増加させることができた<sup>38</sup>。

戦間期の日本では、当時の代表的な大企業でも変態増資を行った事例が散見されるとともに<sup>39</sup>、同時代の会計学者などによって、変態増資の存在は広く認識されていた<sup>40</sup>。そして、変態増資が行われた理由としては、上記のような法制度が挙げられるのが一般的であった<sup>41</sup>。そうした立場を採れば、株式分割払込制度と変態増資の間には密接な関係があると主張し得よう。

とはいえ、法制度を変態増資の背景と捉える見解に対しては、(1)変態増資を行った企業が資本市場で置かれていた状況、(2)変態増資を行った企業と株主との関係、(3)変態増資という不自然な形の資金調達方法が実際にはどのようなプロセスで行われたのか、といった点についてほとんど検討がなされることなく、先験的に法制度との関係を捉えているという批判がなされるべきであろう。株式分割払込制度だけに捉われない、より広い視点から変態増資の実態に関する分析を進める必要がある。翻って、そうした分析を進めれば、側面からではあるが、株式分割払込制度に関する理解を深化させることにもつながると期待される。

## 5 おわりに

本稿では、戦前期の企業金融における大きな制度的特徴のうちの1つである株式分割払込制度について、先行研究の到達点を踏まえつつ、新たな分析視角を提示することを試みた。そして、企業統治と資金調達のそれぞれの面から株式分割払込制度を検討す

る際に念頭に置くべき分析視角を整理した。具体的には、企業統治の面では、(1)議決権の価格に関する分析、(2)企業支配権との関係に対する着目の2点、また、資金調達面では、(1)投資水準に関する想定のは非、(2)同制度が果たした機能の経時的な変化、(3)追加払込徴収を容易な資金調達方法と捉える考え方の是非、(4)株式の発行方法との関係、(5)いわゆる「変態増資」との関係の5点に分けて分析視角を論じた。

いずれにせよ、株式分割払込制度は、戦前期の資本市場と企業金融を理解するうえで非常に重要な制度であり、先行研究で分析対象として取り上げられてきたにもかかわらず、多くの点が未解明のまま残されている。それらの点に関する分析が進むことを期待して、本稿の結びとしたい。

---

#### 【注】

- 1 本稿は科学研究費補助金（基盤研究C，課題番号15K03590）の成果の一部である。
- 2 株式分割払込制度それ自体を検討した近年の研究として青地 [2006] がある。
- 3 1899年商法は、以後、幾度も改正を経ているが、現行商法の原型となっている商法である。本稿で「商法」という場合、原則としてこの1899年商法を指すものとし、以後の改正商法を指す場合には、どの改正商法を指すのかその都度記すこととする。なお、本稿における法律条文の引用は全て『官報』に拠っている。また、資料の引用に際しては、旧字体を新字体に改めた（以下同様）。
- 4 この段落の内容は、南條・粕谷 [2009]、49-54頁の整理に依拠している。
- 5 南條・粕谷 [2009] は、金融業を除く事業会社の中では、1873年設立の抄紙会社（後の王子製紙）が最も早く株式分割払込を行った事例であると推測している（50頁）。
- 6 1890年公布、93年一部施行の旧商法でも、条文の表現は異なるが、4分の1の払込で株式会社を設立できることが規定された（第167条）。
- 7 戦前においては企業が公表する財務諸表の形式が法定されておらず、

---

費目名も企業間で異なっている。(公称)資本金については貸借対照表の貸方に「資本金」,「株金」のいずれかで表現するのが一般的であり,未払込部分については借方に「未払込資本金(株金)」,「払込未済資本金(株金)」などと表現された。本稿では,原則として「資本金」,「未払込」という表現を用い,「株金」や「払込未済」といった表現は用いないことにする。

- 8 橋本 [1930], 134-137 頁.
- 9 山崎 [1943], 543 頁.
- 10 河合・金・羽鳥・松永 [2000], 表 4.3.
- 11 ここでは, 経済史研究の通例に倣って, 臨時資金調整法などが施行された 1937 年 9 月以降を戦時統制期と理解し, それ以前を戦前期と捉えている.
- 12 その場合, 「第二新株」, 「第三新株」などと呼ばれる.
- 13 定款記載事項については商法第 120 条, 定款の変更については第 209 条.
- 14 払込に応じなかった株主の失権, および失権した株式の競売については, 商法第 153 条に規定された.
- 15 50 円という金額は当時の一般的な株式の額面であった.
- 16 例えば, 青地 [2006], 8 頁, 南條・粕谷 [2009], 53 頁.
- 17 野田 [1980], 214 頁.
- 18 これらの研究に加え, 十分な分析が行われているとまではいえないが, 齊藤 [2006] は, 樺太工業の事例分析から, 追加払込徴収という資金調達方法の存在が過剰投資をもたらした可能性を指摘している.
- 19 青地 [2006], 10 頁.
- 20 これら 4 社はいずれも分散した株式所有構造を持つ企業である。『東洋経済株式会社年鑑』(大正十五年版)に記載された株主数は, 鐘淵紡績 1 万 4,579 名, 明治製糖 7,832 名, 大日本麦酒 5,116 名, 東洋モスリン 3,017 名であり, 首位株主の保有比率は鐘淵紡績 5.3% (三井合名会社), 明治製糖 2.8% (三菱合資会社), 大日本麦酒 4.2% (馬越同族株式会社), 東洋モスリン 12.3% (三ツ引同族会社) である.
- 21 ここでいう「大量観察」を実現するためには, 分析対象として多数の企業を取り上げることに加え, 日次株価データを用いることで観察の頻度を上げることが考えられる。このうち後者については, 筆者も加わっている別の科研費プロジェクト(「日次株価データベースを用いた戦前期日本の株式市場の機能と制度に関する研究」, 研究代表者: 今城徹)で構築を進めている戦前の日本企業を対象とした日次株価データベースを用いることで, 研究の大幅な進展が期待される。

- 
- 22 本稿では優先株について詳細な検討を行う余裕はない。戦前日本における優先株については、さしあたり長谷川 [1941] を参照のこと。
  - 23 代表的な事例としては、1928年12月期における神戸製鋼所（主な優先株主は台湾銀行）、33年3月期における川崎造船所（十五銀行）などが挙げられる（齊藤 [2009a], 131-132頁）。
  - 24 そうした先行研究については枚挙に暇がないが、ここでは代表的なものとして、La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer [1999], Claessens, Djankov and Lang [2000] のみを挙げておく。
  - 25 ここで「最近における株主総会に関する研究」として筆者が念頭に置いているのは、結城 [2011], 岡崎 [2012] などである。
  - 26 例えば、志村 [1969], 269頁、野田 [1980], 79頁などを参照のこと。
  - 27 ここでは、企業価値を最大化させる投資水準を「最適な投資水準」と考えている。
  - 28 この場合、株主が企業の最適な投資水準を知り得るかどうかという根本的な問題が浮上することになる。この点について検討することは容易ではないが、当時の株式市場において情報の非対称性が皆無であったとは考えづらいことから、さしあたり、情報の非対称性により株主が企業の最適な投資水準を確実に知ることはできなかったと考えておく。
  - 29 この違いを明示的に意識した先行研究が齊藤 [2006] である。
  - 30 資本市場の発展については、例えば、1920年代までには東京株式取引所に上場するか否かの判断に、企業の所在地域が影響を与えなくなったとする岡崎・浜尾・星 [2005] による分析を参照のこと。この結果は、中村 [2010] が描くような市場の地域性が、戦間期までに一定程度解消されたことを示唆している。
  - 31 1920年代における日本企業の財務危機については齊藤 [2013], その結果としての大規模な減資の頻繁な発生については齊藤 [2009b] を参照のこと。
  - 32 現段階で明確な見取り図を示すことはできないが、1920年代の銀行危機を経て、不健全な銀行が淘汰されたことから、個人株主向けの株式担保金融も後退した可能性がある。
  - 33 経営者にとって追加払込徴収が容易であるとすれば、経営者が株主の望まない投資を実行する、ある種のエージェンシー問題が深刻化する可能性が高まるためである。
  - 34 志村 [1969], 221-222頁、および第4-11表。
  - 35 戦後の日本企業においても、公募時価発行が普及する以前の1960年代頃までは、株主割当額面発行を行う場合が多かった。このテーマにつ

- 
- いては、戦後までを視野に入れた研究が行われるべきであろう。
- 36 例えば、第二鋼管（日本鋼管の関係会社）の設立時には、額面 50 円、うち 12 円 50 銭払込済の株式 13 万 4 千株のうち、8 万 4 千株は日本鋼管の株主に額面で割当てられたが、残り 5 万株は時価で公募されている（齊藤 [2015]）。
  - 37 同時代の文献でも、変態増資は「商法の規定を潜って、新株発行の目的を達する」ことができる方法と位置付けられ（橋本 [1939], 391 頁）、「形式は合法」であるものの、「事実上の商法違反」と評価されている（橋本 [1930], 159 頁, 橋本 [1933], 133 頁）。
  - 38 青地 [2006] でも「変態増資」という用語は登場し（22 頁など）、それが「横行していた」ことは指摘されているが、分析は行われていない。
  - 39 先行研究が取り上げた事例としては、浅野セメント（渡邊 [2005], 208-209, 222 頁）、日本鋼管（長島 [1987], 486 頁）などがある。
  - 40 例えば、橋本 [1930], 158-159 頁, 橋本 [1933], 133-134 頁, 長谷川 [1940], 227-228 頁。
  - 41 例えば、橋本 [1930], 158-159 頁, 長谷川 [1940], 227 頁。また、前出のような経済史・経営史分野の先行研究（長島 [1987], 渡邊 [2005]）も同様の説明を行っている。
- 

#### 【参考文献】

- 青地正史 [2006] 「戦前日本企業と『未払込株金』」『富大経済論集』第 51 巻第 2 号, 173-206 頁。
- 岡崎哲二 [2012] 「経営者、社外取締役と大株主は本当は何をしていたか? : 東京海上・大正海上の企業統治と三菱・三井」『三菱史料館論集』13, pp. 67-84.
- 岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄 [2005] 「戦前日本における資本市場の生成と発展: 東京株式取引所への株式上場を中心として」『経済研究』56-1, pp. 15-29.
- 河合和男・金早雪・羽鳥敬彦・松永達 [2000] 『国策会社・東拓の研究』不二出版。
- 齊藤直 [2006] 「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」『企業と法創造』第 3 巻第 2 号, 153-174 頁。
- 齊藤直 [2009a] 「戦間期日本企業における財務危機と事業再構築: 株主主権的な企業システムの帰結」博士学位論文, 第 4 章。

- 
- 齊藤直 [2009b] 「戦間期日本企業における減資：株主主権的な企業システムの一側面」『証券経済研究』67, pp. 85-101.
- 齊藤直 [2013] 「戦間期日本企業における財務危機の特徴」『国際交流研究』15, pp. 103-129.
- 齊藤直 [2015] 「戦間期日本の『変態増資』：その背景と意義」経営史学会関西西部会 12 月例会報告.
- 志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』東京大学出版会.
- 長島修 [1987] 『戦前日本鉄鋼業の構造分析』ミネルヴァ書房.
- 中村尚史 [2010] 『地方からの産業革命：日本における企業勃興の原動力』名古屋大学出版会.
- 南條隆・粕谷誠 [2009] 「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 年代初において株式追加払込が果たした役割を中心に」『金融研究』第 28 巻第 1 号, 47-71 頁.
- 野田正穂 [1979] 「増資形態の歴史的一考察：明治期の株主割当額面発行について」『証券経済学会年報』14, pp. 24-33.
- 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』有斐閣.
- 橋本良平 [1930] 『現代の株式会社』大阪屋号書店.
- 橋本良平 [1933] 『株式会社の経営』文雅堂.
- 橋本良平 [1939] 『現代の株式会社 増補五版』大阪屋号書店.
- 長谷川安兵衛 [1940] 『株式会社の常識』千倉書房.
- 長谷川安兵衛 [1941] 『優先株の総合的研究』ダイヤモンド社.
- 結城武延 [2011] 「企業統治における株主総会の役割：大阪紡績会社の事例」『経営史学』46-3, pp. 56-77.
- 山崎定雄 [1943] 『特殊会社法規の研究』交通研究所.
- 渡邊恵一 [2005] 『浅野セメントの物流史：近代日本の産業発展と輸送』立教大学出版会.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang, [2000], “The separation of ownership and control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 58-1・2, pp. 81-112.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, [1999], “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, 54-2, pp. 471-517.
- Saito, N. [2008], “A Reconsideration of Corporate Finance of Large Japanese Manufacturing Firms during the Interwar Period,” *Japanese Research in Business History*, 25, pp. 115-134.