

# 戦前日本における デフォルト社債処理

—事例の紹介と検討—

松尾 順介

## 要 旨

周知のように戦後においては、国内公募普通社債がデフォルトした場合、受託銀行一括買取によって処理されてきたが、これは戦後に定着した慣行であり、戦前はこのような処理例はほとんどみられず、社債権者集会ないし裁判所での和議または強制和議を通じて、担保権の実行、償還期限延長あるいは株式との振り替えなど様々な処理がなされた。つまり、戦前の社債投資家はデフォルト・リスクを負担した上で社債投資を行っており、今後デフォルト社債を受託銀行が一括買取しないならば、いくぶん法的な面での相違があるものの戦前のような処理がなされうるものと予想される。本稿の目的は戦前のデフォルト社債処理の事例をいくつかのパターンに分類して紹介し、それぞれのパターンの処理が採用された要因を考察することである。本稿では板橋菊松によって記録された事例（上毛モスリン、大正製糖、東洋モスリン、桜麦酒、日本製麻、琴平参宮電鉄、箱根土地、後藤毛織、星製薬、川崎造船所、塩水港製糖）を基本的素材として利用し、可能な限り当該会社史などによって補足を試み、戦前のデフォルト社債処理の実態を検討する。

また、戦前の事例を検討するにあたって、担保付社債の処理と無担保社債の処理とに大別して考察した。1930年代米国での社債デフォルトの多発は格付け制度の定着に結びついていくのに対し、日本では昭和恐慌期の社債デフォルトの多発は、その後「社債浄化運動」に発展し、最近まで社債市場を規制した有担保原則を導入する契機となり、その対照的な性格の市場形成の分水嶺となるとされる。つまり、日米共通の経済的状況が、米国では格付け制度によるデフォルト・リスクの計量化および1939年信託証書法によるデフォルト処理のルール化に帰結したのに対して、日本では社債の有担保化という対応策が導入されたわけである。その理由として、無担保債でのデフォルト処理の方が、処理期間が長く、回収率も低かったといわれているが、本稿で扱った事例を検討すると、それらの要因は否定されるものではないが、むしろ無担保債の場合、法的な不備も相まってデフォルト処理がきわめて不透明であり、ルール化もされていなかったことにも要因があるものと思われる。したがって、ここから示唆されることは、今後日本の普通社債市場において受託銀行一括買取という慣行が崩れたあと、デフォルト処理をルール化しその処理過程の透明性を確保する必要があるということであるが、この点について現状では十分とはいえない。ただし、この点についての立ち入った考察は本稿の課題を越えるものであり、別稿を期したい。

目次

- I. はじめに
- II. 担保付社債のデフォルト処理
  - 1. 担保権実行による処理
  - 2. 支払い猶予による処理
  - 3. 新会社株式との交換による社債

- 4. 特殊な事例
- III. 無担保社債のデフォルト処理
  - 1. 強制和議による処理
  - 2. 和議による処理
- IV. まとめ

I. はじめに

戦後日本の普通社債市場の特徴のひとつとして、社債がデフォルトに陥ったとき受託会社（銀行）が一括買取を行って処理したことがあげられる。つまり、日本では破綻に瀕した取引先企業に対してメインバンクが救済融資を行うことで同社の信用リスクを肩代わりする行動が見られたが、社債に対しても受託会社であるメインバンクがこれを一括買取することで、いわば社債投資家のデフォルト・リスクを肩代わりしてきたわけである。このことは戦後日本において社債がメインバンク制度を核とした間接金融の枠組みの中に組み込まれていたことを意味すると同時に、投資家にとっては社債投資がほとんどデフォルト・リスクを負担せずに行われていたことをも意味していた。

ところが、1993年11月に倒産し、1995年12月に更生計画案が認可された村本建設の場合、同社が発行していた担保付社債（私募）について受託銀行は一括買取を行わず、社債権者は相当額の実損を被ることとなった。ただし、この事例は私募債であり、主たる社債権者も大手生命保険会社などの機関投資家であったため、受託銀行による買取が行なわれなかったと見ることもでき、今後公募債でデフォルトが生じた場合、どのように受託銀行が対処するのが注

目されるところである<sup>2)</sup>が、最近の普通社債市場をみると、BBB格銘柄の販売不振やゼネコン関連銘柄の価格急落などに現れているように、発行面においても流通面においても投資家側がデフォルト・リスクに対して敏感な反応を示していることがうかがえる<sup>3)</sup>。

ところで、前述のように戦後においては、国内公募普通社債がデフォルトした場合、受託銀行一括買取によって処理されてきたが、これは戦後に定着した慣行であり、戦前はこのような処理例はほとんどみられず<sup>4)</sup>、社債権者集會ないし裁判所での和議または強制和議を通じて、担保権の実行、償還期限延長あるいは株式との振り替えなど様々な処理がなされた。つまり、社債投資家はデフォルト・リスクを負担した上で社債投資を行っており、今後デフォルト社債を受託銀行が一括買取しないならば、いくぶん法的な面での相違があるものの戦前のような処理がなされうるものと予想される。したがって、本稿の目的は戦前のデフォルト社債処理の事例をいくつかのパターンに分類して紹介し、それぞれのパターンの処理が採用された要因を考察することである。ただし、そのためには処理事例がその処理過程を含めて明らかにされねばならないが、戦前のデフォルト事例としては、1922年から1942年に償還が予定されていた社債のうち99件（54社）である（表1参照）<sup>5)</sup>が、そのうち処理過程が

表1 大正末期から昭和初期における社債デフォルトの主要事例と社債処理の実情

債務不履行年月	企業名	債務不履行社債	同左発行日	同左償還満期日	担保の有無および担保の内容	社債の処理方法
1922.3	大阪アルカリ	万円 100 他	1917.9.25	1925.9.25	×	1926.7大阪アルカリ土地設立 社債額面100円を同社50円株一株と振替
1925.4	大日本木管工業	200	1921.4.1	1925.4.1	×	償還期限延長（1927.3.31まで）、3年据置後2年間で分割償還
1926.3	箱根土地	200	1924.9.10	1926.3.10	○（土地 建物）	1931.5.28和議成立 日本温泉土地(株)（箱根土地が抵当物を出資して設立）の株式と交換 …社債額面100円対20円株一株
1926.12	星製薬	500 他	1923.12.1	1926.12.1	×	1932年破産宣告 1933年9月強制和議 債務の79%切捨て 残額を3年据置後10年間で分割弁済
1926.12	上毛モスリン	400	1923.7.10	1928.7.10	○（工場 財団）	1926年日興証券、社債肩代り 1926.12.20担保権実行、落札なし 1927.7日本毛織(株)、共立モスリン設立（興銀後押し） 1927.7.4共立モスリン、担保物件を落札 100円につき99.54円回収
1926.12	後藤毛織	200 他	1924.11.25	1927.11.25	○（工場 財団）	1930.6.10担保権実行、落札なし 6.25 “ “ 1931.3.10共同毛織、担保物件を落札 第1回債社債額面100円につき38.57円回収、第2~第4回債には分配されず
1927.3	日本製麻	400	1924.3.1	1927.3.1	○	1927.2帝国製麻に吸収合併 同社に対し興銀が償還資金を融資、元金と延滞利金の支払い
1927.4	桜麦酒	300	1925.9.5	1928.9.5	○（工場 財団）	1928.9.1償還猶予（1931.9.5まで） 1931金利引下げ（8→5.5%） 1932.9償還猶予（1941.9.5まで） 1936.8完済
1927.5	川崎造船所	700 他	1922.9.25	1927.9.25	×	1932.11.22和議成立 債務の8%切り捨て、金利免除 残額の29%（甲種）…2年間据置後分割弁済（1939完済） 残額の63%（乙種）…一部優先株に振替、甲種返済後に弁済（1943完済）
1928.1	東京乗合自動車	150	1925.1.26	1928.1.26	×	償還満期日に償還不能となったため、社債権者会議の意見に従い、一部を現金償還し、金額的には全額第3回債（150万円、緑故募集）によって借り換え
1928.7	ダンロップ護謨	89	1917.6.29	1928.7.31	○	償還期限延長（1936.11.30まで）、1936.3完済
1928.11	大正製糖	150 100	1925.9.1 1926.6.1	1930.9.1 1933.6.1	○（工場 財団） ○（ “ “ ）	1929.3.1社債権者、中央製糖(株)設立 三井信託、同社に対し特別融資、同社が担保を落札、社債権者には同社新株と現金を交付
1929.11	東洋モスリン	450 600	1927.11.21 1928.11.12	1932.11.21 1935.11.12	○（工場 財団） ○（ “ “ ）	償還期限延長（1937.11.21まで）・1934.4完済 金利払い1年延期
1929.12	東京瓦斯電気工業	150	1926.12.5	1929.12.5	×	償還期限延長（1930.12.5まで）
1930.7	塩水港製糖	1,000	1929.7.20	1930.7.20	×	償還期限延長（1940.7.20まで）、2年据置後8年間で分割償還 金利引下げ（7→6%）

表1 (続き)

債務不履行年月	企業名	債務不履行社債	同左発行日	同左償還満期日	担保の有無および担保の内容	社債の処理方法
1930.7	旭紡織	300	1925.7.25	1930.7.26	○	償還期限延長(1937.7.26まで), 1936年完済
1930.9	大東紡織	300 350	1925.9.1 1927.11.12	1930.9.1 1932.11.12	○ ○	償還期限延長(1935.9.1まで) 1933年完済 * (1937.11.12まで) 1934年完済
1930.10	台湾土地建物	150	1925.10.15	1930.10.14	○	1930.10 償還期限延長(1935.10.14まで) 金利引下げ(8.5→7.5%)
1931.6	琴平参宮電鉄	230	1927.12.5	1932.12.5	○ (軌道財団) (鉄道財団)	担保権実行を数次にわたって猶予(結局1946.12.1まで), 1946年末までに完済?
1931.9	川北電気企業社	250他	1927.9.10	1931.9.10	×	1932年~36年ごろにかけて社債整理, 経緯は不明
1931.9	日本絹綿紡織	250	1926.9.25	1931.9.25	○	担保権実行, 1933年1月24日完済
1932.6	東京運河土地	80 80	1925.6.10 1930.5.24	1932.6.1 1932.5.30	○ ○	償還期限を順次延長(結局1937.12.1まで) 1938.5.30 一部現金償還(約5割), 他は株式に振替
1933.5	富士身延鉄道	800	1928.5.1	1935.5.1	○	1933.6 金利引下げ(65→50%) および償還期限延長(1935年5月まで) 1935.5.3 償還期限延長(1938.10.31まで) 1938.9.29* (1944.3.31まで) 1941.6.10 同社鉄道の政府買上げにより償還
1933.12	西武鉄道	500 130	1928.9.15 1929.12.20	1933.9.15 1935.12.20	○ ○	償還期限を順次延長(結局1942.4.30まで) 金利引下げ(6.3→5.0→4.0%) 1940.4.18 一部増資に振替 償還期限を順次延長(結局1942.4.30まで) 金利引下げ(6.5%→5.0%→4.0%) 1940.11.28増資に振替
1934.5	奈良電気鉄道	550	1929.2.25	1936.2.25	担保留保特約	1934.5.10 償還期限延長(1940.4.15まで) 金利引下げ(6.3→2.0%) 1940.4 償還期限延長, 金利引上げ(4.0%) (1943.4.15まで)
1934.9	草軽電気鉄道	90	1929.9.15	1934.9.14	○	1934.9.5 償還期限延長(1936.9.14まで) 金利引下げ(7.5→3.0%) 1936.10.22 償還期限延長(1938.9.14まで) 1938.9.5 * (1945.9.14まで)
1935.8	合同毛織	1,000 800	1928.8.1 1929.5.25	1935.8.1 1934.5.25	○ ○	当初は償還期限延長 1936.11.2 担保権実行(社債額面100円につき75.41円回収) 1936.11.2 担保権実行(社債額面100円につき59.63円回収)

(資料)「社債一覧」などにより作成。

確認できる事例は少ない。そこで、本稿では板橋菊松によって記録された事例(11社)を基本的素材として利用し、可能な限り当該会社史などによって補足を試みた<sup>6)</sup>。

さらに、戦前の事例を検討するにあたって、担保付社債の処理と無担保社債の処理とに大別して考察した。1930年代米国での社債デフォルトの多発は格付け制度の定着に結び付いていくのに対し、日本では昭和恐慌期の社債デフォルトの多発は、その後「社債浄化運動」

に発展し、最近まで社債市場を規制した有担保原則を導入する契機となり、その対照的な性格の市場形成の分水嶺となるとされる。つまり、日米共通の経済的状況が、米国では格付け制度によるデフォルト・リスクの計量化および1939年信託証券法によるデフォルト処理のルール化に帰結したのに対して、日本では社債の有担保化という対応策が導入されたわけである。その理由として、無担保債でのデフォルト処理の方が、処理期間が長く、回収率も低

かったことが指摘されているが<sup>7)</sup>、本稿で扱った事例を検討すると、それらの要因は否定されるものではないが、むしろ無担保債の場合、法的な不備も相まってデフォルト処理がきわめて不透明であり、ルール化もされていなかったことにも要因があるものと思われる。したがって、ここから示唆されることは、今後日本の普通社債市場において受託銀行一括買取という慣行が崩れたあと、デフォルト処理をルール化しその処理過程の透明性を確保する必要があるということであるが、この点について現状では十分とはいえない。ただし、この点についての立ち入った考察は本稿の課題を越えるものであり、別稿を期したい。

注

- 1) 受託銀行によるデフォルト社債一括買取という慣行が、戦後のメインバンク制度の定着と軌を一にするものであることについては、拙稿「デ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、1995年1月、参照。
- 2) 『日本経済新聞』、1995年12月23日、によると、不買取の理由は「損失補填問題を機に証券取引法に設けられた利益供与の禁止規定に抵触する可能性がある」ためと説明されている。この説明は、記者によるものか、それとも受託銀行側によるものか文脈上不明であるが、ここでいう「利益供与の禁止規定」とは証券取引法第50条の3の損失補填禁止を指すものと思われるが、この損失補填禁止規定は証券会社を対象とするものであり、銀行はこれに該当せず、説明として説得的ではない。ただし、私察債とはいえ不買取の前例ができたことは今後を展望するうえで意味があり、また不買取の理由づけはともかく、メインバンクの行動の変化という点からも注目される点である。
- 3) この点については、拙稿「デフォルト社債処理の透明性について」、『証研レポート』、No. 1544、1997年3月、参照。
- 4) ただし、後述するように、一括買取ではないが買取に近い処理を行なった事例として、上毛モスリン社債、日本製麻社債の事例があげられる。
- 5) 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、第2章第4節、所収)、65ページ、にはその集計結果が示されている(表2参照)。また、戦前の担保付社債と無担保社債の発行額については表3を参照されたい。
- 6) 板橋菊松著「社債の実際知識」、千倉書房、1984年、および同「社債研究資料」(第2集)、社債制度調査会、

1934年である。  
7) 竹内半寿著『我国公社債制度の沿革』、酒井書店、1956年、74ページ、参照。

表2 元利払い不能社債内訳

発行年別件数	担保付		無担保		計		
	件数	割合	件数	割合	件数	割合	
発行件数	31件	31.3%	68件	68.7%	99件	100.0%	
発行会社数	21社	38.9	33件	61.1	54件	100.0	
発行金額	78,844千円	33.3	157,639千円	66.7	236,503千円	100.0	
発行年別件数	大正5~15年	17件	28.8	42件	71.2	59件	100.0
	昭和2~5年	13	38.2	21	61.8	34	100.0
	6~10年	1	16.7	5	83.3	6	100.0

(備考) 発行年 大正5年~昭和10年  
償還予定年 大正11年~昭和17年  
償還延期、償還不能、償還未済、利子未払い、会社整理中のすべて含む。  
発行会社数は同一会社が何件発行しても1社と考えるが、ただし担保付きと無担保は別に数えた。  
(資料) 日本興業銀行「社債一覧」

II. 担保付社債のデフォルト処理

1. 担保権実行による処理

①上毛モスリン社債

上毛モスリン社債第1回(発行総額400万円、利率年8%, 発行価格96円50銭、償還期間2年据置後3年間に毎年100万円以上を繰上抽選償還)は、1923年7月10日、受託会社:日本興業銀行、引受または募集の取扱:中井・東海・東京渡辺・三十四・足利・藤本・大阪野村・小池によって発行され、工場財団が担保として付けられていた(館林工場、中山工場、のちに練馬工場の一部が追加担保とされた)。

同社はこの据置期間中に資金繰りに行き詰まり、第一次分割償還期限である1926年7月10日に分割償還がなされないという事態に陥った。そこで、日本興業銀行は担保付社債信託法第82条「社債カ期限ニ至リテ弁済セラレス…(中略)…トキハ受託会社ハ滞滞ナク担保権ヲ実行スヘシ」という規定にしたがって、8月10日社債権者集会を招集し(ただし、この社債権者集会で

表3 担保付・無担保社債発行高

(単位:千円)

暦年	担保付	無担保	合計
1906 (明治39)	21,726	11,447	33,173
1907 (明治40)	5,000	45,492	50,492
1908 (明治41)	750	42,235	42,985
1909 (明治42)	4,775	5,798	10,573
1910 (明治43)	18,775	18,350	37,125
1911 (明治44)	8,050	65,193	73,243
1912 (大正 1)	4,825	10,825	15,650
1913 (大正 2)	9,150	29,354	38,504
1914 (大正 3)	100	6,861	6,961
1915 (大正 4)	17,739	31,249	48,988
1916 (大正 5)	20,080	27,780	47,860
1917 (大正 6)	1,109	56,497	57,606
1918 (大正 7)	12,700	65,839	78,539
1919 (大正 8)	31,500	110,169	141,669
1920 (大正 9)	25,000	119,780	144,780
1921 (大正10)	53,850	173,900	227,750
1922 (大正11)	7,500	208,780	216,280
1923 (大正12)	40,700	257,810	298,510
1924 (大正13)	127,940	298,500	426,440
1925 (大正14)	182,055	401,559	583,614
1926 (昭和 1)	123,400	400,824	524,224
1927 (昭和 2)	72,845	554,481	627,326
1928 (昭和 3)	400,907	804,268	1,205,175
1929 (昭和 4)	45,050	570,943	615,993
1930 (昭和 5)	21,580	169,446	191,026
1931 (昭和 6)	75,144	190,763	265,907
1932 (昭和 7)	97,580	189,875	287,455
1933 (昭和 8)	371,000	572,584	943,584
1934 (昭和 9)	1,002,780	469,173	1,471,953
1935 (昭和10)	367,150	482,419	849,569
1936 (昭和11)	403,300	434,794	838,094
1937 (昭和12)	166,300	163,938	330,238
1938 (昭和13)	325,500	349,795	675,295
1939 (昭和14)	642,000	642,909	1,284,909
1940 (昭和15)	432,000	932,726	1,364,726
1941 (昭和16)	761,870	1,407,876	2,169,746
1942 (昭和17)	870,655	1,466,905	2,337,560
1943 (昭和18)	494,600	2,133,725	2,628,325
1944 (昭和19)	459,600	3,325,749	3,785,349
1945 (昭和20)	472,575	2,727,223	3,199,798

(注) 1. 無担保債の計数は第2表の事業債発行高から担保付社債発行高を差し引いて算出。

2. 満州国会社債を含まない。

(資料) 日本興業銀行「日本興業銀行50年史」,「全国公債社債明細表」,「公債社債統計月報」。

(出所) 志村嘉一編著「日本公債市場史」, 東京大学出版会, 1980年, 付録。

は、議決権を行使する場合は開催に先立って予め当該社債を受託銀行に供託することが定められていたが、集会当日になって現物債を携えて出席しようとするものが現れたために紛糾したが、結果的に発言を認めず出席としたこと、さらに議長決定の際、日本興業銀行総裁小野英二郎氏が社債権者の委任状を有するために社債権者集会の構成員であり、議長たる資格を有するという理由によって議長に就任しようとしたが、社債権者のなかから受託会社の代表者が社債権者を兼ねることについて疑義があるとの指摘があり、改めて議長が選挙されたことがエピソードとして伝えられている)、その決議にしたがって、財団担保の競売が行なわれることが決定した。しかし、第1回競売は12月20日に群馬県新田区裁判所において最低落札価格484万4653円46銭で行なわれたが競落されず、その間日本興業銀行は日興証券において同社債を元利合せて額面100円で買い取ることとし、藤本ビル・ブローカーなどから合計360万円以上を買い取った。その一方、日本興業銀行は同業大手である日本毛織<sup>9)</sup>を支援して新会社の共立モスリンを設立させ、同社が1927年7月4日の第5回競売で400万円で落札した。ただし、追加担保となっていた練馬工場の一部が、同工場の賃貸借人である東洋モスリンなどと複雑な法律関係になっていたために、再度社債権者集会が開かれ、練馬工場に付けられていた担保権の放棄が決議され、その代償として東洋モスリンから15万円が支払われた。したがって、担保財団処分によって415万円の収入が得られ、競売等の費用を控除した上で、社債額面100円当たり99円54銭が分配された。

この事例では、社債権者集会が開催され、担保権が実行されたが、次の2点が注目される。

まず第一に、受託銀行である日本興業銀行が極めて関連の強い日興証券に相当額の社債を買い取らせていることである。この点については、日本毛織側の資料では、直接日本興業銀行が社債の信用を維持するためやむをえず同社債を額面で買入れたと記されており<sup>9)</sup>、もし直接受託会社がデフォルト社債を買入れたならば、戦後慣行化した受託銀行によるデフォルト社債の買取は、すでに戦前に前例をもつこととなるが、いずれにせよ日本興業銀行が積極的に処理に当たったことは明らかである。第二に、日本興業銀行が日本毛織を支援して新会社を設立させ、担保物件の処理を積極的に行っていることである。日本興業銀行は新会社である共立モスリンの設立(同社の設立総会は日本興業銀行内で開催された)にあたり資本金10万円全額を払い込み、日本毛織と交渉し、同社を共同出資・経営する形で決着をつけた。そして担保の競落資金400万円を調達するため増資(新株式78000株発行)が行なわれ、このうち65000株は日本毛織によって取得された(その後、日本興業銀行出資分も譲渡され、1941年日本毛織に吸収された)。つまり、この事例では、担保付社債信託法が適用され、担保の受託会社はその処理に当たったわけであるが、担保受託会社は事務的に担保付社債信託法を適用し、担保権を実行するのではなく、担保の処理についてその受け皿を周到に準備するとともに、社債権者に対しても積極的な対応をしていたことがわかる。

## ②大正製糖社債

大正製糖社債第1回(発行総額150万円, 利率年8%, 発行価格100円, 償還期間5年)および第2回(発行総額100万円, 利率年7.5%, 発行価格96円50銭, 償還期間7年)は、ともに

工場財団（小松川工場，熱田工場）を担保とし，受託会社：三井信託銀行，引受または募集の取扱：三井信託・山一合資によって，それぞれ1925年9月1日，1926年6月1日に発行された。ただし，その際担保として提供された工場財団は，当時の砂糖消費税法第4条の規定（政府の認める担保を提供すれば砂糖消費税の徴収を6ヶ月猶予されるというもの）によりすでに第1順位の抵当権が国によって設定されており，当該社債の担保はそれぞれ第2順位，第3順位であった。

同社は第1次大戦期の経営拡大後，戦後不況の中で経営不振から砂糖税を滞納するに至り，工場財団担保が差し押さえられ競売に付されることになった（また，これと並行して台湾銀行などの債権者が，同社に対して破産の申し立てをし，東京区裁判所において和議が開始された）。そこで，受託会社である三井信託銀行は，1929年2月1日社債権者集會を招集し，それぞれの社債について代表者を選任した。そして，これらの代表者の次の社債整理案を考案した。それは，まず競売されることとなった工場財団がもし安く落札されれば，社債権者は担保順位が劣後するため配当にあずかれない可能性が強いので，受託銀行から特別融資を得て，社債権者が団結して担保財団を落札し，新会社を設立して経営を行うというものであった。その後，この案は代表者の周知な説得（それには新会社の新株を帝国製糖が引き受けるというものを含む）によって実行され，新会社の株式払込金金額220万円の融資を三井信託銀行から受け，同年4月21日中央製糖という社名で登記された。そして，当該工場財団を500万円で落札し，不足額は三井信託銀行が融資し，新会社の経営が発足した。その際，新会社は工場財団取得と

もに5万株（払込金250万円）の増資を行い，新株は帝国製糖によって予定通り引き受けられるとともに，帝国製糖の経営参加を得た。そして，社債については，第1回債額面100円につき新株2株と現金5円96銭，第2回債額面100円につき1株と現金49円97銭を交付することによって償還した。

この事例では，社債権者集會が招集され，担保権が実行されたわけであるが，受託会社も積極的に救済融資を行い，新会社の設立を支援し，社債整理を援助したわけだが，その点先の上毛モスリンの事例と同様，受託会社の積極的な役割があったことが注目される。

そして，この事例において受託会社である三井信託銀行が積極的な役割を果たした背景として次の2点が挙げられる。まず第1に，1924年前後から信託会社が積極的に社債引受業務に進出し始めるとともに，1922年の担保付社債信託法改正を契機に社債受託業務にも進出し始めたことである<sup>10)</sup>。つまり，このような状況のなかで1924年創立の三井信託にとって，大正製糖社債の受託は開業早々の案件であり，続々と他の信託会社（安田，共同など）が担保付社債の受託業務に参入してくる中ですみやかに社債整理を行い，自社の業務基盤と信用を確立する必要があったと思われる<sup>11)</sup>。次に，大正製糖社債が発行された時期は，公募債券の需要が強く，普通銀行・信託銀行が投資採算を目的として積極的に社債投資を進めた時期であり，同社も信託勘定で相当な社債投資を行っている。つまり，三井信託も1926年下期の金銭信託勘定に占める社債は99%に達しており，これには自ら受託した大正製糖社債も含まれていた。したがって，三井信託は単に受託会社であるばかりではなく，大口の社債権者であったことである（さらに，

1926年下期の三井信託の信託勘定業種別貸付金額をみると，製糖業3件100万円となっており，これには大正製糖が含まれているとすれば，三井信託は同社の大口債権者でもあった可能性がある<sup>12)</sup>。

## 2. 支払い猶予による処理

### ③東洋モスリン社債

東洋モスリン社債第3回（発行総額450万円，利率7.5%，発行価格100円，償還期間5年）および第4回（発行総額600万円，利率6.3%，発行価格100円，償還期間7年）は，それぞれ1927年11月，1928年11月に受託会社：安田銀行，引受または募集の取扱：山一・小池・藤本（第3回）・安田（第4回）によって担保付で発行された。担保として提供されたのは，第3回債が亀戸第1，第2，第3工場，第4回債が亀戸第4，練馬，静岡工場であった。

同社債は，1929年11月第3回および第4回債の利金と第3回債の抽選償還分の元金の支払を停止し，デフォルト状態に陥った。そこで，受託会社である安田銀行は1930年1月に社債権者集會を招集し，次の決議を可決した。すなわち①担保権実行の見合わせ（ただし，代表者によって発行会社の更生が可能であると認めうる整理案不成立の場合は担保権を実行する），②支払い猶予（ただし，代表者によって発行会社の更生可能と認められる場合に限る），③デフォルトによって生じた責任の免除（但し書きは前項と同じ），④受託会社は必要に応じて訴訟行為，破産および和議手続きなどを行うこと，⑤代表者として藤本ビルブローカー銀行，小池銀行，山一證券（ほか個人2名）を選任すること，である。その後，会社更生は順調に進行し，同年12月代表者の決定として，第3回債

に関して，元金は1932年11月まで据置として以後5年間に随時償還し，利金は1年遅れで支払う，また第4回債に関して，元金は1935年11月までに随時償還し，一部償還の場合は抽選償還とし，利金は1年遅れで支払うこと，さらに同社が普通株への配当可能となった場合には，利金の期日通りの支払いと，支払い猶予の利金に対する延利を支払うことなどを希望事項として付加し，社債権者に通知した。そして，これが社債権者集會の決議内容となった。その後，この処理によって会社更生は順調に進行し，担保権を実行しなかったことが，かえって社債権者の利益につながったといわれている。

この事例では，受託会社は救済融資や担保物件の処理の手配を行なったわけではないが，社債権者集會において会社内容について詳細に説明し，社債権者集會を事実上指導し，処理の方向づけを行なっている。つまり，受託会社は社債権者集會の開催前から担保権は実行せず，会社更生によって解決を図る方針をもっていたと考えられる。その理由として，受託銀行である安田銀行と東洋モスリンとの間には，相当な取引関係があり，安田銀行側が東洋モスリンの会社更生にかなりの自信をもっていたことが推測できるが，この点に関してはより立ち入った調査が必要である。

### ④桜麦酒社債

桜麦酒の前身は，1912年に設立された帝国麦酒であり，本社債は帝国麦酒社債（発行総額300万円，利率年8%，発行価格100円，償還期間3年）として1925年9月，受託会社：三十四銀行，引受または募集の取扱：藤本ビル・ブローカー銀行によって発行され，同社の門司工場が担保として付けられた。



同社は鈴木商店が大株主であり、当初の業績は良かったが、鈴木商店の破綻とともに業績悪化し、経営破綻した。そこで、1928年9月、三十四銀行は社債権者集会を招集したが、同集会の目的は「支払猶予ならびに猶予期間中の利息に関する件」とされ、担保付社債信託法第82条に規定された担保権の実行ではなかった。そして、同集会では、代表者が選任され（藤本ビル・ブローカー銀行、仁寿生命保険、日本簡易火災保険、ほか個人2名）、社債の支払い猶予ならびに猶予期間中の利息については代表者に決定を委任すること、さらにこの決定がなされるまでは受託会社は担保権を実行しないことが決議された。そこで示された代表者の決定は、①社債償還期間を1931年9月まで延期する（ただし、1929年以降は6ヶ月毎に50000万円以上繰上償還する）、②利息は年8%とする、というものであった。その後、社名も桜麦酒と変更し、経営の一新を図るが、業績は回復せず、再度社債権者集会が開催されることとなった。この集会の目的は、社債の支払い猶予と猶予期間中の利息に関する件または受託会社による担保権の実行に関する件とされ、代表者が選任（藤本ビル・ブローカーと個人2名）されたが、集会では①代表者が更生可能と認めた更生案が成立したときは社債の支払を猶予し（猶予期間は1931年3月から1935年9月まで）、猶予期間中の利息は年5.5%とすること、②前項の整理案が不成立の場合は受託会社が担保権を実行すること、という決議が成立した。しかし、同社の業績は依然として回復せず、社債償還が不可能となったため、1932年8月に第3回社債権者集会が開催された。集会の目的は、①元金金の支払猶予、②代表者の選出、などであったが、議長選出を巡って受託会社側が顧問弁護士を議長

としようとしたため、社債権者側から動議がだされ紛糾し、散会となり、再度板橋菊松が議長に推挙されて開催された。そして、今後利息の猶予はしないこと、さらに元金の支払猶予については代表者（藤本ビル・ブローカー銀行、ほか個人3名）を選任して決定を委任することが決議され、代表者は1933年3月までに更生可能な整理案が成立したときは、1941年までに社債残高全額を償還する（ただし、それまでに逐次分割償還）ことを決定した。そして、これによって整理は円滑に進行した（1936年8月完済）。

この事例では、受託会社の方針は社債権者集会開催当初から、担保権は実行せず、支払猶予および金利の引き下げによって発行会社を更生させるというものであったとみられる。そして、2回の社債権者集会によって支払猶予と金利引き下げがなされたにもかかわらず、発行会社の業績回復は容易ではなく、社債権者集会においてかなりの紛糾もあったが、それにもかかわらず受託会社は担保権の実行を回避したようにみえる。その理由については、さらに詳しく調査する必要があるが、当時のビール業界は総じて需要減少傾向にあり、担保権を実行しようにも適当な受け皿が現われず、担保権の実行はかえって社債整理を混乱させ、社債権者の不利益になると判断されたため、いくぶん強引に会社更生を押し進めざるを得なかったことが推測される。

#### ⑤日本製麻社債

日本製麻社債第2回（発行総額400万円、利率年8%、発行価格97円、償還期間3年）は、受託会社：日本興業銀行、引受または募集の取扱：日興証券によって物上担保付で1924年3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<sup>13</sup>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10株と帝国製麻株式1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ったが、同社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、両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わせることで受託会社と株主の間で取り決められたうえで、社債権者集会が招集された。

この結果、同社社債の社債権者集会は1927年4月16日に開催され、同集会では、①同社社債の償還が不可能であるため、同年6月10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金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82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会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ったものと思われる。日本興業銀行と日本製麻との関係は明らかではないが、社債権者集会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なように、当時の不況下で業界整理の推進という方針が根底にあったと思われる<sup>14</sup>。つまり、昭和恐慌下で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。

#### ⑥琴平参宮電鉄社債

琴平参宮電鉄社債第2回（発行総230万円、利率年7%、発行価格100円、償還期間5年）は、受託会社：共同信託（三十四銀行系）、引受または募集の取扱：共同信託・山一証券によって物上担保付で1927年12月5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った。しかし、その後経営難から1931年6月に社債の利金支払いに行き詰まり、同年10月5日第1回社債権者集会が開催された。

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、①10月12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3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1932年12月まで猶予し得ること、というものであり、3条件とは①1931年6月に支払われるべき利金を同年11月までに支払うこと、②1931年6月以降は年3%以上の利息を支払うこと、③未払込資本金（同社資本金350万円のうち払い込まれていたのは236万円であった）に関しては1931年12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条吉（三十四銀行副頭取）、木下茂（山一証券取締役）、他1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bの年3%以上の利率では最高4%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、10月21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1932年12月4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、1932年2月26日社債権者の請求によって第2回社債権者集会在が招集されたが、決議では担保権の実行の猶予が可決され、先と同様1932年12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11月17日に3回目の社債権者集会在が招集された。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1936年12月まで償還が猶予（ただし延利年2%）され、残高も1933年末から1935年末まで230万円と変わっていない。そして1936年11月、償還期限が再度1939年12月まで延長（延利年3%）され、残高は同年末214万8000円、1937年末212万8000円、1938年末210万円と推移

している。さらに1939年11月、償還期限が1946年12月まで延長され、残高は1939年末207万円、1940年末204万円、1941年末200万円、1942年末55万1500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、1946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で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、1932年上期の収支は、その前期が収入10万9548円、支出16万645円で、5万1097円の赤字であったのに対し、収入15万6422円、支出14万5926円で、1万496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. 新会社株式との交換による処理

#### ⑦箱根土地社債

箱根土地社債第3回（発行総額200万円、利率年10%、発行価格100円、償還期間1年半）は、受託会社：神田銀行、引受または募集の取扱：神田銀行によって物上担保付で、1924年9月1日に発行された。しかし、資金繰りに行きづまり、1926年3月の元利払いが不能となったため、この第3回債を借り換えるため、急遽第6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在を招集し、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（その間に社債権集会在の決議録も行方不明となったという）。そこで、1931年4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1931年5月社債権者集会在を招集した。

社債権者集会在の招集公告では、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）、集会在（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20円に対する元利金全額について、額面20円の全額払込済株式1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続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、箱根土地のデフォルト社債は、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6回債の募集公告<sup>10</sup>から判断すると、箱根、軽井沢の土地1000万坪のほか、国立大学町および箱根強羅温泉付土地35000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、デフォルトによって、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、そのためにデフォ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. 特殊な事例

#### ⑧後藤毛織社債

後藤毛織社債第1回（発行総額200万円、利率年10%、発行価格100円、償還期間3年、ただし1年据置後2年間に毎年6月および12月に50万円づつ抽選償還）は、受託会社：神田銀行、引受または募集の取扱：神田銀行によって物上担保付で1924年11月25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、1926年6月、第1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2回債（発行総額50万円、利率年10%、発行価格100円、償還期間1年）を第2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12月にも第2次分割償還の資金が調達できず、第3回債（発行総額100万円、利率10%、発行価格100円、償還期間2年）を第3順位物上担保付で発行した。そして、さらに1927年6月には第4回債（発行総額100万円、利率9%、発行価格100円、償還期間2年）を第4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、

1928年8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46号)。

日本興業銀行では、栗栖越夫が中心となって、神田銀行および後藤毛織について調査し、第1、第2、第3回債が償還不能、第4回債が利払不能都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2回債の手取り金の大半を神田銀行が流用したとの嫌疑も発生し、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1930年8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24000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弁護士の報酬、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1929年10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11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、

1930年6月第1回競売(最低落札価格193万5178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1931年3月共同毛織が153万円で落札した。この落札金に本社不動産の落札代金4200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1回債の社債権者には38円57銭を分配し、第2回債の未償還分と第3、第4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全額を払い込み、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差から生じたものであらうと思われる。

#### 注

- 8)「日本毛織六十年史」, 1957年, 161ページ, によれば, 1916年に上毛モスリンは岐阜工場を日本毛糸紡績に売却し, さらに1918年日本毛糸紡績は日本毛織と対等合併しており, 業界の再編が進んでいた。
- 9)「日本毛織三十年史」, 1930年, 183ページ, また前掲「日本毛織六十年史」, 234ページ, 参照。ただし, 日興証券による買取をこのように表現した可能性もある。
- 10)「山一証券史」, 191ページ, 参照。

158万円となったが、その一方で社債の総残高は1224万円に拡大し、第3回債に関しては1929年4月和議法により10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、1932年同社は破産宣告を受け、翌1933年8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21%を2年据置で、12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1938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、1938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<sup>10)</sup>わけだが、いずれにせよ星製業債では「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、1925年

- 11)「三井信託銀行30年史」, 104~197ページ, 参照。
- 12) 前掲, 「三井信託銀行30年史」, 102~103ページ, 参照。
- 13) 帝国製麻については, 「帝国製麻株式会社30年史」, 1937年, 参照。
- 14) 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2年(1927年)から同5年(1930年)までの4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った...この増加は中小商工業救済に努力した外, 本稿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50年史』, 1957年, 187ページ, 参照。
- 15) 第6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, 「本社債は箱ね, 軽井沢の土地約1千万坪の外に, 今回新たに国立大学町及び箱根強羅温泉付土地約3万5千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。」(220ページ)

### Ⅲ. 無担保社債の デフォルト処理

#### 1. 強制和議による処理

##### ⑨星製業社債

星製業社債第3回(発行総額500万円, 利率年9%, 発行価格100円, 償還期間は1年据置後, 2年間に随時償還)は, 同社の全国チェーン支部および藤本ビル・ブローカー銀行が引受または募集の取扱を行い, 無担保で1923年12月12日発行されたが, 償還期日の1926年12月1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6回社債, 発行総額60万円)し, その手取り金で第3回債の一部(60万円)を償還し, 以降1927年2月第7回債(100万円), 4月第8回債(100万円), 6月第9回債(40万円), 8月第10回債(100万円), 9月第11回債(100万円)をそれぞれ発行することによって漸次償還し, 1929年末時点では, 第3回債の残高は



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34%であったからである<sup>17)</sup>。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。

## 2. 和議による処理

### ⑩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7銘柄である（第12回債はすでに償還を完了していた）。

第9回債（1922年9月発行、発行総額700万円、利率7.5%、発行価格96円50銭、償還期間5年、引受：日本興業・第一・三井・三菱・第百・住友・三十四・山口・十五各銀行）

第10回債（1923年3月発行、発行総額1000万円、利率8%、発行価格98円、償還期間5年、引受：同上）

第11回債（1923年10月発行、発行総額1000万円、利率8%、発行価格97円、償還期間5年、引受：日本興業・第一・三菱・第百・住友・三十四・山口・十五各銀行）

第13回債（1924年9月発行、発行総額1000万円、利率8.5%、発行価格98円、償還期間4年、引受：藤本・大阪野村・小池各銀行）

第14回債（1925年5月発行、発行総額1000万円、利率8.5%、発行価格100円、償還期間5年、同上）

第15回債（1926年4月発行、発行総額1000万円、利率7.5%、発行価格100円、償還期間7年、引受：藤本・小池各銀行、野村証券）

第16回債（1927年3月発行、発行総額1000万円、利率7.5%、発行価格100円、償還期間7年、同上）

これら社債は、すべて無担保社債であった。

そして、同社が支払い停止となったのは、1927年4月であり、同年8月から大口債権者の会合が重ねられ、1938年4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1927年9月以降2ヶ年以内に期限の到来のものは「既定利率を変更せず2ヶ年据置8ヶ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、1930年6月、再び大口債権者会議が開かれ、第2次整理が検討されたが、事態の打開策は見いだせず、翌1931年7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2年間無利子とし、以降2%の金利で23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4%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、1万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<sup>18)</sup>。

他方、同裁判所は和議申請に伴って平尾鈞三郎ほか6名を整理委員として任命した。これら整理委員は約1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、1932年8月に和議開始が決定され、10月に債権者集会において和議条件が可決、11月には法的に確定した<sup>19)</sup>。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、8%は切り捨て、29%は甲種和議債権、63%は乙種和議債権とする。ただし、乙種のうち6200万円（全体の43%）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2回、その2.5%までを支払い、20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6%、普通株には年2%の配当を行う。④資本金9000万円を減資し、1800万円とし、さらに6200万円を増資（前記の乙種和議債権の優先株による）し、8000万円とする。

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1932年10月28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。

### ⑪塩水港製糖社債

塩水港製糖社債第3回（発行総1000万円、利率7%、発行価格100円、償還期間5年）は、1925年7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、山一合資会社が参加していた。しかし、同社は償還期限直前の1930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、1年間据え置き後、7年間に毎年50万円以上を抽選償還する、②利率は現行の7%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5000万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10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1.5%、その他銀行分2%、社債1%）、②新規借入（台湾銀行171万円、三井・横浜正金200万円、など）、③返済は営業純益金より優先返済、④1933年以降は社債に対しては毎年50万円を優先償還、などであった。つまり、この案では社債権者は、利率を1%引き下げられたうえ、その償還は2年間据え置かれ、以降8年間に毎年50万円以上が抽選償還ないし買入れされるという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7%から6%に変更し、償還期日を当初の1930年7月20日から1940年7月20日(ただし、1932年7月以降は毎年50万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1940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。

以上の3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、星製菓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、星製菓社債では約7年、川崎造船所社債では約5年が経過している。しかし、塩水港製糖社債は処理期間3~4ヶ月であり、無担保債の処理期間が担保付に比べて長期間を要したと一般化するにはできない。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た場合でも、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。もっとも受託銀行である神田銀行が破綻した後藤毛織の第3およ

び第4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。したがって、処理期間の長短と回収率の高低については、図1のようにまとめることができるが、ここから一般的な傾向を抽出するためには、さらに多くの事例を集めて検討する必要がある。

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がなく、処理するに当たってルールがあいまいであったことは明らかであろう。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、1938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」<sup>20</sup>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(1931年および1933年)がなされるのではないかとと思われる<sup>21</sup>。

注

- 16) 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187号、1994年3月、参照。
- 17) 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、1980年、第2章第4節、所収)、58~59ページ、参照。
- 18) 『大和証券60年史』、0963年、109~110ページ、参照。
- 19) 『川崎重工工業株式会社社史』、1959年、108ページ、参照。
- 20) 佐藤七郎著『社債の理論と実際』、1932年、文雅堂、408ページ、参照。
- 21) 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176号、1991年6月、参照。

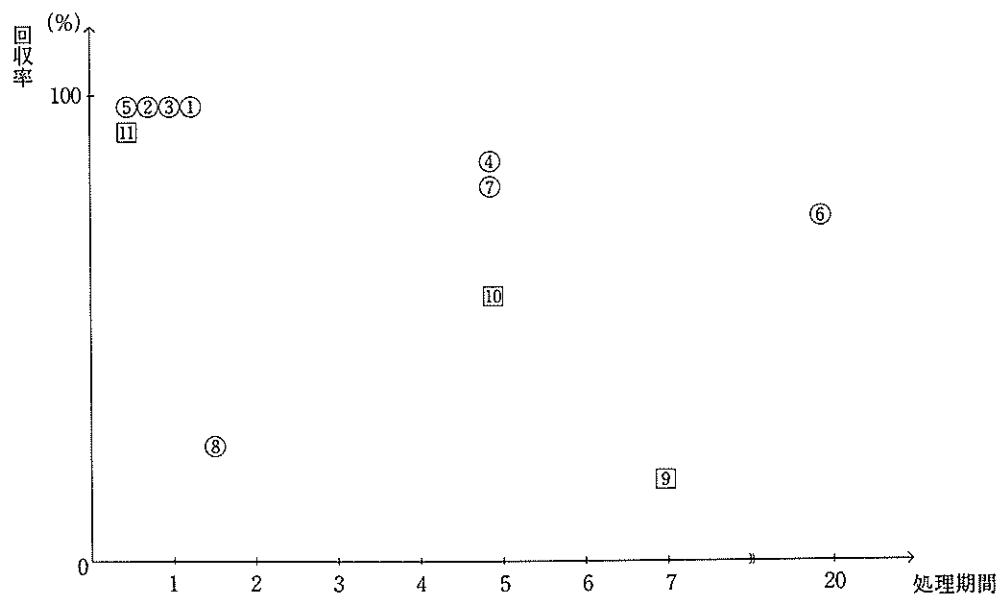
IV. まとめ

戦前の処理事例の特徴をまとめると、第一に担保付社債では、担保付社債信託法の規定にしたがって社債権者集会を招集した上で、担保権を実行する場合とそれを実行せず償還期間延長(または株式との振り替え)する場合とに分けられる。

まず、担保権が実行された場合をみると、それを実行するに際しては、受託銀行主導のもとに周到な事前準備がされており、例えば工場財団担保ではその受け皿となる同業他社が確定するか、あるいは新会社を設立した上で、はじめて担保の競売が行われている。そして、このような処理がなされた場合には、社債権者の資金回収率はかなり高かったと思われる。

他方、担保権が実行されなかった場合をみると、いくつかの類型があるが、第一に同業他社による担保の受け皿が用意できなかった場合、担保権は行使されず、元利金の支払い猶予をしながら、会社更生を進めることによって資金回収が図られている。つまり、拙速に資金回収を図ることは回収率を低め社債権者の利益をかえって損なうとの判断がはたらいたと考えられる。第二に受託銀行と社債発行会社との間に融資関係があった場合も、担保権実行は見送られたと

図1 デフォルト債の回収率と処理期間



(注) 記号は、①上毛モスリン、②大正製糖、③東洋モスリン、④桜麦酒、⑤日本製麻、⑥琴平参宮電鉄、⑦箱根工地、⑧後藤毛織、⑨星製菓、⑩川崎造船所、⑪塩水港製糖、をそれぞれ表わしている。ただし、○担保付社債、□は無担保社債である

考えられる。その理由としては、融資関係から得られる情報によって銀行側が発行企業の更生能力について見通しをもつことが可能であったことや、担保権を実行すると会社自体が整理を余儀なくされ、貸出債権の回収を低下させる可能性が強かったことなどが考えられる。第三に、担保の将来性が高く評価される場合も、拙速な資金回収は避けられ、担保権は実行されなかった。そして、担保権が実行されなかった場合、多くは支払い猶予によって解決されたが、時には株式との振り替えがなされている。これは会社の更生能力あるいは担保の将来価値が高く評価されたことによるものと思われるが、その際既存の株主は担保権が実行されて会社が継続能力を喪失することと引き替えに、株式価値の希薄化を受け入れたと考えられる。

第二に、担保付社債信託法を根拠法としない無担保債の場合、とくに1938年商法改正以前では「募集の受託会社」の権限が小さかったこともあり、かなりデフォルト処理には時間がかかりその間混乱の生じた事例が散見される。そして、このように処理に手間取った反面、資金の回収率も担保付社債に比べて低かったと通常いわれているが、担保付社債と無担保社債で処理期間と回収率にどの程度差があったかについては、多数の事例を集めて比較せねばならず、検討の余地がある。しかし、無担保債では法的整備が遅れていたために、処理のルールが確定せず紛糾した事例が多かったものと思われる。そのために歴史的には、有担保原則が導入され、長期間にわたって無担保債が排除されていく要因となる。つまり、相次ぐデフォルトに対して、米国ではそのリスクを計測し表示する手法（格付け）が定着するとともに、破綻後の処理ルール（1939年信託証券法）が確立するの

比べ、日本ではデフォルト・リスクそのものを排除する市場づくりが行なわれていく。そして、このことが両国のその後の社債市場のあり方を決定づけていくことになるのである。ここからもし歴史的な教訓を引き出すことができるとすれば、それはデフォルトに対してどのような処理のルールを確立するのが、市場のあり方を規定する大きな要因となるということであろう<sup>22)</sup>。

従来の社債制度改革は、資金配分の効率性という観点から企業金融手段としての社債の利便性の向上ないし社債市場への参入規制の緩和が進められていったという側面が強く、またその重要性を否定することはできない。しかし、バブル崩壊以降の長期的な景気低迷、さらに産業再編や企業リストラの流れのなかでは、企業破綻や倒産、あるいは解散や合併といった事態が多々生じるであろうし、今後はメインバンクによる救済も期待しにくいとすれば、単に市場への参入だけではなく、そこからどのようにして「退出」するのかという点も証券市場全体の課題としていく必要がある。まさに社債の場合、デフォルト処理の問題は、証券市場から退出する際の問題であり、従来の受託銀行一括買取による処理が今後期待できない可能性が強い以上、今後は証券市場から資金調達した企業が自らの責任において、退出する際の後始末を要求されるのではないだろうか。そのためには、少なくともデフォルト後についてもディスクロージャーの制度化がなされるべきであろうと考えられるが、その具体的なあり方については稿をあらためて検討したい。

## 注

22) デフォルト処理に関して現在の制度的問題点を指摘すると次の点があげられる。

まず第一に、継続企業の場合には会社内容の開示は有

せられた別表全部（1～16）が省略されている。

第三に、破綻企業が裁判所に対して会社更生手続開始の申し立てを行うと、その旨上場取引所に報告書が提出され、それには申し立てに至った経緯、負債総額、今後の見通しなどが説明されるとともに、会社の概況を説明する添付資料が付されているが、なかでも修正貸借対照表が付されている。例えば、今年1月19日に申し立てを行った京樽の場合、1996年10月末現在の貸借対照表では、資産1049億円、負債769億円であったのに対し、同期の修正貸借対照表では、資産623億円、負債1013億円に修正されている。そして、その理由として時価評価したためと説明されている。つまり、このことは継続企業と破綻企業では、会計基準が異なり、そこには相当なギャップがあることを意味している。したがって、最近時価会計に関する論議が盛んだが、継続企業の時価評価を進め、このギャップを幾分なりとも埋める必要があると思われる。

(当所大阪研究所主任研究員)

価証券報告書によって行われるが、ひとたび会社が倒産するとその内容は関係者以外のものにとって極めてわかりにくいものとなる。つまり、倒産すると有価証券報告書は提出されなくなり、かわって会社更生法のもとで裁判所が更生計画を認可することになる。その経過は、債権者と債務者などの関係者のみに知る権利が与えられ、それ以外のものにとっては、例えば裁判記録などの閲覧も許可されていない。したがって、処理過程はマスコミなどによって取り上げられる場合を除いてほとんど不透明である。

第二に、唯一外部者が裁判所において認可された更生計画を知ることができるのは、官報によってのみであるが、官報に掲載されるのは、認可後相当の時間が経過してからである上、全文が公表されるとは限らない。例えば、村本建設の場合、決定は1995年12月27日に下され、官報に掲載されたのは翌年1月30日付であり、さらにどのような基準によるのか不明であるが、計画書の第2章「更生計画の基本方針と骨子」の全文および計画案に付