

## 戦前期昭和電工の財務

麻島 昭一

## 1. はじめに

昭和電工については、拙稿「昭和電工の成立事情」において財務的側面からの考察をおこない、同「昭電・森企業集団の人的側面」において同社の株主構成・役員構成を含む人的側面、持株会社としての役割を考察したが、財務的側面からの考察はまだ不十分と考える。すなわち前者の拙稿では、「財務的側面」と副題を付けたが、一つには昭和電工成立における前身2社（日本電工と昭和肥料）と東信電気の財務内容、成立後の昭和電工の財務内容に関心があつたし、二つには合併後の投資計画を内部資料から検討している。本稿は、二つ目の問題に関し筆者のいわゆる「収支構造分析」<sup>①</sup>を適用して、財務的側面の考察を補強するものである。もち

## 目 次

1. はじめに .....	1
2. 資金需要の内容 .....	3
1) 設備投資 .....	3
2) その他 .....	8
3. 資金調達 .....	9
1) 事業収支分析 .....	9
2) 調達方法—金融収支分析 .....	12
3) 資金繰表 .....	14
4) 借入先 .....	18
5) 社債関係者 .....	28
4. むすび .....	30
〈編集後記〉 .....	32

ろん「収支構造分析」の結果は、昭和電工の財務行動の軌跡を示す意味で一定の意味を持つが、さらに本稿では内部資料から同社の資金繰りの実情に接近することを狙っている。企業の資金繰りは通常、外部からは知り得ず、そのためにこそ外部からの接近の手段として「収支構造分析」を施し、大まかな「資金繰り的なもの」として意味づけつつもりである。しかし「収支構造分析」では財務の大きな流れを把握することはある程度可能であっても、別言すれば企業の投資政策・資金調達政策を結果から推定することは可能であっても、当然ながら現実の投資・資金調達の過程までを把握することはできない。企業の財務行動は、投資計画、それを可能とする資金調達計画を組み、その実現を図ろうとするが、現実には資金調達先の合意が得られず投資計画を修正せざるを得ないことがしばしばである。計画立案から最終結果に至るまでの過程は、それ自体一種のドラマとも言い得よう。前述のごとく企業内部で展開される財務的「ドラマ」は、資金繰りさえ不明の状況下では外部からは窺い知ることはできない。本来ならば経営史的研究の一環として、当然、企業の財務的意思決定過程が解明されなければならないが、不幸にして「ドラマ」は厚いベールに包まれているか、あるいは葬られて陽の目をみないかである。当然のことながら内部資料を発掘して、「ドラマ」の存在を突き止める以外にはない。

われわれが知りたいことの第一は、企業が画期的な経営行動を起こす場合の財務的意思決定の問題である。それが物的投資を伴うならば投資計画を立案し、それを支える資金調達計画を作成するであろう。そこではすでに資金調達の願望が盛られ、増資、社債発行、借入等の可能性を探ることになり、関係者との接触の結果、合意が得られた調達方法が浮上し採用される。それでも現実には、事情の変化によって修正を余儀なくされるであろう。要するに、計画から実行に至るまでの過程の解明と、意思決定の評価である。それはその企画に関する企業内部での記録によって解明するするほかはない。興味ある「ドラマ」が隠されているのは、多くはこの「第一」の問題であろう。

第二は、企業の決算期毎、四半期毎、月次の資金繰りである。決算期毎は企業の長期資金計画として作成されるし、四半期、月次は日常的資金計画として存在し、これらを作成しない企業はまずあり得ない。仮に「ドラマ」自体が不明でも、企業自身が作成した資金繰表があれば、「ドラマ」に一歩近づくことが可能となる。すなわち多くの場合、資金繰表は資金計画と実績を示すから、財務当事者の行動評価も可能となる。長期資金計画の作成自体に、企業の財務的姿勢が現れるはずであり、その成否が財務的決定の評価を表し、修正を必要とすれば財務的意思が働くことになる。本稿では、同社の資金繰表の一部が得られたので、「収支構造分析」に続いて資金繰表からみた若干の試論を展開してみたい。

なお、分析期間は昭和電工成立後の第1期（昭和14年9月期）から第13期（同20年9月期）までとする。

(1) 筆者の「収支構造分析」とは、拙著『戦間期住友財閥経営史』で試み、同『三菱財閥の金融構造』、拙編著『財閥金融構造の比較研究』で適用したもので、その枠組を再掲すれば次のごとくである。

「各年末の貸借対照表から各項目ごとに年間の増減を計算し、それを収入項目と支出項目に仕訳し、若干の会計技術を加えて収支尻を算出する。その収支には、企業発展の物的基礎をなす設備投資、企業支配を含む有価証券投資、日常の経営活動から発生する諸収入、諸支出一切が含まれる。ここでは……その収支を『事業収支』と呼んでおく。

事業収支尻が赤字、すなわち支出超過ならば、なんらかの方法で資金調達せねばならない。たとえば増資・払込徴収、借入、手形割引、支払手形発行、社債発行、預金取崩しなどが一応考えられよう。反対に、黒字すなわち収入超過ならば、その余剰資金は借入金返済、支手決済、預金積増し、その他適当な運用に向けられるであろう。このような事業収支尻の処理を『金融収支』と呼んでおく。」(拙著『戦間期住友財閥経営史』東京大学出版会、1983年、「はしがき」12頁)

## 2. 資金需要の内容

### 1) 設備投資の内容

#### (1) 設備投資の推移

昭和電工は、昭和14(1939)年6月に成立してからも果敢な設備投資を続行した。同社の資金需要は旺盛な設備投資をはらんでいた。後にみる事業収支には、有形固定資産、鉱業権他、拡張資産の項目で設備投資関係が示されているが、毎年次のような規模で増減している。

(単位千円)

	有形固定資産	鉱業権他	拡張資産	計	減価償却	再計
昭14. 下	9,753	-203	685	10,235	3,000	13,235
15. 上	6,618	-181	543	6,980	3,000	9,980
下	15,986	-108	-3,091	12,787	4,000	16,787
16. 上	10,729	127	-2,515	8,341	4,000	12,341
下	6,749	92	742	7,583	不詳	
17. 上	-3,488	66	4,800	1,378	不詳	
下	3,843	76	994	4,913	不詳	
18. 上	-1,175	717	21,876	21,418	不詳	
下	23,672	1,390	4,853	29,915	(5,500)	(35,415)
19. 上	17,302	1,793	19,408	38,503	(7,000)	(45,503)
下	13,008	-176	4,105	16,937	不詳	
20. 上	11,878	704	630	13,212	不詳	

(備考) 後掲第3表から計算の上作成。減価償却の( )内は、内部決算資料により判明したもの。

第一に、有形固定資産の増加は昭和16年下期から18年上期にかけて低調であるが、その前後は毎年多額の設備投資を実施したことを示している。特に18年下期から19年にかけて多額である。

第二に、「拡張資産」は建設仮勘定と推測されるが、建設完了後は有形固定資産に振り替えられる筈である。15、16年の拡張資産の減少は振り替えによるもので、有形固定資産の増加をもたらしたと思われる。したがって有形固定資産と拡張資産の合計がより実態に近いといえよう。鉱業権他まで含めた「計」でみても、17年はその前後より異常に少額である。18年上期に大規模な投資に着手し、翌期に有形固定資産に振り替え、19年上期にも同様な事態があったと思われる。

第三に、減価償却は同社では「資産償却金」の名称で利益から控除される仕組みであるが、16年下期から決算上表示されなくなった。同社の営業報告書では単に「総益金」「総損金」の表示しかなく、減価償却の損金計上の有無はそこからでは確認し得ない。もし減価償却を16年以降していないとすれば、資産の水膨れを生じ、不健全な処理といわなければならない。しかし同社に「横浜、大町、塩尻ノ三工場ハ第4期（昭和15年10月）ヨリ海軍ノ原価計算ヲ採用セルニ依リ原価中ニ減価償却金ヲ含ムコトナリタリ 鉱山関係ハ始メヨリ原価中ニ減価償却金ヲ含ム」との社内メモが残っており、経理処理方法が利益処分から原価算入へ変更されたと推測される。昭和18年下期と19年上期だけは内部の損益計算書から減価償却実施額が把握できたので、おそらく17年以降も4～5百万円の減価償却が続いていた公算が大きい。ただし別な内部資料（昭和17年8月作成）では、事業所毎に減価償却を計算し、半期の要償却額を690万円とした上で、その70%483万円を算出しているが<sup>①</sup>、現実の償却額が4～5百万円で推移していることは、要償却額の7割程度しか実施していない可能性がある。もちろん事業拡張に伴い、償却負担も正常におこなえば激増するであろうから、配当優先政策から償却を手加減したという推測も成り立つ。

もし4～5百万円の償却が継続されていれば、前掲の17年上期、18年上期の有形固定資産の純減は、償却を戻すと僅かな純増に変化しよう。それにしても17年が設備投資の中休みであったことに変わりがない。「計」に減価償却分を戻したものの（再計欄）こそその期の設備投資実額を示すと思われるが、16年以降が不明のため対象期間を通じての比較ができないのが残念である。

(1) 内部資料「大蔵省改正耐用年数表ニ基ク各工場償却額」（昭和17年8月20日）。本社・工場の固定資産（除土地）1億2,406万円に対し半年間償却額690万円、平均耐用年数8.99年と計算している。690万円は理論値と考えられ、それまでが半期300万円とか400万円とかラウンドナンバーで償却しているから、厳密な償却実施でなく、利益の多寡次第で手加減されていたのであろう。

(2) 設備投資内容

以上を通じて、昭和14～16年に設備投資が進められ、17年は中休み、18、19年により大規模な投資を実行したことが明白である。投資内容を考察してみよう。

第1表は昭和17年9月に作成された建設資金の実績と予算である。昭和電工成立後15年3月

第1表 建設資金の実績と予算

(単位：千円)

事業所名	件名	15/3以前	15/4-16/12	17/1-18/3	18/4-19/3	19/4-22/3	合計	
〔旧建設工事〕	横浜工場							
		アルミナ	2,819	6,690	61	2,330		11,900
		その他	1,438	2,888	911	2,656		7,893
	大町工場	アルミ精錬	5,684	6,292	316	20		12,312
	喜多方工場	アルミ精錬	306	4,263	2,381	4,550		11,500
	秩父工場	フェロクローム	45	115				160
	塩尻工場	研削材	51	2,423	202			2,676
	鹿瀬工場	雑設備	115	155				270
	川崎工場	硫安	1,940	2,156	54			4,150
		その他	213	1,209	1,238			2,660
	広田工場	過塩素酸アンモン		220	1,400			1,620
	豊里鋳業所	石灰	475	1,409	116			2,000
	平安鋳業所	タングステン鋳山買収	510					510
	川口鑄造所	末広鑄造所買収	180					180
	秩父発電所	発電所建設	369	2,203	2,021			4,593
	広津発電所	発電所建設						
	旧アルミ関連工事残	1,945	1	1			1,947	
	合計	16,090	30,024	8,701	9,556		64,371	
〔新規工事〕	横浜工場							
		アルミナ			900	5,900	4,220	11,020
		その他			996	584	200	1,780
	大町工場	アルミ精錬					13,300	13,300
		青木発電所新設			450	1,420	2,380	4,250
		その他			613	1,456		2,069
	喜多方工場	アルミ精錬				8,000	8,800	16,800
	秩父工場	フェロクローム			234	166		400
	塩尻工場	研削材			604	556		1,160
		赤松発電所建設			500	1,100	2,000	3,600
	鹿瀬工場	雑工事			250	93		343
	川崎工場	硫安			2,000	9,000	7,600	18,600
		その他			1,647	1,725		3,372
	広田工場	過塩素酸アンモン			300			300
	豊里鋳業所	社宅			106			106
	秩父発電所	予算超過			400			400
	予備費			1,000	2,500	4,000	7,500	
	合計			10,000	32,500	42,500	85,000	
鎮南浦工場	アルミ精錬新設				30,000	185,000	215,000	
	総計	16,090	30,024	18,701	72,056	227,500	364,371	

〔備考〕 内部資料「建設資金内訳」（昭和17年9月社債限度拡張に関する興銀への提出資料）より計算の上作成。

までの建設資金は1,609万円、大町工場のアルミ精錬増強（564万円）を筆頭に横浜工場のアルミナ等（425万円）、川崎工場の硫安等増強（217万円）が主要なものであった。それ以後16年12月までの1年9カ月間には3,024万円、横浜工場のアルミナ等（958万円）を筆頭に、大町工場のアルミ精錬増強（629万円）、喜多方工場のアルミ精錬新設（426万円）、川崎工場の硫安等（336万円）、塩尻工場の研削材増強（242万円）、秩父発電所建設（220万円）、豊里鉱業所の石炭増産（141万円）など、活発な投資が多く事業所で発生した。以上が16年までの投資内容で、何といてもアルミ関連が2,800万円（全体の61%）を占め、他部門の投資を圧倒していたのである。ここまでが実績である。

昭和17年1月から18年3月までの1年3カ月間の予定は、「旧建設工事」分で870万円に過ぎず、その内容は喜多方工場のアルミ精錬新設（238万円）と秩父発電所建設（202万円）の続行、広田工場の過塩素酸アンモンの増強（140万円）がめぼしい工事であった。「新規工事」分がようやく動き始めるが、17年1～9月では100万円に過ぎず、17年10月～18年3月に900万円の計画が生まれ、以後計画は急膨張していく。新規工事は多くの工場で開始されるが、川崎工場の硫安等（365万円）が大きい方であった。

昭和18年4月から19年3月までの1年間の計画では、「旧建設工事」分がなおも955万円続くが、その内容は横浜工場のアルミナ増産など（499万円）と喜多方工場のアルミ精錬新設続行（455万円）が主体であった。「新規工事」分が3,250万円に膨張し、川崎工場の硫安等増強（1,073万円）を筆頭に、喜多方工場のアルミ精錬増強着手（800万円）、横浜工場のアルミナ増強等（648万円）が主な内容であった。朝鮮鎮南浦にアルミ精錬工場新設が計画され、3,000万円を初年度として組んだことが注目される。そのために新旧工事合計で7,205万円という1年間にしては巨額の投資が予定された。いうまでもなくアルミ増産を主眼とする設備投資の膨張である。

最後に、昭和19年4月以降22年3月までの3年間の計画では内地事業所が4,250万円、鎮南浦工場が1億8,500万円の巨額を予定した。内地事業所では大町工場のアルミ精錬増強（1,330万円）、喜多方工場のアルミ精錬増強（880万円）、川崎工場硫安増強（760万円）、横浜工場のアルミナ増強等（442万円）があり、さらに青木発電所（大町用）238万円、赤松発電所（塩尻用）200万円のごとく電力投資も加えられたのである。

これだけの巨額投資計画は、現実には資材、労働力、資金不足などから遅延し、敗戦で未完に終わるなど、実行は決して順調ではなく、むしろ画餅に近かったが、それでも巨額の資金調達が必要であり、結果として相当額の調達をおこなったのである。その調達ぶりは本稿で後述される。

(3) 固定資産等の事業所別内訳

それでは事業所別にどのような有形固定資産の増加をみたのか。第2表は昭和電工成立直後の昭和14年と敗色濃厚となった戦時体制末期（19年3月末）の事業所別有形固定資産・拡張資産の対比である。拡張資産は完成すれば有形固定資産に組み入れられるから、有形固定資産・拡張資産合計でみれば昭和14年の1億410万円が19年3月末には2億714万円へと倍増した。川崎工場は3,153万円から4,785万円へ（1.5倍）、横浜工場は2,418万円から4,785万円へ（2倍）、大町工場は1,363万円から2,167万円へ（1.6倍）、喜多方工場は2,127万円の新設、日満アルミか

第2表 事業所別固定資産残高

（単位：千円）

事業所名	昭和14年		19年3月末			主要製品
	固定資産	拡張資産	固定資産	拡張資産	償却金	
本社	117	6,482	320	1,392	55	
横浜工場	23,692	485	34,479	13,371	1,222	アミルナ、電極
大町工場	13,330	302	19,918	1,752	933	アルミ精錬、電極
喜多方工場			11,305	9,962		アルミ精錬
富山工場			12,121	5,262	501	アルミ精錬
川崎工場	29,880	1,648	40,835	7,011	1,455	硫安
広田工場	4,394	6	3,972	1,735	202	塩素酸加里など無機化学
興津工場	565		471	25	15	硝酸加里
館山工場	64		193	9	5	粗製沃度
松本工場	263	21	294	20	7	電解鉄
鹿瀬工場	5,070	235	5,799	434	146	石灰窒素、電極
塩尻工場	2,436	22	5,123	657	132	研削材
秩父工場	1,387	6	1,791	759	63	フェロアロイ
小海工場	575		694	79	18	電気低磷鉄
川崎機械工作所	509	94				化学工業機械・鉦山機械
豊里鉦業所	6,613	166	9,155	608	176	石炭
長水鉦業所	116	199	662	497	44	水鉛鉦
声山鉦業所	1,230					(15年12月昭和鉦業に譲渡)
横川鉦業所	333					(同上)
平安鉦業所			485	80	16	
川口鑄造所			213	47	4	
広津発電所			5,723		80	
常盤発電所			3,782		51	大町工場供給電力
秩父発電所			4,629		60	
湯野上発電所	1,743		1,480		22	広田工場供給電力
その他	2,112					
合計	94,429	9,666	163,444	43,700	5,207	

〔備考〕昭和14年は拙稿「昭和電工の成立事情」41頁、19年3月は内部資料「固定資産並拡張資産増減比較表」より計算の上作成。

ら引き継いだ富山工場は1,738万円、これらが増加の主要のものであった。広田、鹿瀬の2工場は各500万円規模、豊里鋳業所は1,000万円規模の事業所ではあるが、この間に漸増程度であり、塩尻工場が倍増、広津、常盤、秩父の3発電所（合計1,413万円）が加わったことがむしろ注目される。その他の事業所（興津、館山、松本、秩父、小海の諸工場）は小規模のままであった。要するに、昭和電工の資産的価値からいえば横浜（アルミナ）、川崎（硫安）、大町（アルミ精錬）、喜多方（アルミ精錬）、富山（アルミ精錬）が主要な工場となったのである。前述の第1表では、まだ日滿アルミの買収は日程になかったから現れていないが、アルミ関係と硫安、続いて発電所建設が大きな資金需要であったことが確認されよう。

## 2) その他の投資

設備投資以外の資金需要のうちで主たるものは、棚卸資産、売掛債権、有価証券である。事業規模の拡大につれ棚卸資産と売掛債権の膨張は当然であり、有価証券は持株会社機能と関係する。「得意先勘定」（のち「売掛金」）と「受取手形」は後に併合されて「売掛債権」と表示される。併合されるまでの受取手形は第1期のみ145万円の残高であったが、第8期まで70～90万円程度で推移しており、売掛債権の大部分は売掛金であった。棚卸資産の規模は第1期末の2,750万円から第13期末8,616万円（約3.1倍）へ、売掛債権の規模は同様に757万円から2,834万円（約3.7倍）へと膨張した。毎期の増減は第3表に示したとおりである。短期債権については内容の説明がないが、関係会社への貸付金を含んでいると思われる。金額的には17年まで多額ではなかったが、18年には半期5～600万円に増加し、さらに19年下期には1,672万円、20年3月期には3,271万円へ激増し、資金需要の大きな原因にまでなった。残念ながら内容は確定しがたいが、時期的にみて別働隊朝鮮電工への資金供与ではあるまいか。その他流動資産が19年以降激増しているが、主として仮払金増加によるもので、鎮南浦工場建設に伴う仮払いと推測される。

有価証券投資については毎年若干の増加を続けたが、18年下期に2,224万円の多額の増加をみ、翌期に1,338万円の減少となったのが特徴的である。前者には鎮南浦工場の分社化として朝鮮電工払込（1,250万円）、経営受託による朝鮮理研軽金属株式取得（435万円）、朝鮮電業社債引受（950万円）、新設の北海道炭素工業払込（200万円）、江界水力電気解散（-950万円）が含まれている<sup>(1)</sup>。後者の内訳は不明。

(1)「第9期、第10期末投資資産増減比較表」（昭和19年3月末）による。18年下期における払込買入は3,225万円、売却は1,019万円、その他に評価増減がある。



### 3. 資金調達

#### 1) 事業収支分析

筆者が財閥分析で適用した事業収支分析を本稿でも適用してみよう。第3表は昭和電工の成立以後敗戦に至るまでの各期の事業収支を上段に示してある。まずそこから得られる諸点を指摘しよう。

第一に、同社の純利益は最後の20年上期のみ赤字ではあるものの、毎期黒字を計上した。しかし株主配当金・役員賞与金を賄うとほとんど残らず、別言すれば配当を維持するための純利益が辛うじて計上されていたのである。したがって事業収支上、純利益は資金供給面でほとんど寄与しない状況であった。ただ18年下期からようやく事業規模拡大の効果が現れて純益が倍増し、配当を負担しても余力を生じ、寄与可能となっていった。この間資本規模は大きくなっているのに、支払配当金額がほとんど増加しなかったのは、政府による配当抑制政策のため低配当で済んだからであろう。

第二に、減価償却は前述のごとく16年下期から不明となるが、第3表の有形固定資産（増）が償却分だけ過小に表示されていることに注意しなければならない。そのために17年上期では、有形固定資産が純減に表示され、その前後の有形固定資産の増加が比較的少額に止まっているが、設備投資をまったくしなかったわけではあるまい。実際には少なくとも4～5百万円の減価償却が続いていたと考えられ、19年頃には7～8百万円程度に膨張していたはずである。

第三に、同社の場合、設備投資が事業収支を常に規定したとは必ずしもいきれない。すなわち、第3表上では有形固定資産と拡張資産合計で設備投資の動向をみるべきであるが、15年上期、同下期、18年上期、19年上期は設備投資が最大の資金需要項目であるものの、それ以外の期では棚卸資産、売掛債権、有価証券などが大きな比重を占めているからである。

第四に、事業収支尻は設備投資の低調であった17年上期だけ黒字（資金余剰）であったが、全体として絶えず赤字（資金不足）といってよい。資金需要が設備投資、棚卸資産、諸債権の増加によって多額であった14年下期、15年上期では、事業収支尻が1,700万円前後の赤字であり、15年下期から17年下期までは赤字が400～1,200万円に縮小し、18年上期以降大幅な赤字に転じ、5,000万円を超える期が3期もある。18年以降の大幅赤字の主因が、設備投資の活発化だけでなく、棚卸資産の膨張、売掛債権、短期債権、有価証券、その他流動資産（主として仮払金）の増加などと複合していることにある。別言すれば、同社の事業規模全般が拡大したことによる巨額の資金不足ということである。

第3表 昭和電工

項 目		昭和14年 下 (2)期	15 年 上 (3)期 下 (4)期		16 年 上 (5)期 下 (6)期	
事業	収入 (計) (a)	8,216	12,148	22,314	18,605	7,251
	純利益	4,918	4,299	4,576	4,675	4,696
	償却	3,000	3,000	4,000	4,000	
	特定積立金 (増)	51		48	30	118
	有形固定資産 (減)					
	鉦業権他 (減)	203	181	108		
	拡張資産 (減)			3,091	2,515	
	棚卸資産 (減)					1,409
	有価証券 (減)					
	社債発行差金 (減)	44	44	88		
	売掛債権 (減)			5,821		
	短期債権 (減)		972		1,271	
	その他流動資産 (減)			3,127	1,912	
	買掛金・未払金 (増)		3,652		2,905	
その他流動負債 (増)			1,455	1,297	1,028	
支出 (計) (b)	24,983	30,043	25,990	23,025	18,955	
収支	有形固定資産 (増)	9,753	6,618	15,986	10,729	6,749
	鉦業権他 (増)				127	92
	拡張資産 (増)	685	543			742
	棚卸資産 (増)	1,762	7,092	4,046	4,466	
	有価証券 (増)	1,432	2,927	80	2,071	186
	特定資産 (増)	69	117	118	110	87
	社債発行差金 (増)					
	売掛債権 (増)	1,967	3,811		1,381	1,142
	短期債権 (増)	2,398		1,218		2,722
	その他流動資産 (増)	1,721	3,207			693
	損失金 (増)					
	売掛金・未払金 (減)	386		632		2,350
	その他流動負債 (減)	398	1,214			
	特定積立金 (減)		19			
役員賞与金	120	120	110	91	92	
株主配当金	4,292	4,375	3,800	4,050	4,100	
差引事業収支戻 (a)-(b)	△ 16,767	△ 17,895	△ 3,676	△ 4,420	△ 11,704	
金融収支	現預金払出 (△預入)	△ 1,431	3,587	△ 3,958	786	△ 106
	支払手形振出 (△決済)	319	△ 471	△ 1,773	△ 437	2,601
	借入金 (△返済)	18,880	8,270	△ 16,750	△ 4,580	5,560
	社債発行 (△償還)	△ 1,000	△ 1,000	18,650	8,650	3,650
	払込徴収		7,500	7,500		
差引事業収支戻	16,768	17,886	3,669	4,419	11,705	
金融残高	現預金	6,581	2,994	6,952	6,165	6,272
	支払手形	4,310	3,839	2,066	1,629	4,230
	借入金	56,800	65,070	48,320	43,740	49,300
	割引手形	667	742	477	660	921
	社債 資本金	18,000 87,500	17,000 95,000	35,650 102,500	44,300 102,500	47,950 102,500
収支戻不一致額	△ 1	9	7	1	-1	

〔備考〕 昭和電工の営業報告書から計算の上作成。

諸 収 支

(単位：千円)

17年		18年		19年		20年
上(7)期	下(8)期	上(9)期	下(10)期	上(11)期	下(12)期	上(13)期
19,208	7,111	14,404	18,379	40,298	17,076	39,812
4,961	5,024	5,081	8,344	10,255	10,101	
99	135	144	1,476			
3,488		1,175			176	
	1,264	404		13,380		
324						73
521		1,552			1,178	
1,610		1,871	413			
	688	2,740	7,212	7,422	5,621	17,646
2,952		1,437	934	9,241		22,093
5,253						
14,407	15,622	38,325	75,783	72,281	70,296	91,724
	3,843		23,672	17,302	13,008	11,878
66	76	717	1,390	1,793		704
4,800	994	21,876	4,853	19,408	4,105	630
1,663			7,354	5,744	12,973	16,627
	1,541	4,174	22,239		1,933	124
148	135	144	346	778	1,100	613
		721	52	385	299	
	1,893		6,024	10,901		2,719
	903	6,186	5,341	40	16,717	32,709
3,537	609			9,073	10,513	9,381
						6,580
	1,178				1,406	
				1,847	2,085	4,281
93	100	107	112	130	150	140
4,100	4,350	4,400	4,400	4,880	6,007	5,338
4,801	△ 8,511	△ 23,921	△ 57,404	△ 31,983	△ 53,220	△ 51,912
△ 1,222	670	△ 1,140	△ 346	1,083	△ 1,412	△ 3,907
△ 1,431	△ 310	△ 2,490				
△ 14,300	3,500	23,500	39,000	△ 23,200	31,300	46,179
4,650	4,650	4,050	6,750	23,600	23,330	9,640
7,500			12,000	30,500		
△ 4,803	8,510	23,920	57,404	31,983	53,218	51,912
7,493	6,823	7,963	8,309	7,227	8,638	12,546
2,799	2,490					
35,000	38,500	62,000	101,000	77,800	109,100	155,279
52,600	57,250	61,300	68,050	91,650	114,980	124,620
110,000	110,000	110,000	122,000	152,500	152,500	152,500
2	1	1	0	0	2	0

## 2) 調達方法

### (1) 金融収支分析

以上の事業収支赤字(資金不足)を賄うのは、第3表下段に示す5つの手段、すなわち手元資金の使用(現預金払出)、支払手形振出、借入、社債発行、払込徴収または増資である。その時々金融市場、証券市場の状況に影響されることはいうまでもないが、昭和電工自体の資金調達政策の結果でもある。同社では支払手形にはあまり依存せず、なぜか18年下期の支手発行以後途絶えることになる。また第3表最下欄の「金融残高」にみるごとく、割引手形の残高はごく僅かで、主要な調達手段ではない。受取手形自体が多くないことの反映でもある。したがってむしろ調達手段は4つとなり、手元資金には限度があるので、主要なのは借入、社債、払込または増資の3つというべきであろう。

まず例示してみよう。昭和14年下期、15年上期の多額な資金不足(両期で3,465万円)に対しては、借入で対応し(2,715万円)、払込徴収(750万円)にも依存した。社債は約定償還により減少した。この段階での借入残高は6,507万円と多額であって、社債残高は1,700万円に過ぎなかった。15年下期から毎期の資金不足が比較的少額になると、社債発行(2,730万円)と払込徴収(750万円)によって借入金の一部(2,133万円)を返済した。16年下期は資金不足が1,170万円に拡大したので、借入(550万円)、社債発行(365万円)と、珍しく支手発行(260万円)を併用した。翌17年上期では設備投資が一段落したので、珍しく資金余剰を生じ、社債発行(465万円)、払込徴収(750万円)と余剰資金によって借入金を多額に返済した(1,430万円)。この時点で資本金1億1,000万円は全額払込済となった。

しかし17年下期から状況は一変し、資金不足が激増していくため、借入、社債発行、払込徴収を併用していくことになった。すなわち17年下期ではまだ資金不足が851万円に止まったので、借入350万円、社債発行465万円で済んだが、18年上期には資金不足が2,392万円と過去最大の規模になったので、ほぼ全額を借入に依存した(2,350万円)。同年下期も資金不足は戦前期最大の5,740万円に達したので、借入は3,900万円を要し、増資払込を1,200万円実施した。社債発行は每期4百万円台であって、18年下期に675万円となった程度である。

さらに19年以降の資金不足も巨額が続き、19年上期では2億4,400万円へ増資して払込期待額1億3,400万円を確保し、その中からまず3,050万円の払込を実現、つれて社債発行2,360万円も実現し、1億円を超えていた借入金のうち2,320万円を取りあえず返済したのである。しかし翌19年下期には、社債発行を継続しながらふたたび借入に大きく依存せざるを得なかった。借入金残高はまたも1億円を超え、社債発行残高も同様に1億円を超え、借入金を上回ったのである。最後の20年上期は、社債発行ではなく資金不足のほとんどを借入に依存した。またしても借入金残高は社債発行残高を大きく超えることになった。

要するに、昭和電工の資金不足の調達は一借入で賄い、その後に社債および払込徴収（または増資）で是正する方法の繰り返しであった。しかし戦時体制末期になると、あまりにも資金不足額が大きいため、この方法は限界に達し、借入金膨張が解消しないままに敗戦を迎えることになった。20年上期末では、払込資本金は1億5,250万円、借入金はそれを上回る1億5,518万円、社債も1億2,463万円など驚くべき巨額となったのである。

## (2) 倍額増資の理由

同社は19年春、1億2,200万円の資本金を倍額の2億4,400万円に増資した。18年12月付「資本増加認可申請書」によれば、増資の理由の一つは社債発行限度の拡張にあった。同書では「資本増加ヲ必要トスル理由」として次のように述べている。

「要之弊社ノ新規所要資金ハ建設資金152,000千円、株式払込資金50,000千円、運転資金増20,000千円トシテ計222,000千円ヲ必要トスル現状ナルモ之ガ調達方法ニ就キテハ右所要資金全額ヲ社債ニヨラントスレバ弊社ノ社債既発行額64,000千円（12月更ニ8,000千円発行許可済）ニ達シ居リテ現在ノ資本金122,000千円ニ対シ既ニ発行余力尠ク、且ツ又之ヲ借入金ニヨルコトモ殆ソド不可能ナリ

茲ニ於テ上述ノ220,000千円ノ多額ノ事業資金ノ調達ハ内100,000千円ハ株式会社日本興業銀行ヲ代表トスルシンジケート団引受ノ社債ニヨル可ク企図シ居ルモ残部ハ増資ニヨル払込金ヲ以テ支弁スル外途ナク茲ニ……倍額ニ増加シ自己資金ト借入金ノ併用ニヨリ資金運営ノ円滑化ヲ計リ速ニ増産工事ヲ遂行シテ以テ時局ノ緊急要請ニ応ヘントスルモノナリ」

この論旨は、社債発行余力がなく、借入も困難なので増資が必要というが、実行策として社債を発行し残りを増資に依存すると述べている。しかしその社債発行は増資によって限度拡張ができればこそ可能となるものであって、言外にこの増資が社債発行限度拡張と払込金の使用の二重目的であったことが窺えよう。事実、増資を先行させ、後述のように社債の大量発行がその後続くこととなったのである。

## (3) 巨額社債発行の背景

次に昭和電工は、巨額の社債発行について次のような説明をおこなっている。すなわち、それは昭和19年5月30日に大蔵省における説明<sup>①</sup>であって、当時同社が置かれていた状況が判明する。そこでは同社の体質を売上高、経営資産からみて〈アルミと硫安主体〉と自己規定している。昭和18年下期総売上高（8,573万円）のうちアルミは43%、硫安は13%、経営資産2億5,787万円のうちアルミは41%、硫安19%であるとし、「時局ノ要請ニヨリマシテ益々此ノ傾向ガ顕著トナルノデアリマシテ殊ニ軽金属製造部門ノ飛躍的拡充ガ実現セラレルモノト思ハレマ

ス。昨年ノ商工次官通牒ニヨル弊社ヘノ生産命令モ殆ソド全部アルミニウム関係ノモノバカリト申上ゲテモ過言デハナイ」と述べ、19年4月以降の所要資金は1億2,479万円（うちアルミ精錬が66%、肥料が18%、その他16%）、加えて産業設備営団に融資期待のアルミ増強1億円以上、さらに鎮南浦に建設中のアルミ精錬工場3.7億円を合わせ、合計5.5億円以上の必要を説明した。その上「今後時局ノ推移如何ニヨッテハ此ノ方面ニマダマダドソナ生産命令ガアルカモ知レナイト覚悟ヲシテ居ル」とつけ加えている。「過去ノ実績カラ見マシテモ予算ハ超過シ勝チデアリマスシ又予想シナイ新規拡張工事が而モ官庁ノ御慫慂ニヨルモノガ多イ」ともいう。軍需生産を強要されている同社の苦衷が、当時としては精一杯の表現で述べられている。

その上で、同社は必要資金の大部分を「社債ト増資ニヨッテ賄ツテ行ク方針」とし、増資実行で得た第1回払込3,050万円は増資前借金<sup>①</sup>の返済に充てたが、すぐに第2回目の払込徴収は無理なので「目先ノ所要建設資金ハ社債若クハ社債前借金ニ依存シテ参リタイ」と希望した。すでに第2回物上担保附社債として分割発行を興銀ならびに昭電株主総会で承認済みであり、総額2億5千万円のうち約7千万円を既発債の償還に充て、さらに社債前借金2,190万円を返済し、残る1億5,810万円を建設資金1億2,500万円に使うと説明した（差額は余裕資金として留保し、事態変化に対応）。

以上の社債発行希望は叶えられるが、同社が驚くべき巨額投資を計画していたこと、その内容はアルミと硫酸、とくにアルミ増産であって、当局の命令に逆らえない投資であること、建設を急いでいる以上、増資にしても社債にしても銀行等から前借して事を進めていること、計画自体遅延、追加、修正が日常茶飯事らしいことなどが窺えて興味深い。

- (1) 内部資料「社債発行計画説明聴取会挨拶要旨」。どのような会合で、同社の誰が挨拶したのか不明。
- (2) 鎮南浦工場を分社化した朝鮮電工払込金引当1,250万円、事業設備資金引当1,800万円、合計3,050万円を銀行から先借りしていたもの。

### 3) 資金繰表

これまでに考察したのは、同社の営業報告書ベースから計算した事業収支、金融収支にもとづくものであった。外部分析の性格を持つその考察では、決算期毎であるから半年間づつの考察となり、日常の動きを解明できないし、より具体的な事情を洞察することも不可能である。この限界を突破するには、同社自身が内部的に作成する資金繰表を入手する外はない。同社の場合、内部資料を探索しても継続的、且つ同一形式での資金繰表は得られなかった。しかし断片的ないし簡略化した資金計画表を発見でき、若干の考察が可能となった。外部分析としての事業収支・金融収支分析とは異なる形式を紹介し、問題点を指摘してみたい。

まず、同社が昭和17年9月に作成した長期の資金計画表<sup>①</sup>をみよう（第4表参照）。昭和15年4月～16年12月は実績であり、17年1～9月はほぼ実績に近く、それ以降は計画であるが、同社では幾度も数字を修正した上で確定したものと推定される。第4表は収入と支出が一致するように組まれていること、建設資金の調達に主眼があり、その他の資金需要は株式投資と運転資金の表示だけにとどまること、したがって社債、借入、増資が調達の主要項目となっていること、最も重要なことは文字通り「資金ベース」で組み立てていることなどが特徴である。前述の「事業収支」が資産・負債項目の増減であり、いわゆる発生主義による計上を前提としているから、直接的に資金の動きを示す「資金繰表」とは食い違いを生ずると考えられる。同表では社債の発行と償還、借入と返済が両建てで計上され、「金融収支」が純増減（たとえば借入と返済の差額）で表示したのとは異なっている。「資金計画表」の社内留保金他は「事業

第4表 資金計画表

（単位：千円）

	項 目	15/4-16/12	17/1-9	17/10-18/3	18/11-19/3	19/4-22/3	計
支	建設資金	35,250	5,850	15,570	69,330	227,500	353,500
	旧建設資金	35,250	4,850	6,570	6,830		53,500
	新建設資金		1,000	9,000	32,500	42,500	85,000
	鎮南浦工場				30,000	185,000	215,000
	社債償還資金	4,050	5,350	350	2,200	23,080	34,030
	社債前借金返済		3,640	4,000	4,920	2,450	15,010
	株式払込資金	9,970	700	1,800	2,500	5,000	19,970
	運転資金増加	12,405	1,000	1,000	8,000	50,000	72,405
	社債発行諸費	735	189	336	1,050	3,360	5,670
	借入金返済	11,500	12,336	7,904	7,950		39,690
	合 計	73,910	29,065	30,960	95,950	310,390	540,275
収	社 債	38,640	13,000	20,920	52,450	160,000	285,010
	社債発行	35,000	9,000	16,000	50,000	160,000	270,000
	社債前借	3,640	4,000	4,920	2,450		15,010
	株式払込徴収	15,000	7,500				22,500
	増 資				27,500	82,500	110,000
	借入金					12,890	12,890
	所有有価証券売却金	630	65	5,000	5,000	5,000	15,695
	声山鉱業所売却金	1,110		40			1,150
	社内留保金他	18,530	8,500	5,000	11,000	50,000	93,030
		合 計	73,910	29,065	30,960	95,950	310,390
残	借入金	48,940	36,964	29,980	19,560	30,000	
	社債前借金	3,640	4,000	4,920	2,450		
	その他借入金	45,300	32,964	25,060	17,110	30,000	
	社 債	48,950	52,600	68,250	116,050	253,970	
	昭和電工社債	35,000	44,000	60,000	108,500	253,970	
	前身会社分	13,950	8,600	8,250	7,550		
高	払込資本金	102,500	110,000	110,000	137,500	220,000	

〔備考〕内部資料「資金計画表」（第1表と同様）より計算の上作成。

収支」における純利益、減価償却、配当金、役員賞与などの差引額を示しているのであろう。いずれにせよ同社の「資金計画表」は社債、借入、増資の必要を表す簡略形式とみられる。そして「事業収支」「金融収支」と比較してみると、タイムラグ等のために完全に一致はしないが、当然ながら基本的な傾向は変わりはない。もっとも「資金計画表」の18年以降が大きく食い違うのは、計画自体が大幅に狂ったからである。

次に資金繰りを第5表でみよう。同社では四半期別（一部分に月別を含む）の資金計画を実績と計画を合わせ2年間分作成し「資金繰表」と名付けている。同表は四半期別の実績部分を結合したものである<sup>9)</sup>。同社の「資金繰表」は、一般的にみられる実績部分と計画部分が接合する形式であるから、ある時点の「資金繰表」は時日の経過とともに計画部分が実績化し、新たに計画部分が加わる形で「資金繰表」が更新されて行くが、同時に計画と実績の差異も表示されている。第5表は差異部分を省略して、実績部分だけをいくつかの時点毎の「資金繰表」から抜き出して連結表示したものである。

第5表は同社の「資金繰表」の一部を見やすく修正<sup>9)</sup>してあるが、資金需要では昭電本体の事業設備、関係会社への融資・払込、運転資金に簡略化し、社債償還、借入金返済を加え、資金源泉では社内留保金、「株金払込」は当然として、社債、借入、関係会社融資金回収を計上し、いわば借入・返済を両建表示している（前述の「金融収支」では両建表示でなく純増減表示）。財務担当者としては「いくら返済するのでいくら借りねばならぬか」という発想なのであろう。

第一に、資金需要の四半期別規模は大きく増減するが、18年後半から恒常的に大規模化している。確かに事業設備費の支払がやや大きくなるとはいえ、むしろ借入金の返済規模が拡大したことに主因がある。社債発行と払込徴収で借入金を返済する動きが随所にみられる。おそらく社債前借、増資前借の返済も含まれているのであろう。

第二に、事業設備費は新規着手分と既着手分に区分されているが、同表からはその区別基準は明らかでない。新規着手分に計上された工事が、少し後で既着手分扱いになると思われ、そのために既着手分が絶えず大きな比重を占めているのであろう。事業設備の支出が昭和17年4～12月（ただし計画なので実績はやや異なるかも知れない）に多く、「事業収支」で17年の設備投資は低調であったとしたことと食い違うかも知れない。おそらく資金としてははやく支払を要するが、固定資産計上は遅れるということであろうか。いずれにせよ18年末期以降、事業設備費が高水準を続けるのは、「事業収支」の結論と同様である。

第三に、関係会社についての負担としては、払込が18年から19年にかけてやや多額であるが、それ以外の時期では大きな額ではない。概して同社が関係会社の拡大で資金的に苦しんだとはいいがたい。



第5表 昭和電工の資金繰り

(金額単位：千円)

項 目	昭 和 16 年				昭 和 17 年				昭 和 18 年				昭 和 19 年				昭 和 20 年		
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	*4-6月	*7-9月	*10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	
資 金 需 要	事業設備費	5,235	4,044	3,154	4,919	1,990	16,531	18,704	15,732	5,582	5,756	6,856	11,804	20,720	15,018	20,530	16,974	15,980	19,327
	新規着手分			1,407	1,348	1,170	4,494	7,538	7,128	13	302	260			1,997	1,171	4,899	7,035	5,827
	既着手分	5,235	4,044	1,747	3,571	820	12,037	11,166	8,604	5,569	5,454	6,596	11,804	20,720	13,021	19,359	12,075	8,945	13,500
	関係会社融資		121	120		515				324	1,810	7,815	53	422		5	102		
	関係会社払込	439	2,242	1,328	65					708	440	4,522	12,577	7,502	629	84	2,085	250	
	社債償還	1,000	350	1,000	350	1,000	350	4,000	350		650	300	950	300	1,100	300	1,250	420	1,400
	借入金返済	15,500	10,000	6,420	6,630	6,985	18,032		15,000	17,000	14,000	15,500	33,000	19,900	47,950	41,500	22,000	36,000	29,000
	運転資金		3,994				500	660	2,150		7,747		5,160		6,407	3,000	6,000		6,000
	その他	210	210		105						105	3,750	3,537	4,457	5,750	6,655	3,320	2,455	2,420
計	22,384	20,961	12,022	12,069	10,490	35,413	23,364	33,232	23,614	30,508	38,743	67,081	53,301	76,854	72,074	51,731	55,105	58,147	
資 金 源 泉	社内留保金	2,500	2,500	4,500	2,500	4,052	3,250	3,250	2,750	2,750	3,250	3,750	2,994	2,846	3,750	3,750	3,500	3,500	3,750
	株金払込						7,500								30,500				
	社債	10,000	10,000		5,000		10,000		15,000		5,000		8,000			25,000	15,000	25,000	20,000
	借入金	4,800	8,400	3,440	4,050	6,330	11,940	16,602	12,675	10,500	20,000	35,000	45,500	39,400	30,000	36,250	28,500	20,000	28,000
	関係会社融資回収金	26				212					500	200	1,785	6,000	585	479		107	
	運転資金(戻入)	4,055		3,321	455	2,000				9,459									
	その他	1,003	61	499		43	1,500	2,500	2,500	114	505	1,874	4,155	9,925	6,389	11,140	1,964	8,000	3,000
計	22,384	20,961	11,760	12,005	12,637	34,190	22,352	32,925	22,823	29,255	40,824	62,434	58,171	71,224	76,619	48,964	56,607	54,750	
差 引	0	0	-262	-64	2,147	-1,223	-1,012	-307	-791	-1,253	2,081	-4,647	4,870	-5,630	4,545	-2,767	1,502	-3,397	

〔備考〕 内部資料「資金繰表」より計算の上作成。多数時点の「資金繰表」を接合したもので、\*印は予定部分、それ以外は実績。昭和16年1～6月はそれ以後と形式が異なり、そのため「差引」が組替計算の結果零となっていました。

第四に、日常の資金繰りならば運転資金の需給も問題なはずであるが、第5表ではその四半期に運転資金が新たに必要であったか、余裕があって他の目的に使用できたか（戻入の表示）が示されるだけである。本来ならば人件費、原材料の支払、買掛金の決済、配当金支払を初め種々な項目が登場するはずであろう。しかし同社の「資金繰表」では省略し、それらは月次資金繰り段階で別途作成していると思われる。後述のように同社は運転資金名義の借入を若干しているが、結果として運転資金需給は多額な規模でなく、そのために資金繰り全体が大きく変化することはなかったのである。

第五に、社内留保金は毎四半期200～400万円に過ぎず、資金調達の殆どが増資、社債、借入に依存していることが明らかである。財務担当者にとって金融機関との調達交渉が重要な仕事であり、了解をとりつけるのに苦心したであろう。

- (1) 昭和17年9月に社債限度拡張の説明に興銀に提出した資料の一部。
- (2) 17年4～12月分は実績が不明のため計画（\*印分）。
- (3) 原表では資金源泉欄に前期繰越金、次期繰越金があるが、差引きして繰越金の増減に替え、いわば手元資金の食い潰し（マイナス印）か積み増しかを示すことにした。ただし昭和16年1～6月分は材料不足で修正できなかった。

#### 4) 借入先

- (1) 4時点における金融機関別借入残高

昭和電工の毎期末の借入明細は発掘できず、内部資料によって不規則な間隔で知るのみである。すなわち、年度資金計画策定に際し作成した「借入金調」であって、以下の諸表に示した5時点のみが判明した。

まず、第6表によって3時点の借入推移をみよう。昭和電工の主力銀行は安田銀行で、安田信託がサブの地位にある。両社が協力関係の下に昭電の金融面を主導したといえよう。昭和16年11月時点の借入金は4,440万円、両社で58.7%を占め、事業設備の借入では両社で83.9%の高率である。これだけでも昭電に対する両社の発言権の重さが明らかである。事業設備資金では安田、安田信託のほか興銀、第一、三井、三菱、第百、住友、三和の7銀行、三井、三菱、住友、第一の4信託がいわゆる共同融資（以下共融と略す）をおこない、それとは別に主力の安田・安田信は多額の貸出をおこなっていたのである。運転資金では主力の安田、安田信のほか第一、三井が応じ、第百（日本橋）、十五（京橋）、野村（銀座）、北拓（東京）、第四（東京）、常陽（東京）が括弧内の支店レベルで参加していた。すべて昭電本社の所在する京橋区宝町味の素ビルの近隣支店である。配当資金では安田のみ、払込資金では川崎信託と福德生命があるが、昭電の関係会社江界水力電気のためであった。以上からいえることは、次の特徴である。

第一に、安田・安田信という主力筋の資金負担が極めて重かったこと

第6表 借入残高推移

(単位：千円)

金融機関名	使 途	昭			金融機関名	使 途	昭		
		16/11/8	17/2/1	18/7/31			16/11/8	17/2/1	18/7/31
安田	事業設備	12,525	11,280	6,670	住友信(東京)	事業設備	395	280	670
	運 転	1,000	1,000	3,000	第一信	事業設備 運 転 計	395	280	670
	配 当	1,000	1,000	1,000			1,000		
	計	14,525	13,280	10,670			280	1,670	
安田信託	事業設備	10,065	9,080	2,670	十五(京橋)	運 転	1,000	1,000	1,000
	運 転	1,500	1,500	1,500			1,000	1,000	
	計	11,565	10,580	4,170			1,000	1,000	
興銀	事業設備	400	280	638	野村(銀座)	運 転	1,000	1,000	516
					野村(東京)	事業設備			
第一	事業設備	395	280	1,168	北拓(東京)	運 転 事業設備 計	2,000	2,000	2,000
	運 転	2,000	4,000	1,000			516		
	配 当	1,000	1,000	1,000			2,516		
	計	2,395	5,280	3,168	第四(東京)	運 転	1,000	1,000	5,000
三井	事業設備	395	280	172			常陽(東京)	運 転	2,000
	運 転	2,000	2,000	2,000	2,000				
	計	2,395	280	2,172	川崎信	株式払込			1,250
三菱	事業設備	395	280	1,340	福德生命*	株式払込	750	750	
	運 転		2,000				昭和	運 転	
	配 当			1,000	武州(東京)	運 転		1,000	1,000
	計	395	2,280	2,340			東海(東京)	事業設備 運 転 計	
第百 第百(日本橋)	事業設備	395	280		1,000	1,516			
	運 転	1,000	1,000						
	計	1,395	1,280		神戸(東京)	事業設備			258
住友(東京)	事業設備	395	280	670			三和信(東京)	事業設備	
	配 当		1,000						
三和(東京) 三和(京橋)	事業設備	395	280	670	合 計	合 計	44,440	49,940	47,500
	運 転		1,000				26,940	23,440	19,000
三井信	事業設備	395	280	670	事業設備	運 転	14,500	20,500	23,500
	配 当		1,000	1,000			1,000	4,000	4,000
三菱信	事業設備	395	280	670	配 当	配 当	1,000	4,000	4,000
							2,000	2,000	1,000
	計	395	1,280	1,670	払 込	払 込	2,000	2,000	1,000

〔備考〕17年2月の第一銀行欄は帝国銀行，三井銀行欄は帝国銀行(東京)を示す。\*印は17年2月は第百生命名義。  
内部資料「借入金調」より作成。

第二に、事業設備資金は五大銀行、四大信託を含む多数行で共融を組んでいること

第三に、運転資金は主力筋・市中大手だけでなく準大手、地銀にまで依存していること。

この特徴は17年2月時点、18年7月時点でも基本的には変わっていない。ただし主力両社の比重は、借入総額のうち47.8%、31.2%、事業設備資金のうち86.9%、49.2%と著しく低下し、他行への分散が図られている。すなわち昭和、武州（東京）、東海（東京）、神戸（東京）、三和信（東京）が新たに加わり、三井・第一が合併して誕生した帝国銀行が他行よりやや多額な存在となっている（武州はのち埼玉となる）。18年7月時点になると、社債発行が進んで借入金返済されたために、全体としての借入残高が縮小したばかりでなく、事業設備資金借入の縮小、運転資金借入の拡大がみられた。

次に19年3月時点のみよう。第7表によれば借入金は急膨張し、16～18年の2倍以上である1億100万円になっている。事業設備資金4,930万円、運転資金2,600万円、配当資金400万円、払込資金1,960万円という内訳であるが、主力の安田・安田信の比重は、借入総額のうち27.5%（2,780万円）、事業設備資金のうち25.5%（1,255万円）へと一層低下した。安田2,265万円に続くのは、帝国1,002万円、朝鮮銀行820万円、三菱687万円で、安田信515万円はその次であった。運転資金でも安田・安田信は400万円で、2,200万円を他行に分散している。配当資金でも安田、帝国、三菱、三井信が各100万円負担し、払込資金の負担も安田が1,025万円と多額ではあるが、朝鮮、帝国、第四、北拓など関係会社の地元銀行に分散している。

さらに決定的に様相が変化したのは、20年2月時点である。第8表によれば借入残高は1億1,210万円で1年前よりやや多い程度であるが、借入先は安田、興銀、鮮銀、戦時金融金庫（略して戦金）の僅か四つとなった。この背景には軍需融資指定金融機関制度の実施がある。同制度による第1回軍需会社指定（150社）は昭和19年1月で、昭和電工も含まれていたのである。同制度については次のようにいわれている。

「同制度は約言すれば、軍需会社と金融機関とを個別に且つ癒着にも等しい形で結合させ、前者の資金需要に対し国家信用を背景として（戦金の債務保証、日銀の資金援助）、いわば無制限にこれを注入するという驚くべきインフレ政策であった。同時に従来軍需金融の主要形式であった共同融資はこの面に於ては解消し、指定金融機関に対する『軍需協力融資』に変形した……。

軍需会社の指定はその後追加され、昭和20年初めまでに6百余に達し、金融機関の指定も同時になされたが、指定金融機関の地位を占めたのは大部分巨大市中銀行であり、これに本行（興銀－引用者注）と有力地銀若干が加わり、その他は協力団としてこれに従属した」<sup>(1)</sup>

安田銀行は興銀、戦金と共に昭和電工の指定金融機関となり、安田は運転資金、興銀は社債事務、社債前貸および設備資金、戦金は朝鮮関係資金という分担であった<sup>(2)</sup>。第8表でも安田は運転資金5,300万円と配当資金750万円を負担し、興銀は事業資金3,480万円、戦金は特殊資

第7表 借入残高（昭和19年3月末）

（単位：千円）

借入先	当初金額	現在残高	事業資金	運転資金	配当資金	払込資金
〔事業資金〕						
興銀	2,903	2,741	2,741			
安田	29,743	22,651	8,401	3,000	1,000	10,250
帝国	10,486	10,017	4,867		1,000	4,150
三菱	7,336	6,867	4,867	1,000	1,000	
住友（東京）	3,133	2,901	2,901			
三和（東京）	3,133	2,901	2,901			
東海（東京）	4,093	2,861	1,861	1,000		
野村（東京）	2,093	1,861	1,861			
北拓（東京）	4,668	4,436	2,436	1,000		1,000
神戸（東京）	1,239	1,123	1,123			
安田信託	13,243	5,151	4,151	1,000		
三井信託	3,383	3,151	2,151		1,000	
三井信託（東京）	2,383	2,151	2,151			
三菱信託	2,383	2,151	2,151			
住友信託（東京）	2,383	2,151	2,151			
第一信託	1,818	1,586	1,586			
朝鮮（東京）	8,200	8,200	1,000	3,000		4,200
小計	102,620	82,900	49,300	10,000	4,000	19,600
〔運転資金〕						
三菱（日本橋）	2,000	2,000		2,000		
野村（銀座）	2,000	2,000		2,000		
十五（京橋）	1,000	1,000		1,000		
埼玉（東京）	2,000	2,000		2,000		
第四（東京）	5,000	4,100		2,000		2,100
常陽（東京）	4,000	4,000		4,000		
昭和	2,000	2,000		2,000		
川崎信託	1,000	1,000		1,000		
小計	19,000	18,100		16,000		2,100
合計	121,620	101,000	49,300	26,000	4,000	19,600

〔備考〕内部資料「借入金調」（昭和19年第1四半期社債発行計画報告書）より計算の上作成。

第8表 借入残高（昭和20年2月末）

（単位：千円）

借入先	当初金額	現在残高	事業資金	運転資金	配当資金	特殊資金
安田	63,500	60,500		53,000	7,500	
興銀	54,800	39,800	34,800			5,000
鮮銀	3,800	3,800	3,800			
戦金	8,000	8,000				8,000
合計	130,100	112,100	38,600	53,000	7,500	13,000

〔備考〕内部資料「借入金表－借入金内訳明細表」（昭和20年度第1四半期社債発行計画資料）

金800万円（昭電子会社朝鮮電工向けであろうか）の分担となっており、鮮銀は指定金融機関ではないが、やはり朝鮮電工関係であろうか。安田、興銀の表面上の負担額は巨額であるが、両行が全部負担したわけではない。すなわちその背後に資金提供者がいたはずである。19年3月時点でみられた多くの金融機関は背後に隠れたとみられる。

安田の運転資金についての協力融資分担比率は、安田、帝国各15、三菱10、興銀、三和、野村、東海、十五、昭和、第四、常陽、埼玉、北拓、安田信、三井信各5（合計100）であって、19年時点と比較すると帝国、興銀、三和が加わり、鮮銀、川崎信だけが抜けている<sup>(1)</sup>。

また、興銀の設備資金についての協力融資分担比率は、興銀、帝国、三菱各200、安田、住友、三和各140、野村、東海各50、神戸40、安田信、三井信、三菱信、住友信、三和信各75、第一信25（合計1,560）であって、19年時点との比較では北拓、鮮銀だけが抜けている<sup>(2)</sup>。

川崎信は江界水力電気払込資金という特殊目的であり、鮮銀は前述のように別途融資を続けているので、事実上ほぼすべての取引金融機関が協力関係に組み込まれ、むしろ新規も加えて強化されている（北拓の除外理由は不明）。かくして主力安田の地位は一層強化され、安田信託は他の協力者の中に埋没した。戦時金融の花形興銀も安田と共に指導的立場に立ったのである。

- (1) 『日本興業銀行五十年史』昭和32年、524頁。
- (2) 内部資料では、興銀分は社債前借資金、安田は運転資金、戦金は海軍特殊用途資金、鮮銀は増資前借資金とある。
- (3) 『日本金融史資料 昭和編』34巻、「指定金融機関ノ軍需融資協力団結成要項一覧」403頁による。
- (4) 同上、415頁による。

## (2) 借入状況の考察

最後に、借入の実態をみよう。第9表と第10表は、昭和14年6月昭和電工成立以降20年までの借入について、発生した順に借入先、用途、金額、利率、期限を調べ、借入日数を計算したものである<sup>①</sup>。その意図は、企業の借入行動の内実に迫ろうとする狙いであって、これまでの諸研究でもこのような実証はないであろう。ただし、18年春以降はほぼ連続して考察に差し支えないが、14年から18年春までは資料の制約からごく一部しか把握できず僅かな結論しか引き出し得ない。

まず、第9表からみよう。昭和14～17年までの借入記録としては確かに一部分に過ぎないが、次の点が判明した。

第一に、\*印は借入期間について借換継続<sup>②</sup>を示唆している。いくつかの例をみよう。

- ① 安田銀行・安田信託の場合は共通事例である。すなわち、昭電成立直後の昭和14年7月に多額の事業設備資金を借り、分割返済しつつ期限を更新し、結果的に長期化したと考えられる<sup>③</sup>。
- ② 北拓（東京）<sup>④</sup>と常陽（東京）<sup>⑤</sup>の場合も類似した現象である。すなわち、14年に運転資金借入が発生してから、次々と期限を更新し、それぞれ約5年間も事実上継続されたと考えられる。

要するに同社では、期限が来て更新される場合、一旦消滅させてから新規扱いとするのではなく、当初からの歴史を重視して、当初借入日、借入額を残しその上で現在借入額、その時点での期限を表示していると解せられる。ただ、その方針が完全に守られていないために、わかりにくさを生じている。

第二に、配当資金や株式払込資金の借入では、一回限りの取引のようである。運転資金の場合、北拓や常陽の例にあるように事実上長期化するケースもあるが、それは例外的であって、短期の運転資金では一回限りのケースがむしろ多いようである。

第三に、事業設備資金については、当初に安田銀行・信託から多額に借入れたが、その後は16年10月から13行による共融が開始された（それ以前に痕跡が見当たらないので、これが最初であろう）。13行とは、正式に言えば安田、興銀、第一、三井、三菱、第百、住友（東京）、三和（東京）の8行と安田信、三井信、三菱信、住友信（東京）、第一信の5信託である。関西系は東京支店との取引であった（括弧内が支店名）。同年に3回の共融が確認されるが、それ以後17年が不明であるものの、継続された公算が大きい。しかし共融の期間が短いのは意外である。川崎信託・福徳生命からの江界水力電気払込資金借入が1年および2年であるのが長い方で、運転資金のほとんどが1年未満の短期である。

次に、昭和18年春以降を示す第10表から次の点が指摘できる。

第一に、前述の通り昭電成立直後の昭和14年7月、安田銀行・安田信託からの事業設備資金は事実上約5年間の長期借入であったが、それは主力筋での特別な事例であって、第10表では

第9表 昭和電工の借入経過 (その1)

(単位: 千円)

借入日	借入先	使 途	金 額	利 率	期 限	日数	摘 要
140601	北拓 (東京)	運転	1,000	125	170127	971	
"	"	"	1,000	125	170427	1061	
150629	"	"	1,000	125	161117	506	
"	"	"	1,000	125	170127	577	
"	"	"	1,000	125	170316	625	
171205	"	"	1,000	120	181014	313	
171207	"	"	1,000	120	180831	267	
"	"	"	1,000	120	190226	446	
"	"	"	1,000	120	190525	535	
140705	*安田	事業設備	12,130	130	161128	877	
"	"	"	11,000	120	170326	995	
"	"	"	6,000	120	180930	1548	
"	"	"	5,500	120	190630	1822	
140705	*安田信託	事業設備	9,670	130	161128	877	
"	"	"	8,800	120	170326	995	
"	"	"	2,000	120	180930	1548	
"	"	"	2,000	120	190630	1822	
141205	*常陽 (東京)	運転	2,000	125	161215	741	
"	"	"	2,000	125	170226	814	
"	"	"	2,000	125	180802	1336	
150801	"	"	2,000	120	190425	1363	
180804	"	"	2,000	120	190427	267	
140601	安田信託	運転	1,500	110	161201	914	
141002	川崎信託	特殊 (払込)	625	125	161113	773	江界水力電気払込
141002	福德生命	特殊 (払込)	375	125	161113	773	"
160129	安田	配当	1,000	120	161126	301	
160421	第百 (日本橋)	運転	1,000	120	161128	221	
160501	川崎信託	特殊 (払込)	625	125	170501	365	江界水力電気払込
160501	福德生命	特殊 (払込)	375	125	170501	365	"
160505	第四 (東京)	運転	1,000	125	161229	238	
160627	安田	運転	1,000	115	161231	187	
160805	三井	運転	1,000	120	161201	118	
160811	三井	運転	1,000	120	161208	119	
160920	十五 (京橋)	運転	1,000	120	170320	181	
161022	13行共融	事業設備	5,140	125	161231	70	
161023	第一	運転	1,000	115	170220	120	
161028	第一	運転	1,000	115	170228	123	
161031	野村 (銀座)	運転	1,000	115	161205	35	
161105	13行共融	事業設備	1,140	125	170331	146	
161118	昭和	運転	1,000	115	170818	273	
161126	安田	配当	1,000	115	170526	181	
161126	第一	配当	1,000	115	170526	181	
161127	住友	配当	1,000	120	170526	180	
161201	三菱	運転	2,000	115	170401	121	
161205	安田	運転	1,000	115	170402	118	
161210	第百 (日本橋)	運転	1,000	120	170207	59	
161210	武州 (東京)	運転	1,000	115	170207	59	
161226	三和 (京橋)	運転	1,000	120	170411	106	
161227	13行共融	事業設備	2,500	125	170331	94	
170112	昭和	運転	1,000	115	170511	119	
170124	第一	運転	2,000	115	170531	127	
170126	野村 (銀座)	運転	1,000	115	170531	125	
170410	第四 (東京)	運転	1,000	120	180624	440	
171130	第一信託	運転	1,000	120	180923	297	

〔備考〕 内部資料「借入金調」(資金計画関係)昭和16年11月8日, 17年2月1日, 18年7月31日より計算の上作成。\*印は長期継続の可能性ある事例。



類似例はなく、おそらく1回だけのことと結論される<sup>6)</sup>。

第二に、前述の通り北拓、常陽で運転資金が事実上5年間も期限更新されていたが、なぜか市中大銀行では類似例を見出し得ない。市中大銀行からの運転資金借入は、短期契約で終結し、必要に応じ借入が実行されていたと思われる。北拓、常陽ほどの長期ではないが、更新して2~3年になる事例は仔細に検討すればまだあるかも知れない。少なくとも18年以降では中期の事例も少ないようである。

第三に、18年3月から共融の事実が再確認される。すなわち、同月5日分では11行の協融であったが、31日分では15行に拡大し、共融は19年3月まではほぼ毎月、合計12回を数える。すべて事業設備資金であるが、最後の3回分は増資前借と明示されている。最初200万円、最後は800万円、途中では150~450万円の規模で、参加行はほぼ均等負担、メンバーはほぼ固定していた。いわゆる融資シンジケートを形成していたのである。

11行は、正式に言えば安田、興銀、帝国、三菱、住友（東京）、三和（東京）、安田信、三井信、三菱信、住友信（東京）、第一信の6行5信託である。16年の共融13行が2行減ったのは、第一・三井の合併による帝国誕生と、第百の三菱への合併のためである。同様に15行は以上のほかに東海（東京）、野村（東京）、北拓（東京）、神戸（東京）が加わって10行5信託であるが、正確には三井信託は本店と東京支店がなぜか独立にメンバーとなっている<sup>7)</sup>。

第四に、共融の期限であるが、18年3月の11行共融では176日と短かく、16行協融となって1年半となり、以後次第に短縮されて最後の共融では116日までになった。その間運転資金の期限は、18年4月の十五銀行545日を筆頭に、19年3月の安田信託18日に至るまでケースにより区々である。2カ月、4カ月、6カ月のパターンがあるが、半年を超えるのは少ない。

第五に、配当資金はこの時期、決算期毎に400万円を必要としたが、安田、三菱、帝国、三井信託で2回とも負担している（各100万円）。1回目は約4カ月、2回目は約6カ月、条件はほぼ均等であるが、配当資金まで負担するからには親密さを示す指標であろうか。

第六に、特殊用途資金であるが、戦金だけは海軍特殊用途とあり、それ以外は関係会社の払込資金であった。安田が主力行として朝鮮電工、北海道炭素工業、昭和炭酸の株式払込資金、朝鮮理研金属株式肩代資金を供給しているが、帝国が朝鮮電工を、北拓が北海道炭素工業を手伝っている。協力者は同条件であった。

第七に、19年4月以降、軍需融資指定金融機関制度が動き始めると、共融は解消し事業設備資金はすべて興銀、運転資金はすべて安田名義になった。前述のごとく戦金と鮮銀が所々で顔を出している。興銀、安田からの借入額は表面上巨額に見えるが、前述のごとく背後に協力融資行があり、興銀、安田自体の自己負担額は大きくないはずである。興銀の事業設備資金は期限1年と2年に分かれ、19年前半は1年が多く、後半から社債前借名義で2年が定着する。安田の運転資金も1年と2年に分かれ、双方半々である。戦金は1年、鮮銀はすべて増資前借で短

第10表 昭和電工の借入経過（その2）

（単位：千円）

借入日	借入先	使 途	金 額	利 率	期 限	日数	摘 要
180305	11行共融	事業設備	2,000	125	180828	176	
180310	三菱	運転	1,000	115	180706	118	
180325	三菱（日本橋）	運転	1,000	115	180712	109	
180331	15行共融（18口）	事業設備	1,500	125	190930	549	
180401	十五（京橋）	運転	1,000	115	180927	545	
180405	15行共融（18口）	事業設備	1,500	125	190930	544	
180405	昭和	運転	2,000	115	180802	119	
180410	安田	運転	2,000	115	180806	118	
180422	帝国	運転	1,000	115	180818	118	
180505	15行共融（17口）	事業設備	1,500	125	190930	514	
180526	安田	配当	1,000	115	180921	118	
180527	三菱	配当	1,000	115	180923	119	
180527	三井信託	配当	1,000	115	180923	119	
180527	帝国	配当	1,000	115	180923	119	
180605	15行共融（17口）	事業設備	1,500	125	190930	483	
180607	安田信託	運転	500	110	180805	59	
180610	武州（東京）	運転	1,000	115	180809	60	
180610	川崎信託	運転	1,000	120	180809	60	
180619	東海（東京）	運転	1,000	115	180817	59	
180624	第四（東京）#	運転	1,000	120	190624	366	
180629	安田	運転	1,000	115	180827	59	
180705	15行共融	事業設備	3,000	125	190930	453	
180705	第四（東京）	特殊	3,000	1175	190401	271	
180710	帝国（東京）	運転	2,000	115	180907	59	
180731	昭和	運転	1,000	115	180928	59	
180804	常陽（東京）#	運転	2,000	120	190427	267	
180809	川崎信託	運転	1,000	120	191203	482	
180831	北拓（東京）#	運転	1,000	120	190525	268	
180906	15行共融	事業設備	3,000	125	190930	390	
181005	15行共融	事業設備	4,000	125	191004	365	
181021	15行共融	事業設備	4,500	125	191004	349	
181102	安田信託	運転	1,000	110	180925	-38	※
181105	15行共融	事業設備	3,000	125	191004	334	
181105	十五（京橋）	運転	1,000	115	190504	181	
181110	三菱（日本橋）	運転	2,000	115	190505	177	
181120	野村（銀座）	運転	2,000	115	190317	118	
181120	昭和	運転	2,000	115	190717	240	
181121	安田	配当	1,000	115	190525	186	
181126	安田	特殊（払込）	4,150	115	190430	156	朝鮮電工払込
181126	帝国	特殊（払込）	4,150	115	190430	156	"
181126	鮮銀（東京）	特殊（払込）	4,200	115	190430	156	"
181129	帝国	配当	1,000	115	190525	178	
181129	三菱	配当	1,000	115	190525	178	
181129	三井信託	配当	1,000	115	190525	178	
181206	15行共融	事業設備	3,000	125	191004	303	
181224	安田	運転	1,000	115	190420	118	
181228	三菱	運転	1,000	115	190424	418	
190106	安田	特殊（払込）	500	115	190703	179	北海道炭素工業払込
190106	北拓（東京）	特殊（払込）	500	115	190703	179	
190106	東海（東京）	運転	2,000	115	190502	117	
190120	鮮銀（東京）	運転	3,000	115	190717	179	
190125	15行共融	事業設備	5,500	125	190630	157	増資前借
190203	埼玉（東京）	運転	2,000	115	190731	179	
190205	15行共融	事業設備	8,000	125	190630	146	増資前借
190222	安田	特殊（払込）	750	115	190819	179	昭和炭酸払込
190301	安田	特殊（払込）	500	115	190827	179	北海道炭素工業払込
190301	北拓（東京）	特殊（払込）	500	115	190827	179	"
190306	15行共融	事業設備	4,095	125	190630	116	増資前借
190310	安田	特殊用途	4,350	115	190508	59	朝鮮理研金属株式肩代わり
190315	興銀	事業設備	300	125	200314	364	
190315	興銀	事業設備	300	120	200314	364	

(単位：千円)

借入日	借入先	使 途	金 額	利 率	期 限	日数	摘 要
190318	安田信託	運 転	1,000	110	190404	18	
190330	安田	運 転	2,000	115	190524	55	
190330	鮮銀 (東京)	事業設備	1,000	115	191231	276	
190330	鮮銀 (東京)	事業設備	1,000	115	200311	346	増資前借
190410	興銀	事業設備	5,000	120	200409	364	
190420	興銀	事業設備	1,000	120	200419	364	
190510	興銀	事業設備	3,000	120	200509	364	
190520	鮮銀 (東京)	事業設備	1,000	115	200319	303	増資前借
190530	興銀	事業設備	1,000	120	200529	364	
190610	興銀	事業設備	4,400	120	200609	364	
190613	興銀	事業設備	600	120	200612	364	
190710	興銀	事業設備	5,000	120	200709	364	
190725	安田	運 転	22,500	110	200724	364	
190725	安田	運 転	22,500	120	210724	729	
190805	興銀	事業設備	37,800	120	210804	729	
190807	鮮銀 (東京)	事業設備	100	115	200401	237	増資前借
190810	興銀	事業設備	27,800	120	210809	729	社債前借
190905	安田	運 転	5,000	110	200904	364	
190911	興銀	事業設備	5,000	120	200630	292	
190915	鮮銀 (東京)	事業設備	1,000	150	191113	59	増資前借
190925	鮮銀 (東京)	事業設備	1,000	150	191121	57	増資前借
190930	興銀	事業設備	5,000	120	200929	364	
191005	興銀	事業設備	3,000	120	201004	364	社債前借
191005	鮮銀 (東京)	事業設備	1,000	115	191203	59	増資前借
191010	安田	運 転	2,000	112	211009	729	
191020	興銀	事業設備	1,000	112	201019	729	社債前借
191104	興銀	事業設備	3,000	120	211119	745	社債前借
191128	安田	配当	5,000	110	201127	364	
191205	興銀	事業設備	3,000	120	211204	729	社債前借
191211	安田	配当	1,000	110	201210	364	
191211	安田	運 転	5,000	120	211210	729	
191215	鮮銀 (東京)	事業設備	800	115	200412	118	増資前借
191220	興銀	事業設備	2,000	120	211219	729	社債前借
191228	戦金	海軍特殊	5,000	110	201227	364	
200110	安田	運 転	2,000	120	220109	729	
200110	興銀	事業設備	2,000	120	220109	729	社債前借
200120	安田	運 転	1,000	110	210119	364	
200120	安田	運 転	3,000	120	220119	729	
200120	興銀	事業設備	2,000	120	220119	729	社債前借
200127	戦金	海軍特殊	2,000	110	201227	334	
200201	安田	払込	1,500	110	210131	364	
200201	安田	運 転	1,000	110	210131	364	
200203	安田	運 転	3,000	110	210202	364	
200205	興銀	事業設備	3,000	120	220204	729	社債前借
200220	興銀	事業設備	2,000	120	220219	729	社債前借
200228	安田	運 転	1,000	110	210131	337	
200228	戦金	海軍特殊	1,000	110	210228	365	

〔備考〕第9表と同じ。#印はすでに第9表にも掲げたもの。

※印は原表のままであるが、借入日か期限かいずれかが誤りであろう。

期が多い。

第八に、利率であるが、「借入金調」の表示がたとえば「0.0125」としかなく、戸惑わざるを得ない。年1.25%ではあまりにも低く、日歩にしては表現がおかしい。第9、10表では、やむを得ず「0.0125」を簡単に「125」と表現してある。19年9月の鮮銀の増資前借「150」は例外で、事業設備資金が共融で「125」、その他で「120」、運転・配当資金が「110」～「120」で

あって、用途・期間によって多少の差があるから、ある程度のルールが存在を窺わせる。

- (1) 同社の内部資料「借入金調」から摘出し、時系列に編成したもので、同時点同条件の取引を共融関係として整理した。おそらく18年3月以降の取引は網羅されていると思われる。
- (2) 一般に、短期間で借換えて事実上長期借入とすることはよくあるが、形式上は短期借入の扱いとなる。いわゆる「転がし」である。また、期限自体を延長して長期化させることも不可能ではない。本来、長期の借入ならば、最初から5年間のごとく期限を設定し、分割返済することが一般的である。昭電の場合、安田銀行・信託では短期契約の継続更新であろう。
- (3) 安田銀行の場合、14年7月5日に発生した事業設備資金借入は、16年11月の「借入金調」では1,213万円・期限16年11月28日とあるが、17年2月1日の「借入金調」では1,100万円・期限17年3月26日であり、18年7月の「借入金調」では600万円・期限18年9月30日であり、19年3月の「借入金調」では550万円・期限19年6月30日となっている。いずれも始点は同じ表示で、同一借入金であることは間違いない。しかも当初借入額が1,236万円であることも分かっている。しかし「借入金調」も混乱しており、当初借入を16年11月は1,213万円、18年7月は800万円、19年3月は1,236万円など表示が区々である。事態は14年7月に1,236万円で出発し、分割返済と共に残高が縮小しつつ、ある期間ごとに期限が更新され、この借入の歴史を示すために当初借入が合わせて表示されたと思われる。したがって最初から5年間のごとく長期契約をしたのであるまい。
- (4) 北拓の場合、14年6月と15年6月に各100万円の運転資金借入が発生し、2口であった。前者は16年11月17日、17年4月27日の期限が確認され、後者は17年1月27日、同年3月16日の期限が確認される。この更新ぶりからすれば、それ以前にも期限があって更新された公算が大きい。18年7月の「借入金調」でも100万円2口の存在が確認でき、それ以後も1口は18年8月31日、19年2月26日、同年5月25日と期限が更新されており、事実上、5年間に及んでいることが分かる。
- (5) 常陽の場合、14年12月に200万円の運転資金借入が発生し、16年12月15日、17年2月26日、18年8月2日と期限が更新されたことが分かる。そして19年3月の「借入金調」では、200万円が2口となり、一口は18年8月4日に追加融資したと思われ、もう一口は15年8月1日借入となっているが、既出の14年12月分が15年8月1日に更新されたのではあるまいか。とすれば一口は、事実上5年間に及び、一口は半年間ということになる。
- (6) 使用した「借入金調」にたまたま残っていた取引記録からわかったのであって、これ以外に長期、多額の借入がなかったとは断言できないが、もしあれば18年春に残高がみられるはずであり、その公算は極めて薄い。ただ、2~3年の中期借入や、5年で契約しても期限前返済したら「借入金調」に痕跡が残らない可能性はある。
- (7) 帝国、三菱両行は、なぜかメンバー割当の2口分を負担し、神戸は半口分、興銀は僅かながら少額であり、他メンバーは均等であった。

## 5) 社債関係者

昭和電工は巨額の社債を発行したが、銘柄的に整理すると第11表のごとくである。合併前の日本電工、昭和肥料の発行社債も参考に掲げたが、すべて物上担保附社債であって、担保受託者と引受会社が問題となる。日本電工債では受託も引受も安田・安田信であった。昭和肥料債では受託は安田・安田信で同様であるが、引受は安田・安田信を含む5銀行3信託であった。

第11表 社債発行明細

銘柄	発行高 (千円)	発行日	償還日	発行 価格 (円)	利率 (%)	応募者 利回 (%)	引受会社	担保受託会社
〔日本電工社債〕								
1回担い号	7,500	昭10. 7. 10	昭17. 7. 10	100	4.5	4.5	安田・安田信	安田・安田信
ろ号	7,500	10. 9. 2	17. 9. 20	〃	〃	〃	安田・安田信	安田・安田信
〔昭和肥料社債〕								
1回担い号	10,000	13. 4. 25	23. 4. 25	100	4.3	4.3	5銀行3信託	安田・安田信
〔昭和電工社債〕								
1回担い号	10,000	15. 12. 24	25. 12. 23	99.5	4.3	4.371	8銀行4信託	興銀
ろ号	10,000	16. 3. 15	26. 3. 15	〃	〃	〃	〃	〃
は号	10,000	16. 6. 16	26. 6. 15	〃	〃	〃	〃	〃
に号	5,000	16. 12. 1	26. 12. 1	〃	〃	〃	8銀行5信託	〃
ほ号	5,000	17. 4. 24	27. 4. 19	〃	〃	〃	〃	〃
へ号	2,000	17. 7. 10	27. 7. 10	〃	〃	〃	〃	〃
と号	2,000	17. 9. 19	27. 9. 15	〃	〃	〃	〃	〃
ち号	5,000	17. 12. 10	27. 12. 10	〃	〃	〃	12銀行6信託	〃
り号	5,000	18. 6. 5	28. 6. 5	〃	〃	〃	10銀行6信託	〃
ぬ号	8,000	18. 12. 10	28. 12. 10	〃	〃	〃	〃	〃
2回担い号	10,000	19. 6. 30	29. 6. 30	〃	〃	〃	〃	〃
ろ号	15,000	19. 9. 1	29. 9. 1	〃	〃	〃	〃	〃
は号	15,000	19. 12. 11	29. 12. 11	〃	〃	〃	〃	〃
に号	10,000	20. 2. 26	30. 2. 26	99.75	〃	4.335	〃	〃
ほ号	10,000	20. 5. 21	30. 5. 21	〃	〃	〃	〃	〃

- 〔備考〕 1. 興銀『社債一覧』より作成。  
 2. 引受会社の昭和肥料「5銀行3信託」は安田、興銀、第一、三井、三菱各銀行、安田、三井、三菱各信託。  
 3. 昭和電工の「8銀行4信託」は興銀、第一、三井、三菱、安田、第百、住友、三和各銀行、三井、三菱、安田、住友各信託。「8銀行5信託」は第一信託を追加。「12銀行6信託」は、興銀、北拓、第一、三井、三菱、安田、第百、住友、三和、野村、東海、神戸各銀行、三井、三菱、安田、住友、三和、第一各信託。「10銀行6信託」は興銀、北拓、帝国、三菱、安田、住友、三和、野村、東海、神戸各銀行、信託は不変。

両社とも主力筋の安田・安田信の指導下にあったと考えられる。因みに昭和肥料では引受に興銀、第一、三井、三菱、三井信、三菱信が参加していたから、おそらく融資関係があったのではあるまいか。

昭和電工成立以後、担保受託者には興銀が定着し、引受には銀行・信託の共同引受が定着した。第11表にみる昭和15、16年の発行は8銀行4信託で、その内訳は同表備考欄に示した通りである。第一信託を加えて8銀行5信託になっても基本的態勢は変化していない。そして17年12月発行から12銀行6信託に拡大されるが、備考欄に示すように北拓、第百、三和、野村、東海、

神戸、三和信が追加されたわけで、前述した共融メンバーの拡大とほぼ同様な拡大である。18年から10行6信託に縮小するのは、第一と三井の合併で帝国になり、第百が三菱に合併されたからで、実態に差はない。別言すれば共融シンジケートメンバーが社債引受シンジケートメンバーになったことを意味する。社債発行は興銀主導の下に展開するが、事業設備資金が社債前借の意味を持ち、社債発行で前借が解消するというパターンが繰返えされる。運転資金は安田が主導権を持ち、事業資金＝社債発行は興銀が主導権を持つという構造が確立したのである。担保受託者としての安田信託の地位は失われた。

#### 4. むすび

本稿の第一課題は、戦前の昭和電工について「収支構造分析」を適用することによって、同社の資金需給の実態を解明することであった。

第一に、資金需要の中心はなんといっても設備投資であった。同社は昭和14年6月成立後も、引き続いて、というよりは一層果敢な設備投資を展開した。アルミ精錬における大町工場増強、喜多方工場新設、そして横浜工場におけるアルミナ増強が設備投資の支柱で、川崎工場の硫安増強が副、そして他工場の諸工事が加わるという形であった。いうまでもなく航空機用ジュラルミン生産に不可欠なアルミの増産が、軍部・商工省からの至上命令であった。それでも14～16年の大投資が一段落し、17年に小休止が入るが、18年以降敗戦まではアルミ増産を主体に、軍需関連の諸生産能力拡大が極限にまで要求された。未完成に終わった子会社＝朝鮮電工のアルミ精錬設備は、昭電成立以来の設備投資総額を上回るほどの大規模であった。当然、事業規模拡大に応じて棚卸資産、売掛債権、仮払金などの規模も拡大し、運転資金需要も増大したが、同社自身が作成する中期資金計画および資金繰表では、常に建設工事支払必要額とその調達为中心課題であったことに、事態の本質が象徴されている。

第二に、旺盛な設備投資を中心とする資金需要の結果、事業収支尻は絶えず赤字（資金不足）であったから、いかなる方法で資金調達するかは重要な問題であった（もっとも17年上期だけ珍しく資金余剰だったが）。そして17年までと18年以降では調達の様相を異にしていた。すなわち、前者では借入によって資金不足を一旦カバーし、払込徴収、社債発行によって借入を返済するというパターンである。同社では手形割引は僅かであり、支払手形発行による調達も少額であったし、余裕の乏しい同社にあっては預金の取崩しも多くは期待できない。後者になると、あまりに資金不足が大きいので、借入額自体が巨額となり、払込徴収、社債発行によっても返済しきれず、借入額は累増したのである。社債発行の拡大のためには、資本金を基準とする発行制限を突破する必要があり、その面からも増資が必要となり、現に倍額増資が実施され、借入金、社債、払込資本金、いずれも億円を超える巨額となった。

第三に、株式を公開している同社は、払込徴収・増資のためにある程度の配当を維持する必要があったから、生みだした利益は配当金支払で消え、減価償却も充分とはいえないようである。要するに、同社の体質では自己資金で諸投資を賄う余裕はなく、増産の至上命令を守るには、外部資金を導入するほかはなかったのである。払込徴収・増資は配当負担を増すという面があるが、戦時下の配当抑制策・低金利政策によって負担が相対的に軽減される面が幸いしていよう。

第四に、借入先は主力筋の安田銀行・信託を中心とし、いわゆる五大銀行・四大信託を網羅し、準大手市中銀行、一部の地方銀行に及び広範である。設備資金では、設立直後に多額を主力2行に仰ぎ、事実上の長期借入となったが、むしろこれは例外で、少なくとも16年から十数の市中銀行・信託による融資シンジケートが通常化した。また、運転資金には主力2行をはじめ一部の大手市銀、地銀が動員され、配当資金は安田と第一、三菱、住友、三井信に限られていた。関係会社払込資金でも、安田の負担が大きいが、一部他行にも協力を求めている。この段階では、主力に対し第一、三井（合併してからは帝国）、三菱、三井信が他行より協力している。

第五に、戦時末期の軍需融資指定金融機関制度実施で、興銀が社債発行・設備資金を担当、安田が運転資金を担当、戦時金融庫が朝鮮関係資金の担当となったので、従来の借入先は各担当金融機関への資金提供者となったはずである。そして興銀、安田2行が資金供給面で指導的地位を確立したのである。興銀が安田銀行・信託に代わって社債の担保受託者となり、社債引受シンジケートの中心でもあったことは、設備資金調達の要になったことを意味し、運転資金の要である安田と並ぶ重要性を獲得したことも付言しておこう。

ただ金融統制の中で、昭和電工が軍需会社として優先されたことは想像に難くないが、膨大な資金需要がどの程度充足されたか、他社にどれだけ優先されたかになると、内部資料によっても解明にはいたらない。

さて第二の課題は、昭和電工自身の資金繰表による事態の解明である。同社での日常的資金繰りは、設備資金関係と運転資金関係の双方を含んでいるはずであるが、入手できたのは前述の通り設備支払とその調達に重点が置かれたものであった。したがって日常の営業収支をみることはできない。そして月次と四半期合計からなる資金繰表は、過去の実績と以後の予定を含めて1年間程度が組まれているが、試みに同時期の予定と実績を対比してみると、常に狂うと言って過言ではない。本論で具体的に考察したわけではないが、内部資料を操作した感触では、資金計画の難しさを物語ると共に、同社の計画自体が次々と修正されていくことに原因するのであろう。一方で増産命令による変更があり、他方で工事遅延による変更があって、修正を余儀なくされたと思われる。

収支構造分析との比較からいえば、現金ベースで組み立てられる「資金繰表」であるがゆえに、残高増減比較から導く収支構造分析とはタイムラグを生じ、若干金額が異なるのは予想した通りではあるが、基本的傾向まで食い違うことはなかった。興味深いことに、同社の借入が

多額であり、社債前借や増資前借がしばしばおこなわれ、同社の資金繰り上では借入返済と、借入が両建て計上されるので、資金規模が収支構造分析でみた場合（借入も社債も純増減で表示）よりも両建て分だけ大きく表示されている。おそらく財務担当者には、返済がいくら必要なのか、いくら返せるのかが強く意識され、また両建て表示の方が経営トップへの説明上も分かりやすいであろう。

借入条件を調べた結果では、借入時に長期契約するケースは見当たらず、短期が普通で、「転がし」による長期化がみられる程度であった。戦時末期になると設備も運転も1年あるいは2年の期限となっており、もはや1年未満の短期借入は姿を消した。それでも戦時末期の資金計画では、返済必要額もうなぎ登りで、それを含めての必要借入額は巨額となったのである。おそらくこのような設備投資→借入過多の姿は、他の軍需大企業でもみられようが、昭和電工がその代表格であったろう。

〔付記〕 本稿も昭和電工の所蔵資料を利用したもので、同社のご好意に感謝申し上げます。そして同社にご紹介いただいた元スカイアルミニウム社長北野寿氏、様々なご便宜、ご教示をいただいた元昭和電工顧問川上秀一氏にも厚くお礼を申し上げたい。

#### <編集後記>

本号は、つい最近まで当研究所の所長をつとめておられた麻島所員の論稿です。麻島所長の後は泉 武夫所員が所長となりましたが、任期半ばで経済学部長に選ばれたため、水川 侑所員が9月より所長代行となりました。年末の総会で正式に次期所長を選任することになります。

さて、本欄を借りて前号の誤記を訂正しておかなければなりません。9月号の奥付に「(発行者) 泉 武夫」とあるのは、「水川 侑」の誤りです。お詫びして訂正いたします。(R.I.)

---

神奈川県川崎市多摩区東三田2丁目1番1号 電話 (044)911-1089

専修大学社会科学研究所

(発行者) 水川 侑

製作 佐藤印刷株式会社

東京都渋谷区神宮前2-10-2 電話 (03)3404-2561

---