

「産業持株会社」の研究；王子証券のケース（2）

加 藤 健 太

The study of “Industrial holding company” : The case of Oji Securities Co., Ltd. (2)

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、前号）

（2）日中戦争期；1937－41年（以下、本号）

（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 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.

2 王子証券の事業活動

(2) 日中戦争期：1937—41年

1937年の日中戦争の勃発とその長期化を背景に、政府は株式投資に対する統制を次第に強めていく。こうした経営環境の悪化の中で、王子証券はどのような投資行動を採ったのか、これが本節の問題関心である。

王子証券の総資産額は1937年以降、著しい増加を示し、その対前期比伸び率は37年4月期19.5%、同年10月期16.2%、38年10月期は16.5%に達した。39年以降の伸び率は一桁に止まったものの、41年10月期まで資産規模を拡大させ、その額は1億6337万円に上ったのである（表3）。

表5-2を用いて、資産の98-99%を占める株式投資の動向を見ておこう。この表からは第一に、1938年10月期までは、買入・引受の金額と件数が相対的に多く、39年以降は払込のそれが大半を占めたことが読み取れる。前者について、37年4月期は、山陽パルプ工業株式の39万200株（487万7500円）、37年10月期は、樺太酒精工業株8万9900株（112万3750円）、王子造林株19万2000株（478万円）をはじめ買入と引受を合わせて11件の取引を行い、38年4月期は東北振興パルプ株式49万2500株を引き受け、643万6425円を払い込んでいる（第1回払込）。また、38年10月期は金額こそ少ないものの、件数は5件を数えた。ただし、この期で目立つのは、山陽パルプ工業の第2回払込であり、1464万円を投資している。これ以降、有価証券残高の増加はほとんどが払込を通じたものと

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		資産合計		王子製紙勘定		雨龍電力勘定		支払手形		株金		法廷積立金		別途積立金
年	月	千円	%	千円	千円	%	千円	%	千円	%	千円	%	千円	%	千円	%
1933	10	43,165	84.5	51,106	41,106	80.4					10,000	19.6		0.0		0.0
1934	4	44,683	84.8	52,663	40,305	76.5	2,274	4.3			10,000	19.0		0.0		0.0
	10	54,918	87.3	62,933	50,194	79.8	2,321	3.7			10,000	15.9	10	0.0		0.0
1935	4	65,103	98.7	65,932	53,111	80.6	2,229	3.4			10,000	15.2	110	0.2		0.0
	10	67,887	99.0	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	72,874	48,244	66.2	2,233	3.1	9,800	13.4	10,000	13.7	310	0.4	350	0.5
	10	74,038	99.0	74,791	46,311	61.9	2,200	2.9	14,800	19.8	10,000	13.4	410	0.5	550	0.7
1937	4	88,509	99.1	89,338	61,530	68.9	2,200	2.5	13,300	14.9	10,000	11.2	510	0.6	650	0.7
	10	102,356	98.6	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	110,452	77,514	70.2	2,200	2.0	16,000	14.5	10,000	9.1	1,160	1.1	1,500	1.4
	10	125,607	98.5	127,493	106,137	83.2			6,000	4.7	10,000	7.8	1,560	1.2	2,050	1.6
1939	4	133,449	98.3	135,765	97,296	71.7			22,000	16.2	10,000	7.4	1,960	1.4	2,600	1.9
	10	145,244	98.2	147,910	99,159	67.0			32,000	21.6	10,000	6.8	2,360	1.6	3,100	2.1
1940	4	149,291	98.3	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	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	163,367	109,617	67.1			35,100	21.5	10,000	6.1	2,970	1.8	4,350	2.7
	10	152,420	98.0	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	149,307	103,687	69.4			25,100	16.8	10,000	6.7	3,020	2.0	6,050	4.1
	10	143,628	98.2	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	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表』各期（紙の博物館所蔵）。

表5-2 王子証券の株式投資行動；日中戦争期

年	月	日	企業名	株式数	投資・払込額	取引形態	年	月	日	企業名	株式数	投資・払込額	取引形態		
1937	4	1	南樺鉄道	30	1,275	買入		10	15	東洋炭煙草	2,000	15,000	払込		
	4	22	日本人絹パルプ	100	5,000	買入		10	15	山陽パルプ工業	390,400	14,640,000	払込		
	4	28	山陽パルプ工業	390,200	4,877,500	引受		10	21	帝国燃料興業	10,000	50,000	払込		
			小計	390,330	4,883,775					小計		15,966,500			
			合計						合計		16,610,175				
1936	11	2	北海道水力電気	315,040	1,575,200	払込		1939	4	14	満州パルプ工業	14,950	373,750	買入	
	12	1	日本人絹パルプ	200,000	7,500,000	払込			4	20	日本パルプ工業	187,890	n.a.	買入	
	12	3	富山電気ビルディング	100	1,250	払込				小計		202,840	373,750		
1937	1	23	定山溪鉄道	100	750	払込		1938	11	15	北海道人造石油	10,000	125,000	払込	
	2	1	日本加工製紙	9,776	122,200	払込		1939	2	1	北海道水力電気	315,090	3,150,900	払込	
	3	1	日本フェルト	14,350	179,375	払込			2	15	日本発送電	5,000	62,500	払込	
	4	1	旭鉄工所	7,708	192,700	払込				小計		3,338,400			
			小計		9,571,475					合計		3,712,150			
			合計		14,455,250										
1937	6	25	王子製紙	120	6,096	買入		1939	7	1	樺太製糖	280	11,900	買入	
	8	16	服部紙店	100	5,000	買入				小計		280	11,900		
	8	16	服部紙店	88	1,100	買入			5	8	錦州パルプ	377,000	4,712,500	払込	
	8	26	鴨緑江製紙	500	20,000	買入			5	25	樺太人造石油	79,600	995,000	払込	
	5	17	樺太酒精工業	89,900	1,123,750	引受		6	15	帝国燃料興業	10,000	100,000	払込		
	6	5	日南産業	1,000	50,000	引受		7	1	凸版印刷	10,000	125,000	払込		
	6	15	富士川製紙	5,881	73,513	引受		7	1	樺太製糖	31,050	232,875	払込		
	7	1	凸版印刷	10,000	125,000	引受		8	1	西鮮合同電気	3,360	25,200	払込		
	8	11	朝鮮林業開発	80,000	400,000	引受		8	25	東北興業	20,000	250,000	払込		
	8	16	服部紙店	2,400	30,000	引受		9	1	樺太鉱業	199,000	4,975,000	払込		
	8	28	王子造林	191,200	4,780,000	引受		9	1	朝鮮林業開発	80,000	400,000	払込		
			小計	381,189	6,614,459			9	15	東洋炭煙草	2,000	40,000	払込		
										小計		11,855,575			
										合計		11,867,475			
		5	1	北鮮製紙化学工業	207,797	2,597,463		払込	1940	2	3	安東造紙	1,000	50,000	買入
		5	1	多磨島鉄道	39,400	194,000		払込				小計		1,000	50,000
	7	1	西鮮合同電気	3,360	33,600	払込	1939	11		11	北海道開発	16,000	45,000	払込	
	7	1	王子製紙	163,308	2,041,350	払込		11		30	日本カイゼン統制	90	4,500	払込	
	9	1	日本金網	5,536	69,200	払込		12	5	北海道開発	16,000	155,000	払込		
	9	1	日本金網	3,554	88,850	払込		12	8	日本タンニン工業	2,000	50,000	払込		
	9	1	日本フェルト	14,105	176,875	払込	1940	2	15	雨竜電力	199,400	7,477,500	払込		
	9	8	北電興業	99,990	1,249,875	払込			3	1	満州パルプ工業	14,950	186,875	払込	
	10	15	中井商店	27,030	675,800	払込			4	1	東北振興パルプ	492,600	6,157,500	払込	
			小計		7,127,013					小計		14,076,375			
			合計		13,741,471				合計		14,126,375				
	5	17	樺太製糖	-1,850	n.a.	売却	1940	5	31	日本振華	23,646	591,150	買入		
	7	21	富山電気ビルディング	-100	n.a.	売却		10	1	英殖鉱業	5,800	87,000	買受		
1937	12	29	安東造紙	6,540	228,900	買入		6	5	朝鮮故麻	700	35,000	引受		
1938	1	19	南樺鉄道	30	1,275	買入				小計		30,146	713,150		
1937	11	12	帝国燃料興業	10,000	50,000	引受		8	15	樺太人造石油	79,600	995,000	払込		
1938	1	24	東北振興パルプ	492,500	6,156,250	引受		9	2	東北振興パルプ	492,600	3,694,500	払込		
			小計	509,070	6,436,425			10	1	北海道人造石油	10,000	25,000	払込		
								10	1	帝国燃料興業	10,000	100,000	払込		
1937	12	1	富士川製紙	5,881	73,513	払込			小計		4,814,500				
	12	10	北海道理化学工業	100	1,250	払込			合計		5,527,650				
1938	2	1	日本加工製紙	9,776	122,200	払込	1941	2	27	朝鮮東亜貿易	200	5,000	引受		
			小計	15,757	196,963			3	10	北海道住宅	900	22,500	引受		
			合計	524,827	6,633,388			4	10	英殖鉱業	8,120	406,000	引受		
	2	2	服部紙店	-200	n.a.	売却				小計		9,220	433,500		
	6	27	東北興業	20,000	500,000	買入	1940	11	1	王子製紙	163,318	2,041,475	払込		
	8	25	安東造紙	500	17,500	買入			12	1	富士川製紙	5,981	74,763	払込	
	8	26	安東造紙	380	13,300	買入			12	6	東北興業	20,000	250,000	払込	
	9	30	東洋炭煙草	2,000	10,000	引受		1941	3	25	樺太人造石油	79,600	995,000	払込	
1938	10	28	安東造紙	8,230	102,875	引受		4	1	東北振興パルプ	492,500	2,462,500	払込		
			小計	31,110	643,675			4	10	英殖鉱業	5,800	203,000	払込		
	5	2	日本フェルト	21,450	536,250	払込		4	21	北海道人造石油	10,000	125,000	払込		
	7	1	凸版印刷	20,000	125,000	払込			小計		6,151,738				
	8	1	西鮮合同電気	3,360	25,200	払込			合計		6,585,238				
	8	1	安東造紙	6,540	98,100	払込									
	8	25	安東造紙	880	13,200	払込									
	10	5	安東造紙	37,100	463,750	払込									

資料）『王子証券株式会社考課状』各期（紙の博物館所蔵）。

注）一部の金額が分からないため、正確な数値が把握できない「小計」と「合計」は斜め字になっている。

なる。この表で注目される第二の点は、樺太鉱業を除けば、投資資金が製紙・パルプ企業と電力企業に集中している点である。具体的には、前者が王子製紙、東北振興パルプ、山陽パルプ工業、錦州パルプであり、後者は北海道水力電気と雨龍電力である。表7に示した投資有価証券の明細によれば、期末現在高で見た王子製紙株（新旧合計）の割合は38年10月期に14.8%まで低下したが、これは投資銘柄の増加に加えて、日本人絹パルプ（15.8%）、山陽パルプ工業（15.5%）、北海道水力電気（10.5%）といった大規模投資による部分も大きかった。そして、これらを含めた上位5銘柄で有価証券残高全体の62.6%、上位10銘柄では82.2%を占めたのである。

表7 王子証券の保有株式ランキング；1938年10月期

順位	銘柄	保有残高(A)	構成比	順位	銘柄	配当収入(B)	構成比	(B)/(A)	順位
1	日本人絹パルプ	19,900,000	15.8	1	日本人絹パルプ	995,000	29.6	5.0	7
2	山陽パルプ工業	19,520,000	15.5	2	王子製紙	597,270	17.8	3.2	21
3	王子製紙	18,595,765	14.8	3	北海水力電気	504,064	15.0	3.8	15
4	北海水力電気	13,231,680	10.5	4	北鮮製紙(化学工業)	259,746	7.7	5.0	8
5	樺太鉄道	7,382,113	5.9	5	樺太鉱業	248,750	7.4	5.0	10
	上位5銘柄集中度		62.6		上位5銘柄集中度		77.5		
6	東北振興パルプ	6,156,250	4.9	6	樺太鉄道	184,553	5.5	2.5	27
7	北鮮製紙(化学工業)	5,194,925	4.1	7	富士洋紙店	103,600	3.1	10.0	1
8	樺太鉱業	4,975,000	4.0	8	中井商店	100,870	3.0	5.0	9
9	王子造林	4,782,500	3.8	9	日本フェルト	69,639	2.1	4.5	11
10	北電興業	3,500,000	2.8	10	日露木材	58,900	1.8	2.4	28
	上位10銘柄集中度		82.2		上位10銘柄集中度		92.9		
11	日露木材	2,429,185	1.9	11	日本加工製紙	45,040	1.3	5.4	6
12	中井商店	2,017,400	1.6	12	大同洋紙店	37,750	1.1	4.1	12
13	雨竜電力	1,885,859	1.5	13	鴨緑江製紙	30,300	0.9	3.9	14
14	日本フェルト	1,539,558	1.2	14	多獅島鉄道	24,625	0.7	2.5	24
15	北海道鉄道	1,470,240	1.2	15	富士川製紙	22,054	0.7	9.2	2
16	樺太酒糖工業	1,125,000	0.9	16	旭鉄工所	19,270	0.6	8.3	4
17	樺太製糖	1,090,250	0.9	17	南樺鉄道	18,430	0.5	3.4	20
18	富士洋紙店	1,036,000	0.8	18	日本金網	17,044	0.5	2.4	29
19	多獅島鉄道	985,000	0.8	19	朝鮮林業開発	10,000	0.3	2.5	26
20	安東造紙	937,625	0.7	20	凸版印刷	5,000	0.1	2.0	30
21	大同洋紙店	928,774	0.7	21	西鮮合同電気	4,704	0.1	3.6	17
22	日本加工製紙	835,416	0.7	22	第一銀行	1,200	0.0	2.9	22
23	鴨緑江製紙	782,163	0.6	23	服部紙店	1,176	0.0	3.5	18
24	日本金網	710,671	0.6	24	大日本電力	800	0.0	3.4	19
25	東洋製紙	688,662	0.5	25	沙流軌道	625	0.0	2.7	23
26	室蘭埠頭	684,000	0.5	26	東京電灯	600	0.0	3.6	16
27	南樺鉄道	538,983	0.4	27	帝国燃料興業	395	0.0	0.4	32
28	東亜興業	500,000	0.4	28	札幌グランドホテル	375	0.0	1.5	31
29	朝鮮林業開発	400,000	0.3	29	正久刃物製造	252	0.0	7.4	5
30	凸版印刷	250,000	0.2	30	朝鮮書籍印刷	225	0.0	9.0	3
31	富士川製紙	239,240	0.2	31	朝鮮鉄道	160	0.0	4.0	13
32	旭鉄工所	231,840	0.2	32	登別温泉	31	0.0	2.5	25
	その他29銘柄小計	1,068,018							
	合計(61銘柄)	125,612,117	100.0		合計	3,362,447	100.0		

資料) 王子証券株式会社『決算報告書』1939年(紙の博物館所蔵)。

注) 配当収入の記載がない保有残高33位以下の銘柄を順に示せば、次のとおりである。

川島洋紙店、西鮮合同電気、鳳城炭砒、帝国燃料興業、熊本電気軌道、大川田中事務所、日南産業、八代製紙、第一銀行、服部紙店、札幌グランドホテル、東洋葉煙草、大日本電力、沙流軌道、東京電灯、士別軌道、定山渓鉄道、朝鮮鉄道、正久刃物製造、第一汽缶保険、北海道拓殖、朝鮮書籍印刷、北海道理化学工業、登別温泉、名古屋榨扱所、北日本製紙、寿都鉄道、日本プランナーモンド、中華滙業銀行。

山陽パルプ工業は1937年、製紙用パルプの価格高騰と原材料供給の不足に対応すべく、新たな原料(赤松)を用いたパルプ生産を目的に、王子製紙の傍系企業として設立された。同社は39年頃、工場立地に山口県麻里布町(現岩国市)を選定し、「最新式の設計」による年産4万トンの人絹パルプ工場を完成させた¹。また、東北振興パルプは38年1月、王子製紙と東北興業の折半出資により、パルプ年産2万トンの計画をもって設立され、40年12月に秋田と石巻に工場を竣工した²。これらの工場建設に要する資金を供給したことが、王子証券の株式保有残高の伸びに繋がったと言える。『ダイヤモンド』は、投資先企業について、その大部分が「北海道と樺太に於ける産業開発の根本投資だから、多分の収益は見込まれない。他日の発展に準備してのもの」と報じていた³。

このような投資先の拡大に伴い、王子証券は1938年11月30日の第11回株主総会において、定款第

1 『王子製紙社史 第四巻』、31-33頁。

2 『王子製紙社史 第四巻』、34-36頁。

3 『王子の投資激増』『ダイヤモンド』1940年8月11日号。

表 8 王子証券の保有株式；業種別集計

業種	1938年			1941年			1943年		
	銘柄数	保有残高	構成比	銘柄数	保有残高	構成比	銘柄数	保有残高	構成比
紙パルプ	12	72,893,076	58.0	15	83,899,383	55.0	17	72,408,619	98.5
電力	5	18,789,539	15.0	6	28,598,676	18.8	0	0	0.0
鉄道	10	10,524,011	8.4	9	10,583,035	6.9	0	0	0.0
製紙販売	5	4,225,174	3.4	5	4,119,224	2.7	2	1,129,099	1.5
合計	32		84.7	35		83.5	19		100.0

資料）表7と同じ。

注）電力には北電興業（産業持株会社）を含む。

2条を変更し、紙パルプ、電気、交通運輸、山林・木材、鉱業、鉄工業、製糖、銀行、保険、拓殖、煙草、化学工業、土地建物・ホテルを「営ム會社ノ株式又ハ社債ノ保有及利用並ニ之ニ附帶スル業務ヲ営ム」ことを事業目的とした⁴。実際に、王子証券の投資銘柄は、山林・木材（日露木材、王子造林）、金融機関（第一銀行、第一汽缶保険）、拓殖（北海道拓殖）、土地建物・ホテル（札幌グランドホテル、登別温泉）に止まらず、室蘭埠頭、凸版印刷、旭鉄工所など幅広い業種に及んでいた（1938年10月期）。しかし、紙パルプ、電力、鉄道および製紙販売の4業種で32銘柄を数え、保有残高で見た業種別構成比はそれぞれ58.0%、15.0%、8.4%、3.4%で合計84.7%に達している（表8）。その意味で、同社の投資対象は、特定の業種に集中していたと言えるだろう。

こうした関連企業に対する投資資金は、どこから調達されたのか。王子製紙勘定は1938年10月期まで、一度落ち込みを見せたものの、傾向としては総資産と並行して増加していたが、39年4月期に減少した後は横這いで推移している。対照的に、同期間に伸びたのは支払手形であった。38年10月期には600万円、総資産に対する構成比で4.7%に過ぎなかったが、40年10月期には4430万円へと7倍強に膨らみ、構成比も28.3%に達した（表3）。他方で、王子製紙の「関係会社勘定」は37年5月期から40年11月期にかけて、6670万円から1億5954万円へと著しい伸びを示しており、王子証券以外の関係会社に対する融資等を積極化していた（付表）。そのため、王子製紙は、王子証券の資金需要に応じることができず、王子証券の資金調達手段を支払手形へと移行させたと思われる。

王子証券の有価証券収入は1937年4月期から39年10月期にかけて、217万円から370万円まで上昇した後、増減を繰り返すようになる（表6）。増加の原因として、同社の考課状には、「投資會社ノ業績亦大略良好、新タニ配當ヲ開始セルモノ、若クハ増配セルモノアリ⁵」、「投資先ノ業績ハ大略良好⁶」、「投資事業ノ成績ハ大略良好⁷」といった記述が繰り返された。他方、負債の増加に伴い39年10月期まで支払利息も増え続けたが、それ以上に注目されるのは、営業費の構成比が高まったことである。36年10月期には5.8%に止まっていたが、37、38年は20%台で推移し、その後は9－17%の間で激しく増減した（表6）。38年10月期における王子証券の営業費の内訳を見ると、諸税公費が約38

4 この目的変更は、臨時資金調整法第4条の規定に基づき大蔵省と商工省に認可を受けた上で行われた（『王子証券株式会社考課状』1939年4月期）。

5 『王子証券株式会社考課状』1937年4月期。

6 『王子証券株式会社考課状』1938年10月期。

7 1939年10月期の『考課状』でも、「利益配當税等相當多額ニ上リタル」とされた（『王子証券株式会社考課状』1939年4月期・10月期）。

付表) 王子製紙の投資勘定

単位: 千円、%

年	月 期	有価証券他 会社出資	(a)	(b)	関係会社 勘定	(c)	(d)	総資産	雑収入
1932	5	35,922	21.8		4,577	2.8	1.71	165,003	691
	11	37,263	22.5		4,426	2.7	0.94	165,835	392
1933	5	13,482	3.6		49,258	13.0	10.68	377,466	6,698
	11	14,504	4.0	12,110	45,763	12.6	0.25	363,682	149
1934	5	12,742	3.6	10,348	43,501	12.2	0.76	356,914	429
	11	19,604	5.8	17,210	41,977	12.3	2.20	340,511	1,353
1935	5	19,606	5.8	10,031	45,936	13.6	2.11	338,425	1,386
	11	19,620	5.6	10,045	49,017	14.1	0.97	347,976	667
1936	5	19,638	5.9	10,063	57,174	17.2	0.59	331,939	452
	11	19,703	4.3	10,128	66,418	14.5	1.87	456,591	1,608
1937	5	19,771	4.3	10,196	66,698	14.5	0.77	460,361	667
	11	19,652	4.3	10,077	74,768	16.4	0.43	457,141	409
1938	5	20,136	4.2	10,561	85,607	17.9	0.54	479,571	568
	11	20,405	4.1	10,830	85,055	17.1	0.55	497,232	575
1939	5	20,535	4.0	10,960	105,787	20.4	0.60	519,364	759
	11	19,743	3.7	10,168	114,689	21.2	0.85	540,323	1,145
1940	5	29,685	5.1	20,110	137,318	23.6	0.58	580,868	976
	11	40,303	6.7	30,728	159,535	26.6	0.51	599,632	1,011
1941	5	39,580	6.1	30,005	190,892	29.6	0.66	645,891	1,530
	11	44,909	6.8	35,334	205,531	31.2	1.82	658,399	4,560
平均							0.94		

単位: 千円、%

資料) 大阪屋商店調査部『株式年鑑』各年版。

- 注) 1. 1932年5月期と11月期の「有価証券他会社出資」は「有価証券」と「他会社へ出資」の合計。
 2. 1932年5月期と11月期の「関係会社勘定」は「雨龍電力株式会社」「三井鉱山勘定」「東洋製紙勘定」「北海水力電気」「北海道鉄道」「樺太木材」の各勘定の合計。
 3. 1933年5月期の「関係会社勘定」は「雨龍電力株式会社」と「関係会社勘定」の合計。
 4. (a) 欄は総資産に対する「有価証券他会社出資」の割合。
 5. (b) 欄は王子証券への出資を除いた「有価証券他会社出資」額。
 6. (c) 欄は総資産に対する「関係会社勘定」の割合。
 7. (d) 欄は「有価証券他会社出資」+「関係会社勘定」に対する「雑収入」の割合。

表6 王子証券の収入、支出および利益

決算期		収入					支出					差引利益金		収益性				
		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	利益金／ 総資産	支払利息/ 雑収入	有価証券収入 ／有価証券勘 定	
年	月	千円	%	千円	%		千円	%	千円	%	千円	%	%	%	%	%		
1933	10	773	98.5		0.0	784	768	97.8	17	2.2	785	-1	-0.1	1.51	-0.00	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	
	10	1,206	77.8	336	21.7	1,550	1,181	92.0	103	8.0	1,284	266	17.2	1.92	0.42	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	
	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	1,510	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	
	10	1,584	99.3		0.0	1,595	1,312	94.2	81	5.8	1,393	203	12.7	2.12	0.27	82.2	2.14	
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	
	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	
	10	3,379	99.5		0.0	3,398	1,950	79.3	510	20.7	2,459	938	27.6	2.65	0.74	57.4	2.69	
1939	4	3,533	99.0		0.0	3,569	2,226	83.3	445	16.7	2,670	899	25.2	2.60	0.66	62.3	2.65	
	10	3,697	98.8	10	0.3	3,741	2,644	88.1	357	11.9	3,001	740	19.8	2.50	0.50	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	
	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	82.3	622	17.7	3,512	742	17.4	2.57	0.45	67.9	2.62	
	10	4,436	92.9	275	5.8	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	405	12.4	3,266	609	15.7	2.54	0.41	73.8	2.59	
	10	3,945	89.1	345	7.8	4,428	2,930	78.8	787	21.2	3,716	712	16.1	2.70	0.49	66.2	2.75	
1943	4	3,256	98.3	11	0.3	3,312	2,305	84.6	420	15.4	2,725	586	17.7	2.51	0.45	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。

万円で全体の74.7%を占め、次いで配当金特別税が約8万2000円で16.1%、この2項目で90%に達する⁸。また、39年4月期と10月期の『考課状』には「配當特別税等相當額ニ上リ⁹」との記述がある。政府は37年3月に、有価証券移転税法を制定して、有価証券の売買、交換、贈与等による移転に対して課税するとともに、39年には、日中戦争の拡大に伴う臨時軍事費の財源確保を目的に、所得税、法人税などの増税を実施、その一貫として、利子配当特別税を創設した¹⁰。こうした課税強化が、営業費の膨張の要因となったと考えられる。その結果、37年10月期に32.7%まで上昇した総収入利益率は、40年10月期にかけて9.5%まで急落したのである。とくに40年4月期から同年10月の落ち込みが激しいが（図2）、この点について、同社の考課状は「殊ニ當期末（40年10月期＝引用者）ニ於テ制定公布ヲ見タル會社經理統制令ニヨル配當抑制證券ノ取得處分ニ關スル要許可制ノ採用等ハ當社業務ニ關シ影響スルトコロ少カラサルモノアリ¹¹」と報告している。国家総動員法第11条の発動により、39年3月に会社利益配当及び資金融通令、40年10月には会社経理統制令が公布された。このうち会社利益配当令は、資本金20万円以上の企業を対象にして、基準配当率（38年11月末以前の最終配当）を超える配当を許可しないという内容であり、会社経理統制令は、自己資本に対する年8%を最高法定限度

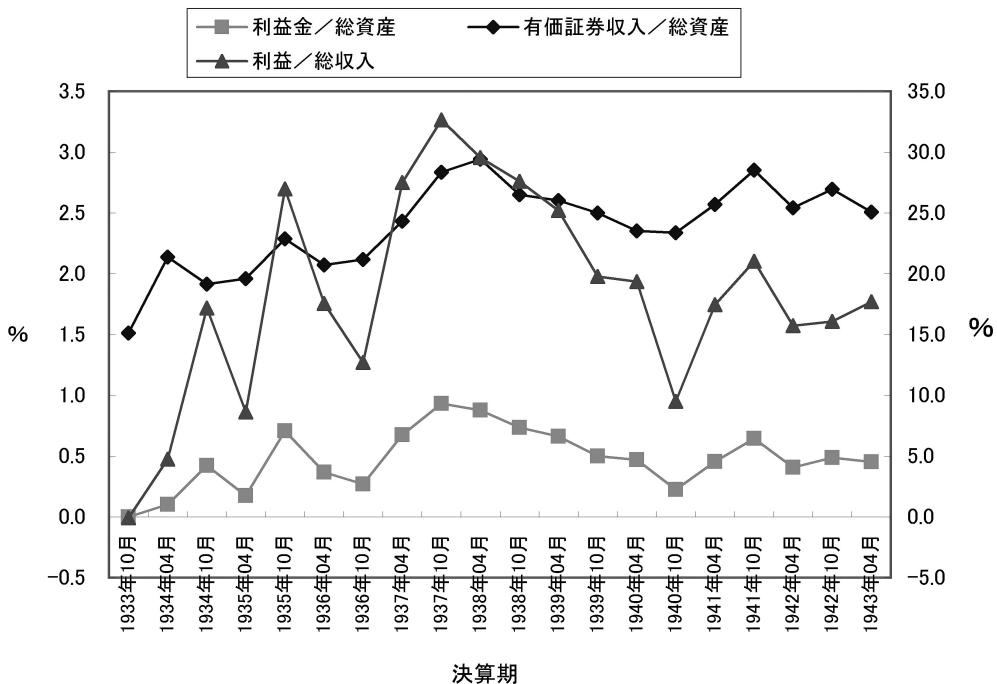


図2 王子証券の収益性の推移

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。

⁸ 王子証券株式会社「決算報告書内訳」1938年10月期『税務関係書類』（紙の博物館所蔵）。

⁹ 「王子証券株式会社考課状」1939年4月期、10月期。

¹⁰ 利子配当特別税は、「法人の配当中配当率年七分をこえる金額に百分の十の税率で課税する」という内容であった（大蔵省昭和財政史編集室〔1957〕『昭和財政史 第五巻 租税』東洋経済新報社、436-439、461、820-823頁）。

¹¹ 「王子証券株式会社考課状」1940年10月期。

の配当としたのである¹²。そうした配当規制は、王子証券の収益にいかなるインパクトを与えたのか。

この点を確認するために、表7を用いて、1938年10月期¹³の投資先企業からの配当収入を見ておこう。この表によれば、投資株式銘柄¹⁴は61銘柄を数え、そのうちほぼ半数の32銘柄で配当収入を確認できる。重要なのは、金額の大きな銘柄は限定されており、特定の株式への依存度が高いことである。1位は、日本人絹パルプで99万5000円、全体の29.6%を占める。次いで、王子製紙の59万7270円（17.8%）、北海水力電気の50万4064円（15.0%）、北鮮製紙化学工業の25万9746円（7.7%）、樺太鋁業の24万8750円（7.4%）と続いて、上位5銘柄で77.5%を占め、10銘柄になると受取配当全体の92.9%に達しており、先に見た保有残高に比して集中度が高まっている。注目したいのは、こ

表7 王子証券の保有株式ランキング；1938年10月期

単位:円、%

順位	銘柄	保有残高(A)	構成比	順位	銘柄	配当収入(B)	構成比	(B)/(A)	順位
1	日本人絹パルプ	19,900,000	15.8	1	日本人絹パルプ	995,000	29.6	5.0	7
2	山陽パルプ工業	19,520,000	15.5	2	王子製紙	597,270	17.8	3.2	21
3	王子製紙	18,595,765	14.8	3	北海水力電気	504,064	15.0	3.8	15
4	北海水力電気	13,231,680	10.5	4	北鮮製紙化学工業	259,746	7.7	5.0	8
5	樺太鉄道	7,382,113	5.9	5	樺太鋁業	248,750	7.4	5.0	10
	上位5銘柄集中度		62.6		上位5銘柄集中度		77.5		
6	東北振興パルプ	6,156,250	4.9	6	樺太鉄道	184,553	5.5	2.5	27
7	北鮮製紙化学工業	5,194,925	4.1	7	富士洋紙店	103,600	3.1	10.0	1
8	樺太鋁業	4,975,000	4.0	8	中井商店	100,870	3.0	5.0	9
9	王子造林	4,782,500	3.8	9	日本フェルト	69,639	2.1	4.5	11
10	北電興業	3,500,000	2.8	10	日露木材	58,900	1.8	2.4	28
	上位10銘柄集中度		82.2		上位10銘柄集中度		92.9		
11	日露木材	2,429,185	1.9	11	日本加工製紙	45,040	1.3	5.4	6
12	中井商店	2,017,400	1.6	12	大同洋紙店	37,750	1.1	4.1	12
13	雨電電力	1,885,859	1.5	13	鴨緑江製紙	30,300	0.9	3.9	14
14	日本フェルト	1,539,558	1.2	14	多獅島鉄道	24,625	0.7	2.5	24
15	北海道鉄道	1,470,240	1.2	15	富士川製紙	22,054	0.7	9.2	2
16	樺太酒精工業	1,125,000	0.9	16	旭鉄工所	19,270	0.6	8.3	4
17	樺太製糖	1,090,250	0.9	17	南樺鉄道	18,430	0.5	3.4	20
18	富士洋紙店	1,036,000	0.8	18	日本金網	17,044	0.5	2.4	29
19	多獅島鉄道	985,000	0.8	19	朝鮮林業開発	10,000	0.3	2.5	26
20	安東造紙	937,625	0.7	20	凸版印刷	5,000	0.1	2.0	30
21	大同洋紙店	928,774	0.7	21	西鮮合同電気	4,704	0.1	3.6	17
22	日本加工製紙	835,416	0.7	22	第一銀行	1,200	0.0	2.9	22
23	鴨緑江製紙	782,163	0.6	23	服部紙店	1,176	0.0	3.5	18
24	日本金網	710,671	0.6	24	大日本電力	800	0.0	3.4	19
25	東洋製紙	688,662	0.5	25	沙流軌道	625	0.0	2.7	23
26	室蘭埠頭	684,000	0.5	26	東京電灯	600	0.0	3.6	16
27	南樺鉄道	538,983	0.4	27	帝国燃料興業	395	0.0	0.4	32
28	東亜興業	500,000	0.4	28	札幌グランドホテル	375	0.0	1.5	31
29	朝鮮林業開発	400,000	0.3	29	正久刃物製造	252	0.0	7.4	5
30	凸版印刷	250,000	0.2	30	朝鮮書籍印刷	225	0.0	9.0	3
31	富士川製紙	239,240	0.2	31	朝鮮鉄道	160	0.0	4.0	13
32	旭鉄工所	231,840	0.2	32	登別温泉	31	0.0	2.5	25
	その他29銘柄小計	1,068,018							
	合計(61銘柄)	125,612,117	100.0		合計	3,362,447	100.0		

資料) 王子証券株式会社『決算報告書』1939年(紙の博物館所蔵)。

注) 配当収入の記載がない保有残高33位以下の銘柄を順に示せば、次のとおりである。

川島洋紙店、西鮮合同電気、鳳城炭砒、帝国燃料興業、熊本電気軌道、大川田中事務所、日南産業、八代製紙、第一銀行、服部紙店、札幌グランドホテル、東洋葉煙草、大日本電力、沙流軌道、東京電灯、士別軌道、定山溪鉄道、朝鮮鉄道、正久刃物製造、第一汽缶保険、北海道拓殖、朝鮮書籍印刷、北海道理化学工業、登別温泉、名古屋榨扱所、北日本製紙、寿都鉄道、日本プランナーモンド、中華滙業銀行。

12 ただし、会社利益配当令の配当制限は、最高年10%までは例外とされた。会社経理統制令が適用されると、1938年以前に10%以上の配当をしていた場合、この企業は40年以降、配当率を引き下げて、8%の法定ラインに揃えることが求められた(小林和子[1995]『株式会社の世紀』日本経済評論社、147-148頁)。

13 この表の当期配当収入は、1938年10月期の有価証券収入と一致しないが、理由は不明である。

14 新株と旧株がある場合は、合計して1銘柄としてカウントした。

の10銘柄の中に保有残高では11位以下の企業、具体的には、富士洋紙店、中井商店、日本フェルトおよび日露木材の4社が含まれている点である。また、各銘柄の保有残高に対する配当収入の比率を示した（B）／（A）欄によれば、上位5銘柄は、富士洋紙店（10.00%）、富士川製紙（9.22%）、朝鮮書籍印刷（9.00%）、旭鉄工所（8.31%）、正久刃物製造（7.41%）であり、保有残高で上位にランクした銘柄は名を連ねていない。言い換えれば、投資額の大きな企業は、必ずしも投資効率は高くなかったのである。先に述べたように、会社利益配当令は資本金20万円以上の企業を対象を限定しており、そのため、この条件に引っ掛からない規模の小さな企業がランキングの上位を占めたと考えられる。巨額の資金を投じたにもかかわらず、十分な収入を得ることができない銘柄が多かったとも言える。持株会社を取り巻く経営環境は、戦時経済の進行とともに厳しさを増していったのである。

（3）太平洋戦争期：1941—43年

太平洋戦争の開戦以降、極度の物資不足という経営環境の著しい悪化と企業整備等の政策的介入が、とくに不要不急産業に属する企業に大きな打撃を与えた。それは、王子証券の投資先企業を少なからず含んでいたのである。

1941年4月に1億6013万円でピークに達した王子証券の有価証券額は、最後の決算期である43年4月には1億2749万円まで減少した。構成比は僅かだが、同じ傾向は貸付金についても言える（表3、図1）。その理由は表5－3から判明する。一つは、買入と引受だけでなく、追加払込も43年3月1日の満州パ

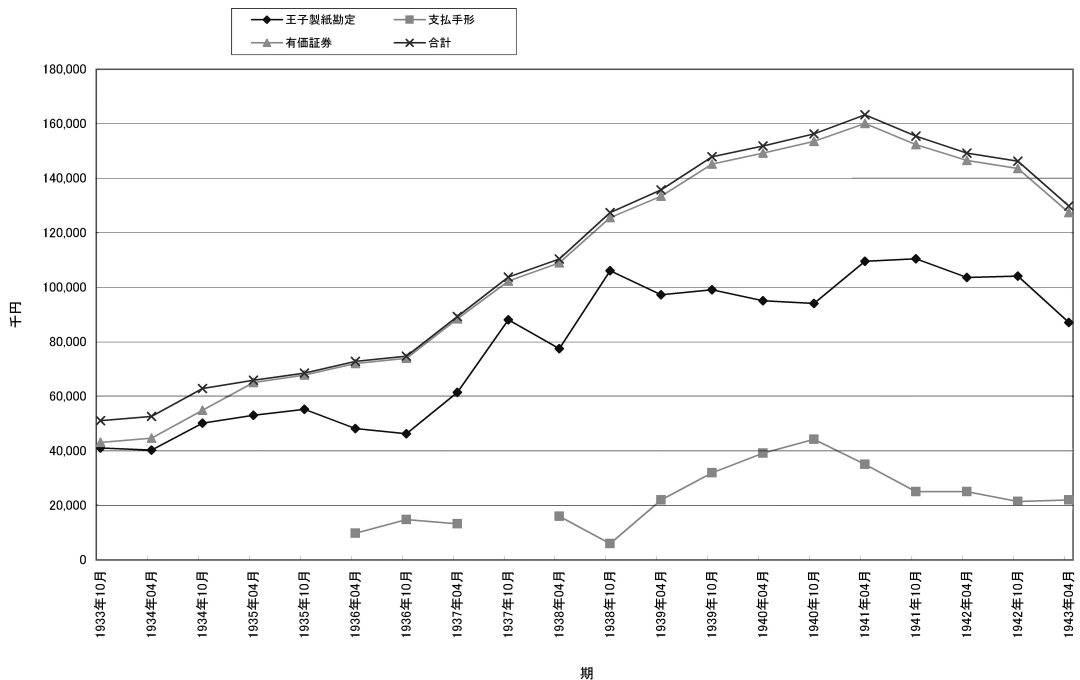


図1 王子証券の資産・負債の推移
資料）『王子証券株式会社考課状』各期（紙の博物館所蔵）。

ルプ工業（1427万2500円、第2回払込）を除くと、件数、金額ともに少なくなったことである。より重要なのは、投資有価証券の売却や投資先企業の解散（取引形態欄の「残余財産分配金」）が散見されることだろう。とくに、42年の樺太鉄道の解散（3月10日）、東洋製紙の解散（9月28日）、金額は不明であるが北電興業株式の売却（10月13日）、そして日本人絹パルプと山陽パルプ工業の株式分離（ともに11月24日）が目立つ。このうち、山陽パルプの岩国工場は43年、動物性油脂を原料とする航空機用潤滑油の生産拠点の有力候補となった。そして、同工場は、軍需生産への利用を目的に従業員を含めて転用されることが決まり、パルプ製造用機械類が撤去された後、土地建物及び附帯設備は産業設備営団の管理下に移った¹⁵。戦局の悪化に伴う資材、労働力、機械設備の著しい不足は、製紙業を含む不要不急部門に属する企業の存続を脅かすようになる¹⁶。王子証券の保有株式は、こうした分野に集中しており、

表5-3 王子証券の株式投資行動；太平洋戦争期

年	月	日	企業名	株式数	投資・払込額	取引形態
1941	5	1	日本タンニン工業	2,000	50,000	払込
	6	20	樺太開発	100,000	2,500,000	払込
	9	1	凸版印刷	10,000	125,000	払込
	9	1	王子製紙	163,318	2,041,475	払込
	9	13	西鮮合同電気	2,240	67,200	払込
			小計	277,558	4,783,675	
	8	16	北日本製紙	-23	1,150	売却
1941	11	1	北海道水力電気	8,340	n.a.	買入
1942	3	17	日本加工製紙	200	13,600	買入
			小計	8,540	13,600	
1941	11	1	帝国燃料興業		100,000	払込
1942	1	16	大泊埠頭	7,700	192,500	払込
	3	2	北海道人造石油		125,000	払込
	3	2	朝鮮林業開発		400,000	払込
	3	2	日本擬革		295,325	払込
			小計		1,112,825	
			合計		1,126,425	
	1	13	中井商店	-1,800	n.a.	売却
	4	10	王子製紙	-1,000	n.a.	売却
	3	10	樺太鉄道	197,996	4,956,743	残余財産分配金
	3	10	樺太鉄道	99,520	2,497,448	残余財産分配金
1942	9	25	札幌グランドホテル	170	n.a.	買受
	9	11	安東造紙		1,133,250	払込
	10	13	北電興業	-100,000	n.a.	売却
	9	28	東洋製紙	39,880	778,339	残余財産分配金
1943	4	1	凸版印刷	10,000	250,000	引受
			小計	10,000	250,000	
1942	12	1	満州パルプ工業	14,950	186,875	払込
1943	1	9	樺太酒精工業	92,000	1,380,000	払込
	2	20	樺太人造石油	80,000	1,000,000	払込
	3	1	満州パルプ工業	380,600	14,272,500	払込
			小計		16,839,375	
			合計		17,089,375	
1942	11	24	日本人絹パルプ	333,625	16,681,250	分譲
	11	24	山陽パルプ工業	333,625	16,681,250	分譲
1943	2	2	帝国燃料興業	-10,000	n.a.	売却

資料）『王子証券株式会社考課状』各期（紙の博物館所蔵）。

注）１．一部の金額が分からないため、正確な数値が把握できない「小計」と「合計」は斜め字になっている。

２．取引形態で「残余財産分配金」となっているのは、投資先企業の解散に伴う収入である。

15 工場の運営はミヨシ化学興業が担当することになった。また、樺太鉄道は41年3月付で鉄道省に買収された（『王子製紙社史 第四巻』、33、221頁）。

16 商工省は42年9月、製紙業に対して「製紙工業整備要綱」を通達し、中小製紙企業の合同等を通じた企業整備に乗り出した（日本経営史研究所編〔1973〕『製紙業の100年』王子製紙株式会社、159-160頁）。

王子製紙の事業展開に行動を規定された同社は、次第に投資先を失う可能性を強めていったと言える。

この点を確認するために、1941年10月期の投資先銘柄を業種別に見ると、紙パルプ業が15銘柄、電力6銘柄、鉄道9銘柄、製紙販売5銘柄、その保有残高の構成比はそれぞれ55.0%、18.8%、6.9%、2.7%、合計で83.5%に達した。一方、投資銘柄数は74社まで増加し、日本擬革製造、栗林商船、北海道人造石油、日本ガイゼン統制など業種の多様性も高まった。しかし、投資対象は43年までに紙パルプと製紙販売の2業種に絞り込まれている（表8）。これらの投資先企業の中でも、とくに日本人絹パルプと山陽パルプ工業からの受取配当は、41年10月期にそれぞれ99万4500円、50万4911円、全体に占める割合で22.4%と11.4%に達していたから（表9）、両社の株式を手放したことは、王子証券の収支に大きな影響を及ぼした。加えて、投資銘柄は増加したものの、そのうち配当収入を確認できるのは43銘柄に止まった。43年のデータには、配当収入の記載がないので、41年10月期のデータを用いて、投資銘柄のランキングの変動を検討しよう。

保有銘柄数の増加に伴い、保有残高の上位5銘柄の集中度は54.3%となり8.3ポイントのマイナス、上位10銘柄でも73.9%へと8.3ポイント低下した。ランキングの変化を見ると、東北振興パルプ、雨龍電力、錦州パルプが順位を上げ、王子製紙、樺太鉄道、北鮮製紙化学がそれを下げている。とくに、王子製紙株が、1859万5765円（14.8%）から767万9529円（5.0%）へと金額・構成比ともに大幅な低下を見せた点が注目される。王子製紙の安定的な大株主としての役割は、この時点で後退したと考えられよう。一方、配当収入についても、上位5銘柄（77.5%→70.2%）、上位10銘柄（92.9%→86.6%）ともに集中度は低下した。この過程で、株式を売却した王子製紙や樺太鉄道、樺太鉱業が順位を下げる一方¹⁷、新たに山陽パルプ、東北振興パルプ、日本パルプ工業といった銘柄が登場するなどランキングに変化が見られた。ただし、これらの銘柄は、38年10月期と同様に、保有残高に対する配当収入の比率の上位には名を連ねておらず、投資効率の点で優れていたわけではなかったのである（表9）。

図2に示すように、この期間における王子証券の収支は増減を繰り返し、一時的に利益率を回復させることはあったものの、先に述べた配当制限の強化などにより、1930年代末に比して低い数値に止まった。他方で、資産の減少に伴い、支払手形と王子製紙勘定も削減された（表3）。なお、北電興業については、「株式処分認可申請書」の中に、処分を必要とする事由として、「王子製紙系ト大日本電力會社系トハ資本的ニ相當關聯アリナガラモ從來兎角意思ノ疎通ヲ缺キ現ニ訴訟中ノ事件サハアル次第ナルモ時局ニ鑑ミ今後一切ノ行□ヲ清算シテ和解シ當社所有ノ北電興業株式ヲ大日本電力會社ニ譲渡セントスルモノナリ」（□は判読不可能＝引用者）との説明がなされ、その売却益は「親會社王子製紙會社ヨリノ借入金ノ返済ニ充當ス」としている¹⁸。同じく、王子製紙旧株は38年10月期から41年10月期かけて30万株減少したが、その売却事由も借入金の返済であった¹⁹。こ

17 1941年11月末時点で、王子証券は、王子製紙の第3位の株主で、その持株率は2.5%に過ぎなかった。なお、第1位は大川合名（3.7%）、第2位は三井物産（3.5%）であった。この数値は、設立所期（33年11月末）の5.2%から顕著に低下しており、大株主としての地位を後退させたと解釈できる（大阪屋商店『株式年鑑』1934年版、42年版）。

18 王子証券株式会社「株式処分認可申請書」1942年9月11日提出『会社経理統制令関係』。

19 この時の売却数量は15万株であった（王子証券株式会社「株式処分認可申請書」1941年4月26日提出『会社経理統制令関係』）。

表9 王子証券の保有株式ランキング；1941年10月期

単位:円、%

順位	銘柄	保有残高(A)	構成比	順位	銘柄	配当収入(B)	構成比	(B)/(A)	順位
1	日本人絹パルプ	19,890,000	13.0	1	日本人絹パルプ	994,500	22.4	5.0	12
2	山陽パルプ工業	19,560,000	12.8	2	北海電力電気	630,280	14.2	4.1	22
3	東北振興パルプ	18,510,000	12.1	3	山陽パルプ工業	585,000	13.2	3.0	32
4	北海電力電気	15,423,940	10.1	4	東北振興パルプ	504,911	11.4	2.7	35
5	雨竜電力	9,359,536	6.1	5	王子製紙	399,356	9.0	5.2	11
上位5銘柄集中度			54.3	上位5銘柄集中度			70.2		
6	王子製紙	7,679,529	5.0	6	北鮮製紙化学工業	258,996	5.8	5.0	16
7	樺太鉄道	7,440,895	4.9	7	日本パルプ工業	164,316	3.7	4.0	26
8	北鮮製紙化学工業	5,184,925	3.4	8	富士洋紙店	126,250	2.8	12.5	2
9	王子造林	4,795,000	3.1	9	中井商店	97,370	2.2	5.0	13
10	錦州パルプ	4,720,000	3.1	10	日本フェルト	80,438	1.8	5.2	10
上位10銘柄集中度			73.9	上位10銘柄集中度			86.6		
11	日本パルプ工業	4,144,530	2.7	11	多獅島鉄道	59,700	1.3	6.0	9
12	北電興業	3,500,000	2.3	12	日露木材	58,893	1.3	2.4	38
13	樺太人造石油	2,985,000	2.0	13	鴨緑江製紙	50,500	1.1	6.4	8
14	樺太開発	2,500,000	1.6	14	東亜興業	49,808	1.1	5.0	17
15	日露木材	2,433,558	1.6	15	安東造紙	49,356	1.1	5.0	14
16	栗林商船	2,036,660	1.3	16	樺太人造石油	40,563	0.9	1.4	41
17	中井商店	1,947,400	1.3	17	日本加工製紙	39,565	0.9	4.7	21
18	日本フェルト	1,539,558	1.0	18	大同洋紙店	37,750	0.9	4.1	23
19	北海道鉄道	1,470,260	1.0	19	川島洋紙店	34,925	0.8	17.4	1
20	樺太製糖	1,332,375	0.9	20	日本金網	33,724	0.8	4.7	20
21	樺太酒精工業	1,137,500	0.7	21	富士川製紙	26,137	0.6	8.3	5
22	富士洋紙店	1,010,000	0.7	22	日本擬革製造	23,626	0.5	4.0	25
23	東亜興業	1,000,000	0.7	23	旭鉄工所	19,320	0.4	8.3	4
24	多獅島鉄道	995,000	0.7	24	凸版印刷	18,750	0.4	3.8	27
25	安東造紙	987,125	0.6	25	帝国燃料興業	14,663	0.3	4.9	18
26	大同洋紙店	928,774	0.6	26	満州パルプ工業	14,016	0.3	2.5	37
27	日本加工製紙	834,376	0.5	27	西鮮合同電気	6,720	0.2	3.0	33
28	朝鮮林業開発	800,000	0.5	28	北海道人造石油	5,000	0.1	1.3	42
29	鴨緑江製紙	788,321	0.5	29	東洋葉煙草	3,088	0.1	4.8	19
30	日本金網	711,171	0.5	30	服部紙店	1,618	0.0	5.0	15
31	東殖鉱業	696,000	0.5	31	日南産業	1,500	0.0	3.0	31
32	東洋製紙	684,349	0.4	32	日本放送電	1,250	0.0	2.4	39
33	室蘭埠頭	684,000	0.4	33	第一銀行	1,200	0.0	2.9	34
34	日本擬革製造	590,650	0.4	34	大日本電力	800	0.0	3.6	29
35	満州パルプ工業	560,625	0.4	35	札幌グランドホテル	625	0.0	2.5	36
36	南樺鉄道	544,830	0.4	36	東京電灯	600	0.0	3.6	28
37	凸版印刷	500,000	0.3	37	沙流軌道	500	0.0	2.2	40
38	北海道人造石油	375,000	0.2	38	正久刃物製造	336	0.0	7.0	7
39	富士川製紙	314,003	0.2	39	朝鮮書籍印刷	200	0.0	8.0	6
40	帝国燃料興業	300,000	0.2	40	朝鮮鉄道	160	0.0	4.0	24
41	旭鉄工所	231,840	0.2	41	寿都鉄道	94	0.0	8.9	3
42	西鮮合同電気	224,700	0.1	42	正久刃物販売	62	0.0		43
43	川島洋紙店	200,700	0.1	43	登別温泉	38	0.0	3.0	30
44	その他31銘柄小計	867,977							
合計(74銘柄)		152,420,106	100.0	合計		4,436,503	100.0		

資料) 王子証券株式会社『決算報告書』1942年(紙の博物館所蔵)。

注) 1. 正久刃物販売の数値は異常値として外してある。

2. 配当収入の記載がない保有残高33位以下の銘柄を順に示せば、次のとおりである。

北海道開発、日本タンニン工業、熊本電気軌道、東洋葉煙草、日本放送電、日南産業、八代製紙、第一銀行、朝鮮故麻、服部紙店、札幌グランドホテル、沙流軌道、北海道住宅、大日本電力、東京電灯、定山溪鉄道、北海道理化学工業、朝鮮東亜貿易、正久刃物製造、日本ガイゼン統制、朝鮮鉄道、第一汽缶保険、北海道拓殖、朝鮮書籍印刷、名古屋持授所、登別温泉、寿都鉄道、日本プランナーモンド、中華滙業銀行、北日本製紙、正久刃物販売。

これらの株式売却は、総収入の増加には大きく寄与しなかったが、負債の圧縮に用いられたのである。

最後に、財務データから王子証券の役割を考えてみたい。表6には収益性を示す指標として、有価証券勘定に対する有価証券収入の比率と、総資産に対する利益金の比率を掲げておいた。前述のとおり、有価証券投資は1941年4月まで拡大し続け、その額は1億6000万円に達した。この投資に対するリターンはどうであったか。この表からは、いずれも極めて低い水準に止まったことが分かるだろう。

前者は最高値で2.98%（1938年4月期）、最低値は1.79%（33年10月期）、平均値を算出すると2.47%になり、後者はそれぞれ0.93%（37年10月期）、マイナス0.00%（33年10月期）、平均値は0.48%である。

王子製紙が本体でこれらの有価証券を保有した場合、同社の収益性を悪化させた可能性が高い。そのことは株式の新規発行や払込金の徴収の阻害要因になるし、株価にも影響したであろう。同社の有価証券投資の収益性は、資料上の制約から正確な数値は把握できない。そこで、「有価証券他会社出資」＋「関係会社勘定」に対する「雑収入²⁰」の割合を代理としておく（付表（d）欄）。結果は、合併直後の33年5月期を異常値として除けば、最高値は2.20%（34年11月期）、最低値は0.25%（33年11月期）であり、平均値は0.94%であった。王子証券の数値に比して、いずれも高い数値である。直接的な比較に適した数値ではないが、暫定的には、王子製紙の保有株式・関係会社貸付の方が、王子証券のそれより収益性が高かったと推察される。したがって、産業持株会社の存在意義は、設立母体の資産膨張を回避し、金銭的なリターンを期待しにくい固定的な投資を、本体から分離する役割を果たすことにあったと考えられよう。

結　　び

王子証券は1943年6月25日、日本人絹パルプとともに、王子製紙に吸収合併された。社史によれば、その理由は、太平洋戦争期に進められた製紙業の企業整備が、合同による規模の拡大と生産集中による経営の合理化を狙っており、「王子製紙にとっては別に直接関係はなかったが、その（製紙工業整備要綱の＝引用者）趣旨にそうため」であったとされる²¹。しかし、持株会社である王子証券の合併が、上記の経営合理化に直接寄与するとは考えにくい。

では、なぜ王子製紙は、この時期に王子証券を合併したのか。この点を直接示す資料は管見の限りはない。しかし、以下のような推測は可能なのではないか。すなわち、事業活動や収益基盤に打撃を与えるような統制（株式売買の規制や配当制限）が強化されていく中で、産業持株会社の単独での存続は極めて困難となり、遂には消滅するに至った、と。他方で、王子製紙は、王子証券を設立し、自社の保有株式の名義替えを実施した後も、依然として関係会社の株式を保有し続けていた。付表には、王子製紙の「有価証券他会社出資²²」と「関係会社勘定」を掲げてある。それによれば、同社の株式保有額は1932年10月期に3726万円であったが、33年4月期には1348万円まで減少している。ここで注目したいのは、王子製紙が、すべての保有株式を王子証券に移管しなかったことである²³。しかも、その金額は、34年11月期から39年11月まで2000万円前後で推移した後、著しい増加を示し、41年11月

20 いうまでもなく、「雑収入」には、配当・利子収入以外の収入も含まれており、投資収益を示すデータとしては極めて不十分なものと言わざるをえない。

21 『王子製紙社史 第四巻』、128－131頁。

22 この勘定科目は、1932年10月期まで「有価証券」と「他会社への出資」に分かれていた。ただし、そのほぼすべては「他会社への出資」であり、短期的なリターンを目的とした「有価証券」はごく僅かであった。たとえば、当該決算期で見ると、3726万円のうち前者が3680万円、後者は47万円であった。

23 また、「関係会社勘定」も巨額に達しており（付表）、武田晴人〔1995〕が指摘した、「証券業務と本業（製紙業）との分離の要請、業務の分離による経営の専門化」という側面は次第に弱くなっていった可能性がある。

期には4491万円まで拡大した。ここには、王子証券への出資分²⁴を含むが、それを除いた場合、39年11月期までは1000万円強に止まるものの、40年5月に2011万円に倍増し、41年11月には3533万円に達する（(b)欄）。先に述べたとおり、時期にズレはあるが、王子製紙は日中戦争後期において、本体での投融資を積極化するとともに、王子証券を通じた有価証券投資を整理し始めたと考えられる。

ここで一先ず、分析結果をまとめておこう。第一に、産業持株会社が筆頭株主となるケースは1929年から出現し始め、41年まで急増した後、45年は顕著な減少を示すという変遷を辿った。これらの産業持株会社は、設立母体と密接に関連する企業だけでなく、その垂直統合や多角的な事業展開を背景に、多様な業種の株式のほか、社債、公債等を含む有価証券投資・保有を目的に設立された。加えて、『定款』には、融資や債務保証といった事業も掲げられていたのである。

第二に、王子証券の投資銘柄は1941年までの間に、紙パルプ、電力、鉄道の主要3業種に加えて、化学、機械、木材、印刷、金融機関、拓殖、土地建物・ホテルなど幅広い業種に及ぶようになっていた。しかしながら、投資残高で見れば、紙パルプ、電力および鉄道、その中でも日本人絹パルプや山陽パルプ工業といった特定の銘柄に集中しており、こうした傾向は、受取配当額で見た場合に一層顕著であった。

第三に、王子証券は日中戦争期に入ると、株式の買入・引受の金額と件数を増やし、1939年以降は株金払込を通じて資産を著しく拡大させた。しかし、太平洋戦争勃発以降は、投資有価証券の売却や投資先企業の解散などにより資産の減少に見舞われた。こうした株式投資の資金は、主に王子製紙からの借入で賄われたが、一時的に支払手形など他の調達手段が用いられることもあった。他方、王子証券の収益性は30年代後半までは比較的高い水準で推移したが、配当制限が強化された40年以降は急速に低下し、かつ不安定化した。戦時統制の進展が、王子証券の事業基盤を揺るがしたのである。

以上が、本稿のファクト・ファインディングである。最後に、多少の飛躍を覚悟で、産業持株会社について若干の考察を加えてみたい。

1947年の独占禁止法の制定以降、戦後一貫してその存在を許されなかった純粋持株会社は、97年の同法改正による解禁を受け、2000年代にかけて多数設立された。その前後で指摘された純粋持株会社の機能として、さしあたり（1）戦略的な企業グループ全体の管理と個別事業の管理の分離、（2）ガバナンス機能の強化、（3）組織・人事面での摩擦を回避した企業統合の促進、（4）新規事業への投資とリストラクチャリングの円滑化といった点が挙げられよう²⁵。こうした主張の背景にあるのは、90年代以降の長期不況の中で、業績不振に見舞われた日本企業、ひいては低迷を続ける日本経済をいかに「活性化」するか、といった問題意識である。したがって、純粋持株会社の解禁は、合併・買収、分社化、事業提携、共同出資など多様な手段を通じて事業の再構築、再編を促進するとともに、同時代に（企業の不祥事の多発を受けて）盛んに論じられた企業統治を強化する

24 王子製紙の持株率を95.75%（前述）に固定して算出すると、1934年11月期までは239万円、それ以降は958万円となる。

25 武藤泰明 [1996]「持株会社組織のメリットと課題」ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス編集部『持株会社の原理と経営戦略』ダイヤモンド社、63-70頁、通商産業省産業政策局編 [1995]『企業組織の新潮流 急がれる持株会社規制の見直し』通商産業調査会出版部、31-37頁。

ものと期待されたのであった。岡崎哲二〔1999〕が提示する財閥持株会社像は、そうした認識を踏まえて描かれたものと言える²⁶。

王子証券の事例で検討したように、産業持株会社の所有構造と役員構成、資金供給者の関係、すなわち、所有者と経営者と債権者がほぼ一致するという形態を見れば、（2）のガバナンス機能を論じる余地が極めて小さいだけでなく、そもそも事業再編の戦略拠点や司令塔と位置付けること（（1）（3）（4））それ自体が的を外している。では、その存在意義は何か。一義的には、やはり別稿で指摘した「証券部門の別会社化による資産の分離と管理²⁷」であろう。より正確には「関係会社投資の分離」と言うべきかもしれない。というのも、「管理」の実態は明らかにできなかったからである。さて、「関係会社投資」は今日の貸借対照表上で固定資産に計上される通り、流動性の低い資産と考えられている。問題は、この部分の収益性とリスクになるが、王子証券の保有株式の収益性は必ずしも高くなかったし、すでに1930年の時点で、電力企業が設立した「証券會社」は「莫大な値下り損を潜めている事に疑ひない」と批判されていた²⁸。王子証券の設立と時期はズレるが、関係会社株式という資産のリスクは小さくなかったと言える。そして、実際に、株式投資を取り巻く環境は、戦前期以上に戦時期に不確実性を顕著に高めたのである。したがって、設立母体の事業会社にとって、産業持株会社の存在は、リスク資産を分離し、本体の財務状態の健全性を保持する手段になったと考えられよう²⁹。

繰り返しになるが、戦時期の配当制限や有価証券の保有・売買を対象とする増税は、持株会社全般の経営にマイナスのインパクトを与えた。しかし、その大きさは、ポートフォリオ管理的手法に基づいた投資が可能な財閥持株会社と、投資先が基本的に設立母体の事業に規定される産業持株会社では異なる。また、産業持株会社でも、設立母体の業種によって差異があったとも推測される。王子証券の設立母体は、王子製紙であり、投資先は広汎な業種に亘っていたものの、多くは紙パルプを中心とする不要不急産業、あるいは国家管理が実施された電力業、鉄道省が買収を積極化した鉄道業であった。言い換えれば、王子証券は1930年代以降に進んだ重化学工業化、軍需工業の発展に対応した投資を行わなかった／行えなかったのである³⁰。これが、同社が43年に吸収合併されることになった理由であろう。この点は、東邦電力による東邦証券保有の合併事由の中にも見出すことができる。その一部を引用すれば、「時勢ハ急激ナル進展ヲ爲シ電氣事業界ニ於テハ電力國家管理モ近ク實施セラルル事トナリ且又産業其他各方面ニ亘リ統制ノ強化セラルル實情ヨリシテ證券保有會社存立

26 ただし、岡崎哲二〔1999〕は、今日の問題に引き付けた主張を積極的にしたわけではない。わずかに、純粹持株会社「推進論者は、異業種の効率の統合、分社化による経営の効率化、円滑な人事管理、経営チェック機能の強化などのメリットを強調した」と触れただけである（岡崎哲二〔1999〕『持株会社の歴史』ちくま新書、8頁）。

27 加藤健太〔2005〕「戦前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。

28 その原因は、金解禁による株価の崩落であった。株式市場は1928年以降、「金解禁が話題になるたびに低落を重ね」ていた。そして、30年4月の鐘淵紡績の減給発表をきっかけに株価が急速に下落し、その後も暴落を続けて、30年10月の製造業の株は28年6－7月の3分の1以下まで下がったのである。なお、この記事の対象は、東邦証券保有であったが、他にも、親会社の信用を背景とした「借金の激増」、「殆ど無限軌道式に手あたり次第に」広げた「投資の範囲」に批判が向った（『証券會社の正體』『ダイヤモンド』1930年9月21日号、中村隆英〔1995〕「金解禁と昭和恐慌—無配転落の企業統出—」有沢広巳監修『日本証券史1』日経文庫、161頁）。

29 こうした対応が可能であるのは、連結決算が適用されないという条件の下に限られる。加えて、純粹持株会社の存在が法律上認められない時代にも選択しえない。その意味で、産業持株会社は、極めて歴史的な存在であったと言える。

30 王子証券と王子製紙を一体と見做し、投資主体であったと考えれば、「行わなかった」となるし、王子証券に独立した組織としての主体性を付与すれば、王子製紙との関係から「行えなかった」となるだろう。

ノ目的ハ著シク縮小セラルルニ至レリ依テ此ノ際東邦証券ヲ東邦電力ニ合併スル事ハ電氣事業經營上却テ好影響ヲ招來シ最モ時宜ニ適シタル措置ト信セラルル³¹⁾」(下線=引用者)となる。東邦証券保有の主な投資先である電力企業は、電力国家管理³²⁾により発電設備の強制出資を求められ、その中には単独での存続を困難視して他社への合併、あるいは解散を選択する企業も少なくなかった。東邦電力は、こうした事態が東邦証券保有の存立目的を著しく縮小させると予想して合併に踏み切ったのである。この合併は1939年3月に認可申請が行われたため、王子証券のケースとは時期が異なるが、両社が直面した問題と設立母体を選択した対応(合併)は高い類似性を持つと言えるだろう。

他方、設立母体が時局産業に属した沖電気証券は、戦時経済の深化と歩調を併せる形で、事業を急速に拡大させた。太平洋戦争開戦時に140万円に過ぎなかった投資額は、終戦を迎える頃には1200万円(貸付金を含む)まで膨らんだのである。その要因として、沖電気が、軍需生産に対応すべく、「材料、部品、機械加工下請け、兵器生産などの協力会社を必要とし、それらとの関係を深める」ために、積極的な株式取得を実施したことが挙げられる³³⁾。ただし、三菱本社が戦時期に、既存の軍需関連銘柄の構成比を高め、新規の軍需関連銘柄を追加するなどポートフォリオの組み換えを加速したにもかかわらず、収益率を低下させたこと³⁴⁾に注目すれば、沖電気証券のパフォーマンスが必ずしも良好だったとは言えないだろう。このように、産業持株会社自体にも差異があり、王子証券のみを取り上げて、その投資行動とパフォーマンスの典型とし、存在意義を語り尽くすことには慎重を期す必要がある。この意味も含めて、本稿は試論の域を脱しておらず、今後に残された課題は少なくない。

(かとう けんた・本学経済学部講師)

【付記】

資料の閲覧に際して、紙の博物館の小嶋昌美さんには大変お世話になった。また、本稿の執筆過程においては、石井晋(学習院大学)、大石直樹(埼玉大学)、武田晴人(東京大学)の各氏から貴重なコメントを頂いた。ここに記して感謝の意を表したい。

31 東邦電力株式会社・東邦証券保有株式会社「会社合併認可申請書」1939年3月4日『鉄道省文書(第一種 鉄道免許 三重交通(元神都交通) 自昭和十二年至昭和十九年)』(国立公文書館所蔵)。

32 1938年3月、電力管理法、日本発送電株式会社法案、電力管理ニ伴フ社債処理ニ関スル法案および電気事業法中改正法律案の4法案が可決・成立し、翌39年4月に日本発送電が設立されるとともに、電気庁が設置された。いわゆる第1次電力国家管理である。さしあたり、電気庁[1942]『電力国家管理の顔末』日本発送電株式会社を参照。

33 沖電気証券の「投資会社一覧」(1944年3月末現在)によれば、株式保有先企業は32社(沖電気を除く)に上り、内訳は、(1)全株所有9社(沖電線、昭和電子工業、東京太田電機、西川伸銅工業、日本真空工業、沖電信機、大同電機、新阪伸銅所、ミクニ工業所)、(2)半数以上の株式所有11社(帝国精機製造、東京兵器製造、帝国合成工業、東海乾電池、富士精工、林通信機工業、瀬下電機製作所、三陽通信工業、日本電業、花塚電機、東亜電子)、(3)半数以下の株式所有7社(日本ハマライト、日本精密電機、東洋計器電機、東京電球硝子、岩本精機工業、大興電機製作所、早川電機)、(4)事業関係外の株式所有4社(満洲電電、戦時金融金庫、日本電信電話工事、札幌グランドホテル)となっている。なお、同社に資金を供給したのは、「沖電気の軍需会社指定金融機関である安田銀行」であった(『沖電気100年のあゆみ』、164-165頁)。

34 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。