

戦前のデフォルト社債の 処理について(3)

事例の紹介

〈はじめに〉

このレポートでは二回にわたって、戦前の社債デフォルトの事例を取り上げ、その処理方法を検討してきた。しかし、そこで取り上げた事例は担保付社債であり、デフォルト社債一般に論じるためには、無担保社債について検討する必要がある。したがって、本稿では前回同様、板橋菊松著「社債の実地知識」、千倉書房、一九三四年、によりながら、大阪アルカリ、星製薬、川崎造船所、塩水港製糖の無担保社債のデフォルト事例を検討する。ただし、川崎造船所の事例については、同書中の事実経過の記述には飛躍が見られるため、同社社史などによって訂正した。

(1)

〈大阪アルカリ〉

大阪アルカリ社債第六回（発行総額一〇〇万円、利率六・五%、発行価格一〇〇円、償還期間八年）は、一九一七年九月に発行され、また同第八回債（発行総額一〇〇万円、利率七%、発行価格一〇〇円、償還期間八年）は一九一八年八月にも無担保で発行された。また、これら社債には当初三年据置後、五ヶ年内に抽選償還するという条件が付されていた。しかし、この条件は、第六回債において、一九二〇年に一五万円の抽選償還が行されただけで、その後不履行状態に陥った。

そこで、社債権者は当該会社を相手取って、債務履行請求訴訟を起こし、その判決が大審院第一民事部において一九二四年に下された。同判決では、①同社が据置期間経過後に抽選償還を実施しなかったことは同社の責任であるが、これによって同社債の償還期日が到来したとはいえない、②償還期間は当初設定された八年が経過した時点であり、繰上抽選償還に関しては同社に履行を請求する他はない、というものであった。板橋菊松はこの事例を取り上げ、同判決について「これは単なる抽選の懈怠とみるべきでなく抽選の不履行とみるのが当然である」と批判した。この点についての法律論議は、ここでは省略するが、同じ時期に別の会社の社債において、同様の訴訟がなされ、これについて一九二五年大審院第三民事部は抽選懈怠を社債契約の不履行と判断し、当該契約の解除を認めたため、結局大阪アルカリの場合も、発行会社が第六回および第八回社債を全額買い取って処理した。したがって、『全国公債社債明細表』によると、同社債は第六回債がいったん償還延期された後、一九二七年六月までには全額償還されている。

(2)

この事例の場合、板橋菊松は「この社債整理がわが社債史上に初めての珍しき大問題を引き起こした」としているが、社債整理という点では、第六回債は償還延期されたものの、必ずしもデフォルト処理とはいえない。したがって、より本格的なデフォルト処理がなされた星製薬の事例を検討しよう。

〈星製薬社債〉

星製薬社債第三回（発行総額五〇〇万円、利率年九%、発行価格一〇〇円、償還期間は一年据置後、二年間に随時償還）は、無担保で一九二三年二月二日発行されたが、償還期日の一九二六年二月一日にいたっても

償還されず、社債が整理されることとなった。

そして、償還期日の直後に社債発行（第六回社債、発行総額六〇万円）し、その手取り金で第三回債の一部（六〇万円）を償還し、以降一九二七年二月第七回債（一〇〇万円）、四月第八回債（二〇〇万円）、六月第九回債（四〇万円）、八月第一〇回債（一〇〇万円）、九月第一一回債（一〇〇万円）をそれぞれ発行することによって漸次償還し、一九二九年末時点では、第三回債の残高は一五八万円となったが、その一方で社債の総残高は一三二四万円に拡大し、第三回債に関しては一九二九年四月和議法により一〇年の年賦によって償還することが決定された（これら社債の相当額は同社の特約販売店によって引受けられ、また償還代金として同社の商品券が発行されたという）。しかし、結果的に償還は速やかに進まず、一九三二年同社は破産宣告を受け、翌一九三三年八月東京区裁判所によって強制和議となった。強制和議の結果は、債権額の二一%を二年据置で、一二年間に弁済するというものであった。

この事例では、発行された社債が無担保債であったために、担保付社債信託法で規定された担保の受託会社は設置されず、また当時の商法は一九三八年改正以前であるため、商法上の「募集の受託会社」の業務に関しては、発行会社の委託によって社債申込証の作成や払込金の徴収を行なうといった事務的なことであり、担保付社債信託法が「担保の受託会社」の権限を「社債権者ノタメニ債券ノ弁済ヲ得ルニ必要ナル一切ノ行為ヲ為ス」ものとしていたのと大きく異なっていた。そのために、後に戦時統制経済に移行し、特殊会社の無担保債発行の増加に対応すべく、一九三八年改正では「募集の受託会社」にも「社債権者ノ為ニ社債ノ償還ヲ受クルニ必要ナル一切ノ裁判上又ハ裁判外ノ行為ヲ為ス権限」を付与することになるわけだが、いずれにせよ星製薬債では「担保の受託会社」は設置されず、「募集の受託会社」も設置されていなかったと推測される（仮に設置されていたとして

もその権限は前述のように小さなものでしかなかった。また、引受機関も介在しなかった可能性が強いと思われる。それは同社社債の相当額が特約販売店に引受られていたといわれるように、当時は直接募集が行なわれており、一九二五年段階で引受機関を介在させない起債（ただし、引受形態の判別できないものを含む）は約三四%であったからである。したがって、同社債はデフォルトに際し、裁判所による強制和議によって解決されたわけである。

(1) この点に関しては、拙稿「日本の社債受託制度の特徴とその形成」、『証券経済』、第一八七号、一九九四年三月、参照。

(2) 小林和子「起債市場の拡大と整備」（志村嘉一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、一九八〇年、第二章第四節、所収）、五八―五九ページ、参照。

〈川崎造船所社債〉

川崎造船所社債の場合、そのデフォルトによって問題となるのは、以下の七銘柄である（第一二回債はすでに償還を完了していた）。

- 第九回債（一九二二年九月発行、発行総額七〇〇万円、利率七・五%、発行価格九六円五〇銭、償還期間五年）
- 第一〇回債（一九二三年三月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八%、発行価格九八円、償還期間五年）
- 第一一回債（一九二三年一〇月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八%、発行価格九七円、償還期間五年）
- 第一三回債（一九二四年九月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八・五%、発行価格九八円、償還期間四年）
- 第一四回債（一九二五年五月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率八・五%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）
- 第一五回債（一九二六年四月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率七・五%、発行価格一〇〇円、償還期間七年）

第一六回債（一九二七年三月発行、発行総額一〇〇〇万円、利率七・五%、発行価格一〇〇円、償還期間七年）これら社債は、すべて無担保社債であったが、引受会社は日本興業銀行、第一銀行、三井銀行、三菱銀行、住友銀行、十五銀行、三十四銀行、川崎第一百銀行、野村銀行、藤本ビルブローカー銀行、小池銀行、野村證券などであった。そして、同社が支払い停止となったのは、一九二七年四月であり、同年八月から大口債権者の会合が重ねられ、一九二八年四月同社の整理協定書が取り纏められた。この協定書では、繰延返済によって債務の弁済が履行されることとなったが、同社債についても一九二七年九月以降二ケ年以内に期限の到来のものは「既定利率を変更せず二ケ年据置八ケ年間に償還のこととして延期を求め、爾後期限到来のものは適宜の方法を講ずること」としている。このように社債整理が社債権者ではなく、大口債権者との間で決定されたことについて、板橋菊松は社債権者の権利を無視した方法であるとして批判しているが、その点はともかく、このような整理がなされたにもかかわらず同社の業容はその後回復せず、返済は滞った。

そして、一九三〇年六月、再び大口債権者会議が開かれ、第二次整理が検討されたが、事態の打開策は見いだせず、翌一九三一年七月、大口債権者でもある藤本ビルブローカー銀行から神戸区裁判所に和議の申請がなされた。この間、川崎造船所側から、社債を含む和議債権は二年間無利子とし、以降二%の金利で二三年間に償還するという過酷な和議条件が出されたため、藤本ビルブローカー銀行側は一般債権者および社債権者の權益を不当に圧迫するものとして反対運動を展開した。藤本ビルブローカー側の主張は、①川崎造船所は未払込株金を徴収し、かつ減資する、②減資後、債権者の経営参加により、債権の一部を優先株とし、残余の債権に対しては四%以上の利子を支払い、工場財団担保を提供する、などを骨子とするものであり、川崎造船所側の和議条件が著しく債権者の利益を無視し、また社債権者に関しては、同社債には小口が多く、一万数千名に達する社債権者の生活を脅かすものであると非難した。

他方、同裁判所は和議申請に伴って平尾鉢三郎ほか六名を整理委員として任命した。これら整理委員は約一年にわたって、同社の財政状況を調査し、将来の収益を検討し、裁判所に答申した結果、一九三二年八月に和議開始が決定され、一〇月に債権者集会において和議条件が可決、一月には法的に確定した。⁽⁴⁾最終決定された和議条件は、次のとおりである。①和議債権のうち、八%は切り捨て、二九%は甲種和議債権、六三%は乙種和議債権とする。ただし、乙種のうち六二〇〇万円（全体の四三%）は優先株との振り替えを認める。②甲種和議債権については毎年二回、その二・五%までを支払い、二〇年後に完済する。③乙種和議債権については、甲種和議債権の完済の後に、会社の一決算期における利益金をもって、優先株には年六%、普通株には年二%の配当を行う。④資本金九〇〇〇万円を減資し、一八〇〇万円とし、さらに六二〇〇万円を増資（前記の乙種和議債権の優先株による）し、八〇〇〇万円とする。

そして、社債に関しては、同裁判所の決定により、和議手続きが開始され、同社によって一九三二年一〇月二八日を期日として債権者集会が招集された。この集会の結果、無担保債務の利息は和議決定開始までの分をすべて元金に加算することとなり、和議が成立した。そして、同社債は全額無担保であったため、普通債務と同様に和議債権とされ、前記の比率で甲種と乙種に配分され、整理された。

(3) 『大和証券六〇年史』、一九六三年、一〇九―一〇一ページ、参照。

(4) 『川崎重工業株式会社社史』、一九五九年、一〇八ページ、参照。

〈塩水港製糖社債〉

塩水港製糖社債第三回（発行総額一〇〇〇万円、利率七%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）は、一九二五年七月、三井銀行が総額の引受募集を行ない、無担保で発行された。元利支払い場所は、三井銀行本店および内地支店であった。つまり、元引受が三井銀行であり、下引受として小池銀行、藤本ビルブローカー銀行、山一合資会社に参加していた。しかし、同社は償還期限直前の一九三〇年に償還資金に行き詰まり、社債整理を余儀なくされた。

その際、同社の依頼で社債整理顧問として板橋菊松が選任され、同氏は新聞広告によって社債権者に対して支払い猶予を懇願する一方、個別の社債権者には書面で会社の現状を知らせ、支払い猶予を求めた。そして、支払い延期策として、①元金については、一年間据え置き後、七年間に毎年五〇万円以上を抽選償還する、②利率は現行の七%をそのまま据え置く、③償還資金は営業利益、株金払い込み金および借入金による、という案を提示したが、同社の債務合計は五〇〇万円以上に達するため、一般債権者側からも様々な要望が示されたこともあって、社債整理方法の合意は得られず、一般債権者側と社債権者側がそれぞれ互いの態度決定を待つかたちとなり、事態は平行線をたどった。そして、この間社債権者側から破産の申し立てがなされそうになり、静観を許さなくなったため、同年一〇月、同社代表が小池・藤本・山一の各代表者が会見し、次の整理案を提示した。①債務利子の引き下げ（台湾銀行分一・五%、その他銀行分二%、社債一%）、②新規借入（台湾銀行一七二万円、三井・横浜正金二〇〇万円、など）、③返済は営業純益金より優先返済、④一九三三年以降は社債に対しては毎年五〇万円を優先償還、などであった。つまり、この案では社債権者は、利率を一%引き下げられたうえ、その償還は二年間据え置かれ、以降八年間に毎年五〇万円以上が抽選償還ないし買入れされるといふ厳しいものであ

った。そのため、会社側は慎重に準備を進め、各社債権者と特約を結び、当初の社債要項の変更を行った。すなわち、利率を当初の七%から六%に変更し、償還期日を当初の一九三〇年七月二〇日から一九四〇年七月二〇日（ただし、一九三二年七月以降は毎年五〇万円以上を随時償還するという繰上条項付き）に変更したわけである。

このような特約による整理については、法律面では、当時社債要項は商法において株主総会決議によるものと規定されており、取締役の専断によって変更することの可否について意見の別れるところであったようであるが、法的な議論はともかく、会社側の慎重かつ周到な努力によって、社債権者の同意を取り付けるに至り、会社側の提示した案に沿って整理された。その後、『全国公債社債明細表』によると、予定通り一九四〇年に完済している。したがって、この事例では、裁判所による強制和議には至らず、会社側と社債権者側との周到な交渉によって解決がなされた点が注目される。

〈まとめ〉

以上、四件の事例をみたが、まず大阪アルカリ社債の場合は、繰上抽選償還を実施しなかったことが問題であり、厳密な意味でのデフォルト事例と言い難いのでひとまずおくこととし、他の三件についてみると、まずこれら無担保債の場合、有担保債に比べてその処理が困難であった印象を与える。つまり、星製薬および川崎造船所の場合、いずれも裁判所での和議手続きを経て整理されており、破綻から整理方法が確定するまで、星製薬社債では約七年、川崎造船所社債では約五年が経過している。第二に、確定した処理内容を見ると、このように長時間を要しつつも、社債権者にとっては相当不利な処理がなされたといえる。もともと受託銀行である神田銀行が破綻した後藤毛織の第三および第四回債のように、有担保社債であっても全額償還されなかった例もあり、

また破綻の際の財務内容が各社によって異なるために、社債権者に不利な処理がなされた原因をすべて無担保であったことに帰することはできないと思われる。しかし、第三に無担保債の場合、当時の法律ではデフォルト処理に関する固有の法律はなかった。すなわち、前述のように無担保債の場合、「募集の受託会社」が設置されていれば準拠すべき法律は商法であるが、一九三八年改正以前の「募集の受託会社」は、社債申込証の作成・払込金の徴収といった事務をおこなうにすぎず、デフォルトの際の義務や権限についてはなんら規定されていなかった。そして、この「募集の受託会社」も直接募集の場合は設置されず、デフォルトの際には、「個々の社債権者に懇願的償還延期申し出や、利率低下交渉、和議による解決、担保付社債への乗り換え、または優先株への振り替え折衝」⁽⁵⁾などといった方法で解決せざるをえなかった。

そして、このように無担保債のデフォルト処理が困難ないしは不明瞭であることが、「社債浄化運動」とその産物としての「有担保原則」につながってくるのであるが、ただし、その際有担保債の方が銀行によって解決が図られやすかったという要素が加わったために、銀行主導で有担保の申し合わせ（一九三一年および一九三三年）がなされるのではないかと思われる。⁽⁶⁾

また、一九三〇年代の大恐慌期の社債デフォルトは、アメリカの場合には社債格付け制度の定着と普及の大きな要因となり、いわば日米の社債制度が大きく分岐していく分水嶺である。したがって、日本の事例のみならず、米国の事例と比較することが望まれるが、これについては別の機会に譲りたい。

(5) 佐藤七郎著「社債の理論と実際」、一九三二年、文雅堂、四〇八ページ、参照。

(6) 拙稿「日本における社債受託制度の導入と確立」、「証券経済」、第一七六号、一九九一年六月、参照。