

「産業持株会社¹」の研究；王子証券のケース（1）

加 藤 健 太

The study of “Industrial holding company” : The case of Oji Securities Co., Ltd. (1)

Kato Kenta

目 次

はじめに

1. 産業持株会社の設立；概観
2. 王子証券の事業活動
 - (1) 準戦時期；1933－36年（以上、本号）
 - (2) 日中戦争期；1937－41年（以下、次号）
 - (3) 太平洋戦争期；1941－43年

結び

Summary

The purpose of this study was to reveal actual business activities of industrial holding companies established by operating companies in the 1920s and the 1930s by looking into the case of Oji Securities Co.,Ltd as an example. The analysis provides the following conclusions. Firstly, Oji Securities increased the number of investment details to include chemicals, machinery, lumber, printing, financing institution, land development, real estate and hotel in addition to the major 3 lines of pulp & paper, electric power and rail until 1941. However, the investment balance indicated that most of the investments were concentrated on stocks of pulp & paper, electric power and rail, especially on some specific stocks including Japan Rayon Pulp Co.,Ltd and Sanyo Pulp Industrial, Co.,Ltd. The trend was more noticeable in terms of the dividend amount. Secondly, Oji Securities increased the amount and the number of stock

1 「産業持株会社」（以下では括弧を外す）という用語は一般的なものではない。これまでほとんど検討されてこなかったため、適当な呼び名がないのである。本稿では、事業会社が設立した子会社である持株会社（その多くは、証券会社を名乗った）を、財閥持株会社（三井合名、三菱合資など）や同族持株会社（後述）、事業持株会社などとの違いを明確にするため、産業持株会社と呼ぶ。英語のindustrial（産業の）は通常、公益事業を含まないが、ここでは鉄道企業や電力企業を含める。なお、事業持株会社は、製造業やサービス業など本業を持ちながら、子会社や関係会社などの株式を保有する企業であり、トヨタ自動車や松下電器産業のように、今日でも多数存在する。それに対して、産業持株会社は、主要な事業目的が株式の取得・保有にあり、その意味で純粋持株会社に分類できる。

buying and underwriting during Sino-Japanese War and remarkably expanded the assets by calling on shares after 1939. However, since the Pacific War was erupted, the company decreased the assets due to sell-out of the securities and dissolution of the investment destinations. Most of the investment funds were covered by borrowing from Oji Paper Co.,Ltd, but some were temporarily procured by other financing methods including notes payable. Meanwhile, profitability of Oji Securities, which had remained at a relatively high level until the late 1930s, dropped down and got destabilized since the 1940s when dividend regulations were tightened. It indicated that progress of wartime regulations could lead to erosion of the operating base for Oji Securities.

はじめに

本稿の課題は、1920年代から30年代にかけて、事業会社が設立した持株会社・証券子会社（以下、産業持株会社と称す）の事業活動の実態を、王子証券の事例を題材にして明らかにすることである。

持株会社に関する歴史研究²は、財閥持株会社を主たる対象にして進められてきた。その結果、（1）内部資本市場としての機能、（2）経営資源の配分機能、（3）傘下企業に対する統轄、（4）有価証券投資の実態などについて、かなり詳細な実証分析が蓄積されている³。しかし、戦前期の日本において、多様な持株会社が存在したことを等閑視すべきでない。1920年代には、同族の「資産管理の効率化と租税負担の軽減⁴」を主たる目的に比較的規模の小さな持株会社、いわゆる同族持株会社が数多く設立された。武田晴人・粕谷誠 [1990] は、その役割として、資産の管理保全だけでなく、関係事業に対する貸付業務にも注目し、同族持株会社が、外部からの借入れを資金源にしつつ、「関係事業の資金需要に応じた資金導入の窓口」という機能を果たしていたことを明らかにした⁵。

2 経営史学会第24回大会は、統一論題に「持株会社—両大戦間期におけるその機能を考える—」を掲げ、イギリス、アメリカおよびドイツを対象にして、主に現業事業部門の管理という視点から、持株会社の機能を議論した。問題提起を行った鈴木良隆は、持株会社について次のように整理している。すなわち、「持株会社は内部資本市場を形成し、一方では資金的資源を配分する機能を持ち、他方では資金的資源以外の資源の配分機能をもっている。そして権限によって資源を配分するが、配分される資源の種類は違う。そこで持株会社という組織がどの資源を配分するのに適合的かどうかはその持続性を決める要因となる」と（前田和利・宮本又郎 [1989] 「第24回大会統一論題「持株会社—両大戦間期におけるその機能を考える—」討議報告」『経営史学』第24巻第1号）。ただし、本稿で取り上げる産業持株会社は、上記のイメージとかなり異なる。その株式は、設立母体である事業会社が、発行済株式のほとんどを所有しており、少なくとも、資源配分を担う司令塔的な機能を有していたとは考えにくい。また、こうした株式所有構造を前提とすれば、傘下企業（株式保有先企業）の統轄を行っていたとも言い難い。本稿の関心は、なぜ、戦前期の日本において、少なからぬ産業持株会社が設立され、それが、いかなる機能を果たしたのか、という点にある。

3 財閥持株会社に関する文献は多い。さしあたり、松元宏 [1979] 『三井財閥の研究』吉川弘文館、第1編、麻島昭一 [1983] 『戦間期住友財閥経営史』東京大学出版会、第1章、麻島昭一 [1986] 『三菱財閥の金融構造』御茶の水書房、第1部、武田晴人 [1993] 『財閥と内部資本市場』大河内暁男・武田晴人編『企業者活動と企業システム』東京大学出版会、岡崎哲二 [1999] 『持株会社の歴史』ちくま新書、岡崎哲二 [2000] 『三菱財閥本社の財務構造』『三菱史料館論集』創刊号、岡崎哲二 [2006] 『三菱合資会社の有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率』『三菱史料館論集』第7号、岡崎哲二 [2007] 『戦時期における三菱財閥本社の有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率—1935—44年』『三菱史料館論集』第8号、などを参照。

4 橋本寿朗 [1992] 『財閥のコンツェルン化』法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会、107頁。この点はすでに、志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』東京大学出版会、412—413頁で指摘されている。

5 武田晴人・粕谷誠 [1990] 『両大戦間の同族持株会社』『経済学論集』（東京大学）第56巻第1号。このほか、同族持株会社に関しては、地方財閥との関連で論じられることが多い。たとえば、渋谷隆一・加藤隆・岡田和喜 [1989] 『地方財閥の展開と銀行』日本評論社、に所収の各論文では、明治期から戦間期にかけての同族持株会社の量的、質的な概観（渋谷隆一「地方大資産家（財閥）の発展概要」序章）ほか、安川松本合名、貝島合名（永江真夫「鉱業（産銅）財閥」第1編第3章）、中野興業（伊藤武夫「鉱業（石油）財閥」同第4章）、辰馬合資（池上和夫「酒造財閥」同第5章）など、個別の同族持株会社の分析が行われている。

ここで注目したいのは、事業会社が、有価証券投資の拡大に対応すべく、積極的に持株会社（産業持株会社）を設立したことである。このうち電力企業を設立母体とする産業持株会社に関して、志村嘉一〔1969〕は、①持株会社の統制支配による競争の回避、②関係会社の資金調達に対する便宜の供与と、持株会社の信用による資金調達の円滑化、③複数の企業に対する投資とそれを通じた危険の分散、という東邦電力社長の松永安左エ門の見解を紹介するとともに、持株会社を通じた自社株保有の目的の一つとして、「株式市場での自社株相場の操縦」を挙げた⁶。また、同時代的には、『ダイヤモンド』が「証券会社の正體」という特集を4回に亘って連載し、東邦証券保有、東電証券、日電証券、大同土地興業および北電興業を対象に、財務面から検討を加えた上で、その収益性の低さ等を批判している⁷。しかしながら、電力業以外では、産業持株会社を取り上げた研究が極めて少ないという状況にある。管見の限りでは、王子証券を対象にした武田晴人〔1995〕のみである。この論文では、（1）王子証券の保有有価証券の4分の1が親会社（王子製紙）の株式であったこと、（2）設立の狙いとしては、証券業務と本業（製紙業）の分離による経営の専門化と、自社株処分に伴う浮動株化の回避（合併手続きの円滑化）が考えられること、（3）同社の存在意義は、絶対的な安定株主の創出にあったこと、が明らかにされている⁸。しかしながら、上記の先行研究は、産業持株会社の設立目的に考察を加えたものの、その後の事業展開にはほとんど言及していない⁹。

以上の研究史を踏まえて、本稿では、1933年の設立から王子製紙に合併される43年までの全期間を対象に、戦時統制の強化や証券税制の改正などを視野に入れつつ、資産・負債の推移とパフォーマンス、有価証券投資といった側面から産業持株会社の実態を検討したい¹⁰。結論を先取りすれば、王子証券の事業展開は、（1）準戦時期において、王子製紙の出資と融資で資金を賄い、株式取得を進めた、（2）日中戦争期に入ると、王子製紙以外のルートからも資金を調達して、資産を急速に拡大させた、（3）太平洋戦争期には、王子製紙以外からの資金導入を図る一方で、同社からの借入の返済を始め、投資有価証券の売却・整理に着手して資産を圧縮する、という3つの異なる局面を見せる。この変化の要因の解明を通して、産業持株会社の存在意義に接近することが、本稿の主たる目的である。

6 松永安左エ門が挙げた機能は、その主体が事業会社（持株会社の設立母体）であっても担えたと思われる。とくに、持株会社の信用の根拠は、設立母体のそれに規定されるのであって、その意味で、「設立母体の信用による持株会社の資金調達の円滑化」といった方が正確であろう（志村嘉一〔1969〕『日本資本市場分析』東京大学出版会、418-419頁）。松永安左エ門の見解については、松永安左エ門〔1929〕「電気事業」『現代産業叢書 第4巻 工業編 上巻』日本評論社、118-126頁を参照。また、加藤健太〔2005〕は、投資先企業の統轄よりも、証券部門の別会社化による資産の分離と管理を強調した（加藤健太〔2005〕「戦間期日本電力業の企業買収：株式取得を中心に」『社会経済史学』第71巻第3号、32頁）。

7 連載の1回目で、「証券会社」の特株を、利益（インカム・ゲインおよびキャピタル・ゲイン）目的の「投資株」と「事業経営上の必要」から保有する「犠牲株」の2種類あるとしているが、両者を分ける基準等に関する具体的な指摘はない。産業持株会社が利益目的で株式を保有するケースがあったとすれば興味深いのが、少なくとも本稿が対象とした王子証券には該当しないように思われる（『証券会社の正體（一）～（四）』『ダイヤモンド』1930年9月21日号、1930年10月1日号、1930年10月11日号、1930年10月21日号）。

8 武田晴人〔1995〕「大企業の構造と財閥」由井常彦・大東英祐『日本経営史3 大企業時代の到来』岩波書店、106-108頁。

9 最近、持株会社に考察を加えた下谷政弘〔2005〕も、「財閥だけがコンツェルンだったわけではなく、また持株会社だったわけでもない」と指摘しながら、その対象は「事業持株会社」（企業グループ）に止まり、産業持株会社（と同族持株会社）に関する言及はない（下谷政弘〔2005〕「持株会社とコンツェルン」『経営史学』第40巻第1号）。

10 本稿で用いる主な資料は、紙の博物館所蔵の王子証券関係資料であり、それらは、『会社経理統制令関係書類』、『税務関係書類』、『王子証券株式会社考課状』、『王子証券株式会社創立関係書類』、『重要書類』、『有価証券明細表』といったファイルに取められている。

1 産業持株会社の設立；概観

本節では、産業持株会社の全体的な動向に、その設立状況や事業目的など限られた情報から接近する。ただし、広範な調査が行われた痕跡がないため、次善の策として以下のような方法を用いた。まず、『株式年鑑』（1920年版、25年版、30年版、37年版、42年版）と『株式会社年鑑』（同）に一度でも掲載された鉱工業、鉄道業および電力業に属する企業を対象に、その筆頭株主と持株率を調べる。次いで、その筆頭株主から、持株会社と証券会社をピックアップし、財閥持株会社と同族持株会社、有価証券売買の仲介を主たる事業とする金融機関（証券会社）を外す。そして、残った持株会社と証券子会社の投資先企業や社名等から産業持株会社を推定し、その筆頭株主や役員兼任関係などを指標にして産業持株会社を確定する。なお、1945年のデータは、『鉱工業関係会社報告書』（東京大学経済学部図書館所蔵）にある「会社の資本金に対し5%以上の持分又は株式を有する個人又は会社の氏名又は名称住所並事業関係」という項目をベースにした¹¹。調査対象が筆頭株主に限定されるため、それほど多くの産業持株会社を拾い集めることはできなかったが、一応の概観は可能であろう。

産業持株会社を筆頭株主とする企業は、1929年時点で19社に過ぎなかったが、36年に38社へと増加し、41年には46社に達した（表1）¹²。その内容を一覧したのが表2である。この表からは、電力業で

表1 産業持株会社を筆頭株主とする企業の産業別構成

業種	単位：社			
	1929年	1936年	1941年	1945年
鉱業			1	
繊維			1	
紙パルプ		2	4	1
化学			3	3
窯業		2	6	1
鉄鋼			2	
非鉄金属			2	
機械			2	1
鉄道	1	9	15	n.a.
電力	18	25	10	n.a.
合計	19	38	46	6

資料）大阪屋商店調査部『株式年鑑』各年版、東洋経済新報社『株式会社年鑑』各年版、各社『株主名簿』、『鉱工業関係会社報告書』（東京大学経済学部図書館所蔵）。

注）1. 機械には、輸送用機器、電気機器を含む。
2. 1945年は陸運、電力の筆頭株主が未確認である。

持株会社の設立とそれを通じた株式保有が活発であったことを看取できる。産業持株会社24社のうち13社が、電力企業を設立母体にしており、また、その投資対象は電力企業や鉄道企業に止まらず、紙パルプ、窯業、非鉄金属、電気機器等にも広がっていた。表1で注目したいのは先ず、多様な産業で持株会社が筆頭株主となるケースが増えた点である。36年には、紙パルプと窯業でそれぞれ2社、さらに、41年になると、この2業種と陸運（鉄道）で企業数の増加を確認できるだけでなく、化学（3社）、鉄鋼（2社）、非鉄金属（2社）、機械（2社）でも産業持株会社を筆頭株主とする企業が出現した。それとは対照的に、電力国家管理（第1次）による企業統合の進展を受けてか¹³、電力業では企業数が半減した。次いで、企業数が45年に6社へと

11 「鉱工業関係会社報告書」には、筆頭株主の持株率が5%未満の場合は記載されないこと、産業に偏りがあること、持株率（率）が不明なケースが少なくないこと、といった問題がある。前者について、食品、繊維、窯業、紙パルプといった軽工業に属する企業が少なく、資料の名称からも分かるように、鉄道と電力は対象となっていない。したがって、1945年のデータは、参考程度に止まることを予め断っておく。

12 1919年と24年も同様の調査を行ったが、産業持株会社を筆頭株主とする企業は確認できなかった。

13 日本発送電が設立されたのは、1939年4月1日である。

を使って、もう少し詳しく見てみよう。日本鋼管が1935年5月に設立した鉄鋼証券の定款によれば、その事業目的は、「一、銑鐵、鋼塊、鋼管其他各種鋼材ノ製造竝ニ販賣事業ニ對スル出資、二、各種機械、器具ノ製造竝ニ販賣事業ニ對スル出資、三、前二項列記ノ各種事業ニ直接又ハ間接ニ必要又ハ有利ナル鑛業、電氣、水道、瓦斯其他ノ附帶事業ニ對スル出資、四、前記各項列記各種事業會社ノ株式若クハ債券ノ保有及之カ利用竝ニ之ニ附帶スル事業」(第2条)であった¹⁴。また、浅野セメントを親会社に持つ浅野証券保有の定款には、「一、公債、社債、株式ノ取得並ニ處分及之ニ附帶スル業務、二、前號ノ業務遂行ニ伴フ事業ヲ目的トスル會社ニ資金ヲ融通シ若クハ保證ヲ爲シ又ハ此種會社ヲ設立スル爲其發起人トナルコト¹⁵」(第2条、下線=引用者)という事業目的が並んでいる。同様に、沖電気証券の定款でも、「電氣工業會社、電氣通信事業會社其他ノ工業會社及之等ニ關聯スル事業ヲ營ム會社ノ株式竝ニ社債及公債ノ取得處分竝ニ之ニ附帶スル業務」に加え、「上記種類ノ事業ヲ目的トスル會社ニ資金ヲ融通シ若クハ保證ヲ爲シ又ハ此種會社ヲ設立スル爲メ其發起人トナルコト」(第3条、下線=引用者)が、事業目的として掲げられている¹⁶。沖電気の社史によれば、沖電気証券の設立は、株式買占めに対する措置であったと言う。すなわち、沖電気は36年頃、自社株式の「かなりまとまった量が、同業有力会社に移って」おり、「さらに買増しの動き」があることを把握したため、その対抗手段として37年9月に沖電気証券を設立したのである。したがって、創立当初の「業務は沖電気の浮動株を買い取って株主を安定させること、沖電線の株を保管運用すること」であった¹⁷。

これらの資料は、武田晴人・粕谷誠 [1990] が同族持株会社について指摘したのと同様に、産業持株会社もまた、有価証券の取得だけでなく、融資や債務保証を行っていた可能性を示唆している。加えて、株主安定化を狙って、設立されたケースも確認できるのである。

2 王子証券の事業活動

本節では、王子証券の投資行動とパフォーマンスの変遷の検討を通じて、産業持株会社の活動実態を明らかにする。予め断っておけば、王子証券の保有株式の詳細なデータは1938年以降しか入手できなかった。幸いなことに、同社『考課状』の「会計事項」に、各期の取得株式銘柄、株式数とその金額、払込金額などの記載があるので、この資料を併用しつつ投資活動の変化を追うことにしたい。

王子証券は1933年3月、「諸會社ノ株式及債券ノ取得、處分並ニ之ニ附帶スル業務ヲ營ム¹⁸」ことを目的に、資本金1000万円(払込額250万円)で設立された。その株式は、王子製紙が19万1500株(払込金額239万3750円)、95.75%を保有し、残りを藤原銀次郎、高島菊次郎、足立正といった

14 「鉄鋼証券株式会社定款」。なお、日本鋼管の持株率は99.3% (20万株中19万8500株)であった(鉄鋼証券株式会社『株主名簿』1937年4月30日)。

15 「浅野証券保有株式会社定款」1937年7月1日。

16 「沖電気証券株式会社定款」。

17 日本経営史研究所編 [1981]『沖電気100年のあゆみ』沖電気工業株式会社、164頁。

18 「王子証券株式会社定款(原本)」1933年2月1日作成『王子証券株式会社創立関係書類』(紙の博物館所蔵)。

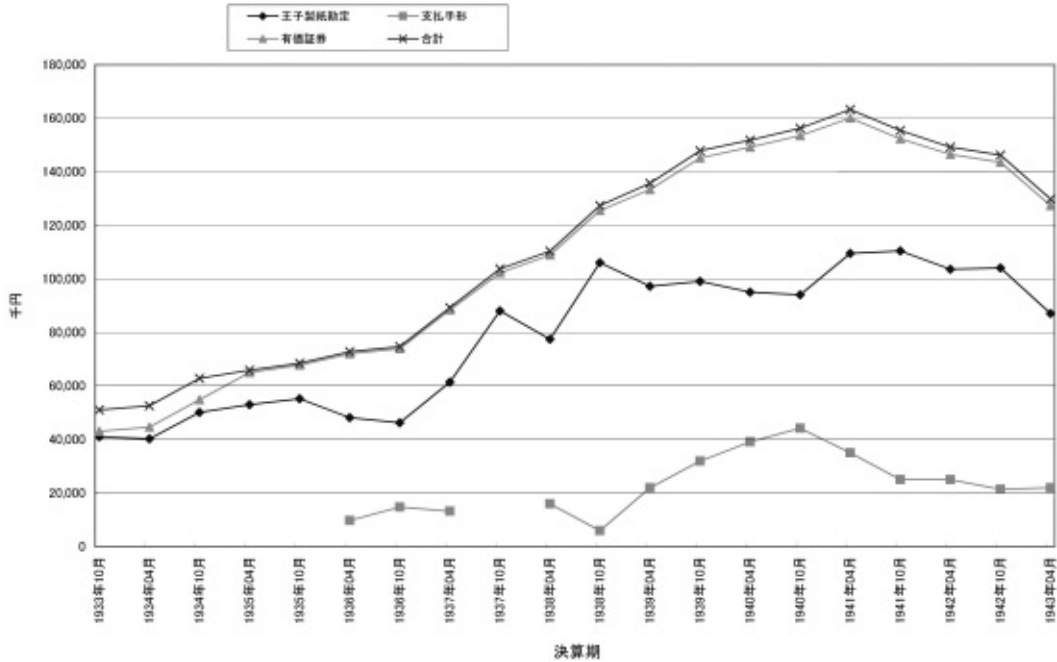


図1 王子証券の資産・負債の推移

資料)『王子証券株式会社考課状』各期(紙の博物館所蔵)。

王子製紙の経営陣が保有した¹⁹。王子証券の役員は社長に藤原銀次郎、取締役は高島菊次郎と松本弘造の2名、監査役は栖原啓蔵の計4名であり、彼らの王子製紙におけるポストを見ると、藤原は社長、高島は副社長、松本と栖原はともに平取締役であった²⁰。

このような株主と役員構成であったから、王子証券の意思決定の主体は、王子製紙のそれと同じと考えてよいだろう。同社の定款では、「當會社ノ株式ハ取締役ノ決議ニヨル承認ヲ經ルニアラサレハ賣買譲渡スルコトヲ得ス」(第8条)とされており、王子製紙の兼任役員が株式の売買を決定したのである²¹。加えて、「王子製紙及同社ノ傍系諸會社トノ間ニ人事ノ交流頻々行ハ」れており、人事も「王子(製紙=引用者)ニ於テ一括査定ヲ受ケ」ていたから²²、トップマネジメントだけでなく、従業員レベルでも王子製紙とはほぼ一体の組織であったと言える²³。

ここで、王子証券の株式投資とパフォーマンスの分析に先立ち、資産の推移を指標に時期区分をしておこう。

19 「王子証券株式会社株式払込金額領収証発行控」1933年2月1日『王子証券株式会社創立関係書類』。

20 王子製紙のポストは1933年11月末のものである(大阪屋商店調査部『株式年鑑』1934年版)。

21 「王子証券株式会社定款(原本)」1933年2月1日作成。同様の条項は、鉄鋼証券の定款第9条「本會社ノ株式ハ取締役ノ決議ニ依ル承認ヲ經ルニアラサレハ賣買譲渡又ハ質權設定ヲ爲スコトヲ得ス」からも確認できる(『鉄鋼証券株式会社定款』)。

22 王子証券株式会社(大蔵省理財局長宛)「社員昇給許可申請書」1943年10月23日『会社経理統制令関係書類』(紙の博物館所蔵)。

23 王子証券の取締役会は1934年から43年にかけて、年9回から30回のペースで開催され、決議事項もそれと同数であった。決議件数と株式取引件数は連動(相関)していないが、株式取引の件数(後述)を上回っているから、株式取得、払込、売却を審議、決定していた可能性はある。

図1から、王子証券の活動は、(1) 1933年10月期-36年10月；総資産は増加傾向にあるものの、その伸びが鈍い期間、(2) 1937年4月期-41年4月期；総資産が顕著に拡大し、ピークに達する期間、(3) 1941年10月期-43年4月期；総資産が減少傾向を辿る期間、という3つの時期に分けることができる。この3つの期間はだいたい準戦時期、日中戦争期、太平洋戦争期に当てはまる。以下、それぞれの期間について検討を加える。

(1) 準戦時期：1933-36年

王子証券の設立当初の資産は、未払込金750万円のために有価証券の構成比は85%前後であったが、1934年11月29日の株式払込第2回徴収（1株37円50銭）により、35年4月期には資産のほぼすべてが有価証券となった（表3）。前述のとおり、この期間の投資先の内訳を正確に把握することは難しい。手掛かりは、33年5月7日に王子製紙名義株式を王子証券名義に書き換えたりストである。その内容を示す表4からは、王子製紙の同業者、すなわち紙パルプ産業に属する企業は、富士川製紙と東洋製紙、北日本製紙の3社のみであること、保有銘柄数は鉄道が最も多く（6社）、その他は電力、繊維、印刷、保険、銀行など多岐に亘ることが読み取れる。このうち、朝鮮鉄道が総株式数の80%を占め、上位5銘柄で96.16%にも達しており、特定の銘柄への集中度が極めて高かった。

ところで、この表には、先に触れた保有株式の4分の1を占める王子製紙株²⁴が含まれていない。ただし、王子証券が、王子製紙の株式を保有し始めた正確な時期は不明であるが、33年11月末には、持株数15万7353株、持株率5.2%で第2位の大株主となっている²⁵。簿価（50円払込済）を用いて保有額を算出すれば、この株数に50円を乗じた786万7650円、時価（106円²⁶）だと1667万9418円になり、

表3 王子証券の資産、負債および資本

決算期	資産				負債				資本							
	有価証券		現金		借入金		未払手帳		株金		法定資本		見込資本			
年	月	千円	%	千円	千円	%	千円	%	千円	%	千円	%	千円	%		
1933	10	43,165	81.3	51,106	41,106	80.4			10,000	19.6		0.0		0.0		
1934	4	44,683	84.8	52,663	40,505	76.5	2,274	4.3	10,000	19.0		0.0		0.0		
	10	51,918	87.3	62,933	50,191	79.8	2,321	3.7	10,000	15.9	10	0.0		0.0		
1935	4	65,103	98.7	18.5	65,932	53,111	80.6	2,229	3.4	10,000	15.2	110	0.2	0.0		
	10	67,887	99.0	1.3	68,579	55,300	80.6	2,201	3.2	10,000	14.6	210	0.3	0.0		
1936	4	72,126	99.0	6.2	72,874	48,244	66.2	2,233	3.1	9,800	13.7	310	0.4	350	0.5	
	10	71,038	99.0	2.7	71,791	46,311	61.9	2,200	2.9	14,800	19.8	410	0.5	550	0.7	
1937	4	88,509	99.1	19.5	89,338	61,530	68.9	2,200	2.5	13,500	14.9	510	0.6	650	0.7	
	10	102,356	98.6	15.6	103,797	88,115	84.9	2,200	2.1	10,000	9.6	760	0.7	950	0.9	
1938	4	108,998	98.7	6.5	110,452	77,514	70.2	2,200	2.0	16,000	14.5	1,160	1.1	1,500	1.4	
	10	125,607	98.5	15.2	127,493	106,137	85.2		6,000	4.7	10,000	7.8	1,560	1.2	2,050	1.6
1939	4	133,449	98.5	6.2	135,765	97,296	71.7		22,000	16.2	10,000	7.4	1,960	1.4	2,600	1.9
	10	143,244	98.2	8.8	147,910	99,139	67.0		32,000	21.6	10,000	6.8	2,360	1.6	3,100	2.1
1940	4	149,291	98.5	2.8	151,930	95,137	62.6		39,200	25.8	10,000	6.6	2,760	1.8	3,500	2.3
	10	153,601	98.2	2.9	156,378	94,135	60.2		44,300	28.3	10,000	6.4	2,960	1.9	4,000	2.6
1941	4	160,127	98.0	4.2	163,367	109,617	67.1		33,100	21.5	10,000	6.1	2,970	1.8	4,550	2.7
	10	152,420	98.0	-4.8	155,480	110,489	71.1		25,100	16.1	10,000	6.4	3,020	1.9	5,050	3.2
1942	4	146,601	98.2	-3.8	149,367	107,687	69.4		28,100	18.8	10,000	6.7	3,020	2.0	6,050	4.1
	10	143,628	98.2	-2.0	146,320	104,141	71.2		21,500	14.7	10,000	6.8	3,020	2.1	6,350	4.3
1943	4	127,493	98.2	-11.2	129,877	87,134	67.1		22,000	16.9	10,000	7.7	3,120	2.4	6,600	5.1

資料)『王子証券株式会社考課状』各期（紙の博物館所蔵）。

24 武田晴人 [1995]『大企業の構造と財閥』、106-108頁。

25 大阪屋商店調査部『株式年鑑』1934年版。この持株率は、他の産業持株会社の場合、ほとんどが10%以上の株式を保有していることから見て、けっして高い数値ではない（表2）。

26 「東京証券取引所先物株式定相場表」によれば、王子製紙の1933年中平均株価は106円10銭であった（東洋経済新報社『経済年鑑 第18回』1934年版、115頁）。

33年10月から34年4月の間にこれだけの増額は確認できないから、33年10月までに王子製紙の株式を取得したと考えてよいだろう。これら王子製紙株式の価額が、同時点の王子証券の有価証券額4316万5000円（表3）に対する比率はそれぞれ18.2%と38.6%である。いずれも4分の1に近い数値ではないが、王子証券の資産の少なからぬ部分を占めたと推測される。株式名義変更を示す資料には金額の記載がないため、貸借対照表の有価証券との照会は不可能だが、一先ず表4の内容と王子製紙株を設立時点の保有株式と考えておく。

では、表5-1を用いて、当該期間における王子証券の投資活動を見ていこう。先ず、この表の「取引形態」欄に挙げた、①買受、②引受、③競落、④払込、⑤減資、⑥清算、⑦売却、⑧分譲という株式取引の種類を次の3つに分ける。すなわち、①から③は、株式数と資産額の増加に寄与するが、④は後者にのみに限られる。また、⑤から⑧は両者の減少に繋がる。ただし、売却金額は不明なケースが多い。以上を踏まえて、株式投資の変遷を検討しよう。

有価証券投資額は1934年4月期から35年4月期にかけて、約2000万円の増加を示した後、36年10月期までは各期200-400万円前後の伸びに止まった（表3）。表5-1によれば、前者の要因としては、日本人絹パルプ株の買受（34年2月29日、同年7月15日）と払込（34年10月23日、同年4月18日）、樺太鉱業の株式引受け（34年11月5日）、北鮮製紙化学工業の株式引受け（35年3月8日）が目立つ。35年6月以降、王子証券の株式投資額の伸びは鈍化するが、売却等を除く取引件数自体は7-9件で安定的に推移した。北海水力電気や北電興業など100万円を越す払込も見られるが、全体的に見ればその金額は小さい（表5-1）。

日本人絹パルプは1932年4月、王子製紙の全額出資により設立された。同社は人絹パルプ3万トン（第1期計画）、クラフト・パルプ2万トン（第2期計画）、合計5万トンの生産を企図して、33年から漸次工場建設に着手、とくに34年度を「最重要ポイントの建設期」としつつ35年6月に敷香工場を竣工した²⁷。この建設資金の供給が、同社株式の直接的な増加要因と考えられる。樺太鉱業は34年1月、「大」王子製紙の成立に伴い、樺太工業の大栄炭鉱と太平炭鉱、富士製紙の登帆炭鉱

表4 王子証券の保有株式；1933年

順位	銘柄	株数	%
1	朝鮮鉄道	4,000,000	80.82
2	北海水力電気	325,040	6.57
3	樺太鉄道	177,354	3.58
4	兩電電力	134,650	2.72
5	北海道鉄道	122,520	2.48
	上位5銘柄小計	4,759,564	96.16
6	日産木材	64,145	1.30
7	東洋製紙	39,820	0.80
8	南樺鉄道	21,672	0.44
9	室蘭埠頭	13,650	0.28
10	中井商店	13,616	0.28
	上位10銘柄小計	4,912,467	99.25
11	日本金網	11,766	0.24
12	旭鉄工所	7,708	0.16
13	宮土川製紙	6,081	0.12
14	日本フールト	4,500	0.09
15	東京電力	2,000	0.04
16	東京金網	1,000	0.02
17	華匯業銀行	1,000	0.02
18	丸上商店	979	0.02
19	第一銀行	600	0.01
20	沙流軌道	450	0.01
21	第一機関保険	250	0.01
22	岩山溪鉄道	200	0.00
23	朝鮮書籍印刷	200	0.00
24	寿都鉄道	150	0.00
25	正久天物製造	130	0.00
26	北日本製紙	33	0.00
27	登別温泉	25	0.00
28	スマトラ興業	2	0.00
	合計	4,949,541	100.00

資料）王子証券株式会社『重要書類』（紙の博物館所蔵）。

27 成田潔英 [1959]『王子製紙社史 第四巻』王子製紙社史編纂所、22-26頁。

表5-1 王子証券の株式投資行動；準戦時期

年	月	日	企業名	取得価	取得比率	取引単位	
1934	1	2	三信電機	65,000	312,500	株主	
	2	25	日本入船パルプ	39,800	747,000	買入	
	2	14	三信電機	500	12,500	引当	
1934	7	15	日本入船パルプ	29,100	1,738,750	買入	
	6	1	日本入船パルプ	38,000	1,460,000	引当	
	6	30	西濃化学工業	560	8,400	引当	
	5	1	三信電機	325,000	1,525,200	株主	
	6	25	三信電機	100	500	引当	
	7	25	札幌ダブリンパルプ	500	12,500	株主	
	9	1	三信電機	75,192	930,000	引当	
	9	1	三信電機	1,620	16,200	引当	
	10	23	日本入船パルプ	197,000	4,947,500	引当	
	10	23	日本入船パルプ	100	2,500	引当	
1934	6	1	日本入船	16,000	n.a.	買入	
	10	15	三信電機	-9,500	n.a.	引当	
1935	12	17	三信電機	1,600	304,000	買入	
	1	1	三信電機	150	15,250	買入	
	11	5	日本入船	7,000	700,000	買入	
	1934	11	5	日本入船	98,900	4,912,500	引当
	1935	11	5	日本入船	212,807	2,661,213	引当
1934	12	18	三信電機	48	3,800	引当	
	9	4	三信電機	-21,305	7,935,083	引当	
1935	9	4	三信電機	9,770	122,200	引当	
	4	18	日本入船パルプ	198,000	1,475,000	引当	
1934	12	17	三信電機	10,000	n.a.	買入	
	1935	6	17	三信電機	5,000	162,500	買入
		6	18	三信電機	1,800	48,750	買入
		10	13	多摩電機	260	1,000	買入
		10	15	三信電機	300	7,500	買入
		5	3	多摩電機	29,700	98,500	引当
		8	15	日本入船	17,000	417,500	引当
	8	30	日本入船パルプ	260,000	2,500,000	引当	
	8	30	日本入船パルプ	279,700	3,227,000	引当	
	9	2	日本入船	14,350	79,375	引当	
	10	10	三信電機	5,000	13,000	引当	
	10	10	三信電機	89,475	3,310,375	引当	
1934	7	8	三信電機	19,100	n.a.	買入	
	5	27	三信電機	-1,000	n.a.	引当	
	10	2	三信電機	900	n.a.	引当	
	10	10	三信電機	-2,200	n.a.	引当	
	1936	19	1	三信電機	404	74,900	買入
1936	1	1	三信電機	27,980	1,250,100	買入	
	2	3	三信電機	100	1,750	引当	
	2	3	三信電機	28,574	1,285,050	買入	
1935	11	2	三信電機	313,040	1,575,200	引当	
	3	2	日本入船	35,000	412,500	引当	
	3	2	三信電機	76,963	960,788	引当	
	4	4	西濃化学工業	3,360	16,800	引当	
1936	9	5	三信電機	300	15,500	買入	
	9	5	三信電機	400	75,000	買入	
	9	5	三信電機	700	33,200	買入	
	5	15	三信電機	19,400	194,000	引当	
	5	30	三信電機	99,970	1,249,625	引当	
	6	1	三信電機	67,188	7,079,850	引当	
	7	10	三信電機	300	1,500	引当	
	9	1	三信電機	27,072	675,800	引当	
	10	5	西濃化学工業	3,260	16,800	引当	
	10	5	日本入船	3,000	330,000	引当	
1937	8	1	三信電機	1,507,575	4,547,373	引当	
	8	1	日本入船	19,814	n.a.	買入	
	1937	4	1	三信電機	30	1,275	買入
		4	22	日本入船パルプ	100	5,000	買入
		4	28	三信電機	390,260	4,377,500	引当
	1930	11	2	三信電機	390,730	4,887,750	引当
		12	2	三信電機	315,040	1,575,200	引当
		12	3	三信電機	200,000	2,000,000	引当
1937	1	1	三信電機	100	1,250	引当	
	1	1	三信電機	100	750	引当	
	2	1	三信電機	9,770	122,200	引当	
	3	1	三信電機	14,350	179,375	引当	
	4	1	三信電機	7,708	192,700	引当	
				9,571,473			
				14,455,250			

資料)『王子証券株式会社考課状』各期(紙の博物館所蔵)。

が王子製紙の傘下に移行したことを受け、「ここに炭鉱事業を独立経営体として運営すること」を企図して設立された²⁸。また、北鮮製紙化学工業は35年4月に、樺太依存のバルブ調達体制からの脱却を窺っていた王子製紙が、クラフト・パルプの生産を目的に、過般を出資する形で成立した²⁹。王子証券の株式取得は、王子製紙の事業展開と密接に連動していたのである。

このような株式投資の資金はどこから調達されたのだろうか。すでに武田晴人[1995]が指摘しているが、その80%前後を王子製紙勘定(と雨龍電力勘定)が占めた。ここで注目したいのは、1936年4月期から37年4月期まで支払手形の割合が13-20%近くに達したことである(表3)。この期間において、王子製紙の貸借対照表は次のような変化を見せた。すなわち、(1)3億円に増資(36年6月)、(2)借入金支払手形は4714万円から2693万円に減少(35年11月期から36年5月期)、(3)社債は5376万円から1876万円に減少(36年5月から同年11月期)、(4)関係会社勘定は5717万円から6670万円に増加(36年5月期から37年5月期)、である³⁰。ここからは、王子製紙がこの時期、負債の圧縮に努めていたこと、同時に関係会社向け融資を拡大したことが分かる。同社は、これらに要する資金を優先させて、王子証券向けの貸付を一時的に回収した。その結果、王子証券は支払手形による資金調達を余儀なくされたのではないかと推測できよう。

28 『王子製紙社史 第四巻』、230-231頁。

29 『王子製紙社史 第四巻』、150-152頁。

30 大阪屋商店調査部『株式年鑑』1936年版、37年版、38年版。

表6 王子証券の収入、支出および利益

決算期	収入					支出					繰り利益剰余	収益率					
	有価証券収入		有価証券売却益		合計	支払利息		営業費		合計		有価証券収入/総資産	利息/総資産	営業費/総収入	「王子証券」下位利益/総収入		
年	円	%	円	%	円	円	%	円	%	円	%	%	%	%	%		
1933	10	773	98.5	0.0	784	768	97.8	17	2.2	785	-1	-0.1	1.51	-0.06	97.9	1.79	
1934	4	1,126	98.8	3	0.3	1,139	1,040	95.8	46	4.2	1,085	54	4.7	2.14	0.10	91.3	2.52
1935	10	1,206	77.8	346	21.7	1,550	1,181	92.0	104	8.0	1,281	266	17.2	1.92	0.12	76.2	2.20
1935	4	1,292	96.0	43	3.2	1,347	1,112	90.4	118	9.6	1,230	116	8.6	1.96	0.18	82.6	1.99
1936	10	1,569	87.3	209	11.6	1,798	1,166	88.7	148	11.3	1,313	485	27.0	2.29	0.71	64.8	2.31
1936	4	1,310	99.1	0.0	1,525	1,172	93.2	85	6.8	1,257	268	17.6	2.07	0.37	76.8	2.09	
1937	10	1,581	99.3	0.0	1,595	1,312	94.2	81	5.8	1,498	313	12.7	2.12	0.27	82.2	2.11	
1937	4	2,174	99.1	0.0	2,193	1,266	79.6	324	20.4	1,590	603	27.5	2.43	0.68	57.7	2.46	
1938	10	2,944	99.3	0.0	2,964	1,533	76.8	463	23.2	1,996	968	32.7	2.84	0.93	51.7	2.88	
1938	4	3,251	99.1	0.0	3,281	1,826	79.0	485	21.0	2,312	969	29.5	2.94	0.88	55.7	2.98	
1939	10	3,379	99.5	0.0	3,498	1,970	79.3	570	20.7	2,459	938	27.6	2.65	0.74	57.1	2.69	
1939	4	3,533	99.0	0.0	3,569	2,276	83.3	445	16.7	2,670	899	25.7	2.60	0.66	67.3	2.65	
1940	10	3,697	98.8	10	0.3	3,741	2,644	88.1	357	11.9	3,001	740	19.8	2.50	0.56	70.7	2.55
1940	4	3,573	96.8	60	1.6	3,693	2,460	82.6	519	17.4	2,978	714	19.3	2.35	0.47	66.6	2.39
1941	10	3,654	99.0	0.0	3,691	1,727	51.7	303	9.1	3,340	351	9.5	2.34	0.22	46.8	2.38	
1941	4	4,197	98.7	0.0	4,254	2,890	87.3	627	17.7	3,517	747	17.4	2.57	0.45	67.9	2.67	
1942	10	4,436	92.9	273	5.6	4,774	2,942	78.0	828	22.0	3,770	1,004	21.0	2.85	0.65	61.6	2.91
1942	4	3,797	98.0	37	1.0	3,876	2,861	87.6	495	12.4	3,266	609	15.7	2.54	0.41	73.8	2.59
1943	10	3,945	89.1	345	7.8	4,128	2,930	78.8	787	21.2	3,716	712	16.1	2.70	0.19	66.2	2.73
1943	4	3,256	98.3	11	0.3	3,312	2,305	84.6	470	15.4	2,725	586	17.7	2.51	0.15	69.6	2.55

資料)『王子証券株式会社考課状』各期（紙の博物館所蔵）。

注) 1. 収入の部には、「雑益金」もあるが、その構成比は1%前後なので省略した。

2. 1940年の支払利息の構成比が大きく低下しているのは、有価証券評価損を131万833円計上したためである。
3. 1942年10月期と1943年4月期は、営業費と諸税の合計値である。このうち、73万9883円（42年10月期）と36万9759円（43年4月期）が諸税であった。

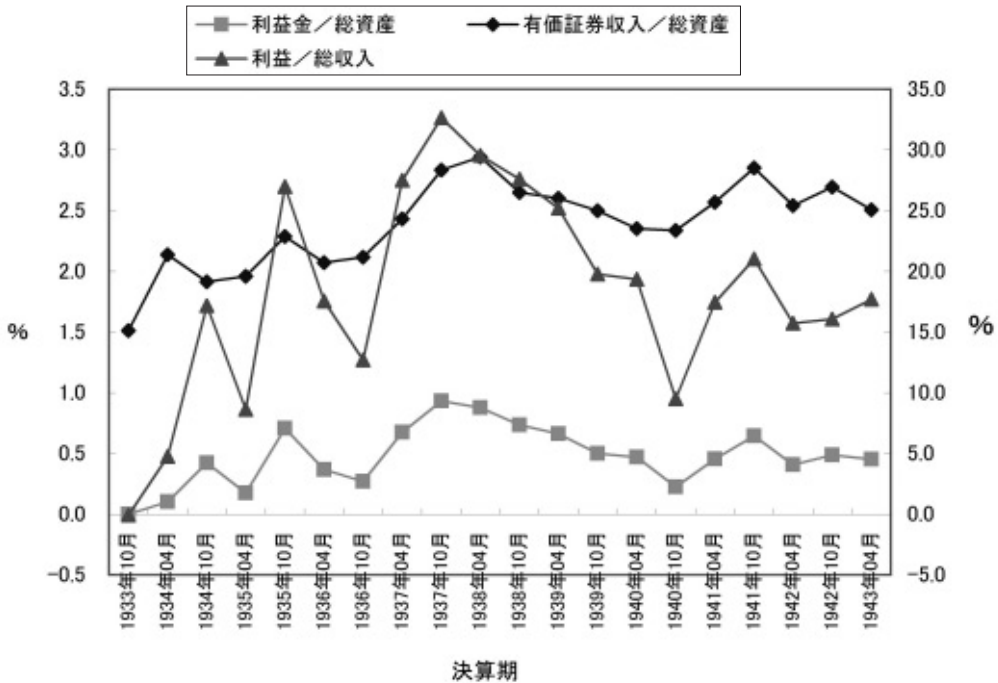


図2 王子証券の収益性の推移

資料) 表6と同じ

注) 左のメモリは総資産に対する比率、右側のメモリは総収入に対する数値である。

表6に示すように、王子証券の収入のほとんどは、投資先企業からの配当であり、支出は支払利息である。図2を用いて、この期間の利益率の推移を見ると、かなり激しい変動を示している。利益率の上昇（2つの山）は、ともに巨額な有価証券の売却益によるものだが（表6）、1934年10月期は「極力経費ノ節減ニカムルト共ニ堅實ノ方針ヲ採³¹」る一方、樺太汽船株3万6000株と上毛電力株9500株を売却して33万5806円の利益を計上、35年10月期は「新投資會社中ニハ事業其諸ニツキ愈利潤ヲ舉ケテ配當ヲ開始セルモノアリ運用ノ措置宜シキ³²」ことに加えて、登帆炭砒株1万9100株と東京電灯株1000株、北鮮製紙化学工業株3000株の売却益20万9073円を計上した。王子証券は、新たに配当を開始する企業の登場や、紙パルプ以外の企業（北鮮製紙化学工業を除く）の株式売却益などにより、不安定ながらも利益を計上したのである。

設立初期において、王子証券は、1932年以降の低金利政策³³を背景に、支払利息を抑制するとともに、一時的に膨張した営業費の削減に取り組み、また配当収入の伸び悩みを株式売却益によってカバーするなど、収益基盤の確立に努めた。そして34年10月期からは法廷積立金、36年4月期からは別途積立金を計上するに至ったのである。

（未完）

（かとう けんた・本学経済学部講師）

31 『王子証券株式会社考課状』1934年10月期。

32 『王子証券株式会社考課状』1935年10月期。

33 日本銀行は、公定歩合を1931年の6.57%から32年3月に5.84%、同年6月に5.11%、同年8月には4.38%まで段階的に引き下げ、こうした「公定歩合の引下げ後、金融緩和の傾向は顕著となり、各種金利は順調に低下し」ていた（日本銀行百年史編纂委員会 [1984]『日本銀行百年史 第四巻』日本銀行、29-41頁）。