

# 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——

齊 藤 直

## 要 旨

本稿は、両大戦間期に一定数の事例が確認される特殊な増資方法である「変態増資」（別企業を設立し、それを合併することで資本金を増加させる形の増資）に着目し、その資金調達方法としての特徴を検討することを課題とする。具体的には、1933年に第二鋼管の設立・合併という形で変態増資を行い、同社の株式の一部（13万4千株のうち5万株）を公募時価発行した日本鋼管の事例を主たる分析対象とする。

当時の法制度のもとでは、資本金が全額払込済になる以前の段階における新株発行は禁止されていたが、変態増資であれば、形式上は合併増資となることから、未払込資本金が存在する段階でも実質的に新株発行を行うことが可能であった。したがって、変態増資には、高株価時など有利な時期を柔軟に選択して行い得るという利点がある。しかし、その利点にもかかわらず、変態増資が行われた件数は必ずしも多くないように見受けられる。日本鋼管の事例では、第二鋼管株式の公募発行時に、①公募する株式が一部に限定され、②公募のうち70%が実質的に第三者割当の形で発行されるなど、第二鋼管の株主構成が意識されていた。これは、母体企業（日本鋼管）と新設企業（第二鋼管）の合併を後者の株主総会で円滑に承認するためであったと推測される。こうした新設企業の株主構成に関する不確実性が、理論的には有利な資金調達手段である変態増資の件数を少なくした要因であったと筆者は考える。

## 目 次

- |                         |                         |
|-------------------------|-------------------------|
| I. はじめに                 | 関係                      |
| II. 変態増資の分析視角           | III. 日本鋼管の変態増資          |
| 1. 変態増資の制度的背景           | 1. 第二鋼管設立以前の日本鋼管        |
| 2. 法制度に依拠した説明の限界        | 2. 第二鋼管の設立計画における「変態増資」の |
| 3. 本稿の分析視角：変態増資と株式時価発行の | 明示                      |

3. 第二鋼管の株式発行
  4. 第二鋼管の設立と日本鋼管との合併
- IV. 変態増資と株式時価発行
1. 実質的な第三者割当が用いられた理由

2. 明治製糖の事例との比較：公募時価発行と株主割当時価発行
- V. おわりに

## I. はじめに

本稿は、両大戦間期（以下、戦間期）に一定数の事例が確認される特殊な増資方法である「変態増資」に着目し、特に株式時価発行という視点から、資金調達方法としての特徴を検討することを課題とする<sup>1)</sup>。

変態増資とは、別企業を設立したうえでそれを合併することで資本金を増加させる形の増資を意味する。極めて不自然な印象を与え得る増資方法であるが、多いとは言えないものの、無視しえない数の事例が確認されることも事実である<sup>2)</sup>。また、変態増資に関する研究も進展しつつあり、明治製糖や東京モスリン紡織の事例分析が行われている<sup>3)</sup>。

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のが従来の見解であった<sup>4)</sup>。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、同様の説明をしている<sup>5)</sup>。

しかし、上記のような法制度に依拠して変態増資の背景を説明することは適切であろうか。筆者は、法制度が重要な背景の1つであることは間違いがないが、そのみで変態増資の背景を

説明することは必ずしも適切ではないと考えている。その理由は、第1に、法制度のみでは変態増資が行われる理由を論理的に説明することは不可能であり、第2に、複数の資金調達方法の間での選択という視点が不在である、といった問題があると考えためである。これらの点については次節で論じるが、先行研究は主にこの第1の点を問題視して変態増資の事例分析を行っており、本稿は第2の点、すなわち資金調達方法としての特徴に着目して変態増資を分析する。

株式分割払込制度を前提として、未払込資本金が存在する際に変態増資が行われたとすれば、変態増資を実施した企業は、追加払込徴収を行うか、変態増資を行うかの選択に直面し、後者を選択したと考えることができる。ゆえに、追加払込徴収と変態増資の資金調達方法としての特徴を比較検討することなしに変態増資の背景を論じることには無理がある。資金調達方法としての特徴を明らかにしてこそ、変態増資の背景について論じることが初めて可能になるはずである。

本稿では、具体的な課題として、日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）の事例を主たる分析対象として取り上げ、有利な時期を柔軟に選択して株式の時価発行できる手段としての位置づけから、変態増資の意義と限界を検討する<sup>6)</sup>。また、比較の対象として、先行研究が分析した明治製糖の事例を適宜参照する。これは、明治製糖による変態増資（新明治製糖

の設立・合併)が、実質的に時価発行により行われたことを踏まえての判断である。

本稿は以下のように構成される。Ⅱでは、分析の前提となる当時の法制度を簡潔に整理したうえで、変態増資を分析する視角を提示する。Ⅲでは、日本鋼管による変態増資の事例を詳細に検証する。Ⅳでは、本稿が分析対象とした日本鋼管の事例、および先行研究が分析した明治製糖の事例を視野に入れ、有利な時期を選んで株式時価発行を行い得る手法という変態増資の位置づけを踏まえ、その意義と限界について考える。Ⅴ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。なお、本稿では、横浜市史資料室が所蔵する「松下長久氏旧蔵資料」のうち、「第二鋼管会社創立及合併ニ関スル書類」を史料として主に利用した。

## Ⅱ. 変態増資の分析視角

### 1. 変態増資の制度的背景

本項では、既に先行研究で行われている整理に依拠しつつ<sup>7)</sup>、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。

変態増資の前提となる第1の制度は、株式分割払込制度である。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。「第一回払込ノ金額ハ株金ノ四分ノ一ヲ下ルコトヲ得ス」<sup>8)</sup>という商法の規定がその根拠であり、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。

株式分割払込制度を前提とすれば、以下のよ

うに、①複数の資本金、②複数の株式、③複数の株価、④複数の資金調達手段が存在することになる。第1に、発行済株式に全額の払込みが完了していない株式が存在する場合、発行済株式の額面の総額である公称資本金と、実際に払込まれた金額の総額である払込資本金が異なる金額となる。貸借対照表においては、貸方に「資本金」、借方に「未払込資本金」が置かれ、その差額が払込資本金となる<sup>9)</sup>。第2に、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、同一企業について複数の株式が併存することになる。そして、前者は「旧株」、後者は「新株」と呼ばれた<sup>10)</sup>。なお、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。第3に、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。これは、主に、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による。第4に、未払込部分がある新株が存在することにより、追加払込徴収という資金調達手段が存在することになる。追加払込徴収の資金調達手段としての位置づけについては、経営者が裁量的に実行し得る手段であったという想定<sup>11)</sup>の妥当性を中心に、多くの先行研究で論じられている。

変態増資の前提となる第2の制度としては、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が禁止された点が重要である。商法第210条は、「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」と規定している<sup>12)</sup>。この規定により、発行済株式が全て全額払込となった企業のみが、新株発行という資金調達手

段を選択できた<sup>13)</sup>。

ただし、この規定には抜け穴があった。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資本金を増加させることが可能であった<sup>14)</sup>。変態増資を扱った先行研究は、変態増資の背景を以上のような法制度に求めた。

## 2. 法制度に依拠した説明の限界

先行研究は、前項で整理した法制度を変態増資の背景と位置づけたが、既述のように、筆者は法制度のみで変態増資の背景を説明することは適切ではないと考えている。その理由の1つは、法制度のみで変態増資の背景を説明することは論理的に不可能であるという点である。

経営状況の良否に応じて整理すれば、以下のように考えることができる。仮に、経営状況が相対的に良好で、多くの資金調達手段を選択し得る企業の変態増資を行ったとすれば、複数の資金調達手段のなかから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、経営状況が良好な企業の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であり、法制度が全額払込前の新株発行を禁止しているという理由のみによる説明では不十分である。一方、仮に、経営状況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、変態増資も含め、そもそも資金調達を実現することは容易ではないはずである<sup>15)</sup>。この場合、変態増資を行い得た理由が問われなければならない、法

制度のみに変態増資の背景を求めることはやはり妥当ではない。

変態増資を扱った最近の研究は、こうした視角を踏まえた事例分析を行い、法制度のみで変態増資の背景を説明することが妥当ではないことを示した。経営状況の良好であった明治製糖による変態増資（新明治製糖の設立・合併）の事例を検証した齊藤 [2016] は、明治製糖が、東洋製糖の生産設備を買収することによる財務内容の悪化を避けるために、受け皿として新明治製糖を設立し、同社の株式を40%ディスカウントしたうえで自社に合併したことを明らかにした。そして、明治製糖の高株価がこうした方法を可能にした条件であった。すなわち、自社の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。一方、著しい経営不振の状況にあった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）の事例を検証した齊藤 [2017] は、同事例では、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る形で第二東京モスリンが設立され、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事実を示した。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ン紡織と債権者の双方が同意したからこそ実行可能であった。いずれの事例も、全額払込前の段階における新株発行を禁止する法制度のみで変態増資の背景を説明することは困難であり、個別の事例ごとの背景を考えることが重要であることを示唆している。

なお、本稿が分析対象とする日本鋼管は、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、上記の分析視角を採用するとすれば、業績が良好な企業の場合が念頭に置かれるべきである。ただし、本稿は、次項で述べる分析視角に拠って変態増資について検証することを課題とすることから、この点についてはこれ以上立ち入らない<sup>16)</sup>。

### 3. 本稿の分析視角：変態増資と株式時価発行の関係

法制度を変態増資の背景と位置づける先行研究に対する筆者の疑問の2点目は、複数の資金調達方法の間での選択という視点が不在であることである。この点が、本稿の分析視角と深く関わる。

株式分割払込制度を前提として、未払込資本金が存在する際に変態増資が行われたとすれば、その企業は、払込資本金を増加させるための方法として、追加払込徴収を行うか、変態増資を行うかの選択に直面し、後者を選択したと考えることができる。したがって、それら双方の資金調達方法を比較することにより、変態増資の特徴を示すことが重要になる。

ここで、いったん変態増資については措き、株式による通常の資金調達方法について考える。株式分割払込制度を前提とすると、株式による資金調達は新株発行と追加払込徴収に分けられる<sup>17)</sup>。このうち新株発行については、志村[1969]が明らかにしたように、株主割当額面発行で行われることが多かったが、時価発行を行うことも可能であり、主に高株価時には時価発行が行われることもあった<sup>18)</sup>。ただし、新株の時価発行が行われる場合、それは基本的に公募時価発行であった。また、同書は、株主割当発行には額面割当発行と時価割当発行とがある

と論じているが<sup>19)</sup>、これは「論理的にはある」という意味合いが強く、実際に株主割当発行が行われる場合は、原則として額面発行であった<sup>20)</sup>。一方、追加払込徴収については、それが行われる時点の株価が何円であろうと、額面で行われた<sup>21)</sup>。

以上を踏まえ、変態増資の資金調達方法としての特徴について考える。変態増資においては、母体企業への合併が予定される別企業が設立される。この別企業の株式は特定の株主への割当、公募のいずれで発行することも可能であるが、公募発行を行う場合には、既述のような当時の慣行により、時価発行を行うことも現実的であった。しかも、変態増資には、通常の新株発行と異なり、実行する時期を企業が柔軟に選択し、有利なタイミングで行うことが可能であるという利点がある。すなわち、変態増資は、資本金に未払込部分が存在する場合でも行い得ることから、自社の株価の動向を踏まえ、高株価時を選んで実行することが可能であった。そして、通常の新株発行を時価発行で行う場合と同様、株価が高いほど時価発行を行うことで企業が獲得できる利益は大きくなり、追加払込徴収よりも変態増資を行うことが合理的になる<sup>22)</sup>。

このように考えれば、変態増資は企業にとって利点の大きい資金調達手段であると位置づけられ、高株価時に変態増資を行うことで企業が得た利益について検証することが重要な分析視角となる。とはいえ、利点の大きい割には、実際に行われた変態増資の事例は必ずしも多くないように見受けられる。利点の大きさにもかかわらず、変態増資の件数が限定的であった理由を検討することも重要な視角となろう。

### Ⅲ. 日本鋼管の変態増資

#### 1. 第二鋼管設立以前の日本鋼管

本節では、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。日本鋼管は、1933年8月に第二鋼管を設立し、同年12月に合併した<sup>23)</sup>。図表1には、本節全体の前提として、日本鋼管による変態増資をめぐる動向が要約されている。

最初に、図表2を踏まえながら、日本鋼管の具体的な経営状況を確認する。日本鋼管は、1920年代には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った。1930年11月期に優先株も含めて無配となり、31年11月には減資（普通株のみ4割）が行われて

いる<sup>24)</sup>。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（50円払込済）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。

日本鋼管による第二鋼管の設立・合併は、このような状況下に行われた。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た<sup>25)</sup>。第二鋼管設立の目的は、従来は輸入されていた

図表1 日本鋼管の変態増資をめぐる動向

日付	動き
4月 27日	第二鋼管の定款を作成
7月 1日	この日の日本鋼管株主に対して第二鋼管株式を割当
7月 13日	証券会社（山一証券等）との間に引受契約締結
7月 15日	日本鋼管株主に第二鋼管株式の割当について通知
同	日本鋼管株主に第二鋼管の創立趣旨書、起業目論見書、定款等を発送
7月 20日	第二鋼管株式の公募への申し込み開始
7月 24日	第二鋼管株式の公募への申し込み締切
7月 31日	公募株式の募入確定期日
8月 7日	公募株式の募入確定証拠金（プレミアム相当額）払込期日
8月 15日	第1回資本金払込期日
8月 22日	創立総会開催通知を第二鋼管株主に発送
9月 6日	第二鋼管創立総会（当初予定の2日から変更）
同	創立総会での決定事項を株主に通知（第二鋼管役員など）
9月 8日	日本鋼管、第二鋼管両社で合併仮契約書を締結
9月 9日	日本鋼管株主に臨時株主総会開催通知を発送
同	第二鋼管株主に臨時株主総会開催通知を発送
9月 25日	日本鋼管の臨時株主総会（14時開会）で第二鋼管との合併を決議
同	第二鋼管の臨時株主総会（15時開会）で日本鋼管との合併を決議
12月 31日	日本鋼管と第二鋼管が合併

(注) 表の記載事項は全て1933年のもの。

(出所) 「創立ニ関スル事項報告書」（1933年9月）を中心に、本文で参照している諸資料より作成。

図表2 日本鋼管の資本金、利益、配当、株価

決算期	資本金 (千円)			利益 (千円, %)		配当 (千円, %)			旧株株価 (円)		
	公称	未払込	払込	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	21,000	1,000	20,000	557	2.8	0	0	-			
11月期	21,000	1,000	20,000	▲199	▲1.0	0	0	-	77.4	18.8	35.6
1921年5月期	21,000	0	21,000	▲348	▲1.7	0	0	-			
11月期	10,500	0	10,500	98	0.9	0	0	-	27.1	10.2	17.8
1922年5月期	21,000	7,875	13,125	215	1.6	276	2	12			
11月期	21,000	7,875	13,125	225	1.7	221	1	12	18.3	12.9	15.8
1923年5月期	21,000	7,875	13,125	306	2.3	273	1	12			
11月期	21,000	6,825	14,175	229	1.6	184	0	10	28.5	16.5	21.0
1924年5月期	21,000	6,825	14,175	287	2.0	257	0	14			
11月期	21,000	6,825	14,175	22	0.2	0	0	0	23.4	11.9	17.3
1925年5月期	21,000	6,825	14,175	309	2.2	274	0	12			
11月期	21,000	6,825	14,175	71	0.5	0	0	0	23.9	15.4	17.2
1926年5月期	21,000	5,775	15,225	142	0.9	165	0	7			
11月期	21,000	5,775	15,225	188	1.2	165	0	7	21.9	14.5	17.7
1927年5月期	21,000	5,775	15,225	133	0.9	118	0	5			
11月期	21,000	5,775	15,225	191	1.3	165	0	7	17.4	11.4	13.8
1928年5月期	21,000	5,775	15,225	276	1.8	236	0	10			
11月期	21,000	5,775	15,225	485	3.2	425	0	18	25.8	13.5	18.0
1929年5月期	21,000	5,775	15,225	590	3.9	519	0	22			
11月期	21,000	5,775	15,225	457	3.0	402	0	17	26.0	8.9	18.1
1930年5月期	21,000	5,775	15,225	209	1.4	118	0	5			
11月期	21,000	5,775	15,225	▲343	▲2.3	0	0	0	11.7	5.0	7.6
1931年5月期	21,000	5,775	15,225	▲625	▲4.1	0	0	0			
11月期	16,800	5,775	11,025	284	2.6	118	0	5	18.5	5.3	8.1
1932年5月期	16,800	5,775	11,025	426	3.9	284	3	8			
11月期	16,800	5,775	11,025	735	6.7	441	8	8	81.0	16.5	30.6
1933年5月期	16,800	5,775	11,025	3,142	28.5	662	12	12			
11月期	16,800	5,775	11,025	3,767	34.2	937	17	17	143.9	74.7	101.1
1934年5月期	23,500	7,650	15,850	3,742	23.6	1,256	17	17			
11月期	23,500	7,650	15,850	4,274	27.0	1,347	17	17	158.3	118.1	140.7
1935年5月期	23,500	5,070	18,430	4,549	24.7	1,567	17	17			
11月期	55,300	24,945	30,355	4,829	15.9	2,416	17	17	121.7	85.6	106.2
1936年5月期	55,300	24,945	30,355	4,112	13.5	2,580	17	17			
11月期	55,300	24,945	30,355	3,633	12.0	1,821	12	12	114.8	94.8	102.4
1937年5月期	55,300	20,575	34,725	4,645	13.4	2,084	12	-			
11月期	55,300	20,575	34,725	6,341	18.3	2,084	12	-	139.9	88.7	104.8

- (注) 1) 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。  
2) ROEは純利益/払込資本金、配当率は配当金(年換算)/払込資本金。  
3) 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。  
4) 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。

[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)。

大口徑鋼管(直径6~14インチ)を生産する設備を建設し、輸入代替を図ることとされた<sup>26)</sup>。

1930年代前半における日本鋼管の成長戦略としては、よく知られている高炉建設による銑鋼一貫化とこの大口徑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<sup>27)</sup>。

## 2. 第二鋼管の設立計画における「変態増資」の明示

第二鋼管の設立に際して作成された文書には、同社設立が日本鋼管による変態増資の一環であることが明示された<sup>28)</sup>。

第二鋼管の創立趣旨書では、「茲ニ第二鋼管株式会社ヲ創立シテ径五吋以上十四吋迄ノ引抜

鋼管年額三万噸ノ製造能力ヲ有スル工場ヲ設ケ後時期ヲ見テ成ルベク速カニ日本鋼管株式会社ト合併シテ我国ニ於ケル鋼管ノ全需要ニ応セントスルモノナリ」(下線は筆者、以下同様)と記されているように、日本鋼管との合併が既定路線であることが明示された<sup>29)</sup>。また、山一證券などの証券業者が投資家向けに作成した冊子でも、「同社の事業は後記事業概要に詳述致しました様に時節柄最も有利有望であるのみならず同社は最も近き将来に於て親会社たる日本鋼管株式会社に合併せらるゝ予定であります。従つて同社株式は全く日本鋼管株式会社新株と見て差支えないのでありまして、(中略) 旁々此際最も興味ある投資物と信じて疑はぬ次第であります」と同様の説明がなされた<sup>30)</sup>。ここでは、日本鋼管と合併予定であることに加え、第二鋼管の株式を日本鋼管の新株と同一視できると述べられている。さらに、同冊子では、「第二鋼管会社は独立の会社として創業するものではなく、創立直後に於て日本鋼管会社に合併され、同社の大口径鋼管工場として操業されるものなのである。即ち形式は新設会社であるが、其の實質は日本鋼管会社の所謂変態増資なのである」というように、「変態増資」の用語も明示されている<sup>31)</sup>。

このように、第二鋼管の設立および出資の募集が日本鋼管による変態増資の一環であることは投資家に対して事前に示されていた。第二鋼管の株式に応募した投資家は、それを踏まえて投資の判断をしたのである。

### 3. 第二鋼管の株式発行

#### (1) 発行方法の概要

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<sup>32)</sup>。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。第二鋼管株式(12.5円払込済)が公募された時点で、日本鋼管には同額払込の新株は存在せず、投資家が直接参照できる株価は存在しなかった。とはいえ、投資家は日本鋼管の新株としての市場価格を想定して申込価額を決定したはずであり、これは時価発行に他ならない。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<sup>33)</sup>。

#### (2) 日本鋼管株主への引受権の割当に関する検討

日本鋼管株主への第二鋼管株式の割当については、上記のように、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が付与された。創立趣旨書、起業目論見書、定款などの書類とともに、その旨が7月15日付で通知されている。そして、1か月後の8月15日が第1回の資本金(1株あたり12.5円)の払込期日とされた。

高株価の日本鋼管が株主割当額面発行を行ったことを踏まえれば、割当に応じた株主の比率は高かったと推測される。なお、日本鋼管旧株(50円払込済)の株価は、第二鋼管株式の引受権付与についての通知がなされた1933年7月に

は、最高97.8円、最低91.5円、平均94.8円であった<sup>34)</sup>。発行されることになる第二鋼管株式は12.5円(25%)払込であるから、既存の日本鋼管旧株と直接比較することはできないが、さしあたり払込金額に比例して日本鋼管旧株の株価の4分の1を基準と考えれば、12.5円の出資で株価24円ほどの株式を入手できることになる<sup>35)</sup>。日本鋼管株主にとっては、第二鋼管への出資に応募することは合理的な選択であったといえる。

しかし、残念ながら、どの程度の比率の日本鋼管株主が第二鋼管株式に応募したのかを直接示す史料は得られない。また、第二鋼管の株主名簿も現存が確認されていない。株主割当の結果を把握するための代替的な方法として、変態増資前後における日本鋼管の株主名簿を比較することが考えられるが、変態増資が行われた

1933年は日本鋼管の株価が急上昇を示した時期にあたるためか、図表3が示すように、株主の異動が大幅に増加しており、半年ごとに作成される株主名簿に掲載された情報を用いてどの程度の日本鋼管株主が第二鋼管株式の引受権を行使したのかを明らかにすることは困難である。

そこで、別の方法として、設立発起人の保有株数の推移を手掛かりとした検証を試みたい。第二鋼管の定款には、「本会社株式総数十三万四千株ノ中前記ノ割当並ニ一般募集ニ於テ引受応募ナキ株式ハ本会社発起人ノヲ引受クルモノトス」という記載がある<sup>36)</sup>。また、日本鋼管の経営に深く関与し、第二鋼管の設立にも携わった設立発起人たちが、頻繁に日本鋼管株式を売買していたとは考えづらい。ゆえに、設立発起人が変態増資以前に所有していた日本鋼管株式に応じた第二鋼管の割当株数を超えた株

図表3 日本鋼管株主の異動

決算期		普通株 (旧株)		普通株 (新株)		優先株		総株数	株価
		件数	株数	件数	株数	件数	株数		
第32回	1928年5月期	924	29,616	—	—	1,093	61,163	420,000	15.2
第33回	1928年11月期	1,518	43,520	—	—	1,244	51,427	420,000	19.3
第34回	1929年5月期	1,509	47,295	—	—	1,117	44,187	420,000	20.2
第35回	1929年11月期	839	39,420	—	—	669	52,373	420,000	11.2
第36回	1930年5月期	545	18,890	—	—	436	16,342	420,000	8.4
第37回	1930年11月期	401	11,219	—	—	323	14,709	420,000	7.1
第38回	1931年5月期	346	10,387	—	—	213	6,849	420,000	6.7
第39回	1931年11月期	997	33,195	—	—	416	12,824	336,000	—
第40回	1932年5月期	861	17,828	—	—	434	13,129	336,000	24.6
第41回	1932年11月期	1,413	37,423	—	—	519	21,460	336,000	45.7
第42回	1933年5月期	2,352	69,580	—	—	1,420	60,430	336,000	81.3
第43回	1933年11月期	2,128	76,539	—	—	1,733	81,047	336,000	128.1
第44回	1934年5月期	2,021	84,972	2,230	74,354	1,286	102,676	470,000	148.2
第45回	1934年11月期	1,495	58,229	1,374	67,692	846	61,053	470,000	133.6
第46回	1935年5月期	1,591	83,949	1,209	72,329	699	87,183	470,000	105.3
第47回	1935年11月期	1,277	51,405	1,046	39,480	452	33,913	470,000	107.4

(注) 1) 株価は普通株(旧株)の東京株式取引所における長期清算取引の株価であり、決算期末の月次平均株価を示した。

2) 1931年11月は取引が行われていないため、株価データを利用できない。

3) 1935年11月期には第二新株(1,600件, 92,710株)、第三新株(12件, 23,092株)があるが、掲載していない。

〔出所〕日本鋼管株式会社「報告書」(各期)、東洋経済新報社「株界二十年」(昭和11年版)。

図表 4 第二鋼管設立発起人の日本鋼管株式保有

発起人氏名	1933年5月末(A)		1933年11月末(B)		1934年5月末			(A) 基準 の新株割 当数 = (A)'	(B) 基準 の新株割 当数 = (B)'	(C) - (A)'	(C) - (B)'
	普通株	優先株	普通株	優先株	普通株 (旧株)	普通株 (新株) (C)	優先株				
大川平三郎	100	0	100	0	100	4,000	0	25	25	3,975	3,975
白石元治郎	3,432	69	3,492	169	3,942	5,795	699	875	915	4,920	4,880
笠原寛美	66	200	6	50	0	0	50	66	14	▲ 66	▲ 14
松下長久	80	60	80	60	80	112	60	35	35	77	77
大橋新太郎	30	70	30	70	30	0	70	25	25	▲ 25	▲ 25
太田清蔵	85	15	105	15	105	0	15	25	30	▲ 25	▲ 30
岸本吉左衛門	4,242	1,420	4,742	2,440	4,442	1,995	2,440	1,415	1,795	580	200
今泉嘉一郎	100	1,101	0	1,101	0	500	601	300	275	200	225
田中栄八郎	0	5,000	0	5,000	0	1,250	5,000	1,250	1,250	0	0
深尾道恕	150	0	0	0	0	0	0	37	0	▲ 37	0
西野恵之助	0	500	0	500	0	200	500	125	125	75	75

(注) 発起人の掲載は「定款」における記載順。

[出所] 日本鋼管株式会社「株主名簿」(1933年5月31日現在)、同「株主名簿」(1933年11月30日現在)。

数を増資以後に保有していたとすれば、それは既存の日本鋼管株主が引受権を行使しなかった第二鋼管株式を設立発起人が引受けたものである可能性が高いと考えられる<sup>37)</sup>。

図表 4 は、第二鋼管の設立発起人11名が1933年5月末時点および同年11月末時点で保有していた株数を基準とした第二鋼管株式（合併時の株式交換により日本鋼管の新株となる株式）の割当数を算出したうえで、日本鋼管と第二鋼管の合併（33年12月末）後の34年5月末時点における実際の保有株数と比較している<sup>38)</sup>。同表が示すように、1934年5月末において、大川平三郎、白石元治郎が割当数を大きく上回る新株を保有しており、この2名が中心となって引受権が行使されなかった第二鋼管株式を保有したものと推測される。その株数は、大川が4千株程度、白石が5千株程度である。株数は少ないものの、岸本吉左衛門や今泉嘉一郎も割当数を超えて第二鋼管を保有した可能性もあるため、日本鋼管株主が引受権を行使せず、設立発起人が保有することになった第二鋼管株式は、全体では9千株から1万株程度であったと考えてよい

であろう。日本鋼管株主に引受権が付与された第二鋼管株式は既述のように8万4千株であるから、株数を基準に計算すれば、第二鋼管株式の引受権を行使した株主は、88～89%程度であったと推測される。90%近い日本鋼管株主が第二鋼管への出資に応じていたことになる。この数値は、実質的に株主割当時価発行を行った明治製糖による変態増資の事例における同様の数値（80%弱）を上回り<sup>39)</sup>、額面割当発行が株主にとって有利な発行方法であったことを示している。

### (3) 公募に関する検討

一方、第二鋼管株式の公募については、1933年7月13日に証券業者との間で引受契約が締結され、これらの証券業者を介して募集が行われた。具体的には、山一証券、東京現物団（山叶商会、角丸商会、川島屋商店、玉塚商店）、大東証券、大阪商事、黒川商店、大阪屋商店が引受を担当した<sup>40)</sup>。第二鋼管株式の公募への申込期間は同年8月20日から24日までの5日間であり、さらに締切の1週間後にあたる31日が公募

図表5 第二鋼管株式の公募成績

(単位:株,円)

申込 価格	1株 あたり 超過金	株数					超過金額	割増手数料	
			山一 証券	東京 現物団	大東 証券	大阪 引受団		1株 あたり	合計金額
34.60	22.10	10	10				221	3.33	33.30
33.00	20.50	20	20				410	2.85	57.00
32.50	20.00	20		20			400	2.70	54.00
32.00	19.50	20				20	390	2.55	51.00
30.70	18.20	20		20			364	2.16	43.20
30.50	18.00	30		10		20	540	2.10	63.00
30.30	17.80	50				50	890	2.04	102.00
30.10	17.60	70				70	1,232	1.98	138.60
30.00	17.50	80	30			50	1,400	1.95	156.00
29.80	17.30	10				10	173	1.89	18.90
29.70	17.20	10		10			172	1.86	18.60
29.60	17.10	160	50			110	2,736	1.83	292.80
29.50	17.00	70	30			40	1,190	1.80	126.00
29.30	16.80	30				30	504	1.74	52.20
29.10	16.60	600	500			100	9,960	1.68	1,008.00
29.00	16.50	790	530	20		240	13,035	1.65	1,303.50
28.90	16.40	1,400	800			600	22,960	1.62	2,268.00
28.80	16.30	1,470	800			670	23,961	1.59	2,337.30
28.70	16.20	2,000	900	100		1,000	32,400	1.56	3,120.00
28.60	16.10	2,430	1,150			1,280	39,123	1.53	3,717.90
28.50	16.00	2,720	1,500		50	1,170	43,520	1.50	4,080.00
28.40	15.90	2,300	2,100			200	36,570	1.47	3,381.00
28.40	15.90	690	350			340	10,971	1.47	1,014.30
小計	16.21	15,000	8,770	180	50	6,000	243,122	1.56	23,436.60
「委セ」									
28.50	16.00	35,000	6,650	9,800	2,800	15,750	560,000	1.50	52,500.00
合計	16.06	50,000	15,420	9,980	2,850	21,750	803,122	1.52	75,936.60
「外レ」		87,660	21,920	19,460	2,180	44,100	-	-	-
応募総株数		137,660	37,340	29,440	5,030	65,850	-	-	-

(注) 1) 上記の文書に付された日付は、おそらく8月29日の誤りであろう。

2) 後者の資料の作成日時も同時期であると推測される。

3) 「割増手数料」はプレミアム額に応じて証券会社に支払われる手数料。

4) これ以外に、引受料が1株1.5円(合計7万5千円)支払われている。

〔出所〕「第二鋼管株式募集成績表(昭和8年5月29日)」および「第二鋼管株式会社株式公募々入確定内訳表」(作成日時不詳)

株式の募入確定期日、8月7日が募入確定証拠金(プレミアム相当額)払込期日とされた。そして、日本鋼管株主への割当分と同様、8月15日が資本金(1株あたり12.5円)の払込期日であった。

第二鋼管株式の公募成績が、図表5にまとめられている<sup>41)</sup>。そこから、以下の点を指摘する

ことができる。第1に、第二鋼管株式の公募(5万株)に対する応募総数は13万7660株であった。公募株数を大きく上回る応募を集めたことは確かであり、時価発行とはいえ、第二鋼管株式への投資を希望した投資家は多数存在したといえる<sup>42)</sup>。第2に、申込価格は最高で34.6円であり、申込価格28.4円の投資家までが第二

図表6 日本鋼管新株の上位株主（1934年5月末、1000株以上）

	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
11	富国徴兵保険相互会社（常務取締役吉田義輝）	1,700	0	5,200	6,900
12	株式会社入丸商店（取締役社長村上文策）	1,700	1,650	2,780	6,130
13	森正義	1,490	0	990	2,480
14	反町茂作	1,400	0	0	1,400
15	株式会社福井銀行（頭取市橋保治郎）	1,350	3,120	1,020	5,490
16	小菅弘	1,300	0	0	1,300
17	白石同族合資会社（代表社員白石元治郎）	1,288	0	20,580	21,868
18	根津合名会社（代表社員根津嘉一郎）	1,260	200	4,840	6,300
19	田中栄八郎	1,250	0	5,000	6,250
20	田中富士雄	1,200	0	350	1,550
21	山本直右衛門	1,200	0	0	1,200
22	国華徴兵保険株式会社（取締役社長川崎甲子男）	1,025	2,250	400	3,675
23	昭和生命保険相互会社（取締役社長八木逸郎）	1,000	950	1,880	3,830
24	株式会社東京堂（専務取締役大野孫平）	1,000	0	0	1,000

（注）順位は新株のみの株数による（同数の場合は総株数による）。

〔出所〕日本鋼管株式会社「株主名簿」（1934年5月31日現在）。

鋼管株式の割当を受けた<sup>43)</sup>。この割当を受けた申込価格の下限である28.4円は払込金額（12.5円）の2.27倍にあたり、第二鋼管株式に対する投資家の高い評価を窺わせる。第3に、この第二鋼管株式の公募で得られた超過金（申込価格と払込金額の差）は、公募株数5万株の合計で80万3122円（1株あたりの平均は16.06円）であった。ここから証券業者への引受料（1株1.5円、合計7万5千円）と割増手数料（7万5937円）を引いた約65万円が、日本鋼管が得た利益であった<sup>44)</sup>。第4に、上記の応募総数13万7660株には、「委セ」と表記された3万5千株が含まれる。「委セ」の3万5千株の申込価格は、割当を受けた申込価格の下限に近い28.5円

であった。また、仮にこの「委セ」が存在しなかったとしても、応募総数は公募株数を大きく上回る。「委セ」がどのような区分であったのかについては後述する。

ここで、どのような投資家が第二鋼管株式の公募に応募したのかを確認しておく。既述のように、第二鋼管の株主について直接示すような史料は利用できないため、変態増資直後の時期における日本鋼管の株主名簿を用いて、多数の新株を保有しながらも、旧株と優先株の保有が少数（ないし皆無）である株主を把握することで、第二鋼管株式の公募に応じた株主を推測する。第二鋼管の株主の確定（1933年8月）から、日本鋼管と第二鋼管の合併後最初の株主名

簿作成時点(34年5月末)までの期間に売買が行われた結果として、株主名簿が第二鋼管設立時点の株主構成を表すわけではないという限界はあるが、日本鋼管の株主名簿から第二鋼管の株主構成をある程度は推測することは可能であろう<sup>45)</sup>。

図表6には、1934年5月末における日本鋼管の株主のうち、新株の保有が1000株以上である株主が掲げられている。同表から、新株のみを多数保有する株主を挙げると、証券業者が多いことがわかる。具体的には、2位の山丸商会、4位の大阪商事、6位の太蔵証券、8位の荒津商店が該当する<sup>46)</sup>。また、5位の荒津長七は荒津商店の創業者であった<sup>47)</sup>。なお、1位の白石元治郎、7位の大川平三郎も新株の保有が多いが、既述のように、これは日本鋼管株主に付与された第二鋼管株式の引受権が行使されなかった分を設立発起人として引受けたことによるものであると考えられる。

上記の証券業者のうち、大阪商事は引受を担当した証券業者であったが、それ以外は引受を担当していない。山丸商会、太蔵証券、荒津商店の3株主のみで、新株の保有は「委セ」を除いた公募株数の1万5千株に近い株数に達する。また、図表5に示されたように、申込価格の区分ごとの株数が少ないことから、多数の新株を保有する上記の株主が、公募に応じることで新株を保有したと考えるのは不自然である。ゆえに、これらの証券業者が公募に応じた一般的な株主であるとは考えづらく、前出の「委セ」に対応する株主であったと考えるほかない<sup>48)</sup>。

「委セ」は具体的にどのような意味合いを持ったのであろうか。1つの解釈としては、下引受に近い意味合いが考えられる。「委セ」区

分の申込価格が、一律に割当を受けた申込価格の下限に近い28.5円であったことも、その推測を裏付ける。ただし、「委セ」を純然たる下引受と捉えることには慎重な姿勢をとるべきである。図表5が示すように、「委セ」の株数は引受を担当した証券業者ごとに記載されている。下引受契約が元引受を担当する証券業者と下引受を担当する証券業者との間の契約であると考えれば当然であるが、それにもかかわらず、「委セ」の総数がちょうど3万5千株(公募総数の70%)であることは不自然であり、元引受を担当した各証券業者が自社の販売力を踏まえてどの程度の割合を下引受に出すかを主体的に判断したとは考えづらい。

また、仮に下引受であったとした場合、これらの証券業者が、第二鋼管の株主確定から9か月、日本鋼管と第二鋼管の合併からでも5か月経過した1934年5月末の時点まで相当数の株数を保有していたことも不自然である。前出の公募の倍率を踏まえれば、第二鋼管株式は販売しようと思って販売できない株式であったとはいえないことから、「委セ」の証券業者が判断を誤って販売できる可能性の低い株式を下引受してしまったという想定は成り立たない。さらに、日本鋼管の株価が上昇傾向にあった時期にあたることから、株価上昇を見込んで自己勘定で保有した可能性は残るが、引受けた株式を長期間保有することは、それだけ資金が固定されることになり、相対的に小規模な下引受業者にとっては財務的な負担が無視し得なかったはずである<sup>49)</sup>。やはり証券業者の主体的な経営判断により第二鋼管株式を下引受したとは考えづらい。以上から、「委セ」の証券業者は、下引受業務による手数料収入の獲得とは別の意図で第二鋼管株式を取得し、一定期間は保有を続けた

図表7 第二鋼管の設立発起人と役員

氏名	日本鋼管での役職	第二鋼管での役職
大川平三郎	取締役社長	取締役
白石元治郎	取締役副社長	取締役社長
笠原寛美		
松下長久	常務取締役	
大橋新太郎	取締役	
太田清蔵	取締役	
岸本吉左衛門		
今泉嘉一郎	取締役	取締役
田中栄八郎	取締役	
深尾道恕		
西野恵之助	監査役	監査役

(注) 1) 掲載は「定款」における記載順。

2) 日本鋼管での役職については、1933年11月期の「営業報告書」に記されたものを用いた。

〔出所〕「第二鋼管株式会社創立総会決議録」(1933年9月6日)、および、創立総会における議案承認に関する通知(文書名なし、1933年9月6日)。

と考える方が自然である。

ここまでの議論を踏まえれば、「委セ」の株数は、引受を担当した証券業者ではなく、日本鋼管の主導によって決定されていたと考える方が自然であろう<sup>50)</sup>。すなわち、公募に応じた投資家が多く存在したにも関わらず、換言すれば、純然たる公募発行でも所定の株数(5万株)を売り捌くことができたにも関わらず、公募株式総数の70%にあたる3万5千株が、日本鋼管の意図によって、第三者割当に近い形で発行されたということである。その理由については、次節で改めて考察する。

#### 4. 第二鋼管の設立と日本鋼管との合併

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。その1週間後の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發送されている。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發送

されている。第二鋼管の役員構成は図表7が示すように、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<sup>51)</sup>。なお、第二鋼管の資本金は、前出のように公称670万円、払込167万5千円(25%払込済)、株数は13万4千株(額面50円)であった。

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。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、この仮契約書に明記された<sup>52)</sup>。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發送されている。この臨時株主総会は日本鋼管、第二鋼管ともに9月25日に開催され、12月31日をもって両社が合併することが承認された。対等合併であったことから、この合併により、第二鋼管の資本金(公称670万円、167万5千円払込済)の分だけ日本鋼管の資本金が増加した<sup>53)</sup>。

## IV. 変態増資と株式時価発行

### 1. 実質的な第三者割当が用いられた理由

前出のように、日本鋼管は、第二鋼管株式の公募に際して「委セ」の区分を設け、公募株式のうち70%をこの区分としたうえで、実質的に第三者割当を行ったと見られるが、なぜこのような方法が採られたのであろうか。推測される理由の1つは、公募発行にどのような株主が応募するか事前に予測できないという不確実性を減じるための措置であったということである。

変態増資は、①新企業（本稿の事例においては第二鋼管）の設立と、②その企業の母体企業（日本鋼管）への合併という2段階の過程で行われる。このうち、①は母体企業のみで決定することができるが、②については両社の株主総会で承認を得なければ実行できない。ゆえに、仮に新企業を設立し、その企業への出資の募集が首尾よく進んだとしても、株主総会において母体企業への合併が承認されなければ、変態増資は完結しないことになる。

日本鋼管による変態増資の事例では、母体企業となる日本鋼管の業績が急速に回復し、株価も大きく上昇しつつあるとともに、第二鋼管の設立・合併の計画において確かな成長戦略が示されていたことから、常識的に考えれば合併が承認されない状況は想定しづらい。とはいえ、公募発行を行う限り、母体企業との合併に反対する株主が新設企業の株式の多数を確保する可能性を事前に排除することはできない。したがって、変態増資を円滑に遂行するためには、母体企業と新設企業の合併を確実に実行するた

めの措置を講じておくことが必要であった。第二鋼管株式の公募発行における実質的な第三者割当発行は、第二鋼管の株主総会における日本鋼管との合併に関する承認を確実に行うための措置であったという仮説的な見解をここでは提示しておきたい。いわば一時的な安定株主工作としての意味合いである。第二鋼管株式のうち日本鋼管株主に割当てられた部分についても、行使されなかった引受権に対応する株式を設立発起人が保有することとされ、実際に白石元治郎、大川平三郎らが保有したが、これも同様の措置と位置づけることができる<sup>54)</sup>。

新設企業と母体企業の合併を円滑に行うための措置は、株主割当発行が行われた明治製糖による変態増資の事例でも講じられていた。具体的には、同事例では、明治製糖と新明治製糖の合併を両社の株主総会で決議した後に、新明治製糖株式を明治製糖の株主に分譲するという方法が採られた<sup>55)</sup>。公募発行を用いなかった明治製糖においてすら合併を円滑に行うための措置が講じられたのであるから、公募発行を行った日本鋼管の事例であれば、そうした措置の必要性はより強く意識されたはずである。

### 2. 明治製糖の事例との比較：公募時価発行と株主割當時価発行

次に、既に先行研究で明らかにされた明治製糖の事例と比較して、日本鋼管による変態増資の事例の特徴を検討しておく。

高株価を活かしての時価発行という点では、両事例は共通の特徴を持つ。新明治製糖の株式を額面で発行しつつ、明治製糖への合併時にディスカウントすることにより、実質的に時価発行を行った明治製糖も、第二鋼管の株式13万4千株のうちの5万株を公募時価発行した日本

鋼管も、時価発行によるプレミアムを企業側が獲得するという点において同様であった。

一方、日本鋼管が公募発行分のみ時価発行し、株主割当分は額面発行した点は、実質的に株主割当の時価発行を行った明治製糖の事例と大きく異なっている。既述のように、新株発行を行う際、株主割当発行の場合は額面発行で行われ、公募発行の場合は時価発行で行われるのが当時の通例であり、両方法が併用されることもあった。そうした慣行を踏まえれば、日本鋼管の事例における第二鋼管株式の発行方法は標準的なものであったといえる。反対に、実質的に株主割当の時価発行を行った明治製糖の事例の特異性が際立つ。

次に、時価発行を行うことによって企業側が得た金額に着目する。日本鋼管が第二鋼管株式の一定割合を公募時価発行することによって得た利益は、既述のように、公募で得られた超過金（申込価格と払込金額の差）の合計から、証券業者への引受料、手数料を引いた約65万円であった。一方、明治製糖による変態増資の事例では、明治製糖との合併の際における新明治製糖株式のディスカウントの総額は700万円であり、日本鋼管が得た利益の10倍以上に達する<sup>56)</sup>。こうした金額の比較からは、財務面から見た明治製糖の方法の優位性もまた際立つ。

日本鋼管が変態増資を行う際に時価発行をどの程度重視したのかは不明であるが、主体的に時価発行という方法を採用した割には、上記の約65万円という利益はあまりに小さい金額であるとも感じられる。より多くの利益を獲得できる形で変態増資を行う可能性はなかったのだろうか。結論からいえば、それは容易ではなかったと考えられる。第二鋼管株式のうち公募時価発行により発行する部分の比率を高めれば、

その分だけ獲得できる時価発行益は大きくなったはずであるが、それだけ外部の投資家による株式保有比率も高くなり、前項で指摘したように、母体企業と新設企業の合併の承認が順調に進まない可能性も高くなったと考えられるからである<sup>57)</sup>。その意味で、日本鋼管の事例に関する本稿の分析は、実質的に株主割當時価発行を行い、日本鋼管の場合の10倍を超える時価発行益を獲得した明治製糖の変態増資がいかに画期的であったかを間接的に示している。

本稿の分析は、変態増資を公募時価発行で行うことは、理論的には大きな時価発行益を企業にもたらす方法であるが、母体企業と新設企業の合併を決定するうえでの不確実性への対応を考慮すれば、実際に大きな時価発行益を得ることは容易ではなかったことを示唆している。そうであるからこそ、理論的には利点が多いはずの変態増資が、実際には限られた件数しか行われなかったと考えられるのである。

## V. おわりに

本稿では、日本鋼管による変態増資（第二鋼管の設立・合併）の事例を取り上げ、明治製糖の事例との比較も視野に入れつつ、変態増資と株式時価発行の関係について検討した。

日本鋼管、明治製糖の事例とも、新設企業（第二鋼管、新明治製糖）の株式の時価発行が重要な特徴の1つであった。本稿で注目したように、追加払込徴収が額面で行うしかない資金調達手段であるのに対し、変態増資を行えば、高株価時を選んで増資を行い、時価発行の利益を享受することが可能であった。そして、明治製糖、日本鋼管による変態増資の事例では、実質的な株主割當時価発行（明治製糖）、一部株

式の公募時価発行（日本鋼管）という違いはあったが、前者で700万円、後方で65万円と金額の差は大きいものの、いずれも変態増資を行った企業が相応の時価発行益を獲得した。これは、変態増資の資金調達方法としての優位性を示唆する。

それにも関わらず、変態増資の事例が必ずしも多くはなかった理由は何であろうか。本稿の分析は、変態増資を公募時価発行で行うことで外部の投資家が株主に加わることにより、新設企業の母体企業への合併に関する議案が株主総会で円滑に承認されない可能性が生じるという不確実性が、変態増資の利点を小さくする効果を持ったことを示唆している。日本鋼管が第二鋼管の設立に際して、株主割当額面発行と公募時価発行を組み合わせたことは、変態増資を行う場合でも、公募時価発行部分は一定程度にとどめるとともに、両社の合併に反対する可能性のある外部の投資家が保有する第二鋼管株式の数を抑制する意図があったことを窺わせる。

以上が示すように、変態増資は、公募時価発行の利用により多くの資金を調達することができる反面、母体企業への合併に同意しない株主が増加する可能性も高める資金調達手段であった。この可能性を踏まえれば、実際に変態増資を行う利点は、必ずしも大きくなかったと考えられるのである。また、増資方法の慣行において時価発行が実質的に公募時価発行を意味した以上、変態増資がこうした問題を抱え得る資金調達手段となるのは必然であった。変態増資の事例が必ずしも多くはなかった理由の少なくとも一端は、こうした変態増資の資金調達方法としての特徴にあったというのが、現段階における筆者の見解である。

とはいえ、変態増資に関する研究の蓄積はい

まだ不十分である。変態増資それ自体は特殊な現象であるかもしれないが、そこには当時の企業金融や企業統治に関する多くの論点が含まれているように見受けられる。本稿で提示したような複数の変態増資の事例に適用可能な分析視角を用いて、さらに多く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深めていくことが重要であろう。

(付記) 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。本稿執筆にあたり、日本金融学会（2016年度春季大会）、経営史学会（関西部会、東北ワークショップ）で報告の機会を得た。討論者を務めていただいた加藤健太（高崎経済大学）、結城武延（東北大学）の両氏、および有益なコメントを頂戴した学会参加者、本誌匿名査読者に謝意を表したい。

#### 注

- 1) 以下では、「変態増資」の「」を省略する。
- 2) 鉱工業大企業リスト（1918年時点、総資産ベース）の上位100社に含まれる企業が、その後、戦間期に変態増資を行った事例を挙げれば、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）などがある（大企業リストは、Fruin [1992], Appendix A-1）。
- 3) 明治製糖の事例を取り上げた齊藤 [2016]、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。
- 4) 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）。
- 5) 具体的には、「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取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取によらずに新たに別会社を設立するというような回

## 戦前日本における「変態増資」と株式時価発行

- 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」(長島 [1987], 486頁)という説明がなされている。なお、既に先行研究が指摘しているが、引用箇所における「商法第201条」は「商法第210条」の誤りである(齊藤 [2016], 注4)。
- 6) 鉱工業大企業リスト(総資産ベース)において、日本鋼管は1918年に10位、30年に32位であり、20年代を挟んでやや低下したが、一貫して当時の主要企業であった(Fruin [1992], Appendix A-1, A-2)。
  - 7) 変態増資を念頭に置いた株式分割払込制度の説明は、齊藤 [2016], 2節、齊藤 [2017], 2節でなされている。
  - 8) 1899年商法、第128条。同規定は1948年7月の商法改正まで存続した。なお、本稿における法律条文の引用は、全て『官報』に拠った。また、法律条文を含む史料の引用に際しては、旧字体を新字体に改めた(以下同様)。
  - 9) 戦前においては財務諸表の形式が法定されておらず、項目名も企業間で異なっていた。例えば、「資本金」の代わりに「株金」など、別の表現も用いられた(齊藤 [2004])。
  - 10) 後述のように、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。
  - 11) 金融史分野の古典的な文献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])。
  - 12) 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。
  - 13) 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・軌道業など、一部の例外は存在した(橋本 [1930], 134-137頁)。
  - 14) 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」方法と位置づけ(橋本 [1939], 391頁)、「形式は合法」であるが、「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)。
  - 15) 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自体は容易であるが、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る。
  - 16) 日本鋼管による変態増資の個別の背景に関する検証については、別稿を準備中である。
  - 17) 既述の法制度(商法第210条)が存在したため、これら2つの方法から一方を選択するという状況は存在しない。
  - 18) 志村 [1969], 221-222頁, および第4-11表。
  - 19) 志村 [1969], 220-221頁。
  - 20) 新株発行が額面発行で行われた理由について、野田 [1979]は、追加払込徴収が額面で行われるから、それと代替的な資金調達手段である新株発行(株主割当)も必然的に額面発行で行われたと主張した(32-33頁)。
  - 21) 先行研究は、株式会社における有限責任の考え方に基づき、株主に額面までの責任しか求めることができない点を理由として指摘している(野田 [1979], 29, 33頁)。
  - 22) 反対に、機会損失を考えれば、株価が高いほど追加払込徴収の資本コストは高いといえる。
  - 23) 日本鋼管は、この後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。
  - 24) 減資の対象は普通株のみであったが、優先株主も別の形で負担を強いられた。減資と同時に、優先株に関する規定の改定が行われ、(1) 配当率の12%から8%への引下げ、(2) 累積規定の削除、(3) 補填相当の全額免除の3点が決定された(山一証券株式会社調査部編 [1933], 57頁)。
  - 25) 日本鋼管株式会社編 [1972], 35-36頁。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(日本鋼管株式会社編 [1942], 201頁, 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), 本稿で依拠している史料および後の社史の記述と一致せず、誤りであると判断される。
  - 26) 「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。また、第二鋼管の生産設備は後に日本鋼管の第5製管工場となり、従来の鋼管がトン当たり50~60円の利益であったのに対し、大口径鋼管のそれは約150円と高かったという(長島 [1987], 460頁)。
  - 27) 日本鋼管の高炉建設については、長島 [1988] が検討している。
  - 28) これは明治製糖による変態増資の事例でも同様である(齊藤 [2016], 34頁)。
  - 29) 「第二鋼管株式会社創立趣旨書」(日付記載なし, 「第二鋼管会社創立及合併二関スル書類」松下長久氏旧蔵資料)。
  - 30) 「第二鋼管株式会社の創立計画内容と其将来性」(1933年7月), 冒頭の案内文(頁記載なし)。
  - 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), 7頁。
  - 32) 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「創立二関スル事項報告書」(1933年9月, 「第二鋼管会社創立及合併二関スル書類」松下長久氏旧蔵資料)による。
  - 33) 日本鋼管がこうした株式発行方法を採用したという事実自体は、既に同社の社史や長島 [1987] (487頁) が指摘している。なお、戦前の増資の方法としては株主割当額面発行が多かったが(志村 [1969], 第4-11表), 日本鋼管が公募時価発行を含む変態増資を行った1933年は準戦時経済化もあって資金需要が増加傾向に転じ始めた時期にあたり、それが時価発行(変態増資で行われる場合も含む)の背景となった可能性もある。そうした経済環境との関係で時価発行の背景を考えることは重要な課題であるが、本稿では十分に組み立てておらず、今後の課題としたい。
  - 34) 東洋経済新報社『株界二十年』(昭和11年版)掲載の株価による。なお、本文では東京株式取引所における長期清算取引の株価を記載した。
  - 35) 旧株株価と新株株価の関係を正面から扱った先行研究は存在しない。本稿ではこの点には立ち入らない。
  - 36) 第二鋼管株式会社「定款」(1933年4月27日), 第32条。
  - 37) 公募分については、後述のように、所定の株数を大き

- く超える応募があったため、設立発起人が引受ける状況には至らなかった。
- 38) 第二鋼管株式の引受権付与の基準とされたのは1933年7月1日時点の日本鋼管株主であるため、それを挟む両時点の株数を検討対象とした。
- 39) 齊藤 [2016], 37頁。
- 40) 「第二鋼管株式会社の創立計画内容と其将来性」(1933年7月)、冒頭の案内文(頁記載なし)。
- 41) 図表5における「大阪引受団」は、引受を担当した証券業者のうち、大阪商事、黒川商店、大阪屋商店の合計を指すものと考えられる。
- 42) 山一証券の営業報告書には、「此間満鉄第二新株百二十万株、第二鋼管五万株ノ募集、昭和肥料八万株、東洋レーヨン新株十万株、三池窒素工業二万五千株、東洋高圧七万五千株等ノ市場売出シアリ何レモ白熱の人気ヲ以テ迎ヘラレ」と表記されており、第二鋼管株式に対する人気が高かったことを窺わせる(山一証券株式会社「第十四回営業報告書」1933年11月期)。
- 43) 割当を受けられなかった(すなわち、申込価格が低かった)申込に関する情報は得られない。したがって、申込価格の平均値を算出することはできない。
- 44) この利益は、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り、日本鋼管の損益計算書から把握することはできない。
- 45) ここでは、第1回の資本金払込が完了した1933年8月15日をもって、第二鋼管の株主が確定したと考えている。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同日である(「日本鋼管は愈よ増配」『ダイヤモンド』1933年11月1日号)。
- 46) 以下、人物に関する情報については『人事興信録』(各号)、企業に関する情報については『銀行会社要録』(各号)を参考にした。
- 47) 3位の太田商事は太蔵証券の社長であった太田新吉の関連会社であるが、同社は1933年11月末の株主名簿の段階までは日本鋼管の筆頭株主であったことから、ここでは挙げていない。なお、太田商事が保有していた普通株、優先株は、その後の株主名簿の内容から、太田清蔵が社長を務める第一徴兵保険に売却されたと考えられる。
- 48) これらの証券業者による新株保有を合計しても「委セ」の合計である3万5千株には及ばないが、その差にあたる数の株式は、株主名簿が作成された時点である1933年5月末までに他の株主に販売されたと推測される。
- 49) 「委セ」に区分されると推測される証券業者の資本金規模は、山丸商会100万円(全額払込済)、太蔵証券500万円(125万円払込済)、荒津商店100万円(全額払込済)であり、いずれも払込資本金は100万円程度という規模であった(東京興信所『銀行会社要録第三十八版』1934年)。
- 50) すなわち、戦後の1970年代半ば頃までの日本企業による公募時価発行増資で顕著に見られた「親引け」と同様の方法である(川北 [1995], 72-73頁)。
- 51) 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 [2016], 表2)。
- 52) 「合併仮契約書」(1933年9月8日、「第二鋼管会社創立及合併二関スル書類」松下長久氏旧蔵資料)。

- 53) 直後の1934年4月に新株の追加払込徴収が行われ、315万円の資金が調達されたため、前出の図表2から変態増資による払込資本金の変化のみを把握することはできない。
- 54) 別の理由も論理的には成立し得る。例えば、①公募による割当の最低価格を引き上げる効果を期待した、②経営者が関係する証券業者(太田清蔵の長男にあたる太田新吉が関連する証券業者)に便益を供与した、などの可能性も論理的にはあり得るが、実際の理由として成立する可能性は低であろう。
- 55) 齊藤 [2016], 39頁。
- 56) 齊藤 [2016], 41頁。
- 57) 株主割当額面発行を当然視する既存株主の公募発行に対する抵抗が大きかった可能性も考えられるが、本稿ではこの点には立ち入らない。

## 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.
- 川北英隆 [1995] 『日本型株式市場の構造変化：金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済新報社.
- 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 [2016] 「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 [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

戦前日本における「変態増資」と株式時価発行

- 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 [1979] 「増資形態の歴史的考察：明治期の株主割当額面発行について」『証券経済学会年報』第14号，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。
- 山一証券株式会社調査部編 [1933] 『特殊株式の研究』山一証券株式会社。
- 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.  
(フェリス女学院大学国際交流学部教授)