

1920年恐慌前後における日本紙器製造の株主総会 (2・完)

—— 垂直統合戦略と資金調達をめぐって ——

加 藤 健 太

目 次

- 1 問題の所在
- 2 日本紙器製造の急成長と2人のトップマネジメント
 - (1) 紙業と紙器工業の黎明
 - (2) 星野錫と田島志一
 - (3) 競争力の源泉としての技術
 - (4) 設備投資と資金調達
 - (5) パフォーマンスの推移 (以上、前号)
- 3 垂直統合戦略をめぐる質疑応答 (以下、本号)
 - (1) 森林伐採権買収の狙い
 - (2) 輸送コスト
 - (3) 伐採期限
- 4 資金調達手段の変更——増資から借入へ
- 5 パフォーマンスをめぐる質疑応答
 - (1) 減配
 - (2) 危機と整理
- 6 結語

3 垂直統合戦略をめぐる質疑応答

前稿¹における日本紙器製造の事業展開とパフォーマンスの検討を通じて、株主総会を分析する準備は整ったように思われる。すなわち、同社が総会前に急成長を遂げ、メディアもその技術力を高く評価していたこと、生産体制の整備が追い付かないほどの注文に追われ、それは国内に止まらず、海外からも集まっていたことが明らかにされた。要するに、株主にとって、日本紙器の株式は投資対象として“有望”な銘柄に映った可能性が高い。以下で、株主と経営者のやり取りを追跡する際に、この点を念頭に置いておくことは有用であろう。

具体的な検証に先立って、1919年末時点における日本紙器製造の所有構造を確認しておきたい。同社の役員の多くは大株主であったが、筆頭株主の笠原孝太郎ですら持株率は5.4%に止まる (第1表²)。

1 加藤健太 [2015] 「1920年恐慌前後における日本紙器製造の株主総会—垂直統合戦略と資金調達をめぐって— (1)」『高崎経済大学論集』第58巻第1号。

2 第1表から第3表、および第1図は、加藤 [2015] に掲載されているので、そちらを参照されたい。

1,000株以上を保有する株主は34名、500株以上でも74名、総株主数1,623名に占める割合はそれぞれ2.1%と4.6%に過ぎない。つまり、ほとんどの株主は100株に満たない少数株主であった³。それは、第2節で指摘したとおり、1918年以降に日本紙器の株式が東京をはじめ、大阪、名古屋の各株式取引所に上場されたためと考えられる。彼・彼女らにとって、同社株式は1つの投資対象だったのである。

1920年3月25日開催の日本紙器製造の臨時株主総会では、2,500万円の増資が第1号議案として提起され、その主な使途である北満（満州北部）の森林伐採権⁴の買収が株主の関心を集めた。第4表を用いて、2,500万円という金額の根拠（使途）を明らかにしておこう。この表によると、「山林」自体は265万円であって、全体の1割強に過ぎない。ただし、パルプ工場とその機械設備、船舶購入費を加えると635万円で26.2%に達するから、北満で伐採した木材を利用してパルプを製造する事業全体は投資計画の大きな部分を占めたと見做せる。

社史はこの計画に次のような解説を加えている。すなわち、「満州の海林附近に約28万町歩の森林地帯を東洋拓殖株式会社から購入し、此処で亜硫酸パルプ、クラフトパルプ、碎木パルプを製造する事を計画し、かくして、パルプから製紙、紙器製造という一貫作業の、当時としては類例のない雄大な構想を描」（傍点=引用者）いたと⁵。ここで「森林地帯」とされている表現が、正確を期すと伐採権であることは上述したとおりである。では、この「類例のない雄大な構想」に対して、株主はいかなる反応を示したのだろうか。

第4表 増資の内訳

項目	金額(円)
「山林」	2,650,000
パルプ工場および機械設備	3,000,000
船舶購入費	700,000
製紙部機械設備	4,454,200
製紙部建物増築	1,616,870
凝結紙器部建築および機械設備	1,000,000
製材設備	3,230,000
第一工場追加設備（ボビン部を含む）	820,000
その他	6,778,930
合計	24,250,000

注) その他は、前計画に追加した機械設備、流通資金などである。

資料) 日本紙器製造株式会社「臨時株主総会議事速記録」1920年3月25日（資料番号B1-2-743）、15ページより作成。

(1) 森林伐採権買収の狙い

先ず、買収対象となった「山林」の概要を確認しておく。場所はウラジオストックとハルピンの中間に位置する海林にあり、目通り8寸以上のものを標準とした調査（標準調査）では、面積27万8,000町歩、材積は約1億3,544万石とされていた。ところが、実際に田島志一専務と鳩山一郎取締役⁶、山辺常重監査役の3名が実地調査をした結果、8寸以下のものを加えれば、面積は30万町歩以上、材積は1億5,000万石に増えるため、北海道や樺太の山林に比べて「非常に大きなもの」であり、7,500万円の価値⁷をもつと、田島は説明している⁸。

この「山林」に関して、メディアは、①東清鉄道の海林停車場の近くにあつて輸送が便利な点、②徳島県に匹敵するほど大規模な点、③「太古より一度も伐採した事のない大森林で、其密林の程度は北海道及樺太とは比較にならぬ位有利」な点、④製材用のベニ松は木材不足の現状に鑑みて「単に製材事業としても余程有望」な点を「会社当局者」の言葉として紹介していた⁹。

同時に、田島は株主総会の場で、この「山林」買収の狙いをパルプ原料の安定的な供給にあると

3 100株以上に広げると339名と20.9%に達するが、このうち100株ジャストの株主は86名に上る（日本紙器製造株式会社『株主名簿』1919年12月31日）。

4 本文で「山林」とカッコを付すのは、土地は「支那」の領土であつて、実際に買収するのは「伐採権」だからである。

5 日本紙業株式会社編 [1963]『日本紙業の50年』日本紙業株式会社。

6 鳩山は第二次世界大戦後に内閣総理大臣となる、あの鳩山一郎である（日本紙業株式会社編 [1963]）。

7 当然のことながら、ここに土地は含まれず、立木のみ価値である。

8 日本紙器製造株式会社「臨時株主総会議事速記録」1920年3月25日（資料番号B1-2-743）、4-5頁。

9 「日本紙器の増資決定」『ダイヤモンド』1920年3月1日号。

解説した。すなわち、主要な供給先の北米とカナダ、そして北欧（フィンランドとスウェーデン）の原木は減少傾向にあり、その価格は上昇傾向にある。今のところは海外からの輸入で賄えているかもしれないが、量と価格の両面で中長期的に調達可能といえるかは定かでない。さらに「我国は海外から多額の供給を得ることが将来出来るや否や甚だ懸念されて居」り、製紙業を営むうえで「根本的に安心を得る」ためにはパルプの自給が欠かせず、それに要する原木の安定的な確保には「山林」を入手するほかないと説明したのである¹⁰。

第5表に掲げたように、1913年から19年にかけて、原料木材使用量は101万石から339万石、木材パルプ需要高は12万トンから27万トンへとそれぞれ大幅に伸びたのに対して、木材パルプ輸入量は13年から14年にかけて前年割れを起こしている。その後も、1916年までは増えたものの翌年に激減し、19年になっても第一次世界大戦前の水準に戻っていない。この間のドイツから北米、スウェーデンおよびカナダへという輸入国の変化¹¹を考慮しても、安定的な供給とはいいがたい。加えて、輸入価額に目を向けると、1917年の280万円を底に19年には1,069万円へと4倍弱も増えている。これはパルプ価格の急騰を示すと見てよいただろう。要するに、田島の語った原料調達に関する懸念はデータからもある程度裏づけられる。

前稿でも触れたとおり、日本紙器製造の良好なパフォーマンスは低廉な原料の調達に起因する部分が小さくなかった。それは、収益性を大幅に上昇させた1918年6月期に「本期ハ材料ノ騰貴激甚ナリシニ拘ハラス前期ニ劣ラザル、利益率ヲ挙げ得タルハ、比較的低廉ナル原料ヲ米國ヨリ多量ニ輸入シタルノミナラス、内地品モ亦先高見越シラ為シテ常ニ仕入レヲ潤沢ナラシメタルニ由レリ」¹²と報告したことからも確認できる。それは同時に、原料価格の上昇が同社の経営に打撃を与える可能性の高さを示す。田島が、「山林」の買収による原料の安定的な確保を強調した所以である。

パルプの輸入については、株主（丸谷作蔵）が「戦前に独逸或は^{ノルウェー}ノルウェー、瑞典の方から沢山廉い物が輸入になったことを聞いて居りますが、今後其廉い品物が来るやうなことがあると、どの位になるか」という点は調査しているのかと質問している。将来的に安価な輸入パルプが利用できるのであれば、自給の必要性は小さいとの認識が念頭にあったのだろう。この質問に対し、田島は、カナダとドイツを例にあげてパルプ用木材の悲観的な見通しを示したうえで、仮に、これらの国に輸出余力が生じたとしても、自社の木材を使ってパルプを内製した方が安上がりであって、安価な輸入パルプによって「断じて打撃を蒙ると云ふことはない」と応じた¹³。輸入品との競合可能性について、丸谷はそれ以上質問を続けていない。株主は、国際的なパルプの生産動向の予測に関する情報をもち合わせていなかったため、この点を深く追及できなかつたと推察される。

第5表 製紙原料の動向

年	原料木材 使用量(石)	木材パルプ 需要高(トン)	木材パルプ 輸入量(トン)	木材パルプ 輸入価額(円)
1913	1,013,526	123,193	47,112	4,620,477
1914	1,165,620	134,868	44,994	4,574,212
1915	1,431,591	165,349	53,274	5,974,212
1916	1,793,869	192,244	57,274	9,017,719
1917	2,319,267	179,570	14,223	2,800,741
1918	2,786,067	223,211	28,493	6,835,589
1919	3,389,630	274,323	40,193	10,687,206
1920	3,938,360	306,482	46,338	13,190,383
1921	3,487,557	287,538	38,644	8,829,138
1922	4,184,580	367,000	65,606	11,755,421

注) 1918年以降の木材パルプ輸入価額には人絹用を含むが、ごくわずかである。

資料) 成田努『ダイヤモンド産業全書 8 パルプ』ダイヤモンド社、1938年、47、53、55ページより作成。

10 前掲「臨時株主総会議事速記録」2-3頁。

11 成田努 [1938]『ダイヤモンド産業全書 8 パルプ』ダイヤモンド社、56-57頁。

12 日本紙器製造株式会社『第十期営業報告書』1919年6月期、5頁。

13 前掲「臨時株主総会議事速記録」24-25頁。

(2) 輸送コスト

ここで注意すべきは、株主が、輸入パルプよりも低コストであるという説明にすぐに納得しなかった点にある。それは、別の株主（岡野富士松）が、輸送コストを含めた場合でも、市価の半分でパルプを調達できるのかと質問したことからも分かる。

日本紙器製造は、北満でサルファイト（亜硫酸）パルプを製造し、それを社有船で東京に輸送すると1トン当たり4銭5厘、パルプ部の利益を加算した場合は8銭強になると見積もっていた。田島専務は、より具体的に①海林-②ウラジオストック-③敦賀-④東京というルートを想定したうえで、1ポンド当たりの運賃は①-②間で2厘5毛、②-③間で2厘7毛、③-④間は貸切車扱で2厘2毛、これに積卸費用を加えて1銭以内との数値を示している。

それに対し、岡野は3回にわたって質問を重ねた。その理由を彼は「素人で分りませぬが、さういふ結構な山が今日まで放任されて居ったといふのは、何か輸送の便でも悪いのではないかといふ気が起りましたので質問したのであります。」と述べている。

その結果、次の点が詳らかにされた。すなわち、森林は北溝林と大海林の2つがあり、後者は近くを流れる海林河を使って輸送可能だが、後者は24~25マイルの軽便鉄道を利用する。問題は、現状の12ポンドレールを20ポンドレールに変更し、ケージを広げて複線化する必要があり、その費用も増資によって賄わなければならなかった点にある。田島は、松花江の近くにある他の「山林」を例に出して、海林を「北満第一流に位する」と自賛したが、輸送設備の補強を必要とする点だけをとっても、「第一流」とはほど遠いと考えた方がよい。それは、田島がこの「山林」の所有者が二転三転した様子を明らかにしたことからもうかがえる¹⁴。その意味で、株主（岡野）の質問は的を射ていたと評価できるだろう。

(3) 伐採期限

7,500万円の価値を見積もった「山林」を265万円で購入できるはずはないから、買収対象はあくまで森林伐採権にある。したがって、その権利をいつまで行使できるのか、言い換えれば、伐採期限はきわめて重要な意味をもつ。当然、株主（丸谷作蔵）の質問はその点にも及んだ。

この質問に田島専務は伐採期限を25年、森林が残っていれば延長も可能であると応答している。これを受けて、別の株主（三島丈之助）がその前の田島の「年々百五拾萬石づつ伐り出しても百ヶ年続く訳になります」（傍点=引用者）という発言を引用しながら、その差、つまり残る75年をかけないと伐採しきれない部分はどうするのか問い質した。対する田島は、結局、最大どのくらいの木材を伐採できるのかは、軽便鉄道の複線化など他の計画の進捗状況に依存するため正確には分からない。ただ、今回の増資で賄う設備が完成、稼働した場合、1年間で原木を150万石伐り出し、製材53万石、パルプ2万7,500トン生産できる計画だと説明した。これだと、設備の完成までは150万石に達せず、100年を超えて伐採し続けられるように思われる。

こうした説明に三島はまったく納得しなかった。そして、①「二十五年で処分が出来ないやうな場合は……」②「処分し切れないものまで買ってある訳でありますか」③「二十五年に伐るだけ値を払ったのですか、山全部買ってありますか」④「二十五年に出し切れない場合に……」⑤「破

14 田島の発言は次のとおり。「其処は従来東洋拓殖会社から金が出て経営する人がありました、所が資本主と経営者との間に面白からぬ経緯があったのが、丁度吾々がアチラの方面に山林を得たいと云ふ希望の所へうまくぶつかりました、さうして其間には色々なことがありまして結局吾々の手に入ることになったので、詳しく申し上げますと長いことであります」（前掲「臨時株主総会議事速記録」12-15頁）。

約になるやうな……」⑥「処分の出来ない分まで買ってあるやうに……」⑦「契約の二十五年で伐れないとなると……」⑧「二十五年で取って仕舞へないとなると……」といった具合に食い下がった¹⁵。⑤を除けば、ほとんど同じ内容である。

100年分の森林に対して、伐採期限を25年と設定したのは余計な買い物をしたのではないか（⑥）。深読みをすれば、25年分の森林伐採権のみを買収すればよかつたのではないか。三島の主張はこのように整理できる。8回に及ぶ質問に、田島は期限の延長が可能だから問題はないとほぼ同じ答えを繰り返している¹⁶。また、他の株主（布施勝治）は、契約の延長に際して新たな条件が付与されたり、また、追加的な資金が必要になったりするのではないかと尋ねたが、田島は、そうした条件はないし、そうした資金も生じないと応じてやり取りを終えている¹⁷。

株主は、年間150万石ずつ伐採しても100年もつ有望な「山林」という経営者の“売り文句”を鵜呑みにせず、逆に、伐採期限との差に目をつけ無駄な買い物である可能性を追求したのである。株主総会がこのような説明を求める場として機能していたことは注目してよい。

この点に関連して、1920年7月28日の定時株主総会では、株主（木村壬五郎）が、世間には買収対象の「山林」を「龐大な禿山、森林などは少しも無い山」あるいは「非常に悪い森林である」と「噂」する向きもあることに言及した。それに対して、田島は、メディア等を介した世間の評判を耳にしてはいるものの、報道内容は間違っており、実態は「写真」を見れば一目瞭然であるとして、輸送コストや材質など同様の説明を繰り返した¹⁸。後述するとおり、株主の「発言」の狙いが別の所にあったため、これ以上のやり取りは行われなかったが、日本紙器製造が買収契約を結んだ「山林」（の森林伐採権）は、外部から必ずしも高い評価を受けていなかったのである¹⁹。

4 資金調達手段の変更——増資から借入へ

1920年3月15日に起きた東京株式市場の大暴落を引き金に、株式・商品市場は惨落、銀行取付けも頻発する、いわゆる1920年恐慌が発生した。マクロ経済の急激な悪化は、日本紙器製造の資金調達にも直接的な影響を及ぼした。本節の関心は、それに対する株主の反応に向けられる。

日本紙器製造は1920年6月30日、先述の臨時株主総会で取締役役に一任された範囲内で、増資の実行延期を決定した旨を株主に通知した。「我財界ハ急転直下梗塞シ、経済界ノ悪化日ニ激甚トナリタルヲ以テ、予期ノ期ニ於テ増資ノ実行ヲ為スコト不可能」となったからというのがその理由であった²⁰。メディアも、恐慌下にあつて「増資の遂行には最も悪い時期であるから、若し財界が今後尚ほ此不振を続けるに於ては、其程度を縮小するの外はない。」と厳しい見方を示していた²¹。

この件に関する詳細な説明は、1920年7月28日の定時株主総会において、田島志一専務からなされている。問題は、増資を延期しても設備投資は進めていたから、機械代金や建設工事費などの支払に要する資金を別途調達しなければならないという点にあった。というよりも、この頃になると、

15 「……」の部分は筆者による省略ではなく、原資料の直接引用である。

16 前掲「臨時株主総会議事速記録」18-20頁。

17 同史料、23-24頁。

18 日本紙器製造株式会社「第十四期定時株主総会議事速記録」1920年7月28日（資料番号B1-2-741）、19-22頁。

19 ただし、管見の限りでは、「噂」を裏づける報道を確認できていない。少なくとも、「東洋経済新報」は、大海林について、「交通運輸の点に就いては、極めて便利な位地にある」とほぼ経営者側と同じ評価をしていた（「日本紙器とパルプ工場」『東洋経済新報』1920年7月17日号）。

20 日本紙器製造株式会社「第十四期営業報告書」1920年6月期、4頁。

21 「日本紙器の今期」『ダイヤモンド』1920年5月11日号。

日本紙器製造の株価は払込額を下回っており、増資は実質的に不可能と見られていた²²。加えて、主取引銀行であった七十四銀行（横浜）が恐慌の余波を受けて5月24日に休業を発表したため²³、日本紙器は従来と異なる調達ルート確保を迫られた。結論を先取りすれば、同社は、安田善次郎（安田財閥）のバックアップを得たこともあって、日本興業銀行（興銀）からの融資を取り付けることに成功した。

第2表からは、1919年12月期から翌年12月期にかけて、借入金が360万円から1,024万円まで膨らんだことと、41万円に過ぎなかった支払手形も422万円へと急増したことを確認できる。他方で、株金の払込徴収も行っていったから、負債だけで賄っていたわけではないが、負債に対する依存度が著しく高まったことは間違いない。

田島は株主総会の席上、借入金を確保できた事情に関して次のように説明している。すなわち、原料の木材の漸減や賃金の高騰²⁴、パルプ価格の上昇といった状況を考慮した場合、北満におけるパルプ生産計画を推し進めることが得策であり、そのためには600万円の資金が必要となる。興銀からはすでに「相当な金」を借りており、金融の逼迫する中で、この額の資金調達は容易でないが、安田善次郎は工場を視察し、「国家的の事業であるから自分が此資金に対しては十分なる保証をしてやろう」と支援を申し出てくれた。その結果、興銀も「従来沢山の金が出て居るに拘はらず、今回の事業救済資金中、他に例のない程の多額の金額をモウ一層奮発して出してやろうと云ふことになった」というのである²⁵。

第2表によれば、日本紙器製造の仮払金は1919年12月期の118万円から20年6月期に308万円、同年12月期には382万円へと急増している。このうち機械設備に次いで大きなウェイトを占めたのは「鉄道引込線、電力工事、其他諸設備」であった²⁶。つまり、同社は先述した木材輸送に用いる軽便鉄道の敷設に乗り出しており、もはや引き返すことは難しかった。したがって、拡張工事遂行のための資金調達は何か何でも実現しなければならなかったと考えられる。

興銀による融資は、後に衆議院議員の八並武治たちが「不当貸付」として高橋是清大蔵大臣の責任を追及したため、どのような形で実施されたかという点にある程度接近できる。ここで大蔵大臣が出てくるのは、先の600万円が大蔵省預金部から「臨時工業資金」として、興銀を通じて融資されたからである²⁷。

史料1²⁸

日本興業銀行カ日本紙器株式会社ニ対シ直接貸付ニ係ルモノ貳百九拾余万円アリ、之ニ対シテハ日本興業銀行ハ日本紙器株式会社ヨリ十分ノ担保価格アル工場財団等ヲ担保トシテ徴シ居レリ、右ノ外尚ホ六百万円ヲ貸付ケ居ルモ右ハ信用最確實ナル銀行カ十分ノ担保ヲ徴シ同

22 「日本紙器の上期」『ダイヤモンド』1920年7月1日号。

23 「安田保善社とその関係事業史」編集委員会 [1974] 『安田保善社とその関係事業史』同委員会、481頁。

24 「時事新報」は、日本紙器の職工600名が25日に経営陣に対し賃金の50%アップを要求したものの、その回答が男子15%、女子10%増に止まったことからストライキに突入した様子を伝えていた（「各工場の賃銀値上げ問題」『時事新報』1919年7月27日付）。この争議の結末は不明だが、経営陣が賃上げ圧力を感じたことは容易に想像できる。

25 安田善次郎は、「事業の実際を見て自分が保証をする以上どこまでも徳義上の責任を任ずるから、早速相当の手続をしたが宜い」と強い関与（コミットメント）を示唆したという（前掲「第十四期定時株主総会議事速記録」5-7頁）。

26 1920年12月期の数値を見ると、機械設備は254万円、「鉄道引込線、電力工事、其他諸設備」は72万円に達した（日本紙器製造株式会社『第十五期営業報告書』1920年12月期、6頁）。

27 「安田保善社とその関係事業史」編集委員会 [1974] 482頁。

28 「衆議院議員八並武治君外一名提出日本興業銀行不当貸付二付大蔵大臣ノ責任ニ関スル質問ニ対スル答弁書」1921年3月26日『公文雑纂・大正十年・第二十四巻・帝国議会五』（国立公文書館所蔵）。

会社ニ対シ割引シタル手形ヲ該銀行ノ裏書ニ依リ日本興業銀行カ再割引シタルモノニシテ、
何レモ債権ノ担保確實ナルヲ以テ質問書ニ云フカ如キ不当背理ノ貸出ニ非ス
右御答弁候也

大正十年三月二十六日

大蔵大臣子爵高橋是清

上掲の史料によれば、興銀は直接貸付と手形の再割引を通じて1,000万円近い資金を融通したことになる。『安田保善社とその関係事業史』によれば、興銀が融資にあたって、手形裏書保証者を要求してきたため、安田銀行が1.5%の保証料（9万円）を収受したうえで裏書保証をしたという²⁹。したがって、この史料に出てくる「信用最確實ナル銀行」は安田銀行と推測されるが、明確な証拠は提示できない。

田島の説明に対し、株主はそれほど強い異論を展開していない。ただ、ある株主（小西幸道）は、600万円のファイナンスが可能になったこと自体は評価しつつも、以下のように借入よりも増資を求めた。

史料2³⁰

併し借款をして置けば之に対しては相当な利息も払って行かなければならぬことである、又現在のやうな財界の状態では増資の決行は甚だ難しいことでありませうが、然るべき時期に於ては成るべく増資を決行して借金のないやうにして戴きたいと云ふのが自分の希望であります。

この株主が懸念したとおり、金融費用の負担はその後の日本紙器製造の収益を圧迫するのである。

付言すれば、先の臨時株主総会において、1,000万円以内の社債募集が議案の1つとして提起され、その時期や利率、発行方法は取締役に一任することが全会一致で決まっていた。これが増資と同様、社内外の情勢の変化によって棚上げされたことはいままでもない。したがって、資金調達手段は、資本から負債というだけでなく、直接金融から間接金融へも変わっており、同社は実質的に資本市場を通じたファイナンスの道を閉ざされたともいえよう。そうした状況の中で、株主は次第に不安感を募らせていく。その時、彼らが経営者に求めたことは何であったのか。節を改めて検討したい。

5 パフォーマンスをめぐる質疑応答

通常、個人株主の一般的な関心は、配当や売買益という形のカネそのもの、ないしそれらに直結する株価にあると考えてよい。繰り返しになるが、ここでの関心は、彼らがそうした利害をどのように主張したか、それに対して経営者がいかに応答したのかといった点に向けられる。以下、日本紙器製造の経営状態を概観したうえで、株主と経営者のやり取りに検討を加える。

29 保証期限は1921年8月2日に設定された。日本紙器の破綻に際して、安田善次郎が整理に乗り出すのは、この期限が迫っていたという事情による。すなわち、安田銀行は、整理を引き受けなければ、保証義務を履行しなければならなかったのである（『安田保善社とその関係事業史』編集委員会 [1974] 482-483頁）。

30 それ以外に株主が尋ねたのは、借入金ないし負債の金額くらいであった（前掲「第十四期定時株主総会議事速記録」10-11頁）。

再度断っておくべきは、ここで使う株主総会議事速記録は1921年1月31日付のものであるため、巨額の損失計上と無配転落、さらに減資という株主にとってきわめて重要な局面にメスを入れられない点である。ただ、それ以前の良好なパフォーマンスから一転、当期利益の大幅な減少を受けて、減配を実施しており、株主も無視できない事態が起こっていたことに違いはない。

(1) 減配

発足以来急成長を遂げた日本紙器製造は1920年代に失速する。第3表からは、①每期倍近くの伸びを示し、1920年6月期に523万円に達した収入が12月期に100万円以上の減少を見たこと、とくに実質的な売上高を示す「当期製品販売高」の落込みは大きく、総収入に占める割合も下げたこと、②こうした動きに対応する形で、支出のうち「前期繰越製品及び半製品」が著しく膨らんで構成比を大幅に上昇させたこと、その結果として、③当期益金も同期間に139万円から49万円へと激減したことが判明する。結局、「製品及び半製品」を計上して数字だけ収入を伸ばしても、翌期には支出として収益を圧迫するわけだから、増益には繋がらない。こうした悪循環を断ち切るべく、同社はその評価額を切り下げた。それは1920年12月期に102万円に達した「製品及び半製品」(第2表)を21年6月期の「前期繰越製品及び半製品」としては54万円に減額したこと(第3表)に示されている³¹。

こうした事態に対して、日本紙器製造は配当率を2割から1割へと引き下げた(第6表)。メディアは、拡張工事の遅延の影響を受けて生産高が減少する一方で、金融費用の負担増などによりコストが膨張するため、利益の大幅な増加は見込めないものの、それでも150万円程度の利益金を計上し、2割配当を維持する意向と報じていた³²。つまり、当事者の予想は大きく狂ったことになる。

株主に減配を告げる利益金処分案は、1921年1月31日の株主総会で議案として採り上げられた。議長³³の田島志一専務はこの1割配当を「甚だ遺憾」としながらも、「已むを得ざること」であって、代わりに役員が賞与を受け取らないことを併せて承認を求めた。もちろん、株主はこの提案をそのまま受け入れなかった。すなわち、株主(佐々木安則)は「資本金に対して余り少なくはないか」と述べ、田島の説得にも「私共には(承認が=引用者)出来ませぬ、前に二割の保証が付いて居る配当でございます」と食い下がっている。また、ある株主(名前不詳)は「若干余裕を存して株主の配当が一割以上に出来ませうか御見込を伺ひたい」と上乘せの可能性を尋ねた。これに対して、田島は「今期の配当より兎に角増すと云ふことは確信して」いると来期の希望を語ったのみで、明確な返答をしていない³⁴。

第6表 日本紙器製造の利益金処分 (単位:円、%)

年	期	法定積立金	別途積立金	配当金	役員賞与金	後期繰越金	配当率(年)	配当性向
1913	12	200				50		
1914	6	400	800	5,000	730	452	8.00	68.2
	12	500	2,000	5,000	865	743	8.00	57.8
1915	6	600	2,000	7,050	1,100	796	9.00	65.3
	12	750	2,500	9,000	1,400	1,206	9.00	64.0
1916	6	750	2,500	10,000	1,500	1,651	10.00	65.8
	12	1,100	2,500	15,620	2,000	1,795	10.00	73.2
1917	6	2,500	3,000	36,175	4,600	1,880	10.00	78.2
	12	4,800	10,000	63,000	9,000	9,035	12.00	67.1
1918	6	7,000	15,000	91,000	11,500	21,053	13.00	65.7
	12	13,000	40,000	163,000	24,500	25,666	18.00	66.5
1919	6	26,000	80,000	355,750	50,000	26,779	20.00	69.4
	12	55,000	200,000	500,050	100,000	101,261	20.00	53.8
1920	6	70,000	250,000	718,735	100,000	152,928	20.00	60.4
	12	25,000	50,000	500,000		64,289	10.00	102.8

資料) 日本紙器製造株式会社『営業報告書』各期より作成。

31 損益計算書では、「切下ケ額差引」と記載されている(日本紙器製造株式会社『第十六期営業報告書』1921年6月期、13頁)。

32 「日本紙器の今期」『ダイヤモンド』1920年11月21日号。

33 星野錫社長は1921年1月31日付で辞任した(前掲『第十六期営業報告書』4頁)。

34 日本紙器製造株式会社『第十五期定時株主総会議事速記録』1921年1月31日(資料番号B1-2-742)、15-19頁。

ここで株主の言及した「二割の保証」は、おそらく次のやり取りから解釈された数値と考えられる。すなわち、1920年3月25日開催の臨時株主総会において、「今迄は二割と居りますが、六百萬円の払込をしても事業が進んで行けば尚現在の配当は望み得られるのでありませうか」という株主（名前不詳）の質問に対し、田島は「それは現在の程度より以上に出来ます」と増配の可能性を示唆した。その根拠は、株金払込の前に当時進めていた機械設備の設置が完了し、生産の増加を見込めるからだという。彼は「少しも利益の減ると云ふことはない、却て増すことを確信して」いたのである³⁵。配当に関しては、新聞も2割据置を予想していたから³⁶、株主が期待するのも無理はなかった。

実際のパフォーマンスの推移は次項で検証することとし、ここでは、株主（大野孫平）が、繰越金が少ないのだから1割以上の配当が困難なことには理解を示す一方で、次期の利益予想および増配の根拠について具体的な説明を求めた点に目を向けたい³⁷。

田島は1921年6月期の予想利益について、総額600万円に上る各種製品の生産計画³⁸、機械が完備されてない点を考慮して約1割減じた553万円という生産額、そこからコスト（原料費及び製造費365万円＋営業費61万5,000円）を差し引いた126万5,000円という利益見通しを語った。次いで、同年12月期に関しては、950万円の生産額、600万円の原料及び製造費、57万9,800円の営業費、43万8,450円の支払利息を列挙したうえで、248万円もの利益を計上できるとの見解を示した。そして、すべての設備が本格的に稼働する1922年6月期には、1,380万円の生産額に対して原料費及び製造費755万円、営業費86万3,000円、これらに100万円の減価償却を実施しても差引445万円の当期益金を確保できる。それゆえ、2割、あるいは2割以上の配当も可能かもしれない³⁹。このように株主の期待感を煽ったのである。

株主（大野孫平）は、この説明に理解を示し、「どうか予算の通りに上りますやう重役諸君に充分の御努力を御願したいと思って居ります」と述べて原案に賛成している⁴⁰。田島は総会の冒頭で、機械の設置と稼働状況、各種製品の需要動向と生産動向など事業活動に関して時に具体的な数値を交えながら説明しており、それに対しては、別の株主（内山卯之助）が機械の購入金額とその支払状況を尋ねたくらいで、利益予想に疑義を挟むほどの強硬な姿勢を見せることはなかった⁴¹。次項で述べるとおり、実際の決算は、田島の説明とかけ離れた数値を列挙することになるのだが、株主は、経営者に反駁するだけの情報も知識も論理ももち合わせていなかったのだろう。その意味では、日本紙器製造の株主総会は、経営者の説明責任を追及することで彼らを律するという機能を十分に果たしていなかった。しかし、株主と経営者間の情報の非対称性を考慮すれば、一般株主にそこまで期待するのは酷かもしれない。

ここでは、同じく経営者の規律づけという面から見た場合、興銀をはじめとする金融機関（債権

35 前掲「臨時株主総会議事速記録」21-22頁。

36 その根拠として、1920年12月期の総利益金を抄紙部、紙器部ともに50万円の計100万円と予想し、払込資本金に対するその割合を40%に達すると見込んだ。さらに、来期以降の大型容器製造やアートペーパーの抄造、大阪第三工場の稼働を期待しての数値であった（『日本紙器 配当二割据置か』『中外商業新報』1919年12月9日）。

37 大野は、「利益がさう無いものを無理に配当をすと云ふやうな方法も出来ないと思ひますし、又さう無理なことをするのは会社の将来の爲めに感心をしまいと思ひます」と至極真つ当な発言をしている（前掲「臨時株主総会議事速記録」24-25頁）。

38 具体的には、黄ボード735トン、茶ボール1,500トン、コンテナボード1,025トン、マニラボード3,000トン、アート紙600トン、レジャー紙600トンとされた。

39 負債の返済については、次のように解説する。すなわち、各期に減価償却を100万円、積立金を100万円、後期繰越金等を91万円それぞれ計上すると、1年間に合計582万円になる。それを3年間継続すれば1,500万円の負債の返済も「難くはありませぬ」と。

40 以上は、前掲「第十五期定時株主総会議事速記録」24-29頁による。

41 同史料、2-8頁、11-12頁。

者)もまた問題を抱えていた点に注目したい。以下、「日本興業銀行不当貸付ニ付大蔵大臣ノ責任ニ関スル質問主意書」という史料を用いて、興銀融資のどこが問題視されたのかという点に接近してみよう。前節で触れたように、この主意書は、八並武治ともう1人の衆議院議員が、興銀の日本紙器製造向け融資を不当貸付と断じて大蔵大臣にその責任を問い質した文書である。質問のポイントは次の諸点に求められる。

- (a) 興銀の救済融資は、日本紙器製造の経営再建に少しも効果を発揮せず、それどころか「社内ニ紛ヲ惹起シ益其経営」を悪化させて、債権の回収を困難ならしめた。
- (b) 日本紙器製造の事業内容は「頗ル不健全」であって、好況ならともかく不況に見舞われれば「到底存立ヲモ全フシ得」ないことは、経済事情に通じる者の共通見解である。
- (c) 興銀から借り入れた資金500万円のうち425万円は、「蝸配当資金ニ流用」された。
- (d) 興銀は、事業拡張資金として600万円を新たに貸し出す際、「格別ノ調査ヲモ為サズシテ直チニ之レカ要求ニ応ジ」た。

資料上の制約により、これらの指摘の正否を判断することはできない。しかし、(d)について、安田銀行から保証を取り付けて融資に応じたことから見て、十分な審査のうえに実施したようには思えない。また、結果から判断すれば、(b)も妥当であったといわざるをえない⁴²。八並らは、下記の言葉を重ねて高橋大臣（と興銀）の責任を追及する。

史料3⁴³

一、抑モ日本興業銀行ハ工業振興ニ関スル補助機関トシテ、其業務ノ遂行ニ付テハ最モ慎重公平ニスヘク、苟モ因縁情実等ニ基キ資金ノ借出シ等ヲ為スヘカラサルヤ論ナシ、然ルニ右ニ述ブル日本紙器株式会社ニ対スル金壱千壱百萬円ノ貸出シノ如キハ、何レノ点ヨリ見ルモ不当背理ノ甚シキモノニシテ、当事者ノ為スヘカラサルモノト云ハサルヘカラズ（傍点=引用者）

この史料に見られるとおり、大口債権者である興銀もまた、日本紙器製造の実態を十分に把握できていなかった可能性が指摘された。ただ、1920年恐慌に対し、政策当局として事態の收拾を図るうえで、個々の融資案件にどこまで厳密な審査ができたかは検討の余地を残す。興銀もまた政府の救済スキームの中で業務を遂行せざるをえない存在だったからである。そして、1921年1月以降、利害関係者の関心は、誰がどのように“ツケ”を払うのかという点に移行するのである。

(2) 危機と整理

(i) 損失の顕在化

第3表に掲げたように、日本紙器製造の業績は1921年に入って惨落する。1920年12月期に400万円を超えた収入は翌年6月期に100万円を切るまでに落ち込んだ。『営業報告書』はその要因として、

42 「日本興業銀行不当貸付ニ付大蔵大臣ノ責任ニ関スル質問主意書」1921年3月25日『公文雑纂・大正十年・第二十四巻・帝国議会五』（国立公文書館所蔵）。

43 同史料より一部抜粋。

①マクロ経済の悪化、②運転資金の逼迫にともなう事業活動の抑制、③亀有工場の一時閉鎖等にもなう減産をあげている⁴⁴。その後も業績の悪化は続き、収入は1922年6月期の83万円を底に反転の兆しを見せたものの、当期益金は21年6月期に120万円超もの損失を計上して以降、70-80万円の赤字決算を続けたのである。この間、同社の収益性が著しく低下したことはいうでもない（第1図）。

1920年12月期の『営業報告書』は、亀有第二工場が機械設備据付のために一時的に運転を停止しなければならず、また、海林の製材工場も「引継後整理ヲ要スルモノ」があり、予定の生産数量に達しなかったことを収入減の理由にあげていた。その一方で、これらの工事はいずれも「生産能率ヲ増進スル為メノ施設」であり、「将来ニ於テ今期ノ及バザリシ処ヲ挽回スルニ余リアルコト多言ヲ要セズ」と述べ、凝結紙器⁴⁵部の工事竣成、大阪の第三工場の機械設置、上海出張所の開設（1920年9月）による市場開拓にも触れたうえで、「各方面ノ其基礎漸ク整ヒ将ニ其能率ヲ十分ニ發揮セシメントシツ、アル現状ナリ、随テ次期ニ於テハ必ズ相当ノ成績ヲ挙ゲ得ベキ予定ナリ」と締め括った⁴⁶。

とはいえ、日本紙器製造に将来の利益を展望するような余裕はまったくなかった。1921年1月31日、星野錫社長は辞任し、後を襲った鳩山一郎がとりあえず整理の陣頭指揮を執ることになった。しかし、翌月には支払手形の決済不能に陥って破綻の発表を余儀なくされる。この発表を受けて、破産提起（13件）、手形訴訟（百数十件）、高利借入返済請求（二百数十件）が相次ぎ債務関係は複雑化の様相を呈する。こうした事態に直面して、田島専務ら役員は、任期満了を理由に鳩山を除いて引責辞任、つまりは逃げ出したのである⁴⁷。

鳩山社長は、興銀の土方久徴総裁と安田善次郎に支援を要請する一方、株主の協力を取り付けるべく、3月初旬、麴町富士見軒に200株以上の大株主を集めて会合を開いて窮状を訴え、同時に、経営実態を把握するため、7名の「調査委員」を選任して調査を委嘱することを決めた。そのメンバーは詳らかにならないが、3月8日、12日、15日の3回にわたって2月末日時点の貸借対照表など各種帳簿類を精査し、19日開催の「大株主会」で結果報告を行ったとされる⁴⁸。

この調査によって、巨額の損失の存在が明らかになった。『東洋経済新報』の記事を使って少し詳しく見てみよう。

日本紙器製造の損失は、①1921年2月28日の貸借対照表に記される413万6,193円、②仮払金勘定の中で欠損と見做すべき51万8,516円（支払利息45万9,017円など）、③市価の下落による損失を推定すべき在庫品45万7,500円、④時価の下落による損失を推定すべき製品6万5,645円、⑤「山林」勘定の中で欠損と見做すべき支払利息その他84万0,091円、⑥払込未登記分に属する登記料支払見込み額1万8,350円、の総計603万6,295円に上る。①のうち380万3,972円は1920年12月期までに発生した欠損、残りは21年1月分と2月分である。③はパルプ類183万5,000円の2割5分、④は総額の1割で算出されている。

これに対して、各種積立金と繰越金が合計100万7,000円強⁴⁹あるから、差引502万9,000円が正味の損失になる。なお、「山林」及びパルプ事業勘定、仮払金、大阪支店勘定など「曖昧なるもの」が

44 前掲『第十六期営業報告書』5頁。

45 凝結紙器とは、砲弾の先端に取り付ける石膏とパルプ混合の装置であり、正式呼称を「鉄工弾自爆防止器」という。この製品は海軍の支援を受けて、1919年2月に完成した。

46 前掲『第十五期営業報告書』2-3頁。

47 「安田保善社とその関係事業史」編集委員会 [1974] 482頁。

48 「日本紙器乱脈、善後策唯一」『時事新報』1921年3月29日。

49 1920年12月期の貸借対照表によると、法定積立金は25万7,450円、別途積立金は61万0,300円、前期繰越金は15万2,927円50銭、その合計は102万0,677円50銭であり、数値は一致しない（前掲『第十五期営業報告書』7頁）。これは両者の貸借対照表の作成時期の違いに基づくズレと推測される。

少なくないため、欠損額を1,000万円以上と推測する見方もあるが、「的確に知る由がない」とも報じている⁵⁰。いずれにしても、日本紙器製造の経営陣が、決算に関して説明責任を真つ当に果たしてきたとはいえない。そして、この“ツケ”は、減資という形で株主も払うことになったのである。

(ii) 減資と優先株発行

1921年4月12日、日本紙器製造は臨時株主総会を開き、500万円の減資と1,000万円の優先株発行を内容とする整理案を提出、併せて役員補欠選挙と20年3月25日の臨時株主総会決議（2,500万円の増資と1,000万円以内の社債募集）の取消、定款の変更を議案として提出し、総会はこれらを「満場一致」で可決した⁵¹。役員補欠選挙では、安田財閥から猪木士彦、齋藤淳、守屋此助の3名が取締役、原田虎太郎が監査役に選ばれている。その際、安田側は、上記の減資と優先株発行に加えて、600万円の欠損額を承認することと、旧株式は当分の間無配とすることを役員就任の条件として突き付けた。さらに、鳩山社長に対して、1,000万円の債務に関して1ヶ年の据置、年6分、10ヶ年賦償還を債務者に承諾させるよう誓わせたという⁵²。安田財閥は、日本紙器の経営にコミットするにあたり、複数の役員を派遣して監視の強化を図るとともに、コミットメントの条件を派遣先の経営者に提示しリスクの制御に努めたと解釈できる。

しかしながら、日本紙器製造の整理は容易に進展しなかった。まず、減資と優先株の発行を軸とする整理案は「実行困難ノ事情相生シタ」ために1921年7月31日の定時株主総会でその決議を取り消され、減資手続きは停止、すでに提供された株券は株主に返却されることになった。その間、6月7日に安田系役員4名の辞任という事態も発生している。次いで、資料上の制約から詳細はまったく不明だが、興銀の土方総裁の「好意」によって、「前回トハ雲泥ノ差アル有利ナル条件」で優先株が発行可能となり、一転、減資と増資の手続きを再開した。また9月以降、3回の債権者集会を開催、大口債務の処理は興銀、安田、東海および中井の各行間で合意に達し、小口債務の処理も条件付きで12月に解決した⁵³。

1922年1月31日開催の株主総会は、500万円の減資と1,000万円の優先株発行を決議し、この決議に基づいて2月9日、株式併合のための株券提供期限を5月10日に定め、当該期間に提供のない場合は株主の権利を失う旨を株主に通知する一方、6月17日優先新株式の申込期限を6月26日から30日に定めて募集の手続きを開始した。そして、6月27日に東京区裁判所、30日に大阪区裁判所でそれぞれ資本金額を500万円に変更する登記をして、減資を完了させたのである⁵⁴。

この株主総会では経営陣も刷新された。鳩山一郎社長は残留したもの、宗三郎常務と土屋興

50 以下の記述は、「日本紙器減資か」『東洋経済新報』1921年4月9日号による。

51 この減資は2株を1株に併合する方法を採用し、株券提供期日を7月14日に設定して4月13日に株主に通知すると同時に新聞広告に掲載した。減資決議に対する異議申出期日は6月27日に設定され、その催告書を4月15日、72名の債権者に発送するとともに新聞広告を出した。結果、異議申立ては9件を数えた。また、手形金請求の訴訟事件9件、破産申請事件5件については、東京地方裁判所を舞台に係争することになった（前掲『第十六期営業報告書』1-6頁）。

52 「安田保善社とその関係事業史」編集委員会 [1974] 483頁。

53 債務の大部分は2ヶ年据置、8ヶ年の年賦償還という条件で債権者の承諾を得ている（日本紙器製造株式会社『第十七期営業報告書』1921年12月期、4頁）。

54 日本紙器製造株式会社『第十八期営業報告書』1922年6月期、1-6頁。なお、この時期、減資は事業整理の1つの手段として多くの企業で採用された。例をあげれば、大阪製糸、相模紡績、大日本紡織、熊野紡績、日東鋼鉄、和歌山鉄工、東京市街自動車、日本鋼管、中西木材といった企業の減資計画が報じられた（「減資計画の続出」『大阪毎日新聞』1921年6月26日）。

齋藤直は、戦前期における減資の特質として、規模が極めて大きかったこと、損失処理にともなう「形式的減資」が大半を占めたこと、減資に先立って実施された巨額の損失計上は、固定資産勘定や手持品勘定といった費目に属する資産評価損をその内容としていたことを明らかにした。そして、こうした資産評価損の計上の背景に、株主への分配を過度に重視した「株主主権的な企業システム」の「負の側面」を見出している（齋藤直 [2009] 「戦前期日本企業における減資——株主主権的な企業システムの側面」『証券経済研究』第67巻）。

取締役は退任、向井倭雄常務は監査役となって経営陣から外れた。代わって、興銀出身の植田隆が専務、安田財閥出身の川崎清男が常務にそれぞれ就任した⁵⁵。この間、安田財閥の持株会社である保善社と安田善次郎は日本紙器製造の株式を保有していたが、それは必ずしも積極的な関与を示していない。すなわち、1920年6月末時点の「株主名簿」に登場する保善社の持株率は2%程度に過ぎず、筆頭株主でもない⁵⁶。善次郎名義の株式を加えても、持株率に大きな変動は見られないのである（第7表）。その意味で、安田は同社の再建を確実視していなかったと推察される。

1922年6月期の『営業報告書』は、工場設備が完成し、生み出された製品の販路開拓に努め、市況の改善にめぐり合えれば、「営業上ノ面目一新スルニ至ルベシト雖、前途大ニ堅忍持久ノ覚悟ヲ要スベシ」と厳しい認識を示している⁵⁷。実際、新たな経営陣の指揮下で、日本紙器製造の再建がすぐに果たされたわけではない。それは、1922年12月14日に安田財閥の傘下に収まって以降しばらく経ってからのことである⁵⁸。

6 結語

以上、日本紙器製造を題材に、株主総会における株主利害の主張のあり方とそれに対する経営者の応答を具体的な「発言」に則して検討してきた。最後に、冒頭に示した問題の所在を念頭に置きつつ分析結果をまとめておこう。

株主総会で企業側を代表して出席したのは、星野錫社長と田島志一専務であり、何れも印刷業ないし製紙業に関する専門的な知識と経験を積んだ経営者であった。ただし、星野は複数の企業の役員を兼任していたほかに政治家の顔もっており、実務面での役割は限定的だったと思われ、総会での発言もほとんど確認できなかった。したがって、総会で株主の質問に応答したのは専ら田島であった。

株主は自らの利害をどのように主張したのか。第1に、彼らは、増資の理由の1つであった北満の森林伐採権の買収に強い関心を寄せた。田島専務は、この買収の狙いについて、国際的な製紙用パルプの供給事情とその展望を示しながら、安定的かつ安価な原料調達のためには自給体制の確立が有利であることを説いていた。つまり、垂直統合の合理性を強調したのである。

この説明に対して、株主は輸送コストと伐採期限の点から田島専務を追求した。前者に関して、彼は輸送経路と細かいコストを説明して有利性を強調したが、株主はそうした有望な“物件”が残っている理由を重ねて問い質した。その結果、輸送コストの低下には鉄道設備に対する新たな投資が必要であることが明らかにされ、経営者の見積りの甘さが露呈した。次いで、伐採期限につい

第7表 安田財閥による株式保有状況

年	月	保善社			安田善次郎		
		株	%	位	株	%	位
1920	6	5,130	2.6	3			
	12	5,130	2.6	3	970	0.5	32
1921	6	4,230	2.1	3	970	0.5	23
	12	3,630	1.8	3	970	0.5	25
1922	6	1,665	1.7	4	485	0.5	27
	12	1,965	2.0	3	485	0.5	23

注) 1. 「株主名簿」は各月末のものである。
2. データとしては持株数、持株率および株主としての順位を掲げてある。
資料) 日本紙器製造株式会社「株主名簿」各期より作成。

55 「安田保善社とその関係事業史」編集委員会 [1974] 483頁。

56 ちなみに、1921年6月末と12月末の筆頭株主は横浜市長の久保田正周（持株数7,423株、持株率3.7%）、22年6月末は同市長代理横浜市助役の三松武夫（持株数3,711株、持株率3.7%）、22年12月末は横浜市長の渡邊勝三郎（同）であった（日本紙器製造株式会社「株主名簿」各期）。

57 前掲「第十八期営業報告書」7頁。

58 興銀の宝来市松副総裁が日本紙器の経営を「安田に一任」することを指示したため、この日に植田専務が辞任し、経営権が安田財閥に移行したと考えられている（「安田保善社とその関係事業史」編集委員会 [1974] 483-484頁）。

ては、田島の100年以上伐採可能という“売り文句”を株主がどのように受け止めたのかがポイントとなる。本論で明らかにしたように、彼らはそれを鵜呑みにしなかったばかりでなく、25年という契約期間との差に目を付けて、伐採しきれない部分（75年分）に対する投資は無駄ではないかと繰り返し追求した。

このように、取締役・監査役の説明義務が法的に課されていない制度の下で、株主総会が、説得性の高い説明とそれを裏づける論拠の開示を求める場として機能した（可能性をもつ）点は注目してよい。より強調したいのは、株主が先行研究で取り上げられた利益金処分や資金調達手段、役員選任に止まらず、経営戦略（森林伐採権の買収）の内容に立ち入って説明を求めたことである。こうした点は、議事録を用いて株主の具体的な「発言」を検証しなければ明らかにならなかつただろう。

1920年恐慌の発生にともなう金融逼迫の煽りを受けて、日本紙器製造の資金調達計画は増資（と社債発行）から借入へと大きな変更を迫られた。この点について、株主は金融費用の負担増に懸念を示し、増資の早期実施を希望したくらいで強い異論を唱えてない。経営環境から見て、仕方がないと判断したのだろう。

ただし、第2に、株主は、自らの金銭的利益に直結する減配には当然のことながら抵抗を示した。曰く、経営陣は2割配当を保証したのではないか、1割配当に上乘せはできないのか、と。一方で、十分な利益を計上していないのに無理な配当をすることに反対する株主も存在した。至極真つ当な意見といってよい。第6表によれば、1920年12月期の配当性向は102.8%に達しており、1割配当でさえ、当期純益金では賄えていなかったからである。この株主は重ねて利益見通しを質問しており、それに対して、経営者（田島）も数値を上げて詳しい説明をしていた。その内容は、結果からみればあまりに楽観的であり、実態とは大きくかけ離れた数値の列挙であったが、株主は経営者の見通しの甘さを追求しなかった。否、できなかったのかもしれない。

第8表には、この論文で対象にした3回の株主総会で「発言」した株主の氏名と所在地、発言回数、保有株式数を示しておいた。氏名の「不明」なケースが多いことに加え、総会で「発言」しているにもかかわらず、株式名簿で名前を確認できない株主（小久江真鉄と木村壬五郎）がいるなど不十分な点はあるものの、株式保有と「発言」の関係の一端くらいは捉えられるだろう。

この表からはまず、佐々木安則や田丸節、大野孫平など500株超の「発言株主」を見出せる。しかし、彼らが毎回活発に「発言」した様子をうかがうことはできない。また、臨時総会で9回も「発言」をした三島丈之助はその時点こそ80株保有していたが、その後は保有株式数を減らし、1920年12月末日の「株主名簿」には登場していない。したがって、彼は株式を順次売却したと推察される。ごく限られたサンプルではあるが、総会で声を発したからといって、株主として長期的かつ強くコミットしたわけではない。

加えて、新聞等のメディア以外の情報源にアクセスできない株主は、経営者の挙げた具体的な数値に反駁する材料をもち合せていなかったであろう。さらに、1920年恐慌直前までの日本紙器製造の急成長と大幅な増益、そして相次ぐ増配という記憶が、株主の追求の手を緩めさせる要因になった可能性も否定できない。

他方、森林伐採権の買収に関して積極的に「発言」した岡野富士松は50株、同じく丸谷作蔵は120株を保有していた。1919年12月末日時点の保有株式数別の株主数を示した第2図によれば、500株超の株主数は100名に満たないものの、100株超の株主は少なくない。310名を数える50株以上100株未満の株主の1人、すなわち岡野の評価は難しいが、10～20株といったわずかな株式しか保有

第8表 株式総会における株主の発言回数と保有株数

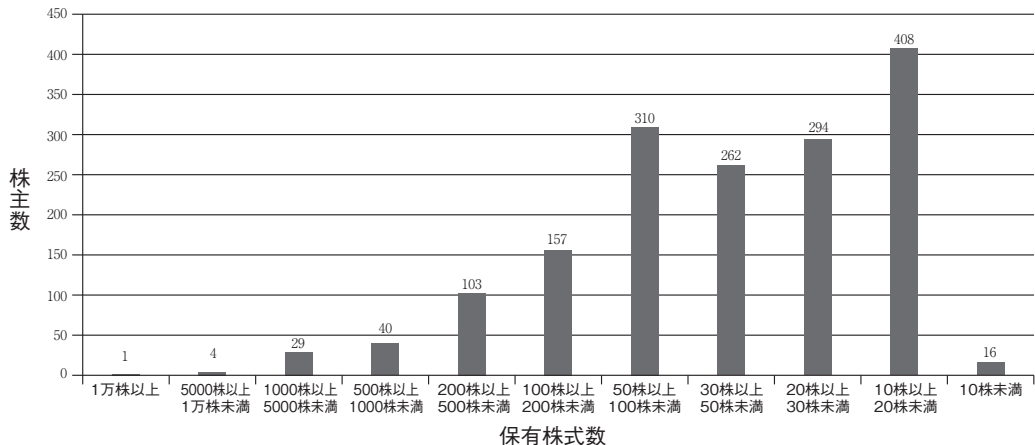
氏名	所在地	臨時	1919年12月	第14回	1920年6月	第15回	1920年12月
		回	株	回	株	回	株
岡野富士松	東京市	4	50				
生尾久治	東京市	2	500		500		470
小西幸道	東京市	1	30	4	30	3	30
丸谷作蔵	岐阜県	3	120				120
田丸節	千葉県	2	640	2	770		770
三島丈之助	東京市	9	80		30		
小久江真鉄		9					
布施勝治	東京市	2			20		20
柳澤房吉	長野県	3	200		200		100
小山良吉	東京市	3	314		214		214
青木洗之允	東京市			1	40		
木村王五郎				1			
内山卯之助	東京府		20			6	20
佐々木安則	東京市		1,000		1,550	6	1,550
笹岡雅徳	東京市		500		500	4	500
國分守	福島県					2	30
久保田康美	神奈川県					2	10
大野孫平	東京市		600		770	2	770
不明		11				14	

資料) 日本紙器製造株式会社「株主名簿」1919年12月31日、1920年6月30日、1920年12月31日、
日本紙器製造株式会社「第十四期定時株主総会議事速記録」1920年7月28日（資料番号B1-2-741）、
日本紙器製造株式会社「第十五期定時株主総会議事速記録」1921年1月31日（資料番号B1-2-742）、
日本紙器製造株式会社「臨時株主総会議事速記録」1920年3月25日（資料番号B1-2-743）。

- 注) 1. 不明は、株主の名前の記載がないことを意味する。
2. 臨時は1920年3月25日に開催された臨時株主総会を示し、第14回は1920年7月28日開催の定時株主総会、第15回は1921年1月31日開催の定時株主総会を意味する。
3. 大野孫平は表に示したほかに東京堂専務取締役として1919年12月末日と20年6月末日の時点では500株、20年12月末日時点で200株を保有していた。

しない株主の「発言」は、少なくとも氏名と持株数の判明する範囲内では確認できていない。彼・彼女たちは「発言」よりも、「退出」を選んだのかもしれないが、推測の域を脱せず、この点の検証は他日を期すほかはない。

第2図 日本紙器製造の株式所有構造—1919年12月末日時点



資料) 日本紙器製造株式会社「株主名簿」（1919年12月31日現在）より作成。

経営者に対する説明責任の追求、あるいはそのような行為を通じた経営者の規律づけは、株主のみが果たすべき役割ではない。銀行（債権者）もまた株主とは異なる利害をもって、融資先の経営を監視する動機をもつ⁵⁹。ただし、本論で明らかにしたとおり、最大の債権者であった興銀は、日本

59 最近、「債権者による規律づけ」という視点から、戦前期日本における電力業の企業統治を詳細に分析した、とても興味深い研究が発表された（北浦貴士 [2014] 『企業統治と会計行動—電力会社における利害調整メカニズムの歴史的展開』東京大学出版会）。その検討は本稿の守備範囲を超えるため、他日を期すこととしたい。

紙器製造の経営実態を正確に把握できていなかったように思われる。それ以前の問題として、(大戦ブームから)1920年恐慌前後という時代に、社内外の情勢を的確に読み解き、中長期的な見通しをもって経営の舵取りをすることは、インサイダーにとっても容易なことではなかった。それは当時、企業の経営破綻が相次いだことに示されるとおりである。

したがって、そうした時代にあっても、株主総会が経営者に説明を求める場、言い換えれば、経営者が(株主に)情報を開示する場として機能したことは改めて強調してもよいだろう。

(かとう けんた・本学経済学部准教授)

<付記>

本稿の執筆過程では、史料の調査・閲覧にあたり、北海道立文書館のスタッフにとってもお世話になった。また、N-1のメンバー、とくに日向祥子氏(静岡大学)、そして本誌レフリーからは有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝の意を表したい。なお、この論文は、2014年度高崎経済大学競争的研究費による研究成果の一部である。

Shareholder's Meeting of Nihon Package during the 1920 panic — Centering on Verticalization Strategy and Fund Raising —

Kato Kenta

The paper focused on Nihon Package Co.,Ltd and attempted to ferret out the truth about the shareholders' meeting managed by Shiichi Tajima, senior managing director through the analyses of the dialogue between management and shareholders. The major analysis results are as follows.

Firstly, Tajima explained the purpose to purchase mountain forests in relation to a bill (capital increase) in details at the shareholders' meeting that verticalization strategy was reasonable for stable and inexpensive raw procurement. What's remarkable with the dialogue is a shareholder's question for his explanation in terms of the cost. The question resulted in disclosure of another information on the need for additional investment.

Secondly, despite a conflict of opinion on dividend policies and so on not only between management and shareholders but among shareholders, many shareholders accepted a shareholder's claim when he made a statement on the grounds of insufficient information that he would delegate authority the right to make a decision to management. From this, it is considered that shareholders trusted in Tajima trying to achieve accountability using actual figures.

As just described, it would be noteworthy that the shareholders' meeting served as a place of disclosure and communication under the system where management was not required legally to take accountability for shareholders.