

企業の整理とその財務

室 谷 賢 治 郎

小 引

第八十二帝國議會は總力戰經濟の遂行のため企業整備に關する萬全の措置を講じた。既に一年前から施行を見てゐる企業整備令にも、その第二條に「本令ハ國民經濟ノ總力發揮ニ資スル爲企業ヲ整備シ又ハ之ガ爲事業ニ屬スル設備若ハ權利ノ利用ヲ有效ナラシムルコトヲ目的トス」と明白に規定せられてゐる。然るに國民經濟の總力は單獨經濟の結集に俟つ以上、單獨經濟特に企業内部の整理の問題を顧慮することなくしては總力戰經濟も到底十分な遂行を見ることを得ないと信ずる。本篇はかかる見地よりして企業の整理を繞る財務を取扱はんとするものである。

一

企業の整理が我が國に於て特に重要性を與へられたのは、現行商法の制定にあると云つて宜い。即ち現行商

法は舊法に條文の無かつたところの會社の整理といふ新たな制度を採用したのである。これを權威ある商法學者の說に聽くと、「會社の整理といふ制度は法制上は今度始めて採用せられるに至つたわけで、(中略)何故に株式會社のみに就て是があるかと云へば、要するに株主及び會社債權者の點に於て大衆性を帯びて居るといふやうなことから、さういふ大衆を保護するといふ見地よりして、斯ういふ制度が必要になつて來るわけである。(中略)此の整理といふことは、極めて公明正大に爲されなければならないのであつて、それには裁判所の監督の下に適切な處置が講ぜられなければならないわけである。さういふ風にして會社を更生せしめ、其の儘で放つて置けば破産になり、會社の人格が消滅してしまふといふやうなことになるのを、一步前で喰止めて、會社の企業を維持するといふことが、此の會社の整理の制度的目的であると思ふ。」(田中耕太郎博士著「改正商法及有限會社法概説」二二一頁以下)また他の商法學泰斗は教へる。「會社の整理とは株式會社が破産に陥るの虞あり又は既に破産原因を存して居る疑ある場合に於て、裁判所の爲す整理開始の命令に基いて、裁判所の監督の下に行はるゝ會社整理の手續をいふ。會社が破産に瀕してゐる場合に於ても、關係者は破産手續に依ることを嫌つて破産以外の整理方法に出づるを常とする。(中略)併し乍ら整理を當事者の自由に放任するとき、奸惡なる會社當事者が私曲を計つて會社債權者の利益を害する弊あると同時に、頑冥又は狡猾なる少數の債權者が強制執行又は破産の申立等を爲して、眞面目に進行されつゝある整理を妨碍する弊あることを免れない。仍て商法は會社の整理なる制度を認め、裁判所の嚴重なる監督に依つて會社債權者の保護を全くすると同

時に、整理中は、強制執行、破産手續等の手續を中止又は失効せしめて整理の妨碍を排除することとし、之に關して種々の規定を設けて居るのである（松本丞治博士著「改正商法大意」二五四頁）。

併しながら經濟上の意味に於て整理といふときは企業又は企業の利益を健全になすことに他ならない（F. Schmalenbach, Finanzierungen. 5. A. Leipzig 1932. S. 292）。換言すれば企業が失敗するか窮迫するとき、その財務計畫を變更することが整理である。而してこの場合財務計畫の變更は企業を擴張せしめんが爲めよりは、寧ろ企業を縮少せしめんが爲めである。何れにせよ新しい計畫には新しい資金を必要とするのである。唯だ擴張する企業が過去の成績に基き新に資金を吸引し易いのに對し、財務の逼迫せる企業は強制によらなければ資金を獲得し難いことを覺らなければならぬ。随つて企業擴張の資金を求める方法は比較的容易であるが（小樽高商創立二十五周年記念論文集所收拙稿「企業の擴張と其の財政」参照）、不成效の會社の整理に必要な資金を獲得することは頗る困難となる。整理が成效するか否かの鍵は、右の目的を達成するに最少の摩擦を以てする計畫の選擇如何にありと云つても宜い。

右の如く企業の整理はその加へらるべき狀況や判斷が微妙であるだけに、企業財務の領域中最も複雑な様相を呈し、これを單に概括的に説いたり先例に踵いだりすることは出来ない。即ち問題の要素として法律上の判例、暫定的な應急對策、綜じて利害の相反する幾多の人々の心理的傾向や偏見を顧慮しなければならぬのである。唯だ如何なる整理に當つてもその主たる目標が當事者全般に對する正義に置かるべきことは論を須ひ

ざるところである。それにも拘らず正義は動もすれば、便宜といふ動機によつて歪曲せられ、強制は一二の點にのみ施行せられる。さればこそ法律の手が伸されることになるのであるが、併し問題が新しいため一切を蔽ふに足る法網は張り廻らされるに至らず、法律と現實の便宜とが衝突する場合さへ屢々見られる。

さて問題の微妙であることは姑く措き、企業の整理が財務の範圍に於ける最も重要なものに屬することを重ねて注意したい。蓋し從來企業の整理に投ぜられた資金は些少ならざる額に達する。而もこれ等の企業に投下せられた資本は必ずしも富裕階級の財産のみに限られず、中産階級の貯蓄からも集められてゐる。茲に法律家金融家、事業家何れも問題の解決のため努め來つたことは敢て異とするに足らないが、而も企業整理の理論及び實際を基礎付くべき不易の原理は見出されない現状にある。随つて以下設くところも要するに幾多先例の背後に潜む慣行を窺ふ他はないのである。

正常の場合を取るならば企業の整理は何よりも失敗の結果である。而して大きな株式會社の失敗は中小の合資會社乃至合名會社又は組合の失敗と趣を異にするのを見る。合名・合資會社又は組合の場合にあつては事業は社債を發行せぬのを常とするから、金融業者及び債權者が事業を整理するやうに強制する。然らざれば債務辨濟の計畫を提出するやうに強制する。これに反して大會社の場合にあつては事業を繼續する時に限り價値のある暖簾價値の如き無體財産が存する。故に事業が破綻するやうに見えても、株主自身は債權者の要求額を假令一部でも支拂ふに足る新資金を投下して企業の完全な崩壊を阻止するのである。かくて整理された企業は直

接の窮迫を免れ、舊株主そのまま再出發することが出来るのである。米國の例では瓦斯、電氣の供給や鐵道、バスの運輸を營む所謂公益會社に就ては株主の希望や債權者の要求よりも一般公衆の利益を優先的に擁護することが見られる。即ちかかる場合には裁判所が破産管財人をして窮迫した會社の公益施設を運用せしめ、以て會社の再編成を圖るのである。

然らば一般に企業の失敗する原因は何か。Bradstreetの調査によつてこれを次の三つに大別することが出来るよう (F. F. Burchett, Corporation Finance. New York, 1934. p. 822. n.)。

A. 外部的原因

- 一、不當なる競争 (激甚な又は露骨な競争に對抗すること不能)
- 二、特殊な事情又は不利な状態 (洪水、火災、氣候不順、景氣不況)
- 三、債務の紛糾 (支拂能力ある債務者の失敗又は他人に對する裏書に基く)

B. 内部的且つ不可避的原因

- 一、無能力 (判斷、熟慮、機略又は一般的能力の缺如)
- 二、無經驗 (相應に良好な素質を有しながらも特定の事業を有効に經營すべき十分な經驗無し)
- 三、利用せられる資本に對し過大の事業を企てること
- 四、無制限に又は適當な考慮無しに信用を供與すること

C. 内部的且つ可避的原因

一、個人的浪費

二、事業の輕視、賭博的風習

三、正常なる取引以外の投機

四、詐偽的傾向（債權者の權利を顧慮せず個人利益を保護すること）

企業の失敗を假りに病理に譬へるとせば、これには急性のものと慢性のものが分れる。急性の場合ならば直接の事態及び外見のみで診断し得るが、慢性の場合には更に探診を要する。慢性の病理は競争状態、需給關係の變動、技術的調整の過誤、經營上の亂脈等から通常發生するのである。この慢性の病理はデューイングが企業失敗の根本原因となすもので、稍々具體的には過當の競争、商品に對する一般的需要の變動、有利ならざる擴張及び偽裝的利益としての資本分配の四である（A. S. Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 3rd ed. New York, 1934. p. 1088）。然るに企業失敗の心理的要素を力説する者はミルを頂點とする古典學派經濟學說に對する塊太利學派が經濟的價值を心理的價值の上に置く立場を援用しつつ、企業失敗の原因を經營者の直觀力、豫見、創意、忍耐、知力等の缺如に歸せしめるけれども、これ等は上掲の表に於ける無能力の項目に入れらべきもので、因果の必然性を有すると云ふよりも寧ろ委意的である。

かく企業失敗の直接の原因は補助的原因と區別しなければならぬ。改めて言ふまでもなく企業の失敗する

のは債務を辨済し得ざる場合であるから、失敗の直接の原因は運轉資金の不足に在る。現實の失敗は夙に事業創設の時から豫想されてゐたものと云つても過言ではない。唯だ不利な外部的諸勢力は多年に亘り内部的技巧によつて隠蔽せられてゐたに止まるのである。さればホーグランドの如きは企業失敗に次の三段階ありと主張する (H. E. Hoagland, Corporation Finance. New York, 1933. pp. 351—2.)。一は失敗に導かずに置かないやうな状況を作る段階、二は經營者が早晚失敗を自認する段階、而して三は他人が失敗を認める段階である。これと反對に不利な外部的諸勢力が内部的缺陷を逸早く曝露することもある。更には極めて有利な外部的状況が意外な經濟事情に伴はれ株主及び經營者自身を邪道に誘ふこともある。

何れにせよ企業失敗の原因の第一が競争にあることは、殆ど凡ての論者の一致するところである。素と競争は一切の企業にとつて欠くべからざる刺戟を與へた要素である。即ち一定の範圍内に於ては競争の激烈な程度業能率は増大せしめられたのである。併し激烈過ぎる競争は最早競争とは云へない。例へば自轉車の製造業者は自轉車の競争によつて失敗せざるを得ないが、現實には自轉車は決して自動車と競争するものでないと思ふべきである。かく競争は失敗に對する原因であるよりも寧ろアライバイの役割を演ずることが屢々ある。故に若し一定市場に於ける全部の生産者又は配給者が餘りに烈しい競争により損失を蒙らざるを得ないときは、競争を失敗の原因に算しても宜い。かかる場合でも競争が失敗に終るよりも合同に到り易いことはこれを見逃してはならないのである。

商品競争の觀念を言ひ現はす別法は一定商品に對する消費者需要の變動を説くことである。自動車が一般的になつたとて荷車の製造家が悉く失敗するといふ道理のものでない。荷車製造家の中にはその製作場を自動車工場に改造して消費者の嗜好に適する物の製造販賣に效を奏する者もある。また最高調を謳ふ會社でも消費者需要の變動を豫想して異種の製品を製造する計畫を繞らす場合がないではない。併しながら需要の變動に對應しない企業は、それが消費者の屈託から生ずると將た競争者の挑戦から生ずるとを問はず、變動の起るや否や失敗することを覺悟しなければならぬ。

失敗に與へる競争の影響を言ひ現はす更に別の途は、過大擴張による失敗を語ることである。過大擴張はそれ自體では失敗を招致せしめない。過大擴張を行はんとして通常用ひる方法、特に他人の資本を利用しようとするのが往々にして不幸な結果を招くのである。過大擴張の弊害は幾多あるが、その主たるものは經營者の缺格である。加ふるに小規模の企業で利潤を收め得る經營者が大なる責任に眩惑されることがある。それは餘りに急速な擴張の結果であることが少くない。過大擴張は樂觀主義の所産であるため浪費と不經濟とを伴ひ易いのである。結局總益は増大しても純益は然らずして、純損を蒙るとき失敗に墮することは必然である。このことは収益遞減の法則の一適用であると云つても宜い。追加資本に對する収益率が費用よりも大なる限りは企業を擴張しても差支ないが、計算の誤りを考慮する必要があるに在る。これを公式で示せば、新資本或は追加資本に對する収益率は $\frac{R_1 \times OC - R_2 \times TC}{TC - OC} = R_3$ で現はし得る。 R_2 は新資本が追加された後の資本全體に對する收

益率であり、 R_1 は新資本追加前の収益率である。TCは新資本追加後の資本全體を示し、OCは新資本追加前の資本を示す。随つて R_3 は新資本に對する収益率となる。 R_1 と R_3 とが平準の収益率を超える限りは擴張を認めても宜い。 R_1 が他人資本に對する一定率に近づくときは、擴張は他人資本から自己資本へ移さなければならぬ。かくて R_3 が將來及び現在を考へつつ平準の収益率に等しくなるか又はこれを超えるのでなければ擴張は行ふべきでなす (F. F. Burchett, op. cit. p. 827. n.)。

進んで企業失敗の原因として企業の有望を誤信し利子又は配當金を過大に支拂ふ場合を顧慮しよう。かかる支拂は進歩した會計原則によつて是正せられるけれども、實際上は許容せられ難いのである。否、右の如き過大な支拂は理論上も欺偽として取扱はれることさへある。それと同時に収益を伴はない配當及び利子の支拂は過大擴張に遡らしめられることがあり、上述の通り過大擴張が企業破綻の原因たる以上、資本配當の如き直接失敗の因をなすことは多言を要しないところである。

要するに企業失敗の原因は多々あるが、競争、需要變動、過大擴張及び資本配當を以てその主たるものとす。然るに過去の半世紀間は企業失敗の一半を景氣循環に關聯せしめ、他の一半をこれと獨立せしめて來た。されば企業失敗に就いてのブラッドストリートの調査や支拂不能に關するダンの記録を見ると、前者の記す所では僅かに五年間に、また後者の記す所では三年間に、企業の〇・七%以下が失敗した。またそれぞれ三年間及び二年間に一・三%以上が失敗した。この二つの調査所の發表する失敗の百分率は左の通りで、百分率の示

される企業数は初めの頃は八十萬、終りの頃は二百萬に達するのである。

自一八八一年至一九三〇年企業失敗の百分率表 (Hoagland, op. cit., p. 364.)

企業失敗の百分率	年	
	ダ ン	ブラッドストリート 數
〇・七〇 以下	三	五
〇・七一—〇・八〇	五	九
〇・八一—〇・九〇	八	一二
〇・九一—一・〇〇	九	六
一・〇一—一・一〇	一五	七
一・一一—一・二〇	三	四
一・二一—一・三〇	五	四
一・三一—一・三〇	二	三
一・三〇 以上		

右の表に於て二つの調査所の數は必ずしも一致しないけれども、その結果に就ては一定の照應を見出すことが來出る。即ち最も繁榮した年でも失敗の記録は比較的大である。これ等の百分率が恐らく現實の失敗よりも低いであらうことは推察に難くない。ダン及びブラッドストリートの記録は一般の注目を牽いた大いさの失敗のみに係り、債権者との調停妥協は一般には知られないことは言ふまでもない。

顧るに第一次世界大戦（一九一四年—一九一九年）に於ける列國の經濟情勢は物價騰貴と企業利潤の増大とを殆ど例外無しに齎した。然るに戦後の一九一九年乃至一九二二年には調節が施され、諸會社の資本構成は保守的となつた。次いで一九二二年乃至一九二七年には株式や社債の新發行が頻繁となり、更に一九二七年乃至一九三〇年には會社の合併、變更等が盛に行はれた。かくて一九三〇年乃至一九三四年の世界恐慌に至つては財務構成の切實な整理が要求せられることとなつた。即ち茲に各種の會社財務政策が現はれたのであるが、これを大體に於て三つの様相に區別することが出来る。一は證券所有者が自發的に調整を圖るもので、財務調整 *financial adjustments* 或は會社資本再生 *corporate recapitalisation* と名付けよう。二はこの自發的な調整から一步を進め、特定の證券の壓迫により齎される財務變更で、會社再建 *corporate reconstruction* と唱へよう。而して三は裁判所の監督の下に破産手續を執行すべき財務變更で、會社再編成 *corporate reorganization* と呼ぼう。本稿に於ては紙幅の關係上財務調整と會社再建とを取上げ、會社再編成は取扱はないことにする。そこで先づ財務調整であるが、これは會社の比較的輕微な財務的窮迫に適用せられる救濟手段である。随つてこの云はば財務的緩和劑はその終始が明かにせられない。併し概して言へば（一）財務的窮迫が現に又は近く存すること、（二）財務調整が規模に於て異常であり、窮迫を直接間接に避けるか緩めるかする意圖を以てなされる

こと、(三)財務構成を調整する提案が支配的株式からなされることが特徴である。

さて一般に會社の財務狀況と景氣との間には密接な關聯が存する。取引量及び利幅の大小に伴ひ世人の投機心が樂觀的氣分から悲觀的氣分に移るのは珍しからざること、容易な自己資本の贖出が困難な他人資本の調達に轉ぜざるを得ないやうな事態を生ずる。好況時には何人も會社の財務政策を検討しようとしなが、不況時になると云はば財務的顯微鏡を用ひて會社の弱點探しに血眼となるのである。されば景氣循環の上昇期には財務構成を擴張せんとする傾向が見られると共に、その下降期には反對の現象が生ずる。然るに利潤の循環は會社經營者が伸縮自在になすものであるけれども、價格の循環は會社の財務規模の屈伸に基くものである。かくて投機的循環は性質上の循環と數量上の循環との二つの様相を具へることなる。前者は最も普通の財務構成の型式を支配し、後者は一般的な信用状態に關係するのである。

いま會社資本再生に就て見ても、これには異つた刺戟によつて動かされ異つた目標に向けられるところの二つの型がある。加ふるにこの二つの型は景氣循環の各段階に特色をなすものである。即ち一は樂觀的資本再生と唱ふべきもので、主として景氣の回復期及び繁榮期に限られ、他は悲觀的資本再生と名付くべきもので、衰退期及び停滯期の所産である。樂觀的資本再生は増加する證券を販賣して行はれるのが常であり、悲觀的資本再生は未拂の證券の一部又はその權利を除去して行はれる。一は物價の上昇、生産の増加、利幅の擴大、會社の擴張から生じ、他は物價の低落、生産の減少、利幅の縮少、會社の縮減に伴ふ。かくて樂觀的資本再生は資

本構成の増加を來し、悲觀的資本再生はその減少を招くのであるが、茲で問題とするのは後者の場合である。

資本構成の下降を調整するに當つては會社は種々の理由を附けるが、その主たるものは次の如くである。第一は貸借對照表に示されると否とを問はず損失が既に認められてゐることである。損失が既に認められてゐる以上、損益勘定に對する効果を除去するため次の何れかの方法を探るのである。一は既存の利益を作り變へることであり、他は缺損を相殺するに足る利益の項目を作つて貸借對照表に現はれる缺損を抹消することである。第一の方法ではその操作は單に資金勘定から損益勘定への移動に止まり、資本再生によつて貸借對照表の全般に影響を與へられることはない。第二の方法では移動は利益についてなされ、損益ともに貸借對照表の全般を改めるために除去せらる。悲觀的資本再生の第二の理由は、損失が惹起されなくても營業狀態でその必至を告げてゐることである。この場合には經營者は將來の批判を封ずるために、生ずべき損失を株主に警告して對應策を講ずる。第三の理由は將來の所得の適當であることに關聯し、固定費のみを償ふか又は固定費と株式配當金とを償ふか、孰れを爲し得るかといふことである。その調整は所得を増加することと經費を減少することとであつて、これが一方を選ぶか双方とも採るかを慮らなければならぬ。隨つて財産を減額すれば減價銷却費も減じ、その結果は純益の増加となり、少くとも配當金の支拂に當てられる。若し優先株又は社債が資本再生により直接に影響されるとせば、固定費の減少は普通株に歸すべき所得に加はり、或は逆に普通株に加へらるべき缺損を少くすることになる。資本構成の下降的變更に對する第四の理由は現存する財務的要求の問題

に基くものである。社債利子の支拂はこの種の資本再生に於ける刺戟となることがある。蓋し優先株主が會社を管理する虞あるときは、普通株主は己が利益の一部を犠牲に供しても會社の管理權を保持しようとするであらうし、同様に社債權者が會社を乗取らうとする惧あるときは、普通株主は固よりのこと優先株主と雖も會社の破産を防止するために努力を惜しまないのである。第五の理由としては心理的要素を擧げなければならぬ。即ち經營者が資本再生は時局の動向に即應するといふ以外に理由を與へない場合は、その刺戟は正しく心理的である。第六には法令に基き財産の再評價を求められたとき、而して第七には租税の減免、準備金の積立、無體財産の除去等の理由も存するのである。

資本再生が持株會社に於て行はれる場合は特別の注意を必要とする。若し子會社の財務が鞏固であるとせば、その株式の重要な部分を撤去することは確かに親會社の地位を改善する。随つて子會社を以て流動資本の源泉として利用することが出来る。次に子會社の優先株又は社債が公衆の掌中にあつて會社を管理せんとする氣配の存するときは、持株會社が管理を留保することがある。即ち減價費を節減したり、親會社の抵當證券の代りに子會社の抵當證券を用ひ親會社が子會社に普通株に相當する金額を前渡したりするが如き方法はこれである。進んで持株會社は普通認められないやうな配當支拂を行つて云はば私腹を肥やさうと望むとき、子會社の資本再生を企てる。蓋し持株會社の保有する株式は原價であることを常とするから、額面價額の變更は持株會社に貸借對照表の面を書改めしめずじつに繼續的な配當支拂を許すのである。

資本再生の計畫には銀行、社債権者及び一般債権者は關與しないのが常で、寧ろ會社の經營者に裁量が與へられる。その故は(一)資本再生の不安が正確な効果を直ちに決定することを得ざらしめ、(二)資本再生の原因を現在に於て精密に測定し得ず、(三)裁量を與へぬと將來に於て困難を増大せしめるからである。然るにこれに反對する見解もないではない。それは(一)經營者が凡ゆる缺陷を隠蔽して事實上缺陷の除去せらるべき時にも依然としてその職にあること、(二)過去の裁量は正しくなかつたこと、(三)凡ゆる管理を經營者の上に課すのは健全な事業でないこと等を擧げるのである。

普通株のみを煩はす會社の財務調整或は資本再生は次の二つの根本的に異なる状態の下に於て行はれる。即ち一は普通株が資本全體を代表する状態であり、他は優先株又は社債が未拂で普通株が殘餘の請求を受ける状態である。前者の場合には管理權を留保しようとする動機は現はれない。蓋し當座の債権者のみが難題を持込むだけであるから、構造變動の根據は經營者及び投資の問題に存するのである。若し減資の傾向が強くなれば經營者は將來の安定のため普通株の切捨を行ふであらう。切捨てられる價額は物價騰貴の時に回復せられ、減價費の縮少は實質的に利益勘定を有利ならしめることとなる。優先株又は社債が未拂の場合には右に反し管理權の問題が常に現はれる。何となれば優先配當及び利子の不履行は殆ど常に管理權の移轉を招くからである。かくて普通株の調整は次の方法の何れかにより公稱資本の減少となるものである。即ち(一)株式數を變へずに額面を減ずるか、(二)額面を變へずに株式數を減ずるか、(三)額面の株式に代へるに低めた價額の株式を以てするか、

(四)額面に依らない株式の價額を改訂するか、(五)以上の四つの方法を組合せるかである。

普通株と優先株とを共に煩はす財務調整は普通株のみを煩はすものよりも行はれることが少い。加ふるに、優先株主が蒙る犠牲も概して普通株主のそれよりも大でない。若し變更の目的が専ら累積的優先配當の繼續にあるとせば、普通株の關する限り現實の犠牲は生じない。何故かといふに支拂は單に時の問題であり、支拂に對する準備は管理權を留保する普通株の問題であるからである。

株式以外の證券を煩はす財務調整は後述の會社再建の場合と類似する。唯だ變更が額面以下で購はれた社債の撤去から生じその差額が優先株配當又は普通株配當に向けられるときは、これを會社再建として取扱ふべきではあるまい。特に公益會社の場合には利子支拂の不履行を避けんがための資本再生の企圖は委員會の嚴重な監督を受けるであらう。時としては債務の撤去は財産の少からざる部分を賣却して行はれることがある。而して賣却せらるべき財産が債務の安全のため抵當に供せられるか又は全然抵當に供せられざる限り、法律上の干渉は加はらないのである。

會社の窮迫の原因が流動資本の欠乏にあるときは、その調整は新しい流動資本の獲得に俟つべきものである。その方法は株式の賣却によるか、優先株又は社債の賣却によるか、銀行からの借入によるかである。會計帳簿を偽造しても會社の保有する現實の基金を増すものでないことは餘りにも明白である。併しながら證券市場の不振のため財務調整の困難な場合には資本構成の再配置は幾分斟酌せられるのである。

資本再生によつて蒙る投資家間の不公平の問題は從來屢々論議せられたところである。固より會社の有體財産は資本勘定に收支なき限り資本再生の前後に於て變化なかるべきである。然るに將來の配當金の支拂は財産を直接に減ずることになる。若し第一次抵當權設定者が財務操作から生ずる損失負擔に對し異議を申立てるとせば、彼等は普通株に對する現金又は現物配當による財産讓渡に容喙することが出来る。併しながら何時また如何なる状態の下に或種の優先株主が容喙を加へるかは豫斷し得ない。寧ろ額面價値に變更のある場合には、各種の株式の權利を變更せしめないのが慣例となつてゐる。何れにせよ現在の恩惠と將來の安全との間には妥協の餘地が見出される。株式の減少及び利益の減少の生ずる限界は、過去に於て株式が所得を撤去する代りに再投資したところの範圍によつて決定せられるのである。換言すれば過去の株式配當に現在の利益を加へたものが、自己資本勘定の資本再生による財産縮少の尺度をなすのである。

財務調整或は資本再生が適當であるか又は必要であるかを決定することは極めて困難である。これは財務政策の一樣相として主に會社に於ける管理的一團の行ふところである。隨つてその適當であるか否かは疑を容れる餘地を残すが、併し要するに調整が成效した場合は適當であり然らざる場合は不適當であると云つて宜い。米國の統計によれば一九三二年一月一日から一九三三年の九月三十日まで資本再生を行つた七二の會社がその普通株を平均して約五分の二に縮少した (F. F. Burchett, op. cit. p. 855)。優先株に變更を來さしめたものは右の約五分の一に過ぎず、その縮少の程度は約三分の一であつた。かく過去の實績に於ては變更は成效し

たと見ることが出来ない。それは急激な救済の連続が最初の計畫に於て十全でなかつたからである。

尙ほ會社は優先株配當及び社債利子に關する限り不定の状態に置かれるのみならず、増資の必要に迫られる。若し優先株又は社債からその利益の一部を供出して讓歩を得るとせば、供出した證券は必要な資本を確保するため賣却せられるであらう。然るに若しこれ等の第一次抵當權者が犠牲を欲しないとせば、普通株主に訴へなければならぬ。更に若し會社が資本再生により普通株の公平を喪はしめるとせば、普通株を直接に賣却する上に於て困難が伴ふであらう。即ち特殊の場合には株式を舊株主に再び割當てることになるのである。

三

企業の病理は悪化する前にこれを管理する者が常に正確迅速に診斷し得るとは限らない。併しながら診斷し豫見し得ないことが企業再建の原因であると考へてはならない。既存の分析に基いて行爲することを怠り又は綿密な診斷を無視したりすることも亦財務困難の一原因をなすのである。兎もあれ急激な救済を必要とする事實の如何に拘らず、また事情に對する責任とは別個に、財務操作が經濟機構をそのままに維持するため加へられなければならぬ場合を幾多存する。而して財務の甚しい困憊を早期に取扱ふためには次の三つの手段を講ずる必要がある。即ち一は企業を即時解散して企業の財産を請求者に分配することである。二は企業を再組織して新企業に財産を移轉することである。而して三は企業を再建し繼續事業として復活せしめることである。右

の手段の何れを取るべきかは當面する景氣循環の段階に一部分俟つことであるが、併し實現の速度にも依るのである。回復期の始ならば凡ての要素は解散以外の決定を望まじきものとし、回復期の終又は恐慌直後ならば解散を早める程解散の價値を大ならしめる。競争の度合及び強さは略ぼ企業繼續の可能性を測定する。假りに準獨占企業があるとして、その利潤率が企業繼續を償ふに十分でないとしても、解散するよりは再建する方が宜いことがある。若し急速に擴張する持株會社の間に競争があるとせば、その中の一は敢て解散による價値以上を支拂ひ繼續事業價値の一部分を實現せしめるであらう。時には工業はどの會社も維持しようとする財務記録を發展せしめることがある。かかる状態の下では財務窮迫の特定企業は同一系統の他の會社に吸収されることになる。要するに財務上の打撃の性質及び範圍並びにその原因は處置決定上極めて重要となるのである。

會社財務の再建復活に於て主要目標とならなければならないのは以下の事項である。一は財務困難の原因の決定、二は困難の原因除去、三は損害の賠償、四は再發の防止である。これ等に若干の説明を加へると、第一は會社再建に到る狀況の診斷で、これには工業技師、經濟學者、財政通の合作を要する。眞の原因は最も精密な分析の後に於てのみ明白にされるもので、事業經營者でさへも正確な原因を覺らないことがあり、又は困難の源泉につき全然謬見に陥ることもある。この點精密な分析は將來の經營にも繰返し適用されるから極めて貴重なものとなる。然らば診斷は如何なる分析を進むべきかといふに、會社が利用しようと求める現存の事業機會は何か、會社が現存の事業機會を利用するのに資本構成は適當であるか、會社は機會の利用に有效に向けら

れて来たか、以上の問題に解答を與へる状態は有利に變化しつつあるか否か等の根本的論點を捕ふべきである。

第二に困難の原因除去は極めて難件で、時としては不可能に屬する。盜難、横領、不可抗力、その他の特殊原因は比較的容易に救済されるけれども、經營の劣弱、過大な固定費、經濟上の壓迫、凝固せる流動資本等に基づく困難は救済に容易でない。これ等の諸原因を辨別することの事實上不可能なことが財務調整者の困難を愈々加重するのである。資本構成の重荷を除去せずに困難を超克しようとするのは、恰もチブスの熱を患者の日常勤務繼續中に引下げようとする類ひである。患者がそれでも元氣でゐたならばそれは醫學上の效果でなく、正しく神秘に屬する。

第三に損害の賠償は多くの場合明かに不可能である。併しながら會社が絶望でない限り、一般的手續としては新資本を供給し、資本供給者と會社との契約を變更して損害を根絶するか、又は犠牲的手段を以て資本構成から虚偽の項目を除去するかしなければならぬ。前者の場合には舊資産は新資産に代位せられ現實の資産は資本構成に於ける數量的變化を來さないが、後者の場合には資本構成は凡ゆる項目の縮小により又は社債から優先株へといふやうに資本勘定の轉向により變化するのである。

第四に財務的再發の防止は前例を踏襲することにより損害の可能性を減ずるやうに經濟状態を變へれば行はれる。或はまた經濟状態を従前通りとしつつ財務の實際を變へても行はれる。前の場合には企業の規模を有利

な大いさに増大して財務構成の關係には觸れないことになる。後の場合には經營を改めて廣告戰を始めるか所得分配の方法を變へるかすることになるのである。

會社再建の首唱者には種々ある。會社の重役たることあり、會社の債權者たることあり、株主又は社債權者の委員たることあり、銀行家たることあり、公共團體又は裁判所たることあり。これ等を一表に示せば略ぼ左の如くなる。

A. 外部からの干渉を受けずに行はれる協議的再建

一、經營者の首唱と管理——通常これは資本再生であつて會社再建でない

二、債權者の首唱と管理——短期又は長期の債權者

三、株主の首唱と管理——通常管理權を有たない少數派か、又は少數派の組織的支配に反對する多數派

四、以上の結合

B. 外部からの援助による協議的再建、但し外部からの制限や管理を含まないもの

一、銀行團の援助による再建

二、投資信託及び持株會社

C. 特に構成した機關による協議的再建

一、議決權信託

二、再建委員制度

D. 一般的統制機關による協議的再建、例へば銀行協議會、保險協議會、建築協議會、公益協議會等

E. 裁判所の監督下の再建

一、破産財團の権利移付によるもの

二、破産管財人によるもの

三、破産執行によるもの

以下主として右のA. B. C.の再建を説くこととする。先づ外部からの干渉を受けずに協議的に再建を圖る型式は、偶發的事件、法律の改正、景氣循環等全く何人の管理にも手の届かない事情の下に生ずるか、會社設立發起に際しての根本的誤謬に基く事情の下に生ずる。會社の發起人が會社を管理する一黨に屬するときは彼等は直ちに再建の努力をするか、會社から手を引くか、他の人を推舉するかする。併し發起人が俊敏でないときは再建の中心は外部の者に乘取られることになる。何れにせよ最も普通の方法は經營者が内部の論議の後に牛耳を握ることである。この種の協議的再建に於て當面する困難は財務計畫に對する偏見から生ずるのを常とする。それは株式の種類につき偏重の取扱がないかを虞れるからである。また財務計畫に不賛成の者が事態の收拾を裁判所に委ね手續を延引させるやうな困難も生ずる。故に計畫の鞏固は何人も承認する條件に依存することではなければならぬ。それと同時に成るべく公表を避け營業上の不利な結果を少くし、競争者や直接關係の

ない一黨には協議に與らしめないやうにすることが肝要である。この方法は成效すれば會社再建につき最も經濟的なものであることは言ふ迄もない。即ち特定事業に最も關心を有し且つこれに最も明るい人々が行ふ再建であるからである。唯だそのため景氣、金融機構、資本市場の心理等に於ける動向等を見無視することがある。

次に外部の機關の援助による協議的再建は裁判上の再建と様相を等しくするものであるが、裁判の場合に於ける如き經費を負擔せずに論議を決定する手段となる。その直接の結果を齎し經過を迅速ならしめる手段として最も重要なものは銀行家の影響である。銀行家は會社再建の前後を通じ相談役の任務を竭し、往々にして時の傾向と一致するやうな、随つて財務上健全な計畫に各種の團體を合意せしめる推進力となるのである。然るに従來は兎もすれば銀行家が自らの利益を主とする再建の計畫を樹て、一般の證券所持人に不公平な計畫を行つた事實が無いではなかつた。銀行家の外に會社の證券を特に多數保有するのは投資信託、持株會社、信託會社等で、これ等は個々の株主又は社債權者と自ら利害關係を等しくしないから、會社再建には特別の支援を與へるのである。

進んで特設の外部機關の援助による協議的再建には議決權信託と再建委員制會とがある。兩者の中、前者は比較的多くない。また後者は未だ法的根據を與へられてゐない。

さて新しい資本造出の手段が採られると、これを實施する方法が考へられなければならない。それは再建の目ざすところによつて幾分異なるが、大體に於て下の三つの場合が考へられる。第一の場合は再建が會社の株式

數を減少し収入に對する負擔を一時的に又は永久に輕減しようとするときである。この場合の問題は従前の資本構成に代へるに望み通りの變更を含む新しい資本構成を以てすることである。然るにこれに對しては次の三つの非難が加へられる。一は舊株と新株との交換を一定の比率とし各種の株券の間に公平を保たしめ、而も固定費の適當な減少を致す途如何といふことである。二は新株を公開市場に賣放ち豫定の公平又は適正な價額と一致する賣上金で舊株を償還する途である。而して三は同一の効果を收めるやうに舊株主から棄權を求めるとである。併しながら通常は右の中第二の形式を探ることが見られる。蓋し舊株主が交換に反對することは殆ど確實であるからである。その結果は資本構成が従前と異なることも、固定費が大いに節減せられることも望み通りとなり、全體の資本再生には變化を來さない。これは再建の直接交換法と名付けても宜い。

第二の場合は再建に單に追加資本を獲ることが必要なときで、その最も簡単な解決は各種の株券に割當金を拂込ませることである。併しながら割當金を拂込むに足る普通株處理の方法は種々の事情に依ること若し株式に實質上の公平が無ければ割當金拂込は行はれない。その代りに優先株が賣却されたり、社債券所有者に會社から優先株又は普通株を引受けるやう勧誘したりするのである。時としては利息、減價基金、優先配當等を一時棄權したり、新しい抵當證券を發行したりすることがある。これ等の方法は資本造出を増加するやうに見えるけれども、實は經費を減少することになるのである。而して右の場合に於て重要なことは既存の資本造出に何等觸れずに、新しい一團の所有者を舊い所有者と代へることである。若し追加資本が舊株の一部の再販賣

によつて獲られるとせば、その結果は割當金に部分的借替を加へたものと等しくなるのである。

第三の場合は新資本を獲なければならないが、資本造出の固定費を減じなければならぬときである。随つて新資本獲得のため賣出される證券により追加されるよりも多くの證券が固定費から移動されなければならぬ。さもなくば新資本は固定費外の證券の賣出によつて獲得しなければならぬからである。右のやうな場合は比較的緩慢な調整よりも急激な再建に於て屢々生ずることである。

事實上如何なる會社再建も證券所有者の側に於ける犠牲を伴はないものはない。その犠牲は大別すれば下の四つである。一は各種の株式又は社債の發行を保證するところの資産で、これは減少せしめられるか、その性質を變へられる。二は各種の證券の額面價額で、これも變更せしめられる。三は會社の純益に關する各種の證券の價額で、これが變へられる。四は支拂猶豫、満期日の延長、償還等である。而して一般の債権者は不安定の債権者と見られ、彼等は會社再建に先立ち優先的地位を確保するのでなければ安定した社債権者よりも大なる犠牲を求められるのである。最大の犠牲を要求せられる普通株主は損失を蒙るよりは寧ろ株券に對する制限を甘受するのが常である。その制限とは議決權を先順位の抵當權者に委讓すること、舊株の犠牲の填補せられざる限り新株に對する配當を支拂はない旨に同意すること、會社の基金を使用しない旨に同意すること、再購入特權附で株券を先順位抵當證券に移すこと等である。

四

會社再建の委員會の制度は保護的委員會と再建委員會とに分けることが出来る。保護的委員會は個々の請求權者又は證券の利益を代表するものであり、再建委員會は凡ての請求權者及び證券の利益を代表するものである。その各々に就て述べると、先づ保護的委員會は自ら任命する。故に委員會が先に組織され、委託者が後に獲られることが少くない。例へば銀行家が一番抵當社債權者を代表する委員會を組織し、右の社債の所有者に社債の預託を勧誘するが如くである。同様に若干の大株主が委員會を構成し、他の同種株主の協力を要望するが如くである。證券所有者が果してかかる自薦の委員會に信頼を寄せるかは問題であるが、併し個人よりも有名な銀行が多く支持を受けるであらうことだけは確かである。何れにせよ證券所有者は證券預託の勧誘を受けて新しい經驗を味はうのである。また保護委員會によつて代表せられるのは單に證券所有者のみでなく、會社に對する他の凡ゆる請求權者であることを知らなければならぬ。

保護委員會は組織せられた後、預託契約を作製し、これに證券又は會社に對する他の請求權を預託することにより自動的に預託者が同意するのである。この契約は委員會に應急對策の權限を與へんがため慎重に起草せられるもので、その一般的規定は概ね左の如くである。

一、委員會はその員數の加入、脱退、補充の權を有する。

二、委員會は計理士、技術家、辯護士その他必要と認める専門家の業務を利用する權、補償その他必要の經費を調達する權を有する。更に必要な場合には經費支拂を保證するため預託の證券を擔保に供する權を有する。

三、場合によつては委員會の成員は經費以外無報酬で勤めることに賛成する。また場合によつては報酬を受ける。

四、委員會は通例再建の計畫を樹立し、又は他人の作製した計畫を認容する權を有する。預託者の計畫檢討も行はれ、計畫が不満足ときは契約から離脱する。離脱の場合には經費の比例填補額を支拂ふ。

大部分の保護委員會は事實の發見に努める團體である。情報が無いときは強大な請求權を有する一團の者が、薄弱な請求權を有しながら情報に明るい一團によつて利用せられるのである。而して各委員會は再建計畫が最後に採用される前に能ふ限り紛糾に對し自衛手段を講じなければならぬ。この場合情報として必要なのは略ぼ次の如きものである。

一、會社の帳簿は事態を明確にし資産負債の價值を正當に測定するために慎重に監査しなければならない。

二、契約その他各種の法律問題は有能な辯護士によつて検討せられなければならない。

三、會社再建の場合はその成效の機會を捕へるやう評價しなければならない。これがため製品の市場分析やこれに關聯する問題の考察を行ふ。

四、新證券を公開市場に於て現在の證券所有者に處分すべきや、將た既に會社に關係ある銀行家に處分すべきやを見透す必要がある。

次に再建委員會であるが、その職能とするところは左の三つである。

一、會社の財政的困難の原因調査。この點は再建委員會は保護的委員會の業務の一部と重複する。併し再建委員會は保護的委員會の蒐集した情報を利用するか、又は獨立に調査を進めるのである。

二、發見した困難克服のための再建計畫樹立。この計畫樹立は對立的利害により制約を受ける。即ち一團の利害關係者の側に於ける讓歩の必要を認めることが再建計畫の樹立を困難ならしめるのである。

三、各種利害の相違を何等かの計畫を採用する前に調停しなければならぬ。このことは會議を擴大し、特定の一團のみの欲求に迎合しないやうな妥協に導く。故に一番抵當權者の如き最も保護された者を除き、凡ての當事者は犠牲を要求されるのである。その犠牲の程度は法律的要求の順位によるよりも交渉の能力によつて支配されることが少くない。

尙ほ右の保護的委員會及び再建委員會と聊か異なるものに債權者委員會があることを附言しなければならぬ。これは會社の失敗が一時的であるとか、失敗を招來する條件が廣汎であるとか、銀行家が失敗會社の大なる債權者であるとかの場合に見られるものである。その起源は比較的古く、米國では一九二〇年乃至二一年の不況について廣く用ひられた (Hoagland, op. cit. p. 376. Burchett, op. cit. p. 900.)

債権者委員會の成效する條件は次の三つの事情である。

一、新しい資金の獲得が必要なとき凡ての債権者が請求權の擴張及びその服従に同意しなければならない。蓋し單獨の債権者は會社に不利な訴訟を提起して債権者委員會の成效を妨げることがあるのである。このことは債権者が員數に於て少く、地理的に集中し、信用を擴張するに足るだけの權利を強力に有たなければならぬことを意味するものである。弱少の債権者は往々にして強者に買収されるのである。

二、新しい資金は會社に對する優先的請求權を受ける銀行家から前貸されるのを常とする。事實一九二〇年乃至二一年に米國の銀行は大きな債権者であつたが故に、債権者委員會を以て債務會社の事態を處理する經濟的方法であると覺つたのである。銀行の希望の如何に抱らず彼等は舊債保護のために新債發行を餘儀なくせしめれることが屢々あつた。

三、會社の經營者は債権者の間から選任された委員と交渉しなければならない。窮迫した會社の經營者には選擇の餘地が與へられないのである。若し經營者が委員會に管理を譲らないならば、破産管財手續又は破産手續が直ちに開始せられるであらうから、かかる選擇は求めて火中に飛び入る夏の蟲に譬へられるであらう。

これ等の條件は凡て單一の契約に書込まれるか、利害關係者の契約の内容を構成するものである。而して事業の經營者はその債務が辨濟せられる曉に管理權を復歸せしめられるのである。

實際には債権者委員會並びにその成員は會社の積極的な經營を執行せず、特にこの目的のために個人が雇入れ

られる。この個人は云はば事業診療者或は相談役で、患者の疾患を診察し處方を與へるのである。即ち彼は失敗會社の事態を處理する思慮を具へ、債權者委員會に對して責任を負ふ者である。また時としては債權者委員會の一員が事業の經營者に任命されることもある。何れにせよ債權者委員會の經營代表者は政策實施のため會社の社員及び使用人を信頼し、會社の人事を攪亂しないやうにする。

いま債權者委員會が破産管財人よりも優れた點を擧げると次の如くである。

一、債權者同士の協力は破産管財人に向けられ勝ちの不信任と比べて相互信頼の雰圍氣を醸成する。協力は最初は強制されても異つた結果を生むのである。

二、相互援助の精神は失敗會社の復興の希望を増大するから早急な解散によつて債權者の請求權を満足せしめるやうなことをしない。事實、この長所は債權者委員會の弱體な時に生ずるのである。

三、債權者委員會は破産管財人より失敗會社の事態を處理する上に於て一段と有効であり、且つ經濟的である。殊に委員會の成員の中、銀行家は經濟的見地に於て有用である。

四、債權者委員會の處理は破産管財人よりも遙かに單純である。事業の實際は法律の規則よりも伸縮自在で決斷の迅速なること所謂繁文縟禮の如きことを見ないのである。

五、債權者委員會は破産管財人よりも不利ならざる公示性を維持しつつ活動し得る。蓋し一般公衆は委員會の活動に就ては殆ど知る必要を認めないが、破産管財人の行動はこれを注目するのである。このことが會社の

狀況を益々悪化せしめる。されば會社の受ける創痕は管理人よりも委員會によつて迅速に治療されると云つて宜し。

以上の如き長所を有する債権者委員會にも併し短所はある。それは委員會が裁判所の有するやうな權威を有しないことである。随つて委員會の活動は凡て裁判所の検査を受け、時には個人の善意にも抱らず却つて失敗會社の救済を誤ることもないではない。

さて終りに會社再建の影響に就て述べると、會社失敗の如何なる場合にも固定資産の復興、流動資産の更新、債務の償還、再建費の支辨等のために新たな資金を必要とするから、會社の株主及び債権者の公平に影響しこれ等の者に若干の犠牲を與へずには置かない。この犠牲の求められる者は、(一)租税を徴収する政府、(二)再建費に對する請求権を有する債権者、(三)契約履行の證券の所持人、(四)破産管財人證券の所有者、(五)一番抵當社債権者、(六)二番抵當社債権者、(七)優先権を有する不定の債権者、(八)優先権を有せざる一般の債権者、(九)優先株主、(十)普通株主である。

右の各々に少しく説明を加へると、先づ未納の租税は法律の規定に従ひ會社財産を賣却して徴收せられる。租税の徴收権は他の凡ゆる請求権に優先するのである。租税の次には再建費を償はなければならない。この中には破産管財人や再建計畫に参加した者の報酬や経費が含まれる。進んで證券を契約不履行から除去することは失敗の程度に基くこともあれば、契約違反の結果に基くこともある。何れにせよかゝる證券の存するときは

その所持人は保護を受け、再建計畫の樹てられる場合犠牲を求められないことがない。

(四)の破産管財人證券は裁判所から賦與せられる法律上の優先権を有するものである。さればとてその證券所有者は犠牲を受けないといふのではない。否却つて彼等は現金に代る物を受取るやう奨められることがある。再建計畫が採用されると上の證券所持人の交渉能力に應じて何等かの社債又は株式に繰入れられることさへある。

(五)の一番抵當社債権者の地位は法律上の順位、再建委員會に對する交渉能力、請求権を確保する財産の價値等によつて決定せられる。破産管財人の棄權しようとする財産に對する一番抵當権は不安定であるが、緊要な財産に對する抵當権はこれと異なる状態にある。何れにせよ一番抵當権者から求められる犠牲は次の如きものである。

イ、資産に對する優先的請求權。

ロ、利率。

ハ、額面金額。

ニ、證券の變更。

(六)の二番抵當社債権者は會社財務の新計畫が樹立される場合犠牲を求められるのを常とする。その犠牲の度は合は一番抵當社債権者と同様若しくはそれ以上で、社債を優先株又は普通株と交換されることさへある。一番

抵當社債が復興會社の能率を喪はしめず棄權されるやうな財産によつて補償される場合とか、その前に多額の抵當を有する場合の如きは再建計畫の參加の代價として割當金に應じなければならぬのである。

(七)に優先權を有する債權者とは破産管財人の債權者、公益事業會社の債權者等で、これ等には社債權者よりも優先權が興へられる。即ちこれ等の者には現金が支拂はれるか、一部分證券が興へられるのである。これに對し(八)の優先權を有せざる債權者は確定的な請求權が行使された後の殘餘財産の清算價値に就てのみ請求額が興へられるに止まる。そのみでなく(七)の債權者の請求權の不足部分を補はなければならぬこともある。かく(八)の債權者は株主の一步前に在るやうな者であるから、自由な待遇を許されないのである。

(九)の優先株になるとこれは再建計畫に於ては普通株と殆ど擇ぶところはない。蓋し抵當權執行の賣却に際しては普通株主と優先株主との平衡が撤去されるのである。また優先株主の團結が弱いのに對し普通株主の結合が固い實情を見逃してはならない。優先株主はその株式の額面金額及び配當を普通株に代へしめられるか、その請求權に先行するやうな新たな優先株の發行を認めしめられる。優先株に對する累積的配當金の如きも再建の場合には株式又は社債の形式にして積立てられるのを常とするのである。最後に(十)の普通株主は會社財産に對する殘滓的請求權者として立つ。普通株主は抵當權執行の賣却に際しては最初に除外される者である。隨つて彼等は會社業務へ繼續的に參加する代價として割當金を引受けなければならぬ。普通株主が再建計畫から豫期することは、株式數の減少と或る種の割當金とである。普通株主から幾らかの舊株が取去られて優先株の所

有者に與へられるのである。若し新會社が組織せられるとせば、普通株の舊株の所有者には少額の新株が與へられることになる。

會社再建の割當金は嚴密に言へば新證券の發行を伴ふものでなく、既存の證券に對する權利又は現在の抵當權を確保するため株主又は債權者の支拂ふ一定金額を示すものである。隨つて如何なる種類の證券も不定の債權者も割當金を出すのである。若し再建が資本額の變更を伴ふとせば、割當金はその變更の前後に徴せられ、割當金を支拂へない者は證券を沒收せられる。而してかかる沒收は割當金の承認が適法になされる場合は法律的に強制せられる。仍て豫め割當金の支拂を保證するところの引受團體が屢々組織せられることになる。引受團體は證券の價額を維持するか低落せしめるかに關心を寄せ、割當を有利と觀るか否かによつて賦課せられる人々の支拂を奨励し若しくは挫折せしめることが出来る。

然らば割當金の額は何によつて決定せられるかといふに、根本的には商略によるのである。即ち何程追加資本が必要かといふことと、何程の資本が割當金によつて確保されるかといふこととである。この中一層重要なのは第二の問題である。何となれば現在の所有者の支拂ふ割當金が他へ證券を賣却する好資料を與へるからである。若し割當金の額が證券の市場價額よりも大なるときは、所有者はその所有證券の現在價値を犠牲にするのみならず、事業の増大する將來價値に参加するため追加的投資をしなければならぬ。この最大限に賦課せられるのは上に觸れた殘滓的請求權者で、それから順次に降つて賦課せられること殆ど無きところの不定の債

権者に至るのである。

尙ほ會社再建に於て委員制度と相並んで用ひられるものに議決権信託のあることを忘れてはならない。これは證券所有者の鞏固な團體で、異議の申立や誣訟の提起の慮なしに絶對的管理權を行使し得るといふ點に於て委員制度よりも有利なことがある。議決権信託がこの場合に竭す職能としては、(一)散在する證券所有者を強力な單位に統一すること、(二)會社再編成の後も經營を持續し、財務窮迫時に破産管財人の經費を節約すること、(三)會社再編成に伴ふ危険を實際に負ふところの銀行家や引受團體に一定の計畫を供給すること、(四)一致の度合の大なることによつて再編成を迅速ならしめること、(五)持株會社による管理權の留保を許容すること等が擧げられる。時としては議決権信託は内部的紛争の勢力均衡を調和する手段に用ひられることもある。何れにせよ議決権信託の期間はその設定せられる目的によつて異り、その更新又は延長は證券所有者の隨意とせられるのである。

— 昭和十八年十月 —