

## 戦前のデیفォールト社債の 処理について(2)

### 事例の紹介

〈はじめに〉

国内公募普通社債では、デیفォールトが生じた際の処理として、受託会社一括買取が慣例として行なわれてきたが、これは戦後に定着した慣行であり、戦前はこのような慣行はみられないといわれている。そして、昨年の村本建設のデیفォールト社債を受託銀行が買い取らなかったことを契機として、今後は不買取が一般化するのではないかといわれるようになってきた。したがって、本稿の目的は戦前のデیفォールトの事例を紹介し、それに検討を加えることよって、今後のデیفォールト債処理を考えるための素材を提供することである。前回のレポートでは、板橋菊松著『社債研究資料 第二集』、社債制度調査会、一九三四年、によりながら、戦前の社債デیفォールトを四例(上毛モスリン、大正製糖、桜麦酒、東洋モスリン)取り上げ検討した。今回は、板橋菊松著『社債の実際知識』、千倉書房、一九三四年、によりながら、日本製麻、後藤毛織、琴平参宮電鉄、箱根土地の事例を取り上げ検討する。

〈日本製麻社債〉

日本製麻社債第二回(発行総額四〇〇万円、利率年八%、発行価格九七円、償還期間三年)は、日本興業銀行

を受託会社とする物上担保付で一九二四年三月に発行された。しかし、同社は安田財閥系の帝国製麻会社と競争的にダンピングを繰り返したため、経営危機に直面した。そこで、井上準之助や渋沢栄一らの尽力で同社を帝国製麻と合併させる案が進められ、同社株式一〇株と帝国製麻株式一株が交換されるという条件が示された。この条件のために合併に反対する同社株主もあつたが、同社債は償還期日を目前にしても償還の見込みは立たず、結局日本興業銀行が合併成立の際には帝国製麻に対して日本製麻社債の償還資金を融資するという条件を付けることで、合併に反対する株主の了解を得、同社株主総会で合併が決議された。受託会社である日本興業銀行が担保権を実行すれば、日本製麻には財産が残らず同社株主は残余財産の分配に与られないという事情が合併を促進したのである。したがって、事前に担保権の実行を見合やすことが受託会社と株主の間で取り決められたうえで、社債権者集會が招集された。

この結果、同社社債の社債権者集會は一九二七年四月一六日に開催され、同集會では、①同社社債の償還が不可能であるため、同年六月一〇日迄償還を延長すること、ただし、受託会社はこの猶予期間中でも支払いを受けられること、②猶予期間中に社債元利金の弁済を終了せざるときは受託会社は担保権を実行すること、という決議が採択された。そして、同社債は帝国製麻に引き継がれ、同社は日本興業銀行から融資を受けて元利金と延滞利息を支払った。

この事例で、受託会社が支払い猶予を先議して担保権の実行を見合わせたことを、板橋菊松は担保付信託法の解釈として「横道」としている。担保付社債信託法第八二条（社債カ期限ニ至リテ弁済セラレス・・・トキハ受託会社ハ遅滞ナク社債権者集會ノ決議ニ依リ担保権ヲ実行スヘシ）が任意規定ではない以上、法解釈としては担保権を実行することが「正道」であるとしている。しかし、いずれにせよこの事例では受託会社である日本興業銀行は、日本製麻社債を引き継いだ帝国製麻に融資を行ない、社債償還を支援した。これは見方によっては間接的な形ではあるが、受託銀行によるデフォルト債の一括買取といえる。日本興業銀行が社債償還資金を融資した直接の理由は詳らかではないが、帝国製麻は安田財閥系であり、日本興業銀行とはそれまで融資関係はなかつたものと思われる。日本興業銀行と日本製麻との関係は明らかではないが、社債権者集會の招集前から合併の推進と担保権の不実行が取り決められたことから明らかのように、当時の不況下で業界整理の推進という方針が根底にあつたと思われる。つまり、昭和恐慌下の業界再編という流れの中でこのような社債整理がなされたといえる。

(1) 帝国製麻については、『帝国製麻株式会社三〇年史』、一九三七年、参照。

(2) この時期の融資について、日本興業銀行は次のように記している。すなわち、『昭和二年（一九二七年）から同五年（一九三〇年）までの四年間の融資残高は：普通銀行の減少したのに対し増加の一途をたどつた。…この増加は中小商工業救済に努力した外、本行の財界調整的役割を果たした結果』であるという。『日本興業銀行五〇年史』、一九五七年、

一八七ページ、参照。

#### 〈琴平参宮電鉄社債〉

琴平参宮電鉄社債第二回（発行総額二三〇万円、利率年七%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）は、共同信託（三十四銀行系）を受託会社とする物上担保付で一九二七年二月五日に発行された。担保に供されたのは軌道財団および鉄道財団であつた。しかし、その後経営難から一九三一年六月に社債の利金支払いに行き詰まり、同年一〇月五日受託会社によって社債権者集會が招集された。

この社債権者集会で可決された決議事項は次のとおりであった。すなわち、①一〇月一二日までに同社に支払いの催告を行い、支払いがなされない場合は、受託会社が担保権の実行をするか、または必要に応じて訴訟行為もしくは破産手続きを行なうこと、②発行会社が以下の三条件を履行するならば、代表者は発行会社の更生のために担保権の実行を一九三二年二月まで猶予し得ること、というものであり、三条件とは①一九三二年六月に支払われるべき利金を同年一月までに支払うこと、②一九三二年六月以降は年三%以上の利息を支払うこと、③未払込資本金（同社資本金三五〇万円のうち払い込まれていないのは二二六万円であった）に關しては一九三一年一二月までに徴収すること、であった。そして、社債整理の代表者として一瀬余吉（三十四銀行副頭取）、木下茂（山一證券取締役）、他一名が選出された。

この決議では、第一に代表者が担保権の実行の可否を決定する権限をも有する点、第二に条件③の年三%以上の利率では最高四%の金利減免となる点で、社債権者の権利がないがしろにされていると板橋菊松は批判しているが、結局催告によっても支払いはなされず、一〇月二日に代表者は、またも前記と同じ条件を付して担保権の実行を一九三二年二月四日まで猶予する決定を下した。それにもかかわらず、同社の更生は進捗せず、一九三二年二月二六日社債権者の請求によって社債権者集会が招集されたが、決議では担保権の実行の猶予が可決され、先と同様一九三二年一二月まで猶予することが可決された。

その後、同社では未払込金の徴収も進まず、同年一月一七日に三回目の社債権者集会が招集された。ここでも担保権の実行の猶予が決議されたが、利金支払いは滞りがちであったといわれている。『全国公債社債明細表』では、同社債は一九三六年一二月まで償還が猶予（ただし延利年二%）され、残高も一九三三年末から一九三五年末まで二二〇万円と変わっていない。そして一九三六年一月、償還期限が再度一九三九年一二月まで延長

（延利年三%）され、残高は同年末二二四万八〇〇〇円、一九三七年末二二二万八〇〇〇円、一九三八年末二二〇万円と推移している。さらに一九三九年一月、償還期限が一九四六年一二月まで延長され、残高は一九三九年末二〇七万円、一九四〇年末二〇四万円、一九四一年末二〇〇万円、一九四二年末五万五〇〇〇円と推移している。以降、しばらく『明細表』が刊行されていないため、残高の推移は不明であるが、一九四六年末の残高はなく、同年内に償還が完了したと判断される。

この事例では、その後の社債整理の経緯に不明な点が多いが、最終的に担保権は実行されず、支払を猶予することを経営難を切り抜けたものと思われる。再三にわたって担保権の実行が猶予された直接の理由については、他の資料を収集して検討しなければならないが、同社の業績を見ると、一九三二年上期の収支は、その前期が収入一〇万九五四八円、支出一六万六四五円で、五万一〇九七円の赤字であったのに対し、収入一五万六四二二円、支出一四万五九二六円で、一万四九六円の黒字に転換している。つまり、このような業績の回復、さらに社債整理の代表者に三十四銀行の副頭取が名を連ねていることから、担保権を実行せずとも支払猶予によって社債整理が可能であるという受託銀行の判断が背後に合ったものと推測される。

(3) 『琴平参宮電鉄株式会社六〇年史』、一九七一年、にもこの間の経緯は記述されていないが、この時期は競争相手である琴平急行電鉄との間で競争が激化し、運賃の割引はいうまでもなく、景品付乗車券などが発行され、苦難の時代であったと伝えている。八三〜八四ページ、参照。

#### 〈箱根土地社債〉

箱根土地社債第三回（発行総額二〇〇万円、利率年一〇%、発行価格一〇〇円、償還期間二年）は、神田銀行

を受託会社とする物上担保付で、一九二四年九月一日に発行された。しかし、資金繰りに行きづまり、一九二六年三月の元利払いが不能となったため、この第三回債を借り換えるため、急遽第六回物上担保付社債を募集したが、応募が予定額に達せず不成立となり、受託会社である神田銀行は社債権者集会を招集し、担保権実行の決議を採決したといわれる。ところが、担保権を実行するまでに神田銀行は破綻し、社債整理も手つかずのままとなった（その間に社債権者集会の決議録も行方不明となったという）。そこで、一九三一年四月大蔵省は大臣の命令として同社債の整理を日本興業銀行に承継させることで社債整理を進めようとした。したがって、日本興業銀行は一九三一年五月社債権者集会を招集した。

社債権者集会の招集公告では、会議の目的として日本温泉土地株式会社株式と箱根土地の社債を交換することが冒頭から議案として示されており（これは箱根土地の申し出による）、集会（議長・板橋菊松）でも会社側の代表者として堤康次郎が出席し、かなり論議がなされたようであるが、次の決議が可決された。すなわち、①箱根土地が社債の担保物件を出資して設立した日本温泉土地株式会社の株式と箱根土地社債を交換する、②交換比率は社債額面二〇〇円に対する元利金全額について、額面二〇〇円の全額払込済株式一株とする、③箱根土地はこの株式の名義書き換えについて日本温泉土地と協力すること、④箱根土地は交換により取得した社債を消却し、その抵当権を抹消すること、⑤その他付随する一切の手續きについて箱根土地は日本興業銀行の指図に従うこと、である。

この事例では、箱根土地のディフォールト社債は、新会社の株式と交換されたわけであるが、その際新会社の設立のために提供された社債担保物件は、借換のために発行しようとした第六回債の募集公告から判断すると、箱根、軽井沢の土地一〇〇〇万坪のほか、国立大学町および箱根強羅温泉付土地三五〇〇〇坪であったと思われる。これらの担保価値が当時の実勢でどの程度の価値があったか不明であるが、国立大学町は東京商科大学（現、一橋大学）の移転によって省線（現、JR）が開通し、郊外の住宅地としてその将来性が注目されており、社債権者を納得させるにたる価値があったものと思われる。したがって、板橋菊松が評するように、ディフォールトによって、この社債は結果的に転換社債と同じ機能を果たしたわけである。

この事例では、担保物件の価値およびその成長性が受託会社および社債権者によって評価され、そのためにディフォールト社債と株式の交換という整理方法が選択されたと思われる。

- (4) 第六回債の募集公告は、板橋、前掲書によれば、次のとおりである。すなわち、「本社債は箱根、軽井沢の土地約一千万坪の外に、今回新たに国立大学町及び箱根強羅温泉付土地約三万五千坪を増担保に提供したのであります。…即ち百円の社債をお持ちの方は五百余坪土地を一番抵当にお取りになるのです。つまり百円の社債をお持ちの方は坪二十銭の割で土地を抵当として税金いらずに金をお貸しになるのです。」（二二〇ページ）

#### 〈後藤毛織社債〉

後藤毛織社債第一回（発行総額二〇〇万円、利率年一〇％、発行価格一〇〇円、償還期間三年、ただし一年据置後二年間に毎年六月および十二月に五〇万円づつ抽選償還）は、神田銀行を受託会社兼引受会社として物上担保付で一九二四年一月二五日に発行された。担保に供せられたのは、工場財団（岐阜）および本社土地建物（東京）であった。しかし、一九二六年六月、第一次分割償還期が到来したにもかかわらず償還できず、会社側は第二回債（発行総額五〇万円、利率年一〇％、発行価格一〇〇円、償還期間一年）を第二順位物上担保付として発行し、償還資金を調達したが、再び同年十二月にも第二次分割償還の資金が調達できず、第三回債（発行総

額一〇〇万円、利率一〇%、発行価格一〇〇円、償還期間二年)を第三順位物上担保付で発行した。そして、さらに一九二七年六月には第四回債(発行総額一〇〇万円、利率九%、発行価格一〇〇円、償還期間二年)を第四順位物上担保付で発行せざるをえなくなった。そして、これら社債もすべて神田銀行の受託兼引受であったが、一九二八年八月、神田銀行が破産宣告を受けたことから、大蔵省は日本興業銀行に受託会社の承継を命じた(大蔵省告示第四六号)。

日本興業銀行では、栗栖超夫が中心となって、神田銀行および後藤毛織について調査し、第一、第二、第三回債が償還不能、第四回債が利払不能となっていることを確認したが、神田銀行が社債権者集会を招集した事実は確認されなかった(ただし、神田銀行側は集会を招集したと主張したが、社債権者集会決議録もそれに類する書類もなかった)。さらに、次のような事実のために事態は一層複雑なものとなった。まず第一に、第二回債の取り金の大半を神田銀行が流用したとの嫌疑が発生し、後藤毛織は神田銀行を相手取り訴訟を準備していたことである。第二に、社債の担保財団目録と現物が相違しており、なかには既に滅失したり、新たに付け加えられたものもあったことである。とくに、新たに付け加えられたものには機械器具類があったが、この購入資金は別の銀行(蘇原銀行)からの借入によっており、そのため銀行の担保権が設定されていた。したがって、社債権者の弁済順位は劣後していた。第三に、上記の工場は共同毛織に一九三〇年八月まで貸借契約が付されており、法的な手続きが必要であった。第四に、国税地方税の滞納が二四〇〇〇円余りに上っていた。したがって、承継受託会社である日本興業銀行は①蘇原銀行および共同毛織の債権に対する代位弁済、②滞納税金の立替払い、③火災保険料、④競売申し立て費用、⑤弁護士報酬、などを一時的に立て替えねばならなかった。

そして、日本興業銀行の招集によって一九二九年一〇月社債権者集会が開催され、担保権の実行が決議された。

これを受けて一二月日本興業銀行は岐阜区裁判所に担保財団の競売を申し立て、一九三〇年六月第二回競売(最低落札価格一九三万五七七八円)がなされたが競売入札者がなく、この間に日本繊維工業株式会社という新会社が設立されて当該財団を落札する計画が立案されたが、共同毛織との賃貸借契約が障害となって出資者側が落札を躊躇したため、新会社設立計画は頓挫し、結局一九三一年三月共同毛織が一五三万円で落札した。この落札金に本社不動産の落札代金四二〇〇円余りを加えた金額から、受託会社の立替金などを差し引き、第一回債の社債権者には三八四五七銭を分配し、第二回債の未償還分と第三、第四回債の社債権者には分配されなかった。

この事例は、受託会社の倒産という不測の事態があったとはいえ、最終的に担保権が実行されたわけであるが、ここで注目される点は、競売での入札が不調に終わったことを受けて、承継受託会社である日本興業銀行は新会社の設立計画を立案し実行しようとしていたことである。この点前出の上毛モスリン社債の事例と同じ行動をとろうとしていたことがわかる。ただし、上毛モスリン社債の場合は、日本興業銀行が新会社の設立に当たって金額を払い込み、経営に直接関与したが、後藤毛織社債の場合はそこまで関与せず、出資者を斡旋しようとしたにとどまっている。この相違は、大蔵省告示による承継受託会社という立場と積極的に受託会社となったことの違いから生じたものであらうと思われる。

〈まとめ〉

以上、デフォールトに陥った担保付社債の処理を事例に即して考察した。その結果をまとめると、以下のようになる。

第一の日本製麻の事例では、合併による業界整理という政策的な背景があり、受託銀行である日本興業銀行も

それに沿って行動したという点で、かなり政策的意図の強く示された処理であったと思われる。

第二の琴平参宮電鉄の事例では、(資料不足ではあるが)支払を猶予することによって会社の自力更生が期待できたため、担保権の実行が猶予されたと思われる。

第三の箱根土地の事例では、担保物件の価値とその将来性が評価されたために、担保権は実行されず、株式との交換という方法で処理された。(この事例では、次の後藤毛織の場合と同様、受託銀行である神田銀行の破綻という不測の事態が介在しているが、社債処理の結果は大いに異なっている。この相違は担保物件の差にあったといえよう。)

第四の後藤毛織の場合は、当初の受託会社である神田銀行の破綻という不測の事態が介在するため特殊な事例であるが、承継受託会社である日本興業銀行は最終的に担保権を実行し、競売代金で社債償還を部分的に行った。その点、担保付社債信託法の規定にそって事務的に処理がなされた典型的な例であるが、その際日本興業銀行は新会社の設立を計画し同業他社による受け皿を用意しようとした。したがって、この計画が成功していれば前回の上毛モスリンと同様の処理がなされた可能性は強かったと思われる。

(松尾)