

日本鋼管の「変態増資」¹

——財務危機と優先株発行の帰結——

‘Anomalistic Capital Increases’ (*Hentai Zoshi*)

by Nippon Kokan:

Consequences of the Former Financial Distress
and the Issuance of Preferred Stocks

齊藤 直
Nao SAITO

1 はじめに

本稿は、両大戦間期（以下、戦間期）に多く見られた特殊な増資形態である、いわゆる「変態増資」に着目し、その比較研究の一環として、日本鋼管による変態増資の事例について検討することを課題とする²。

変態増資とは、別会社を設立したうえでそれを合併することにより資本金を増加させる形の増資を意味する。「変態」増資という名称も含めて極めて不自然な印象を与える増資方法であるが、多いとまでは言えないものの、無視しえない数の企業が変態増資を行っていたことも事実である³。また、変態増資に関する事例

1 本稿は、経営史学会東北ワークショップ（2017年12月）における報告の一部（主に後半部分）をまとめたものである。コメンテーターの加藤健太氏（高崎経済大学）をはじめ、コメントを頂いた諸氏に謝意を示したい。なお、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 以下では、「変態増資」の「」を省略する。

3 主要企業による変態増資の事例としては、浅野セメントによる第二浅野セメントの合併（1924年6月）、明治製糖による新明治製糖の合併（27年10月）、東京モスリン紡織による第二東京モスリンの合併（32年10

分析も進展しつつある。具体的には、明治製糖や東京モスリン紡織を対象とした事例分析が行われている⁴。

こうした変態増資が行われた背景として、資本金の払込における株式分割払込制度を前提としたうえで、商法が全額払込以前の段階における新株発行を禁止していたことにより、新株を発行したい全額払込前の企業が変態増資という形での増資を選択したという説明がなされるのが従来の通例であった⁵。本稿が分析対象とする日本鋼管についても、同社の経営を分析した代表的な先行研究である長島〔1987〕が、「同社（日本鋼管—引用者）の払込資本金増大は、未払込分があっても未払込分を徴収せずに新たに別会社を新設し株式公募することによって資本を集め、その別会社を合併して事実上の増資を行うといういわゆる変態増資の方法をとっている。払込未済資本金の徴収によらずに新たに別会社を設立するというような回り道をして資本の調達をしなければならなかったのは、商法第201条の規定により、資本の増加は株式の全額払込後でなければ出来ないという規定によるものである」という説明をしている⁶。

しかし、最近の研究は、全額払込以前における新株発行を禁止する法制度のみで変態増資の理由を説明するのは必ずしも妥当ではないことを示している。明治製糖の事例においては、経営危機に陥った東洋製糖の資産を新設の新明治製糖を受け皿として買収

月)、日本鋼管による第二鋼管の合併(33年12月)、東洋モスリンによる第二東洋モスリンの合併(34年1月)などが挙げられる。

- 4 明治製糖の事例を取り上げた齊藤〔2016a〕、東京モスリン紡織の事例を取り上げた齊藤〔2017〕が該当する。
- 5 同時代の会計学者は、こうした理由で変態増資の背景を説明している(橋本〔1930〕、158-159頁、長谷川〔1940〕、227頁)。また、近年の経営史分野の研究においても、例えば、浅野セメントを分析した渡邊〔2005〕が変態増資の背景を同様の理由に求めている(208-209、222頁)。
- 6 長島〔1987〕、486頁。なお、既に齊藤〔2016a〕で指摘されているが、引用箇所における「商法第201条」は「商法第210条」の誤りであろう。

したうえで、明治製糖に合併しているが、その際、新明治製糖株式が明治製糖株式に対して60%にディスカウントされており、明治製糖の株価が高かったことがそれを可能にした。すなわち、高株価を利用して割高な資産の償却費用を吸収したのがこの事例の内実であった⁷。また、東京モスリン紡織の事例については、同社の財務危機への対応として、債権者（三井物産、三菱商事など）に対して第二東京モスリンの株式を割当てており、債権者は東京モスリン紡織に対する債権を出資に振り替える形で第二東京モスリンの株主となっている。直後に東京モスリン紡織と第二東京モスリンの両社が合併することを踏まえれば、これは実質的なデット・エクイティ・スワップ（DES）であり、極端な業績不振という状況下においても変態増資を行い得たのは、DESによる財務面の再構築に対して東京モスリン紡織と債権者の双方が同意したからであると考えられる⁸。これらの2事例は、変態増資の背景を法制度のみに求めるのは妥当ではなく、個別の事例ごとの背景を考えることが重要であるということを示している。

こうした個々の変態増資の背景の複雑さを踏まえれば、これらの2社以外の企業が行った変態増資の事例について実態を解明する作業を重ねることにより、変態増資の背景を総合的に理解することが重要になる。本稿は、日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）の事例を取り上げ、その背景について検討することを課題とする⁹。Mark Fruinの作成した鉱工業大企業リスト（総資産ベース）によれば、日本鋼管は1918年に10位、30年に32位と、20年代を挟んでやや低下したが、上位を維持していた¹⁰。その企

7 齊藤 [2016a]、4 節の分析による。

8 齊藤 [2017]、3 節の分析による。

9 日本鋼管は、この事例の後にも、川崎コークスの設立・合併など、変態増資を行っているが、本稿では分析対象を第二鋼管の設立・合併の事例に限定する。

10 Fruin [1992]、Appendix A-1、A-2。

業規模を踏まえれば、日本鋼管は明治製糖などとともに最初に分析の俎上に乗せられるべき対象であるといえる。

本稿は以下のように構成される。第2節では、分析の前提となる当時の法制度について簡潔に整理したうえで、変態増資を分析する視角について説明する。第3節では、日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）の概要について説明したうえで、先行研究がこの変態増資の背景をどのように説明してきたかを紹介する。第4節では、日本鋼管による変態増資の背景について、先行研究とは別の説明が成立する可能性を指摘する。具体的には、1920年代～30年代初頭における財務危機と、それへの対応として行われた減資と優先株発行の帰結として、新株が優先株のみという特殊な資本構成になっていたという財務面の問題に着目した説明を試みる。第5節は、本稿の分析結果を要約するとともに、その含意を提示する。

2 変態増資の分析視角

2-1 変態増資の制度的背景

本節では、次節以降の分析の前提として、変態増資の背景となる法制度について簡潔に整理したうえで、変態増資の分析視角を提示する。ただし、そうした説明は既に先行研究で行われていることから、ここではごく簡潔な整理にとどめる¹¹。

変態増資の法制度的な前提として第1に挙げるべき点は、株式分割払込制度である¹²。同制度の下では、資本金を複数回に分けて段階的に払込むことが認められた¹³。「第一回払込ノ金額ハ株金ノ四分ノ一ヲ下ルコトヲ得ス」¹⁴という商法の規定がその根拠

11 齊藤 [2016a]、2、3節、および、齊藤 [2017]、2節。

12 株式分割払込制度に関する論点の整理を行った論稿として、齊藤 [2016b] がある。

13 全額払込により株式を発行する可能性を否定するものではない。

14 1899年商法、第128条。なお、本稿における法律条文の引用は、全て『官

であり、株式発行時における払込は額面の4分の1を下回らないことが必要であったが、残額の払込徴収については先送りすることが可能であった¹⁵。

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¹⁶。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部分が存在する株式の双方が存在する場合、前者を「旧株」、後者を「新株」と呼ぶのが慣例であった¹⁷。当時の株式市場では、同一企業が発行した株式であっても、旧株と新株は別の銘柄として認識され、それぞれに対して株価が形成された¹⁸。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、その株式は旧株として扱われることになる¹⁹。

報』に拠った。また、法律条文を含む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）。

- 15 株式分割払込制度により、追加払込徴収という資金調達手段が存在したことがどのような意味を持ったのかという点については、先行研究の蓄積が厚いが、本稿ではこの点には立ち入らない。具体的には、金融史分野の古典的な先行研究の中で論じられるとともに（志村 [1969]、野田 [1980]）、近年でも多くの研究が蓄積されている（青地 [2006]、齊藤 [2006]、Saito [2008]、南條・粕谷 [2009]、寺西・結城 [2017]）。
- 16 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た。公称資本金については「資本金」、「株金」のいずれかで表現し、未払込部分については「未払込資本金（株金）」、「払込未済資本金（株金）」などと表現するのが一般的であった。本稿では、原則として「資本金」、「未払込」という表現を用いる。なお、戦前の日本企業における財務諸表の形式の多様性については、さしあたり齊藤 [2004] を参照のこと。
- 17 ただし、企業の設立直後の時期など、未払込部分が存在する株式が1種類のみ存在する場合は、未払込部分が存在したとしても、これを「旧株」と呼ぶのが通例であった。
- 18 配当額が払込金額に比例し、旧株と新株で受取ることができる配当額に差があったことを踏まえれば、旧株と新株が別の銘柄と認識されるのは当然のことであるといえよう。
- 19 より厳密に言えば、新株が全額払込となった後、最初の配当落を迎えることで、旧株と新株を識別する必要がなくなる。以後は決算期を通

変態増資の法制度的な前提として考慮すべき第2の点として、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条には、「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」と規定されている²⁰。この規定に従えば、既発行の株式が全て全額払込となり、未払込資本金が存在しない企業のみが、新株発行という資金調達手段を選択できることになる²¹。

ただし、この規定には抜け穴があった。当時においては、他社を合併することにより公称資本金を増加させることを合併増資と呼んだが、この合併増資については上記の規定の例外として扱われたのである。したがって、変態増資を行えば、上記の商法第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可能であった²²。なお、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た。

2-2 変態増資の分析視角

次に、変態増資の分析視角を提示しておく。一般的に、企業が

じて両株式の払込額が等しいことになり、支払われる配当も同額になるからである。

- 20 この規定には例外もあった。例えば、保険業法、地方鉄道法、軌道法に商法210条の例外規定が含まれる保険業、鉄道・軌道業が例外として挙げられる（橋本 [1930]、134-137頁）。とはいえ、一部の例外を除く大多数の企業が商法第210条の規定の下にあった。
- 21 全額払込前の新株発行が禁止されていたことにより、新株は原則として1種類であるが、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た。その場合、「第二新株」、「第三新株」などと呼ばれた。
- 22 同時代の文献は、変態増資を「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るとともに（橋本 [1939]、391頁）、「形式は合法」であるものの、「事実上の商法違反」と評価している（橋本 [1930]、159頁、橋本 [1933]、133頁）。

資金調達を円滑に行い得るか否かはその経営業績に依存する。ゆえに、変態増資を分析するための視角についても、経営業績の良否に応じた整理を行うことが有益である²³。

経営業績が良好な企業が資金調達を行おうとする場合、経営業績が悪い企業に比較して、相対的に多くの資金調達手段を選択し得るはずである。そうした状況下に変態増資という資金調達方法が採用されているとすれば、他の資金調達手段も利用可能であったにもかかわらず、敢えて変態増資という方法を選択したと考えるのが自然である。ゆえに、業績良好な企業が変態増資を行っている場合は、主体的に変態増資という方法を選択した理由を明らかにすることが重要な分析視角になる。

もちろん、こうした企業が変態増資という方法を選択する理由は、当然ながら個々の事例により異なるはずであり、改めて実証的に明らかにする作業が必要になる。本稿の冒頭で触れた齊藤[2016a]は、明治製糖による変態増資（新明治製糖の設立・合併）の事例を検証した先行研究であるが、同社は経営状況の良好な企業であったことから、主体的に変態増資を選択した理由を探ることが、同論文の中心的な分析視角となった。そして、明治製糖が主体的に変態増資を選択した理由は、他社（東洋製糖）の資産を割高な価格で買収することにもなう自社の財務内容の悪化を避けることにあった²⁴。

23 ここでは、経営業績の良し悪しを、資金提供者が資金提供に応じる状況か否か程度の意味で捉えている。

24 具体的には、同論文は、(1)新明治製糖は東洋製糖からの買収資産の受け皿として設立された、(2)新明治製糖の株式は明治製糖の既存株主に割当てられた、(3)明治製糖と新明治製糖の合併時に、新明治製糖株式は5分の3にディスカウントされた、(4)この変態増資の背景には、明治製糖の貸借対照表上の資産額を抑制する意図があった、(5)上記の合併条件（5分の3にディスカウント）は新明治製糖設立前に公表済であった、(6)明治製糖の高株価がこの変態増資を可能にした、といった点を明らかにした。

一方、経営業績が不振の企業が資金調達を行おうとする場合、資金提供者がそれに応じる可能性は低いと想定されることから、資金調達を実現することは容易ではないはずである。変態増資により資金調達をしようとする場合でも、別企業を新設する際に出資を募集することが必要になるが、母体企業が業績不振であれば、その実行は困難であろう²⁵。すなわち、業績不振企業による変態増資を分析するのであれば、変態増資に際して別企業が新設される際の出資者についての検討が不可欠であり、その作業を通じて、なぜ変態増資を行い得たかを明らかにすることが重要な課題となる。

前出の齊藤〔2017〕は、こうした分析視角から、東京モスリン紡織による変態増資（第二東京モスリンの設立・合併）の事例を検証した先行研究である。東京モスリン紡織は、財務危機への対応として、債権者（三井物産、三菱商事など）に対して株式を割当ての形で第二東京モスリンを設立した²⁶。そして、債権者は東京モスリン紡織に対する債権を出資に振り替える形で第二東京モスリンの株主となった。この変態増資は、実質的にはデット・エクイティ・スワップであり、財務面の再構築に対して東京モスリ

25 経営者に協力的な立場をとる特定の株主への割当という形で新設企業の株式が発行される場合（第三者割当増資に近い方法）や、変態増資であることを明示せず、収益性の高い独立したプロジェクトであると投資家が捉えるような形で企業設立を行う場合であれば、母体企業の業績が不振でも変態増資を実行できる可能性がある。また、仮に、母体企業の100%出資で別企業を設立するのであれば、変態増資を実行することは容易であるが、この場合は変態増資に外部からの資金調達としての意味合いは存在しないことになり、資金調達手段としての変態増資の意味を考える必要性は乏しい。

26 この場合、通常の増資でいうところの第三者割当増資に近い意味合いを持つ（割当てられたのが別企業の株式という点は、通常の第三者割当増資と異なる）。なお、戦間期には、株主割当増資が圧倒的に多く、その他の方法での増資は少数であった（志村〔1969〕、221-222頁、および第4-11表）。

ン紡織と債権者の双方が同意したからこそ実行可能な増資であった。

本項の議論を要約すれば、経營業績が良好な企業が変態増資を行っている場合は、他の資金調達手段を選択できる可能性も高いにもかかわらず、主体的に変態増資という方法を選択した理由を明らかにすることが重要になり、一方、経營業績が不振の企業が変態増資を行っている場合は、なぜそのような企業が変態増資を行い得たかを分析することが重要になる。こうした視角から変態増資を検証することにより、資金調達面や財務面において変態増資が有した意義を明らかにするとともに、法制度のみに背景を求めた場合には到達できない、戦間期の資本市場に関するより深い理解に到達することが期待される。

なお、本稿が分析対象とする日本鋼管は、後述のように、1920年代には経営不振に苦しんだものの、30年代に入り、急速に業績を回復させていた企業であり、株価も急上昇していたことから、前者の業績が良好な企業を対象とした場合の分析視角を念頭に置きつつ、分析が進められることになる。

3 日本鋼管による変態増資

3-1 変態増資の概要

本節と次節では、日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）の事例について検証する²⁷。日本鋼管は1933年4月に第二鋼管を設立することを決定している²⁸。初期の社史は、4月に第二鋼管が設立されたとしているが、4月の段階では同社の設立が決定され、設立準備が始まったに過ぎないことから、設立を決定し

27 以下、本項における日本鋼管による変態増資をめぐる動向の日付については、主に「創立ニ関スル事項報告書」（1933年9月、「第二鋼管会社創立及合併ニ関スル書類」松下長久氏旧蔵資料）による。

28 日本鋼管株式会社編 [1972]、35-36頁。

た時期を設立時期と誤った表記であろう²⁹。その後、日本鋼管は、1933年8月に第二鋼管を設立し、同年12月に合併している³⁰。まずは、本項でこの変態増資の概要を確認しておく。

投資家に対する説明において、日本鋼管が第二鋼管を設立する理由は、従来は輸入されていた大口径鋼管を生産する設備を建設するためであるとされた。具体的には、「油井用、瓦斯及び水道用の鋼管中には六吋以上十四吋といった大口径のものが相当に使用され（中略）近年の例に見ると其他用途のものを含めて多い時は八千觔以上に上つて」おり、「大口径鑄鉄管の需要を合せると年額二万觔許りの数量に達する」にも関わらず、「従来我国の鋼管といふのは六吋以下の小口径のもの計りであつたため、これ等の大口径鋼管の供給は総て輸入に待つ状態にあつた」ことから、これを生産することによって「觔当り二百八十円から三百円の巨利を挙げられる計算になる」として、第二鋼管の設立を計画すると説明された³¹。1930年代前半における日本鋼管の成長戦略としては、高炉建設による銑鋼一貫化とこの大口径鋼管生産への進出が代表的であり、第二鋼管設立による変態増資はいわば成長戦略の一環であったといえる³²。

29 日本鋼管株式会社編 [1942] は、「四月二十日に第二鋼管株式会社（資本金六百七十万円）を設立し、その工場を吾社構内に建設して、増大する大径鋼管の需要に備へることゝなつた」（201頁）、日本鋼管株式会社編 [1952] は「昭和八年四月二十日、第二鋼管株式会社（資本金六百七十万円）を設立し、その工場をわが社構内に建設した」（160頁）、日本鋼管株式会社五十年史編纂委員会編 [1962] は「こうして昭和8年4月20日、資本金670万円の第二鋼管株式会社が設立され、その工場をわが社構内に建設した」（161頁）と、それぞれ記述している。

30 登記の時期が不明であるが、第1回資本金払込期日の1933年8月15日を第二鋼管の設立時点とした。なお、第二鋼管株式に対する配当金を計算する際の起算日もこの8月15日であった（『日本鋼管は愈々増配』『ダイヤモンド』1933年11月1日号）。

31 「第二鋼管株式会社の創立計画内容と其将来性」（1933年7月）、2-4頁。

32 日本鋼管の高炉建設については長島 [1988] が詳しい。

第二鋼管の設立に際して行われた株式発行では、日本鋼管株主への割当と公募が併用された。具体的には、13万4千株（公称資本金670万円、25%払込）の株式のうち、8万4千株が日本鋼管株主に割当てられ、5万株が公募された。このうち、日本鋼管株主への割当については、1933年7月1日現在の株主（普通株、優先株の両方）に、4株に対し1株の比率で第二鋼管株式の引受権を付与した。一方、公募については、申込価額が高い順に募入が行われることとされた³³。以上から、この変態増資は株主割当額面発行と公募時価発行の併用により行われたと要約できる。

第二鋼管は1933年8月15日に第1回資本金払込の期日を迎え、これにより株主の構成が確定した。第二鋼管設立時の株主は不明であるが、変態増資後における日本鋼管の株主名簿から、第二鋼管株主に関する一定程度の情報を得ることができる。表1には、第二鋼管との合併後に作成された最初の日本鋼管の株主名簿（1934年5月末時点）に掲載された新株（第二鋼管の合併に伴って発行された株式）の大株主が示されている³⁴。同表が示すように、上位株主には白石元治郎、大川平三郎、岸本吉左衛門といった日本鋼管の経営関係者³⁵、および証券業者が多く名を連ねている³⁶。

資本金払込の期日の1週間後にあたる1933年8月22日には、第二鋼管の株主に対して創立総会の開催通知が発送されている。そして、9月6日に創立総会が開催され、同日付で、同会での決定

33 日本鋼管株式会社編 [1972]、36頁。

34 変態増資時から1934年5月末までに株式の売買が行われた可能性は否定できない。その点を考慮したうえで、日本鋼管の株主名簿から第二鋼管の株主構成を推測する必要がある。

35 岸本吉左衛門は1933年12月10日に取締役を辞任しており（日本鋼管株式会社「第四十四期報告書」1934年5月期）、34年5月末時点では役員ではないため、ここでは「経営関係者」というやや曖昧な表現を用いた。

36 本稿は変態増資の背景を検討することを課題とするため、こうした株主の構成が何を意味するのかという点についてはこれ以上立ち入らず、将来的な課題とする。

表 1 日本鋼管新株の大株主（1934年 5 月末時点）

	株主	新株	旧株	優先株	合計
1	白石元治郎	5,795	3,942	699	10,436
2	株式会社山丸商会（社長福田治太郎）	5,336	200	540	6,076
3	太田商事株式会社（取締役社長太田新吉）	4,500	0	0	4,500
4	大阪商事株式会社（取締役社長村地久治郎）	4,444	916	701	6,061
5	荒津長七	4,300	0	3,200	7,500
6	太蔵証券株式会社（取締役社長太田新吉）	4,287	0	0	4,287
7	大川平三郎	4,000	100	0	4,100
8	株式会社荒津商店（代表取締役荒津慶太郎）	3,735	10	0	3,745
9	富田浪	2,100	30	200	2,330
10	岸本吉左衛門	1,995	4,442	2,440	8,877
	合計	134,000	126,000	210,000	470,000

（出所）日本鋼管株式会社「株主名簿」（1934年 5 月31日現在）。

（注）順位は新株のみの株数による。

事項、具体的には第二鋼管の役員構成などの情報が株主宛に発送されている。なお、第二鋼管の役員構成は、取締役が大川平三郎、白石元治郎（社長）、今泉嘉一郎の 3 名、監査役が西野恵之助であり、全員が日本鋼管の役員と兼任であった³⁷。経営者の構成から判断すれば、日本鋼管と第二鋼管は一体とでもいうべき状態にあったと考えられる。

創立総会の 2 日後の 1933 年 9 月 8 日には、早くも日本鋼管・第二鋼管の間で合併仮契約が締結された。同契約書には、合併条件は対等であり、第二鋼管株式 1 株に対して日本鋼管株式 1 株を交付することが明記された³⁸。そして、翌 9 月 9 日には、日本鋼管、第二鋼管の両社の株主に対して、それぞれ臨時株主総会開催通知が発送されている。この臨時株主総会は両社とも 9 月 25 日に開催

37 全役員が母体企業の役員と兼任であるのは、明治製糖による変態増資の事例と同様であった（齊藤 [2016a]、表 2）。

38 「合併仮契約書」（1933 年 9 月 8 日、「第二鋼管会社創立及合併ニ関スル書類」松下長久氏旧蔵資料）。

され、しかも、日本鋼管が14時開会、第二鋼管が15時開会と、非常に近い時間における開催であった。この両社の臨時株主総会においてそれぞれ合併が承認され、1933年12月31日をもって日本鋼管と第二鋼管が合併することが決定された。

3-2 日本鋼管による変態増資の背景に関する先行研究の説明

日本鋼管による変態増資は、既述のように、従来は輸入されていた大口徑鋼管を生産する設備を建設し、輸入代替を図るという、いわば成長戦略の一環としての位置づけであった。実際、第二鋼管の生産設備は後に日本鋼管の第5製管工場となるが、同工場の操業開始により、日本鋼管は「あらゆるサイズの鋼管を市場に供給できるように」なり³⁹、「従来鋼管の採算はトン当り50～60円の利益があるのに対し、大管のトン当りの利益は約150円と極めて高く同社の収益の向上の大きな要因となった」と評価されている⁴⁰。ただし、こうした設備投資の目的に依拠した説明は、資金需要が存在したことの背景であって、変態増資という資金調達方法を採用したことの背景ではない。

変態増資という資金調達方法が採用された背景について、日本鋼管が刊行した複数の社史はほぼ一貫して「資金その他の関係上」別会社を設立・合併するという、いささか曖昧な表現で説明している⁴¹。とはいえ、これで十分な説明がなされたとは評価し難い。また、日本鋼管の営業報告書では、1933年9月の臨時株主総会で第二鋼管との合併を決議した旨の記載があるのみであり、変態増資の背景に関する情報は得られない⁴²。

39 日本鋼管株式会社編 [1972]、36頁。

40 長島 [1987]、460頁。

41 日本鋼管株式会社編 [1952]、160頁、日本鋼管株式会社五十年史編纂委員会編 [1962]、161頁、日本鋼管株式会社編 [1972]、35頁。なお、日本鋼管株式会社編 [1942] には、第二鋼管の設立・合併に関する記述はあるものの、この方法を採用した背景についての記述はない。

一方、日本の鉄鋼業史に関する代表的な研究書である長島〔1987〕は、1930年代における日本鋼管の経営を検討した箇所、変態増資という資金調達方法が採用された理由として、本稿冒頭で紹介した法制度に依拠した説明をしたうえで、(1)「払込未済資本金の徴収には相当高配当を行っておく必要があるが、それは同社のように自己資本比率が高くなってきている場合、逆に配当負担の急増を招くことになる」こと、(2)「不況下で低配当（または無配当）が継続していたため、株主からたびたび未払込分を徴収することが困難」であったこと、(3)「減資などによって打撃を与えていたから払込未済資本の徴収は困難であった」こと、という3点を挙げている⁴³。

長島〔1987〕が挙げたこれら3点はいずれも興味深い指摘ではあるが、その説明には疑問も残る。(1)の点については、第二鋼管株式の相当部分（13万4千株のうち8万4千株）が日本鋼管株主への割当てで発行されており、追加払込徴収の実施が困難であったとすれば、この変態増資の実施も困難になるはずであり、説明として十分ではないという批判が成立する。(2)の点については、株主の主観的判断に依存する部分もあるので判断が難しいが、日本鋼管が資金調達を行った時期は高株価の時期にあたり、日本鋼管側から見れば額面ベースで追加払込徴収を行うことのメリットは小さいものの、株主の側から見れば額面ベースでの追加払込徴収により時価の高い株式を入手することができ、むしろ追加払込徴収が行われることが有利な時期であった⁴⁴。額面と時価との差の大きさを踏まえれば、その差額により従来の低配当・無配当が

42 日本鋼管株式会社「第四十三期報告書」（1933年11月期）。

43 長島〔1987〕、486-487頁。

44 表現が煩雑になることを避けるために「時価の高い株式を入手することができ」と記したが、厳密に言えば、「時価の高い株式」を入手できるのではなく、「時価の高い株式の（追加払込金額の公称資本金額に対する比率に対応する）部分」を入手できる。

一定程度相殺されると考えることも可能であり、新株の株主が追加払込徴収に抵抗したはずであると確言することはできない⁴⁵。

(3)の点については、当時の日本鋼管においては追加払込徴収の対象となる新株は全て優先株であったが、1931年11月の減資は旧株＝普通株のみを対象としており、過去の減資が追加払込徴収を難しくしたという説明には無理がある。もっとも、次節の分析が示すように、この減資に際して、優先株に関する規定が改定され、普通株主よりも優先株主の負担が相対的に多く負担する形で日本鋼管の財務の再構築が図られた。ゆえに、長島〔1987〕がいう「減資など」に、本稿が指摘する優先株の株主が相対的に多くを負担する財務再構築の手法が含まれれば、(3)は適切な説明となる可能性がある⁴⁶。しかし、普通株の減資よりも大きな負担であったにも関わらず、同書はこの点には触れておらず、「減資など」に優先株に関する規定の改定が含まれると考えることには無理があろう。

以上で整理したように、社史や営業報告書の説明は不十分であり、また、長島〔1987〕による変態増資の背景に関する説明は、必ずしも説得的ではない。次項において、仮設の段階に止まるが、財務面に着目した代替的な説明の提示を試みる。

4 日本鋼管の変態増資の背景

4-1 日本鋼管の経営状況

最初に、変態増資の直前の時期における日本鋼管の具体的な経営状況を確認する。日本鋼管は、1920年代に長期的な業績低迷に苦しんでいたが、30年前後には特に深刻な状況に陥り、優先株も

45 また、1920年代に低配当・無配当の時期があったことは確かであるが、日本鋼管の新株＝優先株については、旧株＝普通株よりも優先的に配当が行われており、新株株主は(2)の説明が典型的に該当する株主ではなかったことも指摘する必要がある。

46 長島〔1987〕、486頁。

表2 日本鋼管の経営業績と株価

決算期	経営業績 (千円、%)							株価 (旧株、円)		
	払込 資本金	収入	純利益	払込資本 金利益率	配当金	普通株 配当率	優先株 配当率	最高	最低	平均
1920年5月期	20,000	9,130	557	2.8	0	0	—			
11月期	20,000	6,034	▲199	▲1.0	0	0	—	77.4	18.8	35.6
1921年5月期	21,000	6,218	▲348	▲1.7	0	0	—			
11月期	10,500	5,304	98	0.9	0	0	—	27.1	10.2	17.8
1922年5月期	13,125	5,843	215	1.6	276	2	12			
11月期	13,125	6,388	225	1.7	221	1	12	18.3	12.9	15.8
1923年5月期	13,125	7,060	306	2.3	273	1	12			
11月期	14,175	4,878	229	1.6	184	0	10	28.5	16.5	21.0
1924年5月期	14,175	7,793	287	2.0	257	0	14			
11月期	14,175	7,012	22	0.2	0	0	0	23.4	11.9	17.3
1925年5月期	14,175	8,828	309	2.2	274	0	12			
11月期	14,175	8,598	71	0.5	0	0	0	23.9	15.4	17.2
1926年5月期	15,225	8,691	142	0.9	165	0	7			
11月期	15,225	8,552	188	1.2	165	0	7	21.9	14.5	17.7
1927年5月期	15,225	8,056	133	0.9	118	0	5			
11月期	15,225	8,821	191	1.3	165	0	7	17.4	11.4	13.8
1928年5月期	15,225	10,134	276	1.8	236	0	10			
11月期	15,225	12,216	485	3.2	425	0	18	25.8	13.5	18.0
1929年5月期	15,225	12,693	590	3.9	519	0	22			
11月期	15,225	13,309	457	3.0	402	0	17	26.0	8.9	18.1
1930年5月期	15,225	10,637	209	1.4	118	0	5			
11月期	15,225	7,535	▲343	▲2.3	0	0	0	11.7	5.0	7.6
1931年5月期	15,225	8,487	▲625	▲4.1	0	0	0			
11月期	11,025	7,869	284	2.6	118	0	5	18.5	5.3	8.1
1932年5月期	11,025	9,849	426	3.9	284	3	8			
11月期	11,025	11,218	735	6.7	441	8	8	81.0	16.5	30.6
1933年5月期	11,025	16,463	3,142	28.5	662	12	12			
11月期	11,025	18,338	3,767	34.2	937	17	17	143.9	74.7	101.1
1934年5月期	15,850	21,816	3,742	23.6	1,256	17	17			
11月期	15,850	24,309	4,274	27.0	1,347	17	17	158.3	118.1	140.7
1935年5月期	18,430	27,609	4,549	24.7	1,567	17	17			
11月期	30,355	29,859	4,829	15.9	2,416	17	17	121.7	85.6	106.2
1936年5月期	30,355	30,240	4,112	13.5	2,580	17	17			
11月期	30,355	31,118	3,633	12.0	1,821	12	12	114.8	94.8	102.4
1937年5月期	34,725	49,743	4,645	13.4	2,084	12	—			
11月期	34,725	59,570	6,341	18.3	2,084	12	—	139.9	88.7	104.8

(出所) 日本鋼管株式会社「報告書」(各期)、東洋経済新報社編「株界二十年」(各号)。

(注) 純利益には減資益などのイレギュラーな利益は含まない。

払込資本金利益率は純利益／払込資本金、配当率は配当金(年換算)／払込資本金。

株価は年間の最高値、最安値、平均を、各年度の下期(11月期)の欄に記した。

株価は東京株式取引所における長期清算取引のものである。

含めて無配に転落した⁴⁷。1931年11月には、21年10月に行われた1回目の減資に続いて2回目の減資（普通株のみ4割）を行うなど、危機的な経営状態にあった。その後、1932年頃から日本鋼管の業績は回復傾向を示し、配当（普通株、優先株とも）についても、32年11月期8%、33年5月期12%、同11月期17%と増加した。それに対応して株価も回復し、旧株の平均株価は1930年に7.6円、31年に8.1円と低迷していたが、その後は、32年に30.6円、33年に83.4円と上昇傾向を示した。

このように、日本鋼管は、変態増資を行った1933年までには業績・株価も回復し、資金調達を十分に行い得る経営状況にあったといえる。なお、当時の日本鋼管には未払込資本金（577万5千円）が存在したことから、前出の商法210条の規定により、新株発行を行うことは不可能であった。また、後ほど触れるように、この未払込資本金が存在する株式は全て優先株であった。日本鋼管による第二鋼管の設立・合併は、このようなタイミングで行われた。

4-2 変態増資の背景：財務面からの説明

以下では、ここまで検討してきた日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）が行われた背景について、財務面から検討する。

日本鋼管は、1920年前後から30年代初頭にかけて、経営危機を経験したことがよく知られている。その過程で、既述のように、同社は1921年10月、31年11月の2回にわたって減資を行うことを余儀なくされている。以下では、その結果として形成された特殊な資本構成に着目した説明を試みる。

1921年10月における1回目の減資を迎える段階で、日本鋼管の資本金は2100万円（全額払込済）であったが、この減資により50

47 この優先株は、次項で触れるように、1921年10月に行われた1回目の減資の直後に発行されたものである。

円払込済の旧株 2 株が 1 株に併合され、資本金は1050万円となった⁴⁸。そして、1922年 3 月には、減資で過小になった資本を増強するために1050万円（25%払込）の増資が実行され、日本鋼管の資本金は公称2100万円、払込1312万5千円となった⁴⁹。なお、この増資において発行された新株は優先株であった⁵⁰。

優先株とは、普通株に対して配当金を優先的に受け取る権利が付された株式である。日本鋼管が発行した優先株は、年率12%の配当率が規定されていた⁵¹。この配当率12%という値をどのように評価すべきか一概にはいえないが、他社が発行した優先株との比較によれば、最も高い配当率が規定された事例の1つであった。山一證券株式会社調査部編 [1933] による優先株を発行した46社を対象とした調査では、12%が最高であった⁵²。しかも、日本鋼管の優先株は累積的優先株であった⁵³。累積的優先株とは、ある決算期に優先株に対して規定の額の配当がなされなかった場合、次期以降にその未払いの配当金を受け取る権利がある優先株である。こうした点を踏まえれば、日本鋼管が抱えた優先株配当の負担は決して小さくなかったと評価することが許されよう⁵⁴。

48 この減資は、鋳工業上位100社（1918年時点）が戦間期に行った減資の中で、10位（金額ベース）にあたる大規模な減資であった（齊藤 [2009a]、図表 2）。

49 減資を行った企業が、過小になった自己資本を充実させるための増資を減資直後の時期に行うことは決して珍しいことではなかった（齊藤 [2009b]、表4-14）。

50 日本鋼管株式会社「第二十期報告書」（1921年 5 月期）。

51 配当率は、配当額の払込資本金に対する比率として定義される。

52 具体的には、矢作水力、東海鉛管、大阪製鉄、東京製線、日英醸造、丸の内ホテルの優先株が配当率を12%と規定した（山一證券株式会社調査部編 [1933]、20-21頁）。ただし、同書では、日本鋼管については再交渉（後出）後の 8 % という配当率が掲載されている。

53 山一證券株式会社調査部編 [1933]、15頁。ただし、後に再度の経営危機に際して、累積的優先株の規定は削除されることになる。

54 6 決算期継続して優先株に12%配当を行った場合は、優先権が消滅することとされた（山一證券株式会社調査部編 [1933]、57頁）。

表3には、新株として優先株を発行してから2回目の減資に至るまでの時期における優先株配当の概要がまとめられている。1923年5月期までの3期は規定通り12%配当を行った後、23年11月期に規定を下回る10%配当、24年5月期に累積的優先株の規定を踏まえて前期の不足分を含めた14%配当を行ったが、その後は配当率が規定を下回りがちになった。その結果、1920年代後半には、支払が未済の優先株配当の額が累増した。表3の「遅れ期数」の欄には、何期前までの優先株配当を支払い終えているかが示されているが、1920年代後半には、この値が3～4期に及んだ。3期

表3 優先株配当の概要

決算期	普通株 配当率	優先株 配当率	遅れ 期数	優先株配当に関する説明
1922年5月期	2	12	0	
11月期	1	12	0	
1923年5月期	1	12	0	
11月期	0	10	1	
1924年5月期	0	14	0	1923年11月期の補填2%を含む
11月期	0	0	1	
1925年5月期	0	12	1	1924年11月期の補填12%
11月期	0	0	2	
1926年5月期	0	7	3	1925年5月期の補填7%
11月期	0	7	3	1925年5月期の補填5%、1925年11月期の補填2%
1927年5月期	0	5	4	1925年11月期の補填5%
11月期	0	7	4	1925年11月期の補填5%、1926年5月期の補填2%
1928年5月期	0	10	4	1926年5月期の補填10%
11月期	0	18	4	1926年11月期の補填12%、1927年5月期の補填6%
1929年5月期	0	22	3	1927年5月期の補填6%、1927年11月期の補填12%、1928年5月期の補填4%
11月期	0	17	3	1928年5月期の補填8%、1928年11月期の補填9%
1930年5月期	0	5	3	1928年11月期の補填3%、1929年5月期の補填2%
11月期	0	0	4	

(出所) 日本鋼管株式会社「報告書」(各期)。

(注) 優先株配当に関する説明は、「報告書」(各期)における利益処分明細における但書を参考に、一部数値を補った。

「遅れ期数」は、何期前までの優先株配当を払い終えているかを示す。

分を超える優先株配当の支払未済が生じていたことになる⁵⁵。なお、この間、普通株に対しては1922年5月期に2%、22年11月期、23年5月期に1%の配当をそれぞれ行った後は、一貫して無配であった。日本鋼管の業績が低迷したことが主たる背景であるが、優先株配当の負担が大きかったことによるものと解釈することもできる。

日本鋼管は1920年代にも払込資本金を増加させているが、それはこの新株（優先株）に対する追加払込徴収で行われた⁵⁶。追加払込徴収は2回行われたが、いずれも小幅な払込であった。具体的には、1923年11月に1株あたり5円の追加払込徴収が行われて払込済金額が12.5円から17.5円になり、さらに26年3月にも1株あたり5円の追加払込徴収が行われ、22.5円払込済となった⁵⁷。1920年代半ばにおいて、日本鋼管は社債発行による資金調達も行っており、資金需要は大きかったはずであるが、それにもかかわらず、このような小幅な追加払込徴収しか行われなかったことは、興味深い事実である。業績不振が続く状況下に大幅な追加払込徴収を行いつらかったという面もあるだろうが、それに加え、高配当が必要になる新株（優先株）の払込を急には進めたくないという意図があったのではないかと推測される。さらに、過去の決算期において支払が未済の優先株配当がある場合は、追加払込徴収により優先株の払込済金額が増加すれば、配当支払の負担はさらに大きなものとなる⁵⁸。この場合、優先株の累積規定が追加払込徴収を抑

55 山一證券株式会社調査部編「1933」は、「優先配当ノ如キモ大正十一年上下両期及十二年上期ノ三期間低率ニ達シタノミデ同年下半期ハ忽チ減配ノ憂目ヲ見タノデアルガ其後ハ不足配当累積シテ之ガ補填ニ迫ハレ昭和五年下期再ビ無配当トナリ、六年上期末現在不足配当ハ四割六分金額ニシテ百三十七万円ト累積シタ」（57頁）と説明している。

56 ここでは、1回目の減資（1921年10月）以降の時期を念頭に置いて「1920年代」と表現している。

57 日本鋼管株式会社「第二十三期報告書」（1923年11月期）、および同「第二十八期報告書」（1928年5月期）。

制する効果が生じ得ることになる。

その後、1930年代初頭に再度の経営危機に陥った日本鋼管は、31年11月に2回目の減資を行うことを余儀なくされた。ここでは、420万円が減資され、資本金は2100万円（1522万5千円払込）から1680万円（1102万5千円払込）へと減少した。この減資で注目すべきは、旧株（普通株）のみ4割減資するという方法が採られた点である。この減資において、優先株は対象とならず、従来の株数（21万株、22.5円払込済）が維持された。

ただし、この点に着目するのは、普通株の株主のみがこの減資の負担を強いられ、優先株の株主が負担をしなかったということを主張するためではない。この減資と同時に、優先株についても規定の改定が行われ、優先株の株主も相応の負担を強いられている。具体的には、(1)配当率の12%から8%への引下げ、(2)累積規定の削除、(3)補填配当の全額免除の3点が決定された⁵⁹。

普通株、優先株それぞれの株主の負担の間における公平性を検証することは簡単ではないが、ごく簡潔な比較を試みる。旧株（普通株）については4割減資が行われたことから、1株あたりの平均的な負担額は払込済金額の40%であった。一方、新株（優先株）については、表3が示すように、1929年5月期に支払われる配当のうち2%分までが支払われ、それ以降の配当が支払未済となっていた。累計では払込資本金の46%分の配当ということであり、これに対応する補填配当が全額免除されたのである。この補

58 過去の決算期における支払未済の優先株配当がある状態で追加払込徴収を行った場合に、追加払込徴収により払込まれた資本金に対しても支払未済の優先株配当を行うかどうかについての規定を探し出すことはできなかった。しかし、実際の配当額を踏まえれば、追加払込徴収により払込まれた資本金に対しても支払未済の優先株配当が支払われていたようである。

59 山一証券株式会社調査部編 [1933]、57頁。なお、6決算期継続して規定の配当を継続した場合は優先権が消滅するという点は、従来と同様であった（同書、56頁）。

填配当の免除のみでも新株（優先株）の株主の負担は、旧株（普通株）の減資に伴う負担（額面に対して40%）を上回る。この負担に加え、さらに配当率の引下げと累積規定の削除が決定されたことによる不利益を新株（優先株）の株主が強いられたことを踏まえれば、優先株の株主は普通株の株主を大きく超える負担をしたことになる。

加えて、旧株（普通株）のみを対象とした減資を行ったことにより、日本鋼管の払込資本金に占める優先株の比率がさらに高まった点も重要である。減資前後における株式の構成を比較すれば、減資前には払込資本金1522万5千円のうち472万5千円（31.0%）が優先株であったが、減資後には払込資本金1102万5千円のうち472万5千円（42.9%）が優先株ということになった。上記のように、優先株の配当率はこの減資に際して12%から8%に引き下げられたが、払込資本金に占める優先株の比率が上昇したことから、優先株への配当を継続するために必要な払込資本金利益率の低下はわずかであった。具体的には、仮に純利益を株主配当以外には一切分配せず、かつ、普通株式への配当をゼロとした場合に、優先株への配当を行うために必要な払込資本金利益率は、減資前が3.72%であり、減資後は3.43%であった⁶⁰。配当率引き下げの効果はさほど大きくなかったことがわかる。しかも、新株はすべてこの優先株であったことから、未払込資本金の追加払込徴収の実行は払込資本金に占める優先株の比率をさらに高めることになる。仮に、未払込資本金全額（577万5千円）の追加払込徴収を実行したとすれば、上記と同様の条件により算出された、優先株への配当を行うのに必要な払込資本金利益率は5.0%となる⁶¹。これは株主配当以外に純利益を分配せず、普通株への

60 具体的な計算は、減資前が、 $472万5千円 \times 12\% / 1522万5千円$ 、減資後が、 $472万5千円 \times 8\% / 1102万5千円$ である。

61 具体的な計算は、 $1050万円 \times 8\% / 1680万円$ である。

配当も行わないという想定の下に算出された値であるから、法定積立金を含む内部留保、普通株への配当などを行うとすれば、それを大きく上回る払込資本金利益率を実現しなければならないことになる。以上から理解できるように、優先株の株主に多大な負担を強いる形での財務再構築をしたにもかかわらず、日本鋼管の財務面での負担には大きな変化がないような状況であった。

表4には優先株に関する規定の改定直後にあたる1932年5月末時点の大株主が示されている。同表が示すように、優先株を多く保有した株主には日本鋼管の関係者やその関連企業が多かった。ゆえに、優先株の株主が相対的に多くを負担する形での財務再構築を決議することは行い得たのであろうが、少数株主の不満は大きかったはずである。仮に追加払込徴収を行うとすれば、少数株主の支持を得られない可能性も高く、優先株の投げ売りを招く可能性も十分に想定されたであろう。このような状況で、優先株の追加払込徴収を行うことが容易であったとは考えづらい。

表4 日本鋼管の優先株主（1932年5月末）

	株主	株数	保有比率
1	白石同族合資会社（代表社員白石元治郎）	35,450	16.9
2	太田商事株式会社（取締役社長太田新吉）	27,160	12.9
3	大川合名会社（代表社員大川平三郎）	17,188	8.2
4	小菅剣之助	11,800	5.6
5	富国徴兵保険相互会社（常務取締役吉田義輝）	10,000	4.8
6	株式会社大橋本店（頭取大橋新太郎）	7,500	3.6
7	小菅弘	5,200	2.5
8	田中栄八郎	5,000	2.4
9	根津合名会社（代表社員根津嘉一郎）	4,940	2.4
10	合名会社大倉組（頭取大倉喜七郎）	2,988	1.4
	合計	210,000	100

（出所）日本鋼管株式会社「株主名簿」（1932年5月31日現在）。

（注）順位は優先株のみの株数による。

保有比率は優先株の総数に対する比率。

日本鋼管が第二鋼管の設立を決定したのは、既述のように1933年4月であり、2回目の減資（31年11月）から1年半も経過していない時期であった。そして、1933年8月には第二鋼管の株主が確定し、9月に日本鋼管と第二鋼管の合併が両社の株主総会で承認されたうえで、同年末に両社が合併している。これにより、日本鋼管の資本金は2350万円（1270万円払込済）となった。変態増資を行った結果として、日本鋼管は、(1)普通株により調達された資本金（167.5万円）、(2)第二鋼管の設立に際して株式の一部を公募時価発行したことに伴う利益（60万円）⁶²、という資金調達の直接的な成果に加え、(3)普通株の追加払込徴収という将来的に利用可能な資金調達方法（1株当たり37.5円追加払込徴収の余地）を手に入れた。この変態増資は、新株が全て優先株であるという制約からの脱却でもあった。

ただし、留意すべきは、日本鋼管と第二鋼管の合併の4か月後にあたる1934年4月には、優先株の追加払込徴収（払込済金額は22.5円から37.5円へと増加）が行われ、315万円の資金が調達されている点である⁶³。前掲表2が示すように、変態増資の前後の時期から日本鋼管の業績は急激に向上し、普通株（旧株、増資新株）、優先株とも同率の高配当を実現するようになった。結果的には、多くの優先株が発行されていることに伴う負担云々を考えると必要がない状況を迎えることになったのである。なお、1936年12月28日に開催された株主総会の決議により、優先株は消滅し、普通株に転換することになった⁶⁴。こうした事後的な経過が日本鋼管の事例を扱ううえでの難しさであり、本節の分析が仮説的見

62 時価発行によって得られた利益額は、長島 [1987]、487頁。時価発行利益は、第二鋼管が取得した後、合併の際に日本鋼管が得ることになったはずであるが、日本鋼管の財務諸表からそれを把握することは不可能である。

63 日本鋼管株式会社「第四十四期報告書」（1934年5月期）。

64 日本鋼管株式会社「第五十期報告書」（1937年5月期）。

解の提示のレベルに止まらざるを得ない背景となっている。

5 おわりに

本節では、本稿の分析結果を受け、さらに先行研究の分析結果をも踏まえたうえで、現段階における変態増資の背景に関する理解を整理する。

本稿で検討対象とした日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）は、資料の制約もあり、仮説的な見解の提示という段階に止まるが、同社が過去の財務危機・再構築と、その際における優先株発行の帰結として、新株が全て優先株であり、かつ、その優先株の追加払込徴収を実行することが困難な状況にあったという事情が変態増資による資金調達を行う背景にあった可能性を提示した。仮に、この理由で変態増資の背景を説明できるとすれば、「既存の株式に未払込部分はあるものの、新株を発行したい企業が変態増資を行った」という意味では、通説的な変態増資の理由が該当するが、その選択の背景について「全額払込前の新株発行を禁止する法制度があるためにその選択をしたわけでない」という意味では、従来理由説明とは異なっている。

本稿の分析結果も示唆するように、変態増資の背景の個別性を重視することの必要性は、もはや指摘するまでもなからう。先行研究が分析した明治製糖、東京モスリン紡織の事例においても、それぞれ固有の背景があった。明治製糖の事例では、自社の高株価を利用して割高な買収資産の償却費用を吸収する目的が変態増資の背景にあり、東京モスリン紡織の事例では、債権者とのデット・エクイティ・スワップにより財務面の再構築を図るという意図が変態増資の背景にあった。そして、本稿が対象とした日本鋼管の事例もまた、既述のような固有の背景があった。

とはいえ、個別性を重視すべきであるという姿勢のみでは、変態増資の本質に接近することは困難である。上記のような変態増

資の背景の個別性を視野に入れつつも、多くの変態増資の事例に共通する分析視角を提示することもまた重要であろう。そうした分析視角の1つとして、変態増資を自由なタイミングで時価発行を行うことが可能な資金調達手段と捉えるという考え方を挙げることができる。経営業績が著しく不振であった東京モスリン紡織の事例を除けば、明治製糖の事例、日本鋼管の事例ともに、新設企業（新明治製糖、第二鋼管）の株式の時価発行が1つの重要な特徴であり、時価発行の利益を獲得することが両事例における変態増資の背景の少なくとも一部にあった。追加払込徴収が額面で行うしかないのに対して、変態増資を行えば相対的に自由なタイミングで時価発行の利益を享受することができるのである。本稿でこれ以上論じることができないが、時価発行との関係で変態増資の意義を検討することは、今後の重要な課題となろう。

いずれにせよ、変態増資に関する研究の蓄積はいまだ不十分であり、研究テーマとしての可能性は十分に活かし切られてはいない。各事例の個別性を十分に考慮しつつ、上記のような複数の変態増資の事例に共通する分析視角を用いて、さらに多くの変態増資の事例を検証することにより、戦間期の資本市場に関する理解をさらに深めていくことが期待される。

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、pp.173-206.
- 齊藤直 [2004]「戦前期企業財務データベースの構築をめぐる：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1巻第3号、pp.94-103.
- 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、pp.153-174.
- 齊藤直 [2009a]「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側面」『証券経済研究』第67号、pp.85-101.

- 齊藤直 [2009b] 「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 [2016a] 「戦間期における『変態増資』と株主：明治製糖による新明治製糖の設立・合併の事例を中心に」 『経営史学』 第51巻第3号、pp.27-48.
- 齊藤直 [2016b] 「戦前日本における株式分割払込制度：先行研究の批判的検討と新たな分析視角」 『国際交流研究』 第18号、pp.81-102.
- 齊藤直 [2017] 「業績不振企業による『変態増資』：東京モスリン紡織の事例」 『国際交流研究』 第19号、pp.173-200.
- 志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』 東京大学出版会。
- 寺西重郎・結城武延 [2017] 「金融」 中林真幸・中村尚史・深尾京司編 『岩波講座 日本経済の歴史 第3巻：近代1』 岩波書店、第2章。
- 長島修 [1987] 『戦前日本鉄鋼業の構造分析』 ミネルヴァ書房。
- 長島修 [1988] 「日本鋼管株式会社の高炉建設」 『市史研究よこはま』 第2号、pp.1-34.
- 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、pp.47-71.
- 日本鋼管株式会社編 [1942] 『日本鋼管株式会社三十年史』 日本鋼管株式会社。
- 日本鋼管株式会社編 [1952] 『日本鋼管株式会社四十年史』 日本鋼管株式会社。
- 日本鋼管株式会社編 [1972] 『日本鋼管株式会社六十年史』 日本鋼管株式会社。
- 日本鋼管株式会社五十年史編纂委員会編 [1962] 『五十年史』 日本鋼管株式会社。
- 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。
- 山一證券株式会社調査部編 [1933] 『特殊株式の研究』 山一證券株式会社。
- 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。
- Fruin, M. [1992] *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and Cooperative Structures*, Clarendon Press.
- 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.