

株式分割払込制度と業績不振企業による追加払込徴収¹

—1930年前後における大日本製糖の事例—

Part-Paid Stock System and Supplementary Installments
by Corporations with Poor Business Performance:

Case of Dai-Nihon Sugar Manufacturing around 1930

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、特に先行研究で着目された論点である「追加払込徴収は容易に実行し得る資金調達方法であったか否か」という点に着目して検討することを課題とする。

株式分割払込制度は、資本金を一度に払込むのではなく、複数回に分けて段階的に払込むことを認める制度である。同制度については、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いる。特に、明治期には、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、株式分割払込制度が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が、金融史研究における通説的な理解となっている²。

とはいえ、株式分割払込制度をめぐる具体的な論点に関して、実証研究が十分に蓄積されているとは言い難い。そのなかで、株

1 本稿は科学研究費補助金（基盤研究C、課題番号19K01794）の成果の一部である。

2 志村 [1969]、269頁、野田 [1980]、79頁などが該当する。

式分割払込制度の存在を前提として、追加払込徴収という資金調達手段を利用し得たことが当時の日本企業にとってどのような意味を持ったかについては、これまでに相対的に多くの先行研究が論じてきた³。しかし、2節で整理するように、そこで焦点とされた「追加払込徴収は容易に実行し得る資金調達方法であったか否か」という点について、肯定的な立場をとる先行研究が多いものの、否定的な見解もあり、結論が出るに至っていない。また、上記の点に否定的な見解をとる先行研究についても、主張の根拠となる事例の選択に問題を抱えている。本稿は、業績不振でありながら追加払込徴収を行った事例として適切な分析対象を取り上げたいうえで、上記の「追加払込徴収は容易に実行し得る資金調達方法であったか否か」という点に接近する。

具体的には、本稿では、1930年前後の時期に追加払込徴収を行った企業のうち、大日本製糖を分析対象として取り上げる。詳細は後述することになるが、大日本製糖は1930年11月に追加払込徴収を行った⁴。同社は、1930年前後には経営危機といってよい状況にあり、後述のように、この追加払込徴収は「暴挙」であるとの反応を呼んだことから、本稿の分析対象としては好適な事例であるといえる。

このように書くと、意外に感じる読者もいるかもしれない。と

3 詳細は2節で紹介するが、青地 [2006]、齊藤 [2006]、Saito [2008]、南條・粕谷 [2009]、寺西・結城 [2017] が挙げられる。また、追加払込徴収という資金調達手段以外の点に着目して株式分割払込制度について検討した研究として、株式分割払込制度に関する先行研究を整理し、新たな分析視角の提示を試みた齊藤 [2016a]、同制度の下での株価について検証した野地・葛西・三和 [2018]、同制度を前提として行われた特殊な増資方法である「変態増資」について検討した齊藤 [2016b]、[2018] などが挙げられる。

4 後述のように、大日本製糖が追加払込徴収を決定したのは1930年8月であったが、払込の期日とされたのは同年11月1日であったことから、本稿では追加払込徴収の実施時点を示す際には11月と表記する。

いうのも、国内における精製糖部門から事業をスタートさせ、台湾での粗糖部門への進出が遅れたという意味で後発的な企業でありながら、最終的に台湾製糖から首位の座を奪うことになった事実が示すように、戦前において最も成功した製糖企業であった、というように先行研究が大日本製糖の経営史を描いているからである⁵。ただし、最も急速な成長を見せた製糖企業という点は事実であったとしても、本稿の分析が示すように、大日本製糖が戦間期に一貫して成功していたというイメージは適切ではない可能性が高い。本稿は、製糖業史研究の一環として執筆されているわけではないが、先行研究が描いた大日本製糖のイメージを相対化するという点において、副次的に製糖業史研究に対して一定の知見を提供し得るものと期待される。

本稿は以下のように構成される。第2節では、分析の前提となる株式分割払込制度の概要を整理したうえで、同制度を扱った先行研究の到達点を説明する。第3節では、大日本製糖が1930年11月に行った追加払込徴収の事例を取り上げ、同事例に関する検討を踏まえ、「追加払込徴収は容易に実行し得る資金調達方法であったか否か」という、株式分割払込制度が果たした機能を検証するうえで先行研究が着目してきた論点について考える。第4節では、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 前提：株式分割払込制度の概要と先行研究

2-1 株式分割払込制度の概要

本節では、分析の前提として、先行研究に依拠しつつ、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⁶。

5 久保 [2016]、第2章、およびその前提となった諸論文を指す。

6 本節の内容は、原則として、株式分割払込制度の概要と同制度を扱った先行研究を整理した齊藤 [2016a] に依拠する。

冒頭でも触れたように、株式分割払込制度は、資本金を一度に払込むのではなく、複数回に分けて段階的に払込むことを認める制度である。商法の規定では、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、その徴収を先送りすることができた⁷。この規定は、戦後の1950年の商法改正で授權資本制が導入されるまで存続したことから、戦前および戦時期には一貫してこの規定が存在していた。

この株式分割払込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⁸。また、ある企業が歴史を重ね、2回目の株式発行を行った後には、全額払込済みの株式と、未払込資本金が存在する株式が併存することがごく通常の状態となる⁹。なお、ある企業の発行済株式に、全額払込済みの株式と未払込資本金が

-
- 7 1899年に施行された商法は、「第一回払込ノ金額ハ株金ノ四分ノ一ヲ下ルコトヲ得ス」(第128条)と規定している(条文の引用に際しては、旧字体を新字体に改めた)。なお、この1899年商法は、その後幾度もの改正を経ているが、現行商法の原型となっている商法であり、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する。なお、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ている(第167条)。
 - 8 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)資本金については貸借対照表の負債・資本側(貸方)に「資本金」、「株金」のいずれかで記載され、未払込部分については資産側(借方)に「未払込資本金(株金)」、「払込未済資本金(株金)」などと記載されるのが一般的であった。以下、本稿では、原則として「資本金」、「未払込」という表現を用いる。
 - 9 株式分割払込制度の下では、一部の例外的な産業・企業を除いて、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(商法第210条の規定による)。したがって、新株発行を行おうとする企業が、その新株を全額払込で発行しない限り、払込済金額が異なる2種類の株式が併存することになる。なお、この商法第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。

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った¹⁰。

上記のように、株式分割払込制度を前提として、未払込部分が残る株式が存在したことにより、戦前の日本企業は追加払込徴収という資金調達手段を得ることになった。追加払込徴収とは、未払込部分が存在する既発行の株式を保有する株主から、未払込資本金を徴収することを意味する。株式分割払込制度が存在したからこそ、企業は追加払込徴収という資金調達手段を利用できたのであり、追加払込徴収がどのような特徴を持つ資金調達手段であったのかを検討することは、株式分割払込制度の資金調達面における特徴を明らかにするうえで最も重要な課題の1つとなる¹¹。

それでは、追加払込徴収はどのような特徴を持つ資金調達手段であったのか。制度的な面に着目すれば、追加払込徴収は、企業が裁量的に利用し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、追加払込徴収の実行には株主の同意を必要としない点が挙げられる。必然的に公称資本金を増加させることになる新株発行は、定款記載事項の変更が必要となることから、株主総会の決議を経なければ実行し得ない¹²。対照的に、追加払込徴収を行う場合には、公称資本金は変化しないことから、株主総会の同意を得る必要がない。こうした制度面の背景により、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点が挙げられる。具体的には、

10 言うまでもなく、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、旧株として扱われた。

11 齊藤〔2016a〕の整理によれば、株式分割払込制度の意義を考えるうえでは、資金調達面に加えて企業統治面の特徴を考える必要があるが、本稿の主題から外れるため、企業統治に関しては議論の対象としない。

12 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条に規定された。

株主が追加払込徴収に応じない場合、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、仮に追加払込徴収に応じずに失権した場合でも、競売によって決定された価格が従来の株主の払込未済額を下回った場合には、従来の株主に払込義務が課された¹³。こうした規定が、追加払込徴収に強制性を付与したのである。

2-2 先行研究の到達点と本稿の位置

前項での法制度に関する整理によれば、株式分割払込制度のもとでの追加払込徴収は、(1) 株主の同意なしに実行可能である、(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ことは確かであり、資金調達面から株式分割払込制度について検討した全ての先行研究がこの点を重視してきた。例えば、主に鉄道業を取り上げて戦前期の企業金融を分析した野田 [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、追加払込徴収の実行において経営者の裁量性が表れることを強調した¹⁴。こうした認識は、近年の多くの研究にも引き継がれている。以下では、近年における研究成果の到達点を整理しておく。

この分野の最も代表的な先行研究の1つである南條・粕谷 [2009] は、1932年度における大企業174社（製造業105社、非製造業69社）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たうえで、金融逼迫期

13 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。

14 野田 [1980]、214頁。

にあたる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たと主張した。また、寺西・結城〔2017〕は、明治後期にあたる1900～13年における綿紡績業の36社を対象として南條・粕谷〔2009〕と同様の分析を行い、やはり追加払込徴収という資金調達手段の存在が企業の流動性制約を緩和し、設備投資を促進する効果を確認している。

さらに、株式分割払込制度を直接的に分析した先行研究ではないが、Saito〔2008〕は、鉱工業分野の上位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4要因（新株発行による増加、追加払込徴収による増加、合併による増加、減資による減少）に分解する分析から、間接的に追加払込徴収の効果を示した。具体的には、同論文では、慢性的な不況期であった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事実が示されている。この事実は、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。また、1930年代初頭の金融逼迫期に追加払込徴収が設備投資を下支えしたとする南條・粕谷〔2009〕の主張とも整合的である。

ただし、追加払込徴収が裁量的に実行可能であったということは、流動性制約を緩和して過少投資を緩和するだけでなく、過剰投資を誘発する可能性もある。この主張の背景にあるのは、経営者にとって追加払込徴収を裁量的に実行し得るとすれば、経営者が株主の望まない投資を実行するという意味で、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という考え方である。齊藤〔2006〕は、1920年代における樺太工業を対象とした事例分析から、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。

このように、先行研究の多くは、追加払込徴収を経営者が実際に裁量的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、その想定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の実行が現実には困難であったことを強調している。したがって、追加払込徴収が実際に裁量的に実行し得る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、先行研究の立場は割れているといえる。ただし、同論文が取り上げているのは、(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¹⁵、(2) 1920年代の十五銀行という経営破綻状態にあった事例など、いわば極端な条件の下にある事例のみである¹⁶。また、同論文では、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か否かが検討されているわけでもない。

青地 [2006] が取り上げたような極端な条件の下にある場合に、制度的には裁量的に実行しやすい追加払込徴収といえども容易には実行し得なかったのは確かであろう。とはいえ、主としてそうした極端な条件の下にある事例に依拠して、株式分割払込制度が果たした役割についての評価を下すことは適切ではない。経営破綻という極端な状況にまでは陥っていないものの、新株発行を行うことが困難であると想定される、株価が額面を大きく割り込むような状況において、追加払込徴収を裁量的に行おうとした企業の事例に着目するのが適切であろう¹⁷。それにより、別の資金調達方法を実行し得ない場合であるにも関わらず、追加払込徴収を裁量的に実行し得たかどうかを検証することができるはずである。

以上のような先行研究の到達点を踏まえ、本稿では、大日本製糖が1930年11月に行った追加払込徴収の事例を分析対象として取

15 青地 [2006]、10頁。

16 その意味で、青地 [2006] と前出の諸研究（野田 [1980]、齊藤 [2006]、Saito [2008]、南條・粕谷 [2009]、寺西・結城 [2017]）とを対立的に捉えることは、適切ではないと考えられる。

り上げ、追加払込徴収が実際に裁量的に行い得る資金調達手段であったのかを検証する¹⁸。この時期は、南條・粕谷 [2009] も着目したように金融逼迫期であるとともに、Saito [2008] が集計データを用いて示したように、新株発行が皆無であった時期にあたることから、分析対象を選定するうえで適切である。また、後述のように、大日本製糖の株価は追加払込徴収を決定する直前の段階で額面を大きく割り込んでおり、その点でも、本稿の分析対象として最も適切な事例であると考えられる¹⁹。

3 大日本製糖の事例

3-1 大日本製糖の経営状況と資金調達

製糖業は戦前の日本における代表的な産業の1つであり、その上位企業である台湾製糖、大日本製糖、明治製糖、塩水港製糖は、いずれも鉱工業分野の大企業であった。Mark Fruinが作成した総資産ベースの鉱工業大企業リストによれば、1918年、30年時点における上記4社の順位は、台湾製糖が7位、11位、大日本製糖が11位、8位、明治製糖が24位、20位、塩水港製糖が16位、14位に、それぞれランクインしている²⁰。重化学工業化が進展し、上

17 前出のように、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から、追加払込徴収を行い得る企業は新株発行を行うことができなかった。ここで筆者が主張しているのは、仮に新株発行を行うことができる状況（既存の株式が全額払込済の状況）であったとしても、株価が低いことから、新株を発行することは困難であったはずである企業を分析対象とすることが重要である、ということである。

18 本稿は大日本製糖による追加払込徴収の事例を取り上げるが、製糖業史、あるいは大日本製糖の経営史に関する先行研究については、本稿の主題との関連性が薄いことから、ここでは整理せず、後段において最小限の範囲で触れる。

19 大日本製糖の事例は、南條・粕谷 [2009] でも簡潔に紹介されている。同論文では、大日本製糖の事例を、「販売の不振による在庫増加（在庫投資）をまかなった例」と位置付けている（55頁）。

位企業も大規模化した1930年の段階においても、大日本製糖は一桁順位である8位へと順位を上げており、総資産ベースでは製糖企業のなかで最上位であった。

製糖業は主に粗糖と精製糖の2つの工程から構成されるが、日本精製糖と日本精糖の合併により1906年に設立された大日本製糖は²¹、国内における精製糖部門から事業をスタートさせ、台湾での粗糖部門への進出が遅れたという点で、当初は劣位の立場にあった²²。さらに、急進主義的な経営とその帰結として陥った経営危機を隠蔽しようとして起こしてしまった1909年の日糖事件により、失敗からの再スタートを余儀なくされた。しかし、日糖事件の直後に社長に就任した藤山雷太（後に息子の藤山愛一郎）のもと、消費市場の開拓、原料糖の確保、財務の健全化により経営の立て直しを図ったうえで、東洋製糖を合併した1927年以降は積極的なM&Aにより生産能力を拡張するとともに、台湾での分蜜糖生産（耕地白糖生産も含む）を本格化させた。そして、1940年前後の業界再編を経て、大日本製糖は台湾製糖に代わって首位に立った²³。

このような事実を踏まえ、大日本製糖が戦前の製糖企業のなかで最も高い成長性を示したことは確かであるといえよう。とはいえ、戦前における大日本製糖が一貫して順調に成長したという確証はない。実際、1930年前後の数年間における大日本製糖の経営は危機的な状況にあった。1920～37年における大日本製糖の業績を要約した表1に示されているように、28～31年の大日本製糖は、利益率が大きく低下するとともに、配当性向が多く決算期で

20 Fruin [1992]、Appendix A-1、A-2。

21 前身の日本精製糖の設立まで遡れば1896年ということになるが、ここでは同社が日本精糖と合併した1906年を大日本製糖の設立年とした。

22 ここでは、現在の日本国内に対応する地域という意味で、「国内」を用いている。

23 本段落の記述は、久保 [2016]、第2章に依拠している。

表1 大日本製糖の経營業績 (1920-37年)

(単位：千円、%)

決算期	払込 資本金	収入	純利益	払込資本 金利益率	配当金	配当 性向
1920年4月期	14,125	49,651	7,760	54.9	4,944	63.7
10月期	18,374	49,967	5,754	31.3	3,975	69.1
1921年4月期	18,375	38,447	2,258	12.3	1,838	81.4
10月期	18,375	32,545	1,601	8.7	1,378	86.1
1922年4月期	18,375	33,187	1,610	8.8	1,378	85.6
10月期	18,375	35,503	1,941	10.6	1,562	80.5
1923年4月期	20,063	36,582	2,734	13.6	2,006	73.4
10月期	20,063	39,418	2,634	13.1	2,006	76.2
1924年4月期	20,063	40,385	2,637	13.1	2,006	76.1
10月期	20,063	43,397	2,666	13.3	2,006	75.2
1925年4月期	20,063	43,660	2,386	11.9	1,806	75.7
10月期	20,063	38,013	2,150	10.7	1,605	74.7
1926年4月期	20,063	38,279	1,753	8.7	1,404	80.1
10月期	20,063	36,540	1,818	9.1	1,404	77.2
1927年4月期	20,063	37,393	1,761	8.8	1,404	79.7
10月期	34,749	44,964	3,078	8.9	2,432	79.0
1928年4月期	34,749	65,238	2,654	7.6	2,084	78.5
10月期	34,749	58,787	1,960	5.6	1,737	88.6
1929年4月期	34,749	59,631	2,195	6.3	1,737	79.1
10月期	34,749	54,527	2,269	6.5	1,737	76.6
1930年4月期	34,749	56,030	2,132	6.1	1,737	81.5
10月期	34,749	42,449	1,676	4.8	1,390	82.9
1931年4月期	40,142	45,126	1,952	4.9	1,606	82.3
10月期	40,142	37,288	1,961	4.9	1,606	81.9
1932年4月期	40,142	45,550	2,083	5.2	1,606	77.1
10月期	40,142	41,865	2,222	5.5	1,606	72.3
1933年4月期	40,142	49,595	2,334	5.8	1,606	68.8
10月期	45,779	34,978	2,613	5.7	1,718	65.7
1934年4月期	45,779	30,790	3,099	6.8	2,289	73.9
10月期	45,779	34,475	3,462	7.6	2,289	66.1
1935年4月期	56,333	34,383	4,087	7.3	2,767	67.7
10月期	56,333	42,698	4,821	8.6	2,817	58.4
1936年4月期	56,333	41,851	5,262	9.3	3,380	64.2
10月期	56,333	47,161	5,625	10.0	3,380	60.1
1937年4月期	56,333	38,554	5,994	10.6	3,380	56.4
10月期	56,333	53,789	6,796	12.1	3,380	49.7

(出所) 大日本製糖株式会社「報告書」(各期) 所収の財務諸表より作成。

(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、配当性向は配当金／純利益。

80%を上回っているように、限られた利益の大半を配当に回すことで、何とか配当を行っている状況であった²⁴。

このような1920年代末における経営業績の悪化の結果、大日本製糖の配当率も段階的に低下した。表2が示すように、1921～27年には大日本製糖の配当率は上位3社のなかでも最上位であったが、28年から明治製糖を下回るようになり、30～33年には3社の中で最低であった²⁵。しかも、外部からは、その配当すら利益率が低下する状況下でかろうじて行っていると捉えられていた。例えば、1928年10月期には、配当率を12%から10%へと引き下げたにも関わらず、「利益率は一割一分三厘に過ぎないのに一割配当を行ふのだから手一杯の利益処分」と評され²⁶、「繰越金を十七万円ばかり手をつけた」ことを問題視された²⁷。その後も低い利益率は継続したことから、大日本製糖が10%配当を継続することは困難であり、1930年10月期には10%から8%へと、さらなる配当率の引下げを余儀なくされた。製糖業以外も含め、当時の日本企業の平均的な状況との比較ということであれば、8%という配当率自体は決して低いものではないが、少なくとも当時の大日本製糖を優良企業として捉えることには無理があろう。

大日本製糖の経営の悪化は、株価にも反映された。図1には、

24 本稿では、大日本製糖の経営が危機的な状況に陥った原因については検討の対象としない。その点については、製糖業史、ないは大日本製糖の経営史という文脈で改めて検討されるべきであろう。

25 主要な製糖企業という基準に依拠すれば塩水港製糖を挙げる必要があるが、同社は1930年前後に実質的な経営破綻状態にあり、比較の対象として取り上げる意味に乏しいことから、表に加えていない。後出の株価の推移を示した図1についても同様である。

26 「日糖の決算と前途」『ダイヤモンド』第17巻第1号（昭和4年1月1日号）、124-125頁。なお、引用部にある1割1分3厘の利益率とは、表1の1928年10月期決算の利益率を2倍して年率に換算した数値にあたる。

27 「昭和三年下期決算で増配した会社と減配した会社」『実業の日本』第32巻第2号、68-72頁。

表2 製糖企業主要3社の配当率（1920-37年）

（単位：％）

	台湾製糖		明治製糖		大日本製糖	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期
1920	100	50	108	62	75	45
1921	17	10	20	12	20	15
1922	8	8	12	12	15	17
1923	10	10	18	18	20	20
1924	12	12	18	18	20	20
1925	12	12	16	16	18	16
1926	12	12	14	14	14	14
1927	12	12	14	14	14	14
1928	12	10	14	12	12	10
1929	10	10	12	12	10	10
1930	10	10	12	10	10	8
1931	10	10	10	10	8	8
1932	10	10	10	10	8	8
1933	10	10	10	10	8	8
1934	10	10	10	10	10	10
1935	10	12	10	12	10	10
1936	12	12	12	12	12	12
1937	12	12	12	12	12	12

（出所）各社の営業報告書（各期）より作成。

（注）配当率は、配当の払込資本金に対する比率（年率に換算）。

配当には特別配当、臨時配当などを含む。

各社の上期、下期は、台湾製糖、明治製糖が3月、9月、大日本製糖が4月、10月である。

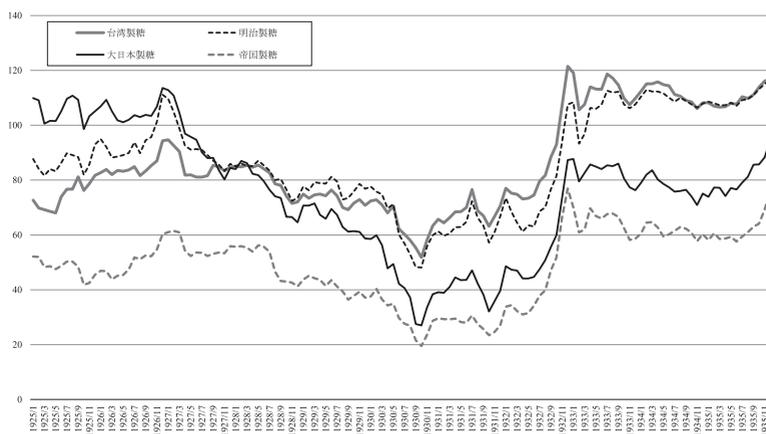
なお、上期、下期の区分については、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』に倣い、3～8月、9～2月に期末を迎える決算期をそれぞれ上期、下期としている。

1925～35年における大日本製糖と他の主要な製糖企業（台湾製糖、明治製糖、帝国製糖）の月次株価の推移が示されている。大日本製糖の株価は、1926年末ごろまでは台湾製糖、明治製糖の株価を明確に上回っていたが、27年には明治製糖とほぼ同様の水準にな

り、同年末頃からは台湾製糖も含めて3社の株価がほぼ同じように推移した。しかし、大日本製糖の株価は1928年4月から低下傾向を見せるようになり、台湾製糖、明治製糖を大きく下回った。1930年4月には、大日本製糖の株価は額面（50円）を割り込み、その状態は32年7月まで2年以上にわたって継続した。また、その後、1930年代半ばまで大日本製糖の株価は台湾製糖、明治製糖の株価を一貫して大きく下回るとともに、むしろ帝国製糖の株価に近い水準で推移した。

株価のみで経営状況を判断することには慎重でなければならないが、株価から見れば、大日本製糖を台湾製糖、明治製糖と同列の企業と捉えることは難しい。ある雑誌記事では、「優良会社を誇った夢は短かいものであった。ウツカリしてゐるうちに環境は急テンポで変化し、再び逆浪に揉まれて苦しみだした。鈍重と評した台湾製糖には追ひぬかれ、明治製糖にも及ばず、哀はれや、

図1 主要製糖企業（旧株）の月次株価



（出所）東洋経済新報社『株界二十年』（昭和十二年版）所収の月次株価データより作成

（注）東京株式取引所の長期清算取引の株価（月間平均）を用いている。

時代から取り残されて終わった」とまで書かれる始末であった²⁸。

3-2 1930年11月の追加払込徴収

表3では、1920～37年における大日本製糖の公称資本金、未払込資本金、払込資本金の推移を示したうえで、払込資本金の異動を新株発行による増加、追加払込徴収による増加、合併による増加、減資による減少の4要因に分解している²⁹。本稿が取り上げる追加払込徴収の事例は、財務諸表上では、1931年4月期における払込資本金の増加に対応している。

1930年11月の追加払込徴収を迎える段階で、大日本製糖の株式会社としては、旧株、新株、第二新株、第三新株の4種類が存在した。既述のように、1938年の商法改正までは全額払込前の新株発行が禁止されており、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かったことから、ある企業の株式は原則として最大で2種類（旧株と新株）存在したはずである。ただし、この規定には例外があった。当時、他社を合併することで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ため、合併増資を行えば、上記の規定に縛られずに資本金を増加させることが可能であった³⁰。

大日本製糖の事例に即していえば、追加払込徴収直前の決算期末にあたる1930年10月末における株式は、表4の(a)のとおりであった。同表に示された4種類の株式のうち、旧株（50円払込

28 「各会社の陣容 大日本製糖株式会社」『ダイヤモンド』第18巻第27号（昭和5年9月11日号）、76頁。

29 この払込資本金の異動の4要因への分解は、Saito [2008] で行われた分析と同様の手法である。

30 大日本製糖の事例でも該当するように、合併により払込金額が異なる株式の種類が3種類以上存在することになった場合、「第二新株」、「第三新株」などと呼ばれるのが一般的であった。

表3 大日本製糖の払込資本金の異動（1920-37年）

（単位：千円）

決算期	公称 資本金	未払込 資本金	払込 資本金	払込資本金異動の要因分解					備考
				新株 発行	追加払 込徴収	合併	減資	合計	
1920年4月期	20,500	6,375	14,125	0	0	0	0	0	
1920年10月期	20,500	2,126	18,374	0	4,249	0	0	4,249	追加払込徴収 (12.5円→37.5円)
1921年4月期	20,500	2,125	18,375	0	1	0	0	1	
1921年10月期	20,500	2,125	18,375	0	0	0	0	0	
1922年4月期	20,500	2,125	18,375	0	0	0	0	0	
1922年10月期	20,500	2,125	18,375	0	0	0	0	0	
1923年4月期	27,250	7,188	20,063	0	0	1,688	0	1,688	内外製糖を合併
1923年10月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1924年4月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1924年10月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1925年4月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1925年10月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1926年4月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1926年10月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1927年4月期	27,250	7,188	20,063	0	0	0	0	0	
1927年10月期	51,417	16,668	34,749	0	0	14,686	0	14,686	東洋製糖を合併
1928年4月期	51,417	16,668	34,749	0	0	0	0	0	
1928年10月期	51,417	16,668	34,749	0	0	0	0	0	
1929年4月期	51,417	16,668	34,749	0	0	0	0	0	
1929年10月期	51,417	16,668	34,749	0	0	0	0	0	
1930年4月期	51,417	16,668	34,749	0	0	0	0	0	
1930年10月期	51,417	16,668	34,749	0	0	0	0	0	
1931年4月期	51,417	11,275	40,142	0	5,393	0	0	5,393	追加払込徴収 (新株：37.5円→50円、 第2新株：20円→25円、 第3新株：12.5円→25円)
1931年10月期	51,417	11,275	40,142	0	0	0	0	0	
1932年4月期	51,417	11,275	40,142	0	0	0	0	0	
1932年10月期	51,417	11,275	40,142	0	0	0	0	0	
1933年4月期	51,417	11,275	40,142	0	0	0	0	0	
1933年10月期	51,417	5,638	45,779	0	5,638	0	0	5,638	追加払込徴収（25 円→37.5円）
1934年4月期	51,417	5,638	45,779	0	0	0	0	0	
1934年10月期	51,417	5,638	45,779	0	0	0	0	0	
1935年4月期	61,970	5,638	56,333	0	0	10,553	0	10,553	新高製糖を合併
1935年10月期	61,970	5,638	56,333	0	0	0	0	0	
1936年4月期	61,970	5,638	56,333	0	0	0	0	0	
1936年10月期	61,970	5,638	56,333	0	0	0	0	0	
1937年4月期	61,970	5,638	56,333	0	0	0	0	0	
1937年10月期	61,970	5,638	56,333	0	0	0	0	0	

（出所）大日本製糖株式会社「報告書」（各期）所収の財務諸表より作成。

済)は1916年4月期までに全額払込となった株式と、東洋製糖の合併によって増加した株式の一部、新株(37.5円払込済)は1917年4月期に発行された株式、第二新株(20円払込済)は東洋製糖の合併(1927年7月)にともなって増加した株式の一部、第三新株(12.5円払込済)は内外製糖の合併(1923年1月)にともなって増加した株式であった³¹。なお、大日本製糖株式の額面は、他の多くの事例と同様に50円であった。

大日本製糖の取締役会は1930年8月20日に追加払込徴収を決定

表4 追加払込徴収直前における大日本製糖の株式

(a) 追加払込徴収前

(単位：円、株)

株式種別	払込済金額	株数	払込資本金	未払込資本金
旧株	50	407,332	20,366,600	0
新株	37.5	170,000	6,375,000	2,125,000
第二新株	20	316,000	6,320,000	9,480,000
第三新株	12.5	135,000	1,687,500	5,062,500
合計	—	1,028,332	34,749,100	16,667,500

(b) 追加払込徴収後

(単位：円、株)

株式種別	払込済金額	株数	払込資本金	未払込資本金
旧株	50	577,332	28,866,600	0
新株	25	451,000	11,275,000	11,275,000
合計	—	1,028,332	40,141,600	11,275,000

(出所)大日本製糖株式会社「報告書」(各期)所収の財務諸表より作成。

- 31 大日本製糖では、合併時期の早さではなく、払込済金額の大きさによって株式種別(新株、第二新株、第三新株)の順が決まっていたが、1933年後半から34年前半にかけての王子製紙(新株：25円払込済、第二新株：37.5円払込済)のように、払込済金額の大きさによって株式種別の順が決まっていたわけではない事例もある。戦前の株式市場において、株式種別(新株、第二新株、第三新株)の順がどのように決まっていたのかについては不明な点が多い。

した。具体的には、新株（37.5円払込済）、第二新株（20円払込済）、第三新株（12.5円払込済）に対して、それぞれ12.5円、5円、12.5円の払込を徴収することが決定された。決定の翌日（8月21日）に株主に対して追加払込徴収の通知が発送され、払込期日は同年11月1日とされた³²。

株式が4種類存在することを大日本製糖側が煩雑であると捉えていたかどうかはわからないが、いずれにせよ、この追加払込徴収で新株が全額払込となるとともに、第二新株と第三新株で徴収金額に差（5円と12.5円）が設けられたことで、追加払込徴収の後には、表4の（b）のように、大日本製糖の株式は2種類、すなわち全額払込済の旧株（57万7,332株）と25円払込済の新株（45万1,000株）が存在することになった。また、この追加払込徴収により、大日本製糖の払込資本金は3,475万円から4,014万円へと増加した。

3-3 追加払込徴収に対する株式市場の反応

本項では、大日本製糖の追加払込徴収に対する株式市場の反応について検討するが、まずは株式市場による企業への評価を端的に示す株価の推移を確認しておく。前出の図1には、1925～35年における大日本製糖と他の主要な製糖企業（台湾製糖、明治製糖、帝国製糖）の月次株価の推移が示されている。同図が示すように、大日本製糖の株価は1928年4月から台湾製糖、明治製糖を下回るようになり、29年半ば頃からそれら2社の株価の推移とは異なって下落傾向を見せるようになり、30年に入ると株価下落のペースは著しくなった。

既述のように、追加払込徴収が決定されたのは1930年8月であったが、その前月にあたる7月における大日本製糖株（旧株）

32 大日本製糖株式会社「第七十回報告書」（1930年10月期）。

の平均株価は40.6円と、額面（50円）を大きく割り込んでいた。こうした状況にあるにもかかわらず、追加払込徴収の実行を決定したことから、さらに株価は下落し、追加払込徴収の決定後にあたる1930年9月における大日本製糖の株価は27.5円にまで落ち込んだ。さらに、翌10月中には、最低となる22.1円を記録している。11月1日が払込の期日であったことから、大日本製糖の株価は10月で底をついたが、その後も株価の低迷は続き、月間平均で見れば1932年7月まで株価が額面を下回る状態が続いた³³。

このような状況において行われた追加払込徴収であったことから、大日本製糖は極めて強い批判を受けることになった。ある雑誌記事は、多くの証券業者の見解を紹介しながら、大日本製糖による追加払込徴収の強行を「暴挙」と断じている³⁴。同記事では、「業績が下り坂であることが顕著」な大日本製糖が追加払込徴収を行うことは、「説は色々あらう、株式会社が未払込を徴収するのに何のこだはりがあらう、だが今日の世に、今日の日糖に於て、それを為すのは暴挙と云ふ外に評言はない筈だ」としたうえで、「此れで世の中が通るものならば、会社経営者は（中略）余計な苦労はしない筈だ」とまで論じている。また、別の雑誌記事は、追加払込徴収の発表を契機とした大日本製糖の株価下落に対して、同社が置かれた状況を踏まえれば株価の下落は「株界過去の例に徴して明らかな事」であり、追加払込徴収の実行は「藤山社長の軽率」であるとするとともに、「之れは余りに先見の明がなさ過ぎる」と評している³⁵。

33 東洋経済新報社『株界二十年』（昭和十二年版）。なお、株価は長期清算取引（東京株式取引所）のそれである。

34 「強気が禍して自社の内容を顧みぬ大日本製糖の暴挙・未払込徴収」『実業時代』第7巻第10号（1930年10月号）、8-13頁。

35 「大日本製糖の払込徴収問題」『実業の世界』第27巻第10号（1930年10月号）、44-47頁。

3-4 追加払込徴収に対する株主の反応

次に、追加払込徴収に対する大日本製糖株主の反応を確認しておく。表5には、東洋製糖の合併（1927年7月）により株式が4種類になった決算期から、新高製糖の合併（1935年4月）により株式数が変化する以前の決算期までを対象として、大日本製糖株式の移動と株主数の推移が示されている³⁶。同表によれば、追加払込徴収の決定から払込期日までを含む1930年6月16日から11月30日までの期間には、大日本製糖の株式の移動が大幅に増加するとともに、株主数が1万6,210名から1万5,579名へと631名（3.9%）も減少している。前出のように、この時期は株価が大きく下落した局面にあたるが、そうした状況下に、追加払込徴収に不満を持つ株主が大日本製糖株を売却したものとみられる³⁷。

それらの売却された株式は、誰が取得したのであろうか。表6には、大日本製糖の株価が急速に下落した局面の前後の時期にあたる1929年4月末と31年4月末の大株主が示されている。同表によれば、1931年4月末までに、集成社が4万5,140株を保有する首位株主として登場するとともに、29年4月の段階で上位であった株主の多くが保有株数を増加させている。集成社は「その他」（新株、第二新株、第三新株の合計）の保有が多く、野村興一、

36 別の方法として、株式取引所における売買高に着目することもあり得よう。ただし、ここで意味があるのは実際に所有権が移転した取引であるから、清算取引（長期清算取引および短期清算取引）の売買高ではなく、実物取引の売買高を見る必要がある。ところが、戦前においては、実物取引には取引所集中義務がなかったことから、その売買高を正確に把握することは困難である。このような認識に立ち、ここでは株式取引所における売買高ではなく、名義変更が行われた株数に着目している。

37 表5によれば、1932年後半から大日本製糖株式の移動が大きく増加するとともに、株主数が大幅に減少している。同時期に株価が上昇に転じたため、キャピタルゲインを期待して投資した新規の株主も相応に存在したはずであるが、それ以上に利益確定のために売り抜けた株主が多かったことにより、株主数の減少がもたらされたと推測される。

表5 大日本製糖株式の移動と株主数

期間	旧株	新株	第二 新株	第三 新株	合計	期末 株主数
1927年12月16日～28年5月31日	40,211	14,534	33,291	20,530	108,566	15,413
1928年6月16日～28年11月30日	81,692	16,015	59,137	33,704	190,548	16,318
1928年12月16日～29年5月31日	44,295	13,994	54,761	35,112	148,162	16,111
1929年6月16日～29年11月30日	28,628	10,877	35,632	13,641	88,778	16,136
1929年12月16日～30年5月31日	34,785	14,370	28,202	12,476	89,833	16,210
1930年6月16日～30年11月30日	71,140	36,846	58,833	52,283	219,102	15,579
1930年12月16日～31年5月31日	67,649	—	71,349	—	138,998	15,673
1931年6月16日～31年11月30日	53,401	—	59,092	—	112,493	16,070
1931年12月16日～32年5月31日	66,339	—	71,302	—	137,641	16,134
1932年6月16日～32年11月30日	126,074	—	127,936	—	254,010	14,768
1932年12月16日～33年5月31日	162,969	—	166,756	—	329,725	14,065
1933年6月21日～33年11月30日	77,417	—	103,330	—	180,747	13,743
1933年12月21日～33年5月31日	74,662	—	84,150	—	158,812	13,623
1934年6月21日～34年11月30日	59,114	—	85,794	—	144,908	14,016

(出所) 大日本製糖株式会社「報告書」(各期)

(注) 株主総会に先立つ一定期間、株主の名義変更が停止される期間があるため、表の「期間」には空白がある。

1930年の追加払込徴収後、第二新株と第三新株は新株となるが、数値の連続性を理解しやすくするため、「第二新株」の欄に数値を示している。

大平政一、島田三郎のように、新株が全額払込済となったことで「その他」の株式の総数が減少したにもかかわらず、その保有を増加させた上位株主もいる。なお、集成社は藤山系の資産保有会社であり、1930年の段階で有価証券を約317万円保有している³⁸。いずれにせよ、この時期に株式の上位株主への集中、とりわけ新株における上位集中が進展しており、どこまで意図的なものかは

38 『銀行会社要録 第34版(昭和五年版)』(234頁)による。同資料によれば、集成社は「不動産有価証券保有売買」を目的とする株式会社(払込資本金300万円)であり、藤山雷太の息子の愛一郎が社長であった。資産の内訳としては、有価証券が大半を占めた。また、日本コンツェルン全書のうち製糖業を対象とした小野[1938]でも、集成社は「藤山コンツェルン」を構成する1社として挙げられている(24-25頁)。

判然としないが、藤山系の資産保有会社と既存の大株主が売却された大日本製糖株を買い支えたと考えるのが自然であろう³⁹。

本項の最後に、大日本製糖の既存の株主、具体的には新株、第二新株、第三新株の株主のうち、どの程度の株主が追加払込徴収に応じたのかを確認しておく。既述のように、この追加払込徴収における払込の期日は1930年11月1日とされていたが、期日までに払込を行わなかった株主に対して⁴⁰、翌31年2月1日に、同月25日までに払込を行うよう催告するとともに、その期間内に払込を行わない場合は商法の規定により株主の権利を失う旨を公告した。そのうえで、1931年3月27日には、再度の催告を経ても払込

表6 追加払込徴収前後における大日本製糖の大株主

	1929年4月末				1931年4月末			
	株主	株数	旧株	その他	株主	株数	旧株	新株
1	東京海上火災	28,554	9,525	19,029	集成社	45,140	17,589	27,551
2	野村興一	15,811	6,492	9,319	東京海上火災	28,554	9,525	19,029
3	山崎英太郎	14,073	7,953	6,120	野村興一	17,831	5,992	11,839
4	椎名五十平	11,230	0	11,230	山崎英太郎	14,073	7,953	6,120
5	藤山雷太	8,854	3,474	5,380	椎名五十平	11,230	0	11,230
6	島田三郎	7,458	2,106	5,352	藤山雷太	10,000	7,821	2,179
7	新興製糖	6,605	108	6,497	大平政一	9,600	2,940	6,660
8	持木商会	5,842	0	5,842	島田三郎	9,148	2,106	7,042
9	各務鎌吉	4,666	4,666	0	小倉敬止	9,092	1,430	7,662
10	大平政一	4,000	4,000	0	赤司鉱業	5,125	1,000	4,125
合計	16,111名	1,028,332	407,332	621,000	15,673名	1,028,332	577,332	451,000

(出所) 東洋経済新報社『株式会社年鑑』(第7回、第9回)

(注) 1929年4月末における「その他」は、新株、第二新株、第三新株の合計。

1931年4月末における「新株」は、29年4月末における第二新株、第三新株の合計に対応する。

39 表6が示すように、藤山雷太自身は、保有株数を増加させているが、保有株数の増加は旧株に偏っている。藤山自身と集成社の間で何らかの役割分担がなされていた可能性もあるが、詳細は不明である。

40 この段階で何名の株主が払込に応じなかったのかは不明である。

に応じない株主127名に対し、失権の公告を行った。失権した株式は競売に付され、1931年4月28日までに競売を完了した⁴¹。この4月28日までに全ての株式（新株、第二新株、第三新株）に対する追加払込徴収が完了し、5月8日に登記が完了した⁴²。

3-5 他の追加払込徴収の事例との比較

上記のように、大日本製糖による1930年11月の追加払込徴収に対して応ずることなく、失権した株主が127名存在した。この数をいかに評価すべきであろうか。ここでは、(1) 大日本製糖の他の追加払込徴収の事例、(2) 他の製糖企業の追加払込徴収の事例における失権の状況について確認しておく⁴³。

第1に、大日本製糖の前後の追加払込徴収との比較を行う。大日本製糖は戦間期に3回の追加払込徴収を行っているが、そのうち1930年11月以外の2回、すなわち1920年6月と33年8月の追加払込徴収における失権株主の数を確認する。大日本製糖は1920年4月8日に、新株（12.5円払込済）に対して25円の追加払込徴収を行うことを決定し、同年6月1日を払込期日とした。この追加払込徴収に応じなかった新株株主は9月10日の段階で68名であり、それらの株主に対して追加払込に応じるよう催告がなされるとともに、同年9月30日までに払込が行われない場合は失権することが公告された。その効果もあってか、同年12月1日の段階でも払込がなされず、その株式が競売の手続きに付された株主は1名（5株）のみであった⁴⁴。そして、12月9日までには全ての払込が完了している⁴⁵。この追加払込徴収では、払込金額が1株あ

41 大日本製糖株式会社「第七十一回報告書」（1931年4月期）。

42 大日本製糖株式会社「第七十二回報告書」（1931年10月期）。

43 製糖業以外の産業に属する企業を含めた包括的な検討は、将来的な課題とせざるを得ない。

44 大日本製糖株式会社「第五十回報告書」（1920年10月期）。

45 大日本製糖株式会社「第五十一回報告書」（1921年4月期）。

たり25円と多額であったが、大日本製糖の株価（旧株）が、追加払込徴収が決定された1920年4月に126.2円と高かったこともあり⁴⁶、失権株はごく少数にとどまったと考えられる。

また、大日本製糖は1933年にも追加払込徴収を行っている。大日本製糖は5月23日に新株（25円払込済）に対して12.5円の追加払込徴収を行うことを決定し、4日後の27日に株主に対して通知した。払込期日は同年8月1日とされた⁴⁷。この追加払込徴収に応じなかった新株株主は5名であり、1934年2月19日にはそれらの株主に対して失権の公告が行われている。失権した株式会社については、同年3月15日までに競売を終え、同日までに払込が完了した⁴⁸。1920年の事例ほどではないが、追加払込徴収が決定された33年5月に、大日本製糖の株価（旧株）が84.9円と額面を大きく上回っていたこともあり⁴⁹、失権した株主は少数にとどまった。

第2に、戦間期に追加払込徴収を行った別の製糖企業の事例との比較も行っておく。台湾製糖、塩水港製糖は失権株に関する情報を営業報告書に記載していないことから、明治製糖、帝国製糖による追加払込徴収の事例を取り上げる。

明治製糖は1924年4月と33年3月に追加払込徴収を行っている。明治製糖は、1924年1月28日に、新株（12.5円払込済）に対して、4月1日を払込期日として7.5円の追加払込徴収を行うことを株主に通知した⁵⁰。そして、最終督促期日とされた1924年5月31日までに払込に応じなかった5名（75株）について、失権株

46 東洋経済新報社『株界二十年』（昭和十二年版）所収の長期清算取引（東京株式取引所）の月次株価（平均）。

47 大日本製糖株式会社「第七十六回報告書」（1933年10月期）。

48 大日本製糖株式会社「第七十七回報告書」（1934年4月期）。

49 東洋経済新報社『株界二十年』（昭和十二年版）所収の長期清算取引（東京株式取引所）の月次株価（平均）。

50 明治製糖株式会社「第二十九回営業報告書」（1924年3月期）。なお、取締役会で追加払込徴収を決定した日は不明である。

として競売に付し、7月10日に手続きを完了した⁵¹。なお、明治製糖は1933年にも追加払込徴収を行い、新株（20円払込済）に対して、3月1日を払込期日として10円の払込を徴収したが、この事例については3月31日の段階で「大部分ノ払込ヲ了シタリ」と記載するのみで、失権に関する具体的な記載はない⁵²。

帝国製糖は1927年7月、32年9月、33年9月に追加払込徴収を行っている。帝国製糖は、1927年6月4日に、新株（12.5円払込済）に対して、7月25日を期日として12.5円の追加払込徴収を行うことを株主に通知した⁵³。さらに、払込を行わなかった株主に対しては、同年10月5日に、同月20日までに払込がなされない場合は失権する旨の催告が行われたが、最終的に277株（株主数は不明）が失権となった⁵⁴。金融恐慌直後の時期にあたるとともに、追加払込徴収を行うことが通知された1927年6月の株価（月間平均）は53.6円と額面を僅かに上回る水準にとどまったこともあり⁵⁵、大日本製糖の1920年、33年の事例、あるいは後出の明治製糖の事例よりも多くの失権が発生したものと推測される。この事例において、失権株の競売を経て、全ての手続きが完了したのは1928年3月29日であった⁵⁶。なお、帝国製糖は1932年9月にも新株（25円払込済）に対して5円の追加払込徴収を行い、33年3月31日までに登記を含めた全ての手続きを完了したが、同社の営業報告書には失権に関する記載はない⁵⁷。さらに、帝国製糖は1933年9月

51 明治製糖株式会社「第三十回営業報告書」（1924年9月期）。

52 明治製糖株式会社「第四十七回営業報告書」（1933年3月期）。

53 取締役会で追加払込徴収を決定した日は不明である。

54 帝国製糖株式会社「第二十八期事業報告書」（1927年10月期）。

55 東洋経済新報社『株界二十年』（昭和十二年版）所収の長期清算取引（東京株式取引所）の月次株価（平均）。

56 帝国製糖株式会社「第二十九期事業報告書」（1928年4月期）。

57 帝国製糖株式会社「第三十八期営業報告書」（1932年10月期）、および同「第三十九期営業報告書」（1933年4月期）。

にも新株（30円払込済）に対して10円の追加払込徴収を行い、34年3月16日までに全ての手続きを完了したが、やはり営業報告書には失権に関する記載はない⁵⁸。

限られてはいるが以上の事例が示すように、製糖企業による追加払込徴収における失権の発生は、大日本製糖による1930年11月の事例を除けば、概ねごく少数であった。大日本製糖では、1920年6月と33年8月の追加払込徴収でも株主が払込に応じないことによる失権は生じたが、その数はそれぞれ1名（5株）、5名（株数不明）とごく僅かであった。また、明治製糖の事例でも失権した株主は5名（75株）にとどまった。帝国製糖の事例では、失権した株数は277株と、他の事例に比較してやや多かった。同事例では、失権した株主数は不明であるが、他の事例で失権した株主1名あたりの失権株数は5株ないし15株であることから、この277株は、1名あたり平均10株程度と仮定して、せいぜい20～30名の株主によるものと考えるのが妥当であろう。それらの事例との比較からは、大日本製糖による1930年11月の追加払徴収における127名という人数が際立つといえよう。

3-6 小括：本事例が示唆すること

ここまでの検討が示すように、大日本製糖による1930年11月の追加払込徴収の事例は、他の事例と比較して、多数の失権、すなわち払込の拒否を発生させた。この検討を踏まえ、以下の2点を指摘する必要がある。

第1に、1930年という時期を踏まえれば、また、当時における大日本製糖の経営状況と株式市場からの評価を踏まえれば、同社による1930年11月の追加払込徴収は、資金調達を行うことが極め

58 帝国製糖株式会社「第四十期営業報告書」（1933年10月期）、および同「第四十一期営業報告書」（1934年4月期）。

て困難な状況下に行われたものであったと考えられる。実際、この追加払込徴収の事例において相対的に多数の失権が発生したという事実が、資金調達を行うことが困難な状況であったことを示唆している。仮に、同一の状況において新株発行を行おうとすれば、第三者割当増資の形で経営に対して協力的な株主に相当数の株式を割当てるといった方策を取らない限り、資金調達を行い得なかったと考えるのが自然であろう。

第2に、それでも速やかに払込徴収が進んだことは特記されるべきであろう。127名という多数の株主が払込を拒否したことは事実であるが、失権した株式は速やかに競売に付され、払込が完了した。既述のように、当初の払込期日が1930年11月1日、失権株の競売を経て払込が完了したのが31年4月28日であるから、当初の期日からほぼ6か月後に全ての手続きが完了していたことになる。これを大日本製糖が1933年8月に行った追加払込徴収の事例と比較すれば、同事例では当初の払込期日が8月1日、失権株の競売を経て払込が完了したのが34年3月15日であるから、当初の期日からの遅れは7か月半であった。それ以外の事例と比較しても、明治製糖の事例との比較を除けば、大日本製糖が1930年11月に行った追加払込徴収において手続きが特に遅れたと判断することはできない⁵⁹。

以上の2点を踏まえ、1930年における大日本製糖のように資金調達を行うことが困難な状況にあった企業でも、追加払込徴収という資金調達手段を用いれば、経営状況が良好な場合ほどではないものの、相当程度に円滑に資金調達を行うことが可能であったと考えられる。

59 参考までに記せば、当初の払込期日から払込完了までの遅れは、大日本製糖による1920年の追加払込徴収の事例で5か月と10日ほど、明治製糖による24年の事例で3か月と10日ほど、帝国製糖による27年の事例で8か月ほどであった。

4 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、特に先行研究で着目されてきた論点である「追加払込徴収は容易に実行し得る資金調達方法であったか否か」という点に着目して、事例分析により検討した。具体的には、製糖業の有力企業の1社であった大日本製糖が1930年11月に行った追加払込徴収の事例を取り上げ、上記の点の当否を検証した。

本稿における検討の結果は、以下の通りである。第1に、追加払込徴収を実行した1930年の前後数年にあたる時期、大日本製糖は資金調達を行うことが困難な経営状況にあった。経営業績が傾向的に悪化するとともに、株価でも台湾製糖、明治製糖を大きく下回り、株価が額面を下回る状態が長期間続いた。また、大日本製糖や経営者の藤山雷太に対する外部からの批判も辛辣であった。まさに、当時の大日本製糖は、「追加払込徴収は容易に実行し得る資金調達方法であったか否か」を検証するのに好適な企業であったといえる。第2に、そうした状況であったにも関わらず、大日本製糖による追加払込徴収は円滑に進展した。厳密に表現すれば、払込に応じずに失権した株主は相当数(127名)に達したが、商法に規定された、失権株の競売という手続きを経ることによって、大きな遅れなく円滑に払込が完了した。

以上を踏まえれば、1930年における大日本製糖のように資金調達を行うことが困難な状況にあった企業でも、追加払込徴収という資金調達手段を用いることにより、相当程度に円滑に資金調達を行うことが可能であったと考えられる。追加払込徴収という資金調達方法の、(1)株主の同意なしに実行可能である、(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という特徴は、実際においても強く機能し得るものであったと考えるべきであろう。

【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.
- 小野文英 [1938] 『製糖コンツェルン読本』春秋社.
- 久保文克 [2016] 『近代製糖業の経営史的研究』文眞堂.
- 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 [2016a] 「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 [2016b] 「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」『経営史学』第51巻第3号、pp. 27-48.
- 齊藤直 [2018] 「戦前日本における『変態増資』と株式時価発行：日本鋼管の事例を中心に」『証券経済研究』第103号、pp. 35-54.
- 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：近代的金融システムの形成と企業金融」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.
- 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.
- 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.
- 野地もも・葛西洋平・三和裕美子 [2018] 「わが国における戦前の株式分割払込制度の実態について」『明大商学論叢』第100巻第3号、pp. 303-317.
- 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.