

社債整理と受託銀行

小林 和子

要 旨

証券不祥事以後、「投資家の自己責任」「自らの判断で行った証券取引の結果に対する投資家の自己責任」ということが、証券会社・証券市場に対する激しい糾弾の裏側で、再々取り上げられてきた。債券に関して言えば、第2次世界大戦後の社債の元利支払い不履行に対する関係者の対応はある時点まではほぼすべて「受託銀行による一括買取り」方式であったため、「投資家の自己責任」に対しては敏感ではなかった、あるいははっきりいうならば「投資家の自己責任」は存在しなかった、とされる。

戦後の社債整理の実例が「受託銀行による一括買取り」に偏し、この方式が「慣例化」していたことは事実である。「慣例化」するにはそれなりの必然性があり、すなわち投資家が自己責任を取ることに鈍感であったことにも一定の説明が可能である。本小論では、1960年代末に会社解散のために社債整理を行うに至った1つの事例をできる限り多面的に、詳細に検討することによって、「受託銀行による一括買取り」方式について評価を加えたい。当該事例では、受託銀行は大都市銀行であり、当該社債の大保有者であり、当該発行会社の大株主であり、大取引銀行であった。受託銀行のこのような複合的性格と、当時の金融機関に偏した社債保有構造を考えると、この方式は間接金融機構の内部でのリスク負担調整方式であったといえることができる。

さりながら、個別の社債にはそれぞれ個別の特徴がある。本事例は構造的不況業種に属する破綻会社であって、他の戦後社債整理事例と同列には論じられないところが多い。正確には会社解散決定による社債デフォルト予想の下に進められた行動で、結果として担保処分が成功し、社債はデフォルトしなかった。そういうケースにおける受託銀行の役割を見る。その個別性を明確にしながら、しかしなお「戦後の慣例」の重要な一環となった事例として把握したい。

目次

はじめに

I. 石炭鉱業の構造的な不況業種化

1. エネルギー革命と石炭鉱業
2. 明治鉱業の破綻
3. 上場業種としての石炭鉱業

II. 明治鉱業株式会社の社債整理

1. 明治鉱業の社債発行
2. 代表受託銀行としての三井銀行

3. 社債整理問題の焦点

- (1) 受託会社の対応方式
- (2) 発行会社の廃業事例
- (3) 鉱業財団担保の性格
- (4) 社債整理方法の決定と実行

4. 当時の評価

III. 結びに

はじめに

1992年の証券不祥事以来、証券に対する「投資家の自己責任」が各界で取り上げられるようになった。証券市場ではいわばこれは当然の前提であり、議論するような問題ではないという感触が従来は強かった。株式投資についていうならば投資（というよりは投機）の失敗はピストル自殺で責任を取る体の「自己責任」が戦前来の日本市場にはあったからである。さすがにこれは極端であるとしても、自らの責任で行った取引の失敗は自ら担う姿勢は少なくとも1965年証券恐慌前後までの市場参加者にはあったのである。証券不祥事は損失補填を行った証券会社に集中砲火を浴びせたが、その裏面では大口投資家が当然のこととして損失補填を受け、社会的に問題視されてもんとして恥じず、その事実を認めたものがほとんどなかった。投資家の自己責任論は、不祥事との関係は触れないまま、一般論として詰められてきたといえる。

その1つの結論というべき業績が、証券取引法研究会国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』（日本証券経済研究所、1996年6月）である。同書を引用すれば「証券取引における自己責任の原則は——投資家は、

自己の判断で行った証券投資について、みずからその利益を享受するとともにその損失を負担することになる¹⁾。証券取引法は企業情報のディスクロージャーを中心に「投資者の証券投資についての合理的な判断を妨げる行為を禁止し、それによって証券市場の健全性、公正性および透明性を確保しようとするものである²⁾。判断自身はあくまでも投資者が行い、その結果である利益も損失も投資者に所属する。これが証券取引の大原則である。

さて株式取引では自己責任は歴史的には当然のことであったが、債券取引では必ずしも当然ではなかった。流通取引は別である。債券は発行時に購入してそのまま、あるいは流通市場から残存期間の長いものを購入してそのまま、満期まで保有する行為が多く、期間中あるいは満期時の元本・利子支払い不履行が起きることがある。その際の対応が戦後の日本市場では「担保・募集の受託銀行が買い入れることにより、一般投資家に不履行による損失を回避させる」方策が採られてきた。これが投資の自己責任を損なってきたとする見解が一般的である³⁾。証券取引法上の一般的ディスクロージャーは前提としてのことであるから、いわば「投資家過保護」論であろう。

戦前の社債不履行例への対応は商法に基づく

法的整理が通例で、無担保では社債権者の損失が決定的であったため、社債有担保化への道が開かれた。しかし戦時統制下で民間社債の発行は圧縮されたため、社債の有担保化が定着するのは戦後である。戦後新たに作られた証券取引法は社債引受の証券業者専管化を定めたが（49条、65条）、この有担保主義と間接金融優位体制の故に「受託銀行の買入れ」が不履行時の一般的対応策となったのである。とはいえ一般化しうるにはそれなりの理由がなければならない。本小論では、1つの事例を出来る限り多面的にみることによって、そこに至る受託銀行の判断決定の経過を考察する。本事例は構造的な不況業種に属する破綻企業の特例であるが、「受託銀行の買入れ」は単なる慣例としてではなく、ある種の合理的判断の結果として決断されている。慣例という側面から見るとするならば、むしろその慣例から外れようと努めながら外れえなかった事例と見るべきではなかろうか。

I. 石炭鉱業の構造的な不況業種化

本小論の対象とするのは、業績悪化の結果1969年5月に解散した明治鉱業株式会社の社債償還不能問題である。明治鉱業の主業は石炭鉱山の経営であり、その経営悪化は経営者の短期・中期的な判断の誤りや放漫経営の結果ではなく、1つの産業の構造的衰退が背景になっている。資本主義経済自体は生成、発展、爛熟、停滞はしても没落はしなかったが、経済を構成する産業には盛衰がある。全世界的なエネルギー革命による石炭鉱業の衰退はその最たるものといえよう。明治鉱業の社債整理の事例は個別の経営悪化を背景とする社債のデフォルトト

般とは同一視できない。

1. エネルギー革命と石炭鉱業

鉱産資源に恵まれているとはいえない日本で、石炭は比較的多量に産出されたものの1つであった。石炭採掘は17世紀後半から始まり、18世紀前半には北九州諸藩が直接間接に採掘販売に参与している。明治期に入ると、早くも1873年日本坑法で鉱業法制の骨格が確立され、1890年鉱業条例で鉱業権が確立された。1890年代末には近代的炭鉱業が成立したと見られる。石炭業の黄金時代は未曾有の好況が続いた第1次世界大戦期で、炭鉱成金が続出した。「大正8年（1919）は好況の絶頂であり、大小炭鉱は全国にぞく生し、いやしくも炭山であれば（採掘に）着手しないものはない有様であった」という⁴⁾（カッコ内は筆者）。

大戦終了後は一般産業の不況と共に炭鉱も不況となった。昭和不況を経過して1930年代半ばには再び活況を見るが、その後は戦時体制に入る。戦時増産体制下に出炭の絶対額は1943～44年まで維持されるが、労務者1人当たりの出炭額は激減した。戦前の最高は1933年である。終戦直後は経済復興のために引き続き強力な計画経済が実行され、石炭増産はその焦点となる。石炭・鉄鋼中心のいわゆる傾斜生産方式である。1946年決定された同方式は、GHQから重油の供給を受ける→この重油で鉄鋼を増産する→この鉄鋼で石炭を増産することによりエネルギー問題を解決し、経済再建を目指す、というものであった。復興金融金庫が資金を供給し、生産者炭価は抑制され、国家管理の下で石炭鉱業は再建された。

1949年に国家管理が廃止され、自由経済に復帰した翌年の50年には朝鮮動乱が勃発し、石炭

ブームが再来した。しかし生産技術の向上による出炭の増大、重油転換の促進、炭鉱長期ストに対処するための輸入炭の増大等から貯炭量が増大し、52年には早くも石炭合理化問題が審議に上るに至った。53年には深刻な不況を迎え、60年にかけて人員整理、中小炭鉱の休廃業が続く。人員急減と能率向上により高炭価はあるていど是正されたが、代替エネルギーである石油価格の値下がりにははるかにこれをこえたため、石炭危機は継続した。62年に石炭鉱業調査団は第1次石炭対策を答申するが、81年までに実に第7次までの答申が出され、厳しい整理再編が進行した。

とはいえ石炭鉱業が日本で全滅したわけではない。後述するように現在でも若干の経営は残っているが、社会的には1995年2月の北海道炭礦汽船株式会社の破綻、続いて1997年2月の三井石炭工業(三井炭山の子会社)三池工業所の閉鎖報道⁵⁾が石炭鉱業衰退の最終局面と受けとめられたであろう。

2. 明治炭業の破綻

明治炭業の事業は1874年に安川敬一郎が個人として筑豊炭田の開発に手を着けたのが始まりである。安川は筑豊炭田開発の先駆者である。おそらくは前年発布の日本抗法に刺激・勸奨され、筑豊炭田では常態であった個人事業として開始した。以下にその略年譜を記す⁶⁾。

1908年1月 明治炭業株式合資会社(資本金500万円)設立 社長安川敬一郎
事業場:筑豊3炭鉱(明治,豊国,赤池)
1912年 朝鮮:安川炭鉱開設
1915年 佐賀:多久炭鉱開設
1917年 福岡:高田炭鉱開設

1918年 社長松本健次郎(安川敬一郎の次男)
同 12月 資本金1,000万円
朝鮮:大成炭鉱開設(平壤無煙炭採掘開始)
1919年4月 株式会社に組織変更
同 12月 倍額増資,資本金2,000万円に
1922年 赤石炭山開設
1927年 満州西安炭鉱開設
1930年 北海道昭和炭鉱開設
1931年 朝鮮:沙里院炭鉱開設
1935年 朝鮮:鳳山炭鉱開設
1936年2月 社長松本幹一郎(健次郎長男)
1937年 福岡:平山炭鉱開設
1938年 佐賀:西杵炭鉱開設
北支:磁県炭鉱開設
1939年 北海道:庶路炭鉱開設
1940年 北海道:本岐炭鉱開設
同 10月 増資,資本金3,000万円に
1943年 佐賀:立山炭鉱開設
1949年 北海道:上芦別炭鉱
1945年 福岡:天道炭鉱開設
1948年 佐賀:明治佐賀炭鉱開設
1950年2月 増資,資本金1億円に
1951年7月 増資,資本金2億円に
1952年2月 増資,資本金4億円に
1953年6月 増資,資本金8億円に
1957年1月 増資,資本金12億円に
同 8月 増資,資本金13億2,000万円に
社長板橋喜助
1962年5月 増資,資本金19億8,000万円に
1963年12月 社長安川紘(敬一郎三男清三郎の三男)
1969年5月 会社解散
株式会社としての明治炭業は、戦前期には株

式会社化直後の倍額増資と戦時下の半額増資をただけで、保有炭鉱のほぼすべてを開設している。新炭鉱開設地と時期を見れば、同社の社業は第1次世界大戦、朝鮮・北支那進出、第2次世界大戦と、石炭鉱業の発展史を忠実になぞる典型的な企業であったことが明らかであろう。

戦後は、朝鮮・北支那の炭鉱を失い、会社経理応急措置法による特別経理会社となった後、戦後企業として公開、上場し、株主割り当て増資と2回の無償増資(57年)を行って、資本金だけをみれば急成長した。しかし、戦後も石炭の採掘・売買を主業とする中堅炭鉱の典型例として、長期炭労ストの強い影響を受け、ようやくそのころ明治佐賀炭鉱が本格的生産に移ったにもかかわらず、他山の合理化が進まず、経営不振に陥った。明治炭業は旧財閥系企業ではなく、九州の資産家一族安川系ではあるが資金援助を受けられるわけではない。多角化や他業転換も困難で、結局は68年の第4次石炭対策を最初に受け入れて閉山と会社解散を選択せざるをえなかった。

62年の第1次石炭対策は、石炭鉱業の長期的衰退は認められた上で、自立化は必要としてスクラップ・アンド・ビルド政策の促進を打ち出した。現実にはスクラップ化が急進展し、炭鉱数は61~64年に半減(なだれ閉山)、生産も漸減したため、第2次、第3次対策は石炭鉱業の安定化と、累積赤字の肩代わり(第4次)を打ち出した。しかしなお生産は低迷し、第4次対策では企業ぐるみ閉山に対する特別閉山交付金制度を創設し、一般閉山交付金の単価を引き上げ、いわゆる「なだらかな閉山」を目指した。ここでも現実には炭鉱数は68~71年に半減し、やはり「なだれ閉山」に結果した。明治炭業の

閉山・会社解散はこの時期に属する。

3. 上場業種としての石炭鉱業

明治炭業の証券取引所上場は1949年10月で、戦後証券取引所再開後数カ月たってからである。前述のように戦前期は資本金2,000万円時代が長く、株式会社とはいえ安川一族の同族会社的色彩が強かったため、上場は必要とされなかったものであろう。

しかし、石炭鉱業自体は上場業種としての長い歴史を持つ。すべての産業に共通することだが、戦前期日本では財閥系企業は上場せず、あるいは上場時期が非常に遅い。石炭鉱業も例外ではないが、それでもある程度の上場会社を擁していた。

1912年(野村商店調査部『株式年鑑』)「炭山」業中の石炭鉱業
入山採炭,三星炭鉱,王城炭鉱,茨城無煙炭鉱,北海道炭礦汽船,九州炭礦汽船,釧路炭礦,石狩石炭,茨城採炭,豊前採炭,北海炭礦,好間炭礦,大夕張炭礦,磐城炭礦

上場会社として最初のものは当初は鉄道業種に北海道炭礦鉄道として上場した(1890年)北海道炭礦汽船(1906年鉄道国有化で改称)である。資本金も2,700万円と唯一1,000万円超の大会社である。

1935年(大阪屋商店『株式年鑑』)「鉱業・製煉中」の石炭礦業
北樺太炭業,北海道炭礦汽船,九州炭礦汽船,入山採炭,磐城炭礦,三菱炭業,日本製鉄,大日本炭礦,鳳泉無煙炭礦,朝鮮無煙炭,朝鮮無煙炭礦
1950年前期(東京証券取引所『上場会社総覧』)「鉱業」中の石炭鉱業

三菱鉱業*, 古河鉱業*, 三井鉱山*, 井華
 鉱業, 石原産業, 北海道炭礦汽船*, 常磐
 炭礦*, 太平洋炭礦*, 九州採炭, 明治鉱
 業: *印は再開時上場

1969年第1四半期 (東洋経済『会社四季報』)

「石炭鉱業」

三井鉱山, 三菱鉱業, 住友石炭鉱業, 日本
 炭礦, 雄別炭礦, 貝島炭礦, 明治礦業, 日
 窒鉱業, 日鉄鉱業, 松島炭礦, 麻生産業,
 古河鉱業, 北海道炭礦汽船, 常磐炭礦
 太平洋炭礦

「石炭鉱業」となっているが、日窒鉱業と古
 河鉱業では石炭事業は1割あるいはそれ以下で
 ある。石炭合理化が問題になってきた後に上場
 した会社も2社ある (55年6月麻生産業, 59年
 7月松島炭礦)。10年か15年で当該産業が壊滅
 的になるとは予想しえなかったのであろう。こ
 の直後から閉山が一気に進み, 73年には石炭主
 業で残ったのは三井, 住友, 貝島, 北炭の4社
 のみとなった。貝島炭礦は76年, 北海道炭礦汽
 船は78年に上場廃止となった。1996年秋現在,
 東京証券取引所1部上場の「鉱業」部門は8社
 あるが, 石油とその他鉱業で6社⁷⁾, 石炭主業
 は変わらず三井鉱山と住友石炭鉱業のみであ
 る。2部の昭和鉱業はその他鉱業である。1889
 年設立, 1890年上場の北海道炭礦汽船は, 無配
 継続と債務超過で1978年10月4日上場廃止と
 なった (途中に取引所消滅期間があったため上
 場期間約85年)。その後店頭管理銘柄として継
 続したが, 1995年2月5日巨額の負債を抱えて
 会社更生法適用を申請し, 会社としての歴史を
 閉じた。最後の数年は原料炭をすべて輸入に
 負っていた状態では, 国内基盤の鉱業会社とは
 いえなくなっていた。現在残っている三井鉱山
 と住友石炭鉱業は共に事業としての歴史は古

く, かつ旧財閥系でバックアップがしっかりし
 ている。とはいえ総資産利益率は0.1~0.2 (96
 年3月期)と低迷しており, 事業としての将来
 が明るいとはいえない。

II. 明治鉱業株式会社の社債整理

1. 明治鉱業の社債発行

明治鉱業は形式は株式会社であるが, 戦前期
 は資金調達面では株式会社化直後と戦時中のた
 だ2回, 株主割り当て増資を行っただけで, 公
 募株式発行や社債発行を行ったことはなかつ
 た。戦前期の中規模会社としてはほぼ普通の姿
 といえよう。石炭鉱業で戦前期に社債を発行し
 ていたのは, 以下の3例だけである (日本興業
 銀行『社債一覧』による)。

北海道炭礦汽船	26本 (明治期6, 大正期 6, 昭和期14)
三井鉱山	7本 (1942~45年に集中)
三菱鉱業	5本 (1937~43年)
戦後は発行会社が若干増えた (1950~68年)。	
北海道炭礦汽船	35本 (50~67年)
三井鉱山	12本 (51~58年)
住友石炭鉱業	30本 (50~68年)
古河鉱業	55本 (50~68年)
明治鉱業	23本 (50~66年)

1967年当時, 石炭鉱業の大手は三井, 三菱,
 北炭, 住友, 古河, 雄別, 常磐, 麻生, 大日
 本, 貝島, 明治, 日炭, 松島の13社で, 特に筆
 頭5社の規模が大きかった。5社のうち資本金
 最大・出炭量3位の三菱鉱業は, 戦後はまった
 く社債を発行していない。明治鉱業は筆頭5社
 以外で社債を発行した唯一の石炭鉱業会社で
 あった。発行社債は以下の通りである (『社債

一覧』より作成)。

銘柄	発行高	発行日	期間	(応募者 利回り)
1回担い号	1億円	50.11.20	5年	9.081%
1回担ろ号	1億円	51.3.24	5年	8.934%
1回担は号	1億円	51.9.25	5年	9.081%
1回担に号	1億円	52.4.25	5年	9.081%
1回担ほ号	1億円	52.9.25	5年	9.081%
2回担い号	1億円	53.2.25	5年	9.081%
2回担ろ号	1億円	53.10.24	5年	9.081%
2回担は号	1.5億円	55.11.19	7年	8.965%
2回担に号	2億円	56.5.25	7年	7.720%
2回担ほ号	1億円	57.4.25	7年	7.408%
2回担へ号	8,000万円	57.9.25	7年	7.944%
3回担い号	7,000万円	58.2.25	7年	7.944%
3回担ろ号	1.5億円	58.10.24	7年	7.944%
3回担は号	2億円	59.3.25	7年	7.944%
3回担に号	2億円	59.11.25	7年	7.944%
4回担い号	1.1億円	62.11.19	7年	7.573%

4回担ろ号	1.4億円	63.5.25	5年	7.918%
4回担は号	7,000万円	64.4.25	5年	7.918%
4回担に号	6,000万円	64.9.25	5年	7.918%
4回担ほ号	5,000万円	65.2.23*	5年	7.918%
4回担へ号	1.1億円	65.10.25*	5年	7.918%
4回担と号	1.5億円	66.3.25	5年	7.971%
4回担ち号	1.5億円	66.11.25	5年	7.971%

『社債一覧』の原資料である『全国公債社債
 明細表』によれば, 引受会社は山一証券と野村
 証券が交代で主幹事となり, 16~17社の証券シ
 ン団を作った。担保の受託会社 (担保付社債信託
 法上) と募集の受託会社 (商法上) はともに,
 全社債にわたり, 三井銀行, 第一銀行, 北海道
 拓殖銀行の3行である。本券を発行しない場合
 の登録機関 (社債等登録法上) は三井銀行であ
 る。三井銀行は受託3行のうち代表受託銀行で

ある。

明治鉱業社債は16年間に23本とみかけの本数
 は多いが, 実態は借入金の返済と旧債借換が混
 在しており, 事業資金調達はさほど多くない。
 純然たる事業資金調達 (設備) は1回い, は,
 に, ほ, 2回い, ろ各号の6本のみで, 1950~
 53年に限られる。事業資金調達と借入金返済が
 並行した例が1回ろ, 2回に, 3回に各号の3
 本で, 51年~54年と1年ずれている。旧債借換
 は55年から始まり, 以下のように続く。

2回は号	55年11月: 1回い, ろ号の借換
2回ほ号	57年4月: 1回に号の借換 (及び 事業資金調達)
2回へ号	57年9月: 1回ほ号の借換
3回い号	58年2月: 2回い号の借換
3回ろ号	58年10月: 2回ろ号の借換 (及び 借入金返済)
4回い号	62年11月: 2回は号の借換
3回は号のみ	は借入金の返済である。

さて, 2回は号はすでに1回い, ろ号の借換
 発行であるから, 62年の4回い号は再借換とい
 うことになる。社債期間は1回い号から2回ろ
 号まで (50~53年) が5年, それ以後4回い号
 まで (55~62年) が7年である。

63年の4回ろ号から66年の4回ち号までの7
 本は, 2回に号から3回に号までの7本 (63年
 から66年に償還予定) の特例による借換発行
 で, 期間は5年である。明治鉱業が解散を決意
 し, 社債の償還不能が明らかに見通された69年
 1月段階で残存していたのは以下の7本であつ
 た。

4回い号	(償還期) 69年11月19日 (残存期) 10ヵ月
は号	69年4月25日 4ヵ月
に号	69年9月25日 9ヵ月
ほ号	70年2月23日 1年2ヵ月

へ号 70年10月24日 1年10カ月
 ち号 71年11月25日 2年11カ月
 しかし、実際に受託会社による社債の一括買取り(理論価格)が実施されたのは同年4月25日であったため、は号は償還すべきだとされ、償還不能予測で買取りの対象になったのはこれを除く6本であった。すなわち特例による借換5本を含めてすべて再借換の社債ということになる。残存期間は表面的にはけして長くはないが、4回い号の場合など1回い号から通算すれば19年の債務期間になる。普通であれば5年、7年程度の社債である。社債権者としてはもちろん、受託銀行としても決着をつけたいという決意を促すに十分な期間といえよう。もっとも事業債の借換自体は当時かなり行われていたことで、年により数字は大きく変動するが、62年度などは発行額の約1割が借換発行である⁹⁾。特例による借換とは政府の石炭政策に協力する借換の意味である。一般に無配に転落した会社(明治鉱業は60年に無配)には公募社債の発行は認められないが、石炭鉱業には同額借換で1回限りは特別条件債(利率7.5%, 期限5年)が認められたのである(他に北海道炭礦汽船、住友石炭鉱業、古河鉱業)。特例債には再度の借換はありえず、期間延長も不可能だった。因みに、特例でない担保付きA格事業債は、期間7年、応募者利回り7.408%であった。

2. 代表受託銀行としての三井銀行

明治鉱業の発行社債のすべてが、その結果、整理社債のすべてが、三井銀行、第一銀行、北海道拓殖銀行の3行受託で、三井銀行が代表受託銀行である。これらの3行はともに、戦前期以来社債引受及び受託の経験を持つが、経験が最も古く厚いのは三井銀行である。1905年公布

施行の担保付社債信託法に基づき最初に担保の受託会社の認可を受けたのは日本興業銀行(1902年設立)であるが、三井銀行は民間銀行としては3番目⁹⁾の1911年8月に担保の受託会社の認可を受けた。北海道拓殖銀行は1916年5月、第一銀行は1918年2月の認可である。大正期は日本興業銀行が受託会社として件数、金額共に抜きでしたが、おそらくは金融恐慌を転機として、昭和の初め、1928年から三井銀行がトップに立った。準戦時体制に入った1934年ごろから日本興業銀行が一気に力を強め、再びトップを回復するが、三井銀行は大口受託を継続確保している。1935年で見ると、その差は歴然としている。

	(受託口数)	現在高 (1件平均)
日本興業銀行	61	5億3,622万円(879万円)
三井銀行	19	5億707万円(2,669万円)
住友信託	9	1億225万円(1,136万円)
北海道拓殖銀行	0	0
第一銀行	1	300万円(300万円)

(資料)第42回『全国公債社債明細表』

戦前期のこの蓄積の差が、戦後の社債受託に当たって三井銀行を代表受託銀行に据えることになる。1935年を見る限りでは北海道拓殖銀行と第一銀行の受託実績はほとんど無いに等しい。受託銀行3行の中の力関係は圧倒的に三井銀行が強かったろうと推測される。

とはいえ、戦後の受託実績では三井銀行は戦前ほどの圧倒的な地位を確保できなかった。単独受託では1949年から三和銀行が急進し、年によって異なるが第1次高度成長末期の61年、62年には三井銀行に大差を付けた。もっとも戦時中に確立された日本興業銀行の圧倒的首位は毫もゆるがない。単独受託の口数で35%、現在高で65%に達する。口数で受託全体の77%(現在

高では83%)を占める共同受託では、三井銀行の関与形態は以下の3である。

- (1) 日本興業銀行、日本勧業銀行が代表となる2~3行の中に入る
- (2) 第一銀行、富士銀行、三井信託銀行が代表となる2~4行の中に入る
- (3) 代表となり、上記の各行の他、日本長期信用銀行、北海道拓殖銀行、東海銀行、第一銀行、住友信託銀行等を含む2~3行と組む

口数で最も多いのは「三井・代表、興銀」の組み合わせで18である。もちろん3類型を通じて興銀が入っている例が圧倒的に多い。三井銀行が代表で、第一銀行・北海道拓殖銀行との3行構成をとったのは、1962年現在明治鉱業の3口(8社債)のみである。その他の石炭鉱業社債の受託では以下にみるように三井銀行は他の形態を採った。

北海道炭礦汽船 三井銀行、日本興業銀行、北海道拓殖銀行
 三井 鉱山 三井銀行、北海道拓殖銀行、日本勧業銀行

その他の石炭鉱業社債では古河鉱業(興銀、第一)、住友石炭鉱業(住友、住友信託、興銀)の例がある。すなわち北海道拓殖銀行と第一銀行は共に石炭鉱業社債の受託ではそれなりの実績があったといえる。

この実績とは何を意味するか。石炭鉱業社債の担保物件の評価と管理が主体である。明治鉱業社債の担保はすべて鉱業財団となっている。担保付社債信託法第4条「社債に付することができる物上担保」は最新の(といっても1958年企業担保法による)企業担保を含めて14項19種類に上る。不動産、船舶、航空機、鉄道等の形式を採る物的担保に比べて、鉱業抵当という観

念はなかなか把握しにくい。同様の「事業抵当」は漁業財団抵当、自動車交通事業抵当、道路交通事業抵当、港湾運送事業抵当、観光施設財団抵当等があり、最も新しく設けられた企業担保に実態としてはかなり近いといえる¹⁰⁾。

ゴーイングコンサーンとして石炭鉱業を経営・維持するための鉱業財団はかなりの規模である。明治鉱業の1回物上担保付社債のための鉱業財団はOEM(オープン・エンド・モーゲージ)総額5億円で、い、ろ、は、に、ほ5本、発行元高5億円の社債をカバーしている。2回はOEM総額10億円で、い、ろ、は、に、ほ、へ6本、発行元高7.3億円をカバーしている。58年1月に未発行分2.7億円を切り捨てたのは、次の発行が2回い号の借換であったためである。3回もOEM総額10億円だが、実際発行は、い、ろ、は、に4本、発行元高6.2億円で、62年10月未発行分3.8億円を切り捨てた。すでに見たように62年11月発行の4回い号は「再借換」である。4回はOEM総額15億円で、い、ろ、は、に、ほ、へ、と、ち8本、発行元高8.4億円、会社が破綻して「再再借換」は生じなかった。破綻時7本の発行元高7億円に対しては表面的には倍以上の担保総額が存したことになる。しかし会社が破綻し、鉱業事業の経営ができなくなったとなると、実際の担保価値は激減する。この点が後に大きな問題となる。因みに、三井銀行の関係した他の石炭鉱業社債(北海道炭礦汽船、三井鉱山)も同様に借入金返済や旧債借換に用いられたが、OEM総額は各25億円と比較にならないほど大きい。

代表受託銀行としての三井銀行を、そして受託銀行としての第一銀行と北海道拓殖銀行を考えると、これらがそれぞれ明治鉱業の取引銀行であり、またそれなりに大株主でもあった事

実を見ないわけにはいかない。以下は明治鋳業の上位10大株主の変遷である。

50年1月 (発行済株数 200万株)	55年9月 (発行済株数 1,600万株)	59年9月 (発行済株数 2,640万株)	62年9月 (発行済株数 3,960万株)
山一証券 13.7%	石橋鋳業 5.7%	安川電機製作所 6.9%	安川電機製作所 7.2%
帝国銀行 3.5% ☆	大和銀行(東京) 3.4%	大和銀行(東京) 6.6%	三井銀行 5.3% ☆
東京海上 2.3%	三菱信託 3.3%	石橋鋳業 5.7%	第一銀行 3.4% ☆
安川寛 2.0%	三井銀行 3.1% ☆	三井銀行 3.1% ☆	北海道拓殖銀行 2.7% ☆
丸三証券 1.8%	安田火災 2.1%	安田火災 2.0%	安田火災 2.0%
第一銀行 1.5% ☆	第一銀行 1.9% ☆	第一銀行 1.9% ☆	東洋信託銀行 1.9%
安田火災 1.5%	東京海上 1.8%	東京海上 1.7%	石橋鋳業 1.9%
日産火災 1.3%	住友信託(東京) 1.7%	日産火災 1.3%	東京海上 1.5%
松本幹一郎 1.3%	日産火災 1.6%	日産火災 1.6%	北海道拓殖銀行 1.5% ☆
公荘惟義 1.2%	東京生命 1.3%	東京生命 1.3%	山下汽船 1.5%
			日鉄鋳業 1.4%

(資料)『上場会社総覧』『株式会社年鑑』『会社四季報』☆印は取引銀行

すでにみたように経営陣は安川家関係者である。上場当時の50年には安川電機社長安川寛の他に2名の個人があるのは明治鋳業役員である。しかし個人名は53年で消え、代わって57年から安川電機製作所が大株主に登場し、58~59年に1位株主となる。上位5株主とその持株比率は、62年以降会社解散まで変わらない。また、取引銀行は50年当時帝国(三井)・第一・北海道拓殖・福岡・大和・千代田(三菱)であ

り、このうち協和、富士、住友等が加わった。58年版の資料によると、三井銀行は日比谷支店、第一銀行は銀座支店、北海道拓殖銀行は東京支店、他も東京の支店である。取引銀行のうち、三井と第一は当初からの大株主であり、北海道拓殖も59年には大株主に入る。筆頭でお家の家業として本来の持ち主である安川電機製作所に続いて、三井、第一、北拓の3取引銀行が上位大株主となる体制は、事実上は60~61年に確立したと見られる。明治鋳業の経営から見れば、資本金13億2,000万円で1億6,600万円の欠損を出した59年以後のことである。

大株主である3大取引銀行は明治鋳業社債の受託銀行と一致する。中でも三井銀行は常に上位4位までに入る株主であり、取引銀行としては当然に首位銀行であった。次節に見るように、実は社債の最大の保有者でもある。破綻会社社債の一括買取りという決断は、単純に代表受託銀行として行ったものではないことは明らかであろう。

3. 社債整理問題の焦点

一般には明治鋳業社債の整理はそれまでの戦後破綻社債整理例と同列に考えられているが、整理方法決定の過程を見ると実際にはかなり特殊な例であったと思われる。少なくとも整理の方法に関して関係者の間に真剣な議論があったことは確かであり、その結果として受託銀行による一括買取りが決定されたのである。

なお(2)で見ると明治鋳業は「会社廃業」の事例であり、廃業前あるいは廃業時に社債がデフォルトしていない。すなわち正確には「会社廃業」による強い社債デフォルト予想の下に進められた「廃業会社社債の取扱方法」ということになる。とはいえ、一般の

理解はこれを社債整理事例に含めており、実際の対応策も基本的には同じなので「社債整理」の範疇に入れておく。

(1) 受託会社の対応方式

担保付社債信託法による受託会社(戦後は現実には銀行のみ)の責務は、「物上担保付き社債の発行に関し、発行会社と信託契約を結び、社債権者のために社債の管理をする」(法第2条、以下すべて現行法)ことである。この信託引受は「商行為」(法第3条)であり、「免許営業」(法第5条)で、当然「主務官庁の監督を受ける」(法第9条)。受託会社は「社債権者集会を招集し」(第59条)、「その記録を保管、閲覧に供する」(第61条)。重要なのは以下の第7章信託契約の効力である。

〔受託会社の公平誠実義務〕

第68条 受託会社は公平且誠実に信託事務を処理すへし

2 受託会社は委託会社及社債権者に対して善良なる管理者の注意を以て信託事務を処理する義務を負う

〔物上担保の帰属、担保権に関する受託会社の義務〕

第70条 信託契約に依る物上担保は信託証書に記載したる総社債のために受託会社に帰属す
2 受託会社は総社債権者の為に担保権を保存し且実行するの義務を負う

〔担保権の行使〕

第78条 信託契約に依る担保権は総社債権者の為のみ之を行使することを得

〔受託会社の担保権実行義務等〕

第82条 社債が期限に至り弁済せられず又は委託会社が社債の弁済を完了せずして解散したるときは受託会社は遅滞なく担保権を実行すへ

し

〔受託会社の強制執行、競売申立等の権限〕

第83条 受託会社は総社債権者の為に付与せられたる執行力ある正本に基き担保物に付強制執行を為し担保権の実行としての競売の申立を為し又は企業担保権の実行の申立を為すことを得

すなわち担保付き社債の契約が普通に合法的に進行しているかぎりには、受託会社の義務はいわゆる「善良なる管理者の義務」が必要かつ十分条件である。しかし、一度社債が元利払い不履行に陥った時には、「受託会社は総社債権者のために担保権を実行して担保物の競売を申し立て、弁済を得た金額を総社債権者にその債権額に応じて分配する義務がある」(第83条、第88条)。受託会社の法的責任は以上に限られる。歴史的にも戦前の社債整理事例はすべてこの法的責任の範囲内で担保物件の処理を行うか、期限延長を行った。

ところが第2次世界大戦後この時点までの社債整理事例には、法的処理を行った例はほとんど無い。ほぼすべて受託銀行による一括買取りが行われ、一般社債保有者は元利払い不履行による損失を被らなかつた(満期保有の場合の期限の利益は喪失)。受託銀行は場合によっては相当の損失を被る危険があったが、あえてそのリスクを担い、道義的責任を取った。その理由は何か。

社債発行が再開されたのは49~50年で整理事例が出るのは55年以後である。戦後10年を経過した時点で、この行動にはどのような理由が考えられるか。第1に、戦前の無担保社債破綻に際して社債権者が大きく損失を被った経験から、1930年代に担保付き社債でないと発行させないといういわゆる「社債浄化運動」が銀行の

手で進められ¹¹⁾、戦後の平時経済の下で根づいた経緯があらう。「社債浄化」を大義名分として掲げ、無担保社債は全く発行できなくしておきながら、その担保付き社債に生じたデフォルトに受託銀行がまったく道義的責任を感じないとしたらおかしい。この「責任」は個別の発行会社経営に対する個別の受託会社のものではなく、浄化運動の推進者であった受託銀行一般が証券市場に対して感じるべきものである。また、戦時下1938年の商法改正で、社債募集の委託を受けられるのは銀行・信託会社に限られることとなった。戦後の証券取引法は社債引受を証券業者の専業としたが、以上の慣例と規定が依然圧倒的に強かった。受託銀行の道義的責任にはこれらの事情も関係してくる。

第2に、戦後の証券取引法では発行会社のディスクロージャーが強く規定され投資家保護の根幹をなしたが、担保付き社債は当時このディスクロージャーの適用除外証券であった。理由は、すでに担保付社債信託法による信託契約で必要なディスクロージャーに相当する情報管理がなされているはずだからであろう。この準ディスクロージャー文書というべき信託契約証書は、受託会社が専門家として発行会社(委託会社)と契約し、一般投資家に代わって担保価値を判断するものである。もしこの判断を誤ったとすれば、一般的には受託会社に責任が生ずるであろう。

第3に、明治鉱業社債の例では受託銀行が主要取引銀行であり、かつ大株主であったが、さらに次に見るように当該社債の大保有者でもあった(三井銀行関係者ヒアリング)¹²⁾。

69年1月明治鉱業社債現存額	4億6,540万円
保存状況	都長銀8行 1億5,610万円 33.5%
	地銀9行 1億2,250万円 26.3%

投資信託5社	5,350万円 11.5%
信用金庫17社	4,280万円 9.2%
損保・農中・証券4社	1,520万円 3.3%
本券(推定)230人	7,530万円 16.2%
大口所有者	三井銀行5,540万円, 第一銀行4,000万円, 北海道拓殖銀行1,000万円, 福岡銀行5,100万円, 佐賀銀行3,900万円

受託3銀行の保有総額は1億540万円、現存額の22.6%にあたる。都長銀8行のうち3行は受託銀行であり、かつその筆頭グループとして約3分の2を保有している。次いで地銀が大保有者であるが、福岡と佐賀の九州「地縁」の2行が9,000万円と、その4分の3に達する。福岡銀行は明治鉱業の取引銀行でもあった。これ以前、1955~65年の一般的な社債保有構造は金融機関が圧倒的に多いことがわかっている¹³⁾。おおまかな保有層の状況はやはり受託銀行と取引銀行を中心とした都長銀、地銀が相当部分を占め、残りも大方は広義の金融機関であったろう。メインバンクとして確立する過程にある大銀行が、融資の変形として、融資よりも低い利回りの社債を、関係する金融機関に半強制的に保有させたのが、受託銀行行動の実態であった。すなわち「受託銀行による買取り」は、実態としては同業金融機関保有分の受託銀行への集中であり、さらに発行当初の割り当て販売的性格を考慮するならば「受託銀行による買戻し」と考えることもできなくはない。1956年以前社債流通市場は存在せず、形式的には存在したそれ以後も実際に機能していなかったことを忘れてはならない。受託銀行も含めて金融機関保有者は、割当て保有させられた社債を売却したくともすることができなかったのである(個人保有者は販売した証券会社の店頭で買い取っ

てもらうことができた)。

第4に、戦前期、1930年代の社債の法的整理の実情は、1950年代にはまだまだ苦勞した経験として受託銀行内に蓄積されていた。担保が付いていても、不況業種の資産で、一般的にも不況が継続しているときには、競売で担保価値を資金化することは容易ではない。逆上する一般投資家を捌きながら競売するよりは、とりあえず一括買取りして市場から切り離し、時機を見ながら担保の処分を行おうと考えたとしても責めることはできないのではないかと。

最後に、行政による指導もあったかもしれないが、資料はない。戦後最初の買取り例は55年であるが、この当時証券行政は構構的にも理念的にもかなり圧縮され、テーマの後ろ向きな性格からいっても社債整理に特に熱心になれなかったのではないかと。しかし、56年の取引所債券市場再開の前後であって、市場を動揺させるような情報を放置しておきたくもなかったと思われる。

整理社債に対する受託会社の対応方式は、戦前期—法的対応、戦後期—非・法的対応(受託銀行による一括買取り)と、ほぼ2分されるが、これ以外の方法は実際上考えられなかった。有力他社との合併や期限延長は発行会社の決断である。受託銀行が何もせずに放置しておくことは法的責任からしてありえず、何かするとすればこれら以外には有効な方法はなかったといえる。

(2) 発行会社の廃業事例

戦後、明治鉱業社債の整理以前に生じた社債整理事例はほぼすべて受託銀行の一括買取り方式を取った。その決定過程で議論や迷いがあったかどうかはわからない。少なくとも社会

的に問題になるような大きな議論はなかったといえる。議論を避けて慣行化してきたといえるべきかもしれない。前述の理由からすれば明治鉱業の場合もこの暗黙のルールに乗っておかしくはなかったが、1点だけ前例会社と大きく異なる点があった。他はほぼすべて会社更生法が適用されたのに対して、明治鉱業の場合は明確な「廃業」であった点である。

戦後社債整理事例(1945~69年)

発行時期	残高	受託銀行	不履行形態
55年 津上製作所	50~53年 2億5,000万円	大和	会社更生-和議
55年 川南工業	50年 1億7,600万円	富士	-
55年 高砂鉄工	49~52年 1億4,000万円	勸銀	会社更生
55年 東洋織維	50~53年 2億4,800万円	興銀, 広島	会社更生
65年 山陽特殊鋼	64年 2億円	神戸, 興銀, 三菱	会社更生
65年 日本織維	50~64年 3億1,800万円	三和, 勸銀	会社更生
69年 明治鉱業	50~66年 4億5,000万円	三井, 第一, 拓銀	廃業

(資料) 公社債引受協会

津上製作所は4年の期限延長で全額償還した戦後唯一の例外である。問題にはなったが、「延長」という方法は市場(投資家)との合意であり、戦前にも相当数の例が見られる。川南工業はデフォルトの形態がはっきりしないが、受託銀行の肩代わりがここから始まったことははっきりしている¹⁴⁾。会社更生法で再建計画が立てば、肩代わりした受託銀行はその計画に基づいて社債金の弁済を受けることができ、結果的にはすべての例で満額償還を受けられた。実は明治鉱業以前の整理事例は55年と65年の不況期に集中しているが、それぞれの会社が属する産業が長期・構造的な不況業種になっていたわけではない。しかし、前述のように石炭鉱業は50年代後半には構造的な不況業種化しており、別の経営者に変われば経営再建が可能だという見通しはなかった。この差が、明治鉱業で

は「廃業」の決断を生み、戦前戦後を通じて社債整理あるいはそれに準ずる事例としても初の案件となったのである。またこのため、関係省庁も、産業行政—通産省、受託銀行監督—大蔵省銀行局、証券行政—大蔵省証券局、と多岐にわたることになった。

明治鉱業は1949年に株式を公開、上場した。額面に対する配当率は最高時に30%（51年下期～52年）あったが、54～55年以後は10%前後、損失続きの63年以後は無配である。株価は当然低迷し、66年（最高34円、最低15円）、67年（25円、8円）、68年（13円、4円）と低下、69年2月25日東証一部上場最終日の終値は2円、会社解散→上場廃止が予定されて2月28日特設ポストに入った後はほとんど値が付かなかった。資本金19億8,000万円（3,960万株）の市場価値は0となったのである。この上社債までデフォルト予想の整理方法で議論を呼び、市場に大きな影響を与えたくはないと関係者は当然考えたであろう。

（3） 鉱業財団担保の性格

担保付き社債がデフォルトに至ったとき、有力他社との合併による償還あるいは期限延長等の方式を取らないかぎり、当然ながらその担保の処分が図られる。受託銀行が肩代わりした場合でも、発行会社が廃業するとなれば担保処分で出来る限りの回収を図らざるをえない。その担保がここでは鉱業財団である。

明治鉱業の社債担保鉱業財団は、平山、西杵、明治佐賀、本岐の稼働4山からなり、具体的には鉱山及び鉱業権、周辺土地、事業用建物、炭鉱住宅、機械装置、車両等が含まれる。その簿価は約400億円、OEM設定総額15億円、会社解散後もしばらくは操業するための第

二会社譲渡予定分を除く土地建物計の時価試算は4億6,200万円で、社債残高4億4,980万円（会社解散時）を表面的にはカバーしえた¹⁵⁾。しかし鉱業財団抵当は収益還元法によっており、埋蔵炭量の推計を基に一定の収益をあげ続ける場合に当初評価通りの担保価値があるが、会社解散となると鉱業権の評価は激減し、閉山・過疎化で土地価格も激落する。表面的にはともかく、実際に担保を処分する過程では相当額の担保不足が生じる可能性が高かった。すでにみたような政府の石炭鉱業救済政策により、担保不足額の2分の1は通産省の省令により国から補助されることになっていた¹⁶⁾。しかし残りは誰が負担するか。スクラップ化した担保処分価格は1億5,000万円から2億円と予想されており、負担額も1億2,500万円から1億5,000万円に上る。

（4） 社債整理方法の決定と実行

石炭鉱業に対する政府の対策は1967年7月になって石炭鉱業再建整備臨時措置法が出され、その第2条で67年3月31日を最終とする営業年度の決算で欠損が出たことを条件に政府が債務を肩代わりすることとなって、最終段階に入った。対策の全体としては石炭鉱業会社最大の三井鉱山の救済策であったといえる。明治鉱業は68年3月期にも赤字で、同年4月から市中金融機関からの融資がストップされ、68年下期の資金計画の悪化が見込まれて、年度内に閉山を決意した。69年5月8日に第二会社「新明治鉱業」を設立（資本金2,000万円）したが、新会社への譲渡資産の大半は社債担保鉱業財団に所属するものであった。5月26日が明治鉱業の解散株主総会である。

社債に関する利害関係者は通例は発行会社、

投資家、受託銀行であるが、明治鉱業の場合には会社解散と政府の産業対策が大きく絡むため、株主と通産省、大蔵省（銀行局、証券局）までが入った。しかし実際には一般の投資家は整理の必要が明確になる以前の段階では無力である。しかもこの例では受託銀行が大保有者であり、かつ主たる取引銀行でもあり大株主でもある。最大株主の安川電機製作所はほぼ発行会社と同一視でき、解散とあっては極めて立場が弱い。となると、結果として、受託銀行の中で代表を務める三井銀行が、法的整理の方法を取るにせよ一括買取りの方法を取るにせよ、積極的に責務を果たすべき立場となり、担保不足の場合の半額補償を行うべき通産省と、受託銀行監督の大蔵省銀行局、社債市場を監督する証券局の3者と調整を図り、合意点を見つけ出し、実行する他はなかった。調整は69年に入って始まり、3月末までには受託銀行による一括買取りの方針を明確にし、4月初めに受託3行が合意し、買取りは成功した（信託手数料受入比率で分担買取り）。その結果、（解散株主総会直前の）5月23日に開かれた初の社債権者集会は受託銀行である社債権者3名（3行）全員の出席で、幅広い権限行使を承諾、原案どおり全員一致で可決し、所要時間45分間と極めてスピーディーに閉会した¹⁷⁾。

ここに至るまでに、代表受託銀行である三井銀行としては、1)担保権の実行、2)解散の社債権者集会で、担保・条件変更の権限を受け、3)解散前に買い取り、社債権を集約する、4)解散前の繰上償還、とすべてのケースを考えた。しかし、結局は3)を選択した。担保の特殊性から一括競売・落札は困難であり、会社清算のメドがたたなければ社債権者集会の決議内容が明確にならない、繰上償還には発行

会社に資金貸付が必要——等の理由で各案を消去していくと、3)しか残らなかったともいえる。他方、3)を選択した積極的な理由としては、社債市場、証券市場、ひいては一般社会への直接的インパクトが少ない、これに対して受託銀行の自由裁量度は相対的に大きい、さらに大蔵省も勸奨した、等があったと思われる¹⁸⁾。

発行会社たる明治鉱業は社債担保資産を現に利用して営業を継続しており、従業員の退職金も心配せねばならず、他の大口融資者（開発銀行等）の意向も考慮しなければならないと、社債整理を最優先できない事情があったが、結局はこの案を受け入れた。通産省は全体として明治鉱業の閉山がうまく進行すればよく、おそらくはあまり波風が立たない方法を示唆したであろう。大蔵省銀行局は、戦後の前例の良さ（合理性）を重視し、証券局は公社債市場育成の観点から市場に初のデフォルト（予想）のショックを与えないことを望んだであろう。

社債整理方式が受託銀行による一括買取りに決定し、引受証券会社を経由する買取りが実行され、最終的な保有者による社債権者集会が開かれた上は、残る問題は担保の処分による社債金の回収である。社債の一括買取りが行われた後に、担保の状況は幾つか変更になった。まず5月に富岡財団（明治鉱業の全国の寮・社宅）に追加担保として第2順位抵当権を設定、次いで鉱業財団から石炭鉱業権を分離、新明治鉱業に譲渡の上第1順位抵当権を設定（連帯保証を徴求）した。7月に明治鉱業に対し特別閉山交付金の交付が決定され、9月から担保関係債権者会議が開始された。三井銀行は筆頭メインバンクとして、また代表受託銀行として最大の社債権者として、ここに参加した。債権額として

は融資の方が社債よりはるかに多い。これがなかなかまとまらず、翌70年3月ようやく金融債権整理に関する協定が成立し、その後明治鉱業清算入による担保の任意処分が進捗した。社債への優先弁済が実行され、関係者の予想外に順調に弁済が進み、71年3月には社債元本が完済されたのである¹⁹⁾。したがって担保不足の場合に予定された通産省による補償は不要となった。社債権者となった受託銀行としては若干の実損はあったようだが、三井銀行の当時の資本金280億円に比しては取るに足らないものであった。

最終的にこの社債はデフォルトしなかったといえるかどうかは微妙なところである。受託銀行による一括買取りが実施された時点では「デフォルト予想」であるが、その後の経緯では解散日までの未収利息や金融協定成立時までの遅延損害金の徴求、及び遅延損害金や信託報酬の免除が行われたらしい²⁰⁾。

4. 当時の評価

明治鉱業社債の整理例は会社解散による社債デフォルト予想という前例のない経験であった。そのために関係者の苦勞はとりわけ大きかったと思われるが、マスコミの取り上げ方も慎重であった。受託銀行による一括買取りがまだ決定されていない最終段階で、日本経済新聞は戦後初の社債発行会社の解散で、かつ鉱業財団担保の特殊性から、問題が受託銀行の立場に収斂されると書いている²¹⁾。受託銀行の「善良に管理する義務」には、「企業が破綻することを予測して担保を評価することまでは入らない」から、受託銀行には法的責任は無いとする考えと、社債信託契約で「受託銀行は社債権者のために経営内容を見る意味が盛り込まれてい

る」から、道義的には責任があるとする考えとが紹介されている。受託銀行に法的に責任が無いとすれば、(この例では半分は補償されうるが)社債権者が損害を受ける。このことが社会的に大きな問題になれば、それまでの金融機関割当消化から個人消化推進に方向を変えようとしている公社債市場にとって悪影響を及ぼす。証券市場関係者はまずこう考えたであろう。しかし、受託銀行が「道義的責任」を重視して買取り、結果として損失を被ったとすれば、銀行業務の「預金者保護」、株式会社としての「株主の利益尊重」に反する恐れがある。公平に考慮した上で、日本経済新聞の見出しは「受託銀行に道義的責任も」となっている。

一括買取りが決定したことが市場にもほぼ伝わった後の『商事法務研究』484号(69年5月5日)は、この措置をかなり高く評価した。「社債債務はこれまで法律上ならびに慣例上、他の債務に優先する取り扱いをうけてきており、社債制度の信用保持、社債権者の保護ということはきわめてつよい要請となっている」、買取り決定は「受託銀行の道義上の責任から、社債制度の信用保持という観点にたってとられた措置と思われるが、社債市場の正常化をはかり、その発展をはかる見地からは、この受託銀行の英断は大きな意義をもっているといえよう」。いずれも、受託銀行の道義的責任と、育成途上の公社債市場の性格を重視した評価である。

三井銀行自身の評価はどうか。公式には「代表受託銀行として、社債権者と発行会社双方の立場を考慮しながら「石炭鉱業合理化臨時措置法」の改正による社債補償を要望するとともに、社債権者から社債をいったん買取り、社債権を受託銀行に集約し、会社解散の手続きに

な権限を身を以て知る引受証券にとっては、受託銀行の「道義的責任」は疑うことなく存在したのである。

III. 結びに

明治鉱業社債の整理事例は、確かに、市場型すなわち投資家が自己責任をとるタイプの解決方法ではない。受託銀行以外の投資家は社債デフォルト予想に際してリスクを背負わなかった。デフォルト予想がはっきりするまでは当然法的にはリスクを背負っていたわけだが、その時にはそれが消失したということになる。初めからリスクが無かったわけではない。まずこの点をはっきりさせておきたい。

受託銀行の一括買取りが慣例化していたと当時考えられていたであろうことは否定しない。明治鉱業社債整理以前の戦後20年間、発行件数累計9391(49~68年)のうち整理7例の6例まで該当したことは、整理例として多いとはいえないが、慣例化と評価されてもおかしくはない数字であろう。しかし、それまでのこの整理方式の実態は、投資家=市場の混乱への直接的対応を排し、会社更生法による会社再建を先ず軌道に乗せ、再建会社の営業活動から生み出された利益から整理社債の元利支払いを行う所であった。担保物件の早急な処分は全く行われていない。担保付社債の整理で実は最も重要なこの点では、「戦後の前例」は無かったのである。また会社再建を最大の目的とするならば、現経営者、大株主、主取引銀行、大債権者の意向を考慮しないわけにはいかない。これらの大利害関係者に比して、相対的には会社との距離が遠く、小投資家を含む社債権者からの会社再建に関する意見・批判を除去して、再建に向けての

支障のないようにしたうえ担保処分を行い、円満に処理したのである²²⁾と「事なきを得た」点を強調している。当時の三井銀行取締役・日比谷支店長で、明治鉱業社債整理の任に直接当たられた関正彦氏も、「社債保有者に迷惑をかけなかったことは良かったと思うのだが。担保の処分が順調に進んだことも幸運だった」と回想しておられる。すでに見たように、当初、三井銀行の中では、戦後の慣例にとらわれず受託銀行としての法的責任の範囲内で法的処理を行うことも検討された。このことを確認した上で、処理「成功」という評価を吟味したい。

成功の理由は、「戦後の慣例」に則った点にあったのではない。構造的不況業種に属する社債発行会社の破綻という前例の無い事態に際して、担保の相当部分を新会社に譲渡せねばならず、かつ多くの担保付き債権者がある状況で、担保の拙速な処分は「不可」と判断して、発行会社側による担保の任意処分に委ねた、代表受託会社の判断にあったと思われる。その際のスキームがたまたま「戦後の慣例」を活かす形になったと捉えるべきであろう。その際、処分された「担保」は社債一括買取り後に追加設定された部分が大きく、具体的には東京本社の社員のための社宅が67~8年以後の土地価格上昇で値上り処分ができたのである。石炭鉱業本業の機械設備や炭坑住宅の処分はほとんど問題ならなかった。この点で極めて特殊な事例と考えられる。

また、証券界ではほぼ市場に影響がない方法で処理されたことにほっとしていた感がある。引受証券会社は間接金融優位の機構の中での社債引受にはほとんど自主的な判断力を発揮する機会がない。起債調整における受託銀行の強大

方向性をまとめ易くするには、受託会社への社債権集中は適切な方式であったといえる。

戦後初めて担保処分を実行した例として明治鉱業社債を捉えなおしてみると、特殊ではあるが確かに成功例ということができるのではない。戦前期の担保処分例は社債権者集会の招集から始めて不況下はかなり時間も手数もかかり、しかも結局はその担保物件を使用して社債権者が新会社を設立した例が多い。担保の適時適切な売却により元利支払い不履行分が回収され、担保付き社債の担保に意義が見いだされた例はほとんど無いといってよい。明治鉱業社債は、金融債権整理協定（社債への優先弁済を了承）が成立した後（前からともいわれる）、会社側による担保の任意処分が行われ、1年以内に資金化され、社債元本が完済された。会社側には大変な苦勞であったと思われるが、社債権者としての受託銀行が直接手を下さなかった所にこの成功因があったのではない。

また、「戦後の慣例化」についても、表面的には確かに投資家が自己責任をとらなかつたといえるが、この当時の社債投資家すなわち（流通市場がないのでは）最終保有者は金融機関が圧倒的に多い。しかも都市銀行あるいは長期信用銀行である受託銀行自身が大保有者であり、かつ大取引銀行でもあった。受託銀行の機能がメインバンク・システムの形成と確立にそれなりの意義をもったことはすでに検証されている²³⁾。その他の金融機関保有者にはこの強大な受託銀行が割り当てるに保有させてきた実情を顧みれば、この「慣例」は間接金融機構内部の負担調整方式であったと見るべきであろう。発行会社と「証券」保有のみで関連している一般投資家、とりわけ個人投資家の比率は少なかった。この少なさが、実は問題なのである。

戦後、1965年まで、日本の市場では国債の新規発行はなかった。健全財政主義の貫徹が不可能になった1965年度に、特例法で戦後初の歳入補填国債が発行され、財政法第4条但書による建設国債の発行も開始される。75年度までは歳入補填国債の発行額は予想に反して実際には増大しなかったが、増大の見通しで金融機関は債券保有を政策協力的な国債中心に切り替える。このために、従来金融機関の割当て保有に頼っていた社債消化は個人消化の促進を進めざるをえなかった。この個人消化のために、また発行直後から上場した国債を中心に、ようやく再開されたばかりの公社債流通市場を政策的に育成する必要があった。明治鉱業社債整理に当たり大蔵省証券局が配慮を促した市場の状況はこのようなものであった。政策協力ではなく純粋に投資として保有する個人投資家を増大させようとしているときに、その鼻先に社債元利支払いの不履行＝社債制度の戦後初の破綻を突きつけるわけにはいかなかったのである。

とはいえ、形の上では明治鉱業社債の例は66年から74年にかけての唯一の社債整理例であり、受託銀行買取りという「戦後の慣例」を強固にしたことも間違いない。しかし、その評価は「慣例」の一環として把握するのではなく、石炭鉱業の特殊性と間接金融機構の中での社債消化構造を背景として、唯一可能であった整理方法として把握すべきだと考える。

注

- 1) 証券取引法国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』（日本証券経済研究所）、1頁。
- 2) 同書、4頁。
- 3) 公社債引受協会編『公社債市場の展開』（公社債引受協会）、88頁。
- 4) 『日本会社史総覧』（経済往来社）、23頁。
- 5) 1995年2月5日付け及び1997年2月17日付け『日本経済新聞』。
- 6) 戦前は『日本会社史総覧』、戦後は『会社四季報』他

による。

- 7) うち太平洋興発（旧太平洋炭礦）は日興リサーチセンター『投資家のための業界分析』'97等では不動産業に分類されている。
- 8) 日本興業銀行『全国公債社債明細表』1962年版。
- 9) これ以前に第百銀行（1908年10月）と北浜銀行（1909年5月）が認可を受けている『全国公債社債明細表』1918年12月版。
- 10) 企業担保法第1章（企業担保権）第1条 株式会社の総財産は、その会社の発行する社債を担保するため、一体として、企業担保権の目的とすることができる。2 企業担保権は物件である。
- 11) 竹内半寿『我国公社債制度の沿革』（酒井書店）、73-76頁。
- 12) 以下は明治鉱業社債整理に関わった当時の三井銀行取締役・日比谷支店長の関正彦氏等三井銀行関係者からのヒアリング資料をもとにして、筆者が再構成したものである。したがってヒアリング内容に反するようなことはないが、文章表現の責任はすべて筆者にある。以下、

- 「三井銀行ヒアリング」とする。
- 13) 小林和子「社債保有構造と流通市場要求」『証券経済研究』第4号、参照。
- 14) 松尾順介「「ディフォルト社債の買取とメインバンク制度」『証券研究』第111巻、122-123。
- 15) 「三井銀行ヒアリング」による。
- 16) 1969年4月3日付け『日本経済新聞』、通産省による新石炭対策特別交付金は回収不能債務には50%まで支給の基本方針「石炭鉱業合理化臨時設置法改正にともなう関係政省令の改正」。
- 17) 「三井銀行ヒアリング」による。
- 18) 「三井銀行ヒアリング」による。
- 19) 公社債引受協会資料による。
- 20) 「三井銀行ヒアリング」による。
- 21) 1969年4月3日付け『日本経済新聞』。
- 22) 三井銀行『三井銀行100年のあゆみ』（三井銀行）、288頁。
- 23) 松尾、前掲論文。

（当所東京研究所主任研究員）