

デیفォールト社債処理の 透明性について

〈はじめに〉

適債基準撤廃によって低格付け債（高利回り債ないしジャンク債）の発行が解禁されて一年以上が経過したが、国内公募普通社債では低格付け債の起債はなく、適債基準撤廃の具体的な効果は今のところみられない。この理由として、現在の低金利下で高利回り債を発行すると、銀行金利を上回る可能性が強いことが指摘されているが、最近の発行市場をみると、国内普通社債の発行銘柄の裾野は拡大するよりも、むしろ狭まる傾向があるように見える。つまり、銘柄に対する投資家の選別色が強まり、投資適格の下限であるBBB格への投資にかなり慎重な姿勢をとっていることが鮮明になっており、そのことが発行市場にも影響を及ぼしている。

このように選別色が強まってきた背景には、一部銘柄に対するデیفォールト・リスクが強く懸念されるようになってきたことがあげられる。つまり、従来の社債市場ではデیفォールトに陥った社債は受託銀行一括買い取りによって処理され、投資家はほとんどデیفォールト・リスクを負担せずに社債投資を行ってきたが、最近になってこの慣行がかならずしも維持されず、むしろ不買取が慣例化するとも考えられ、そのために低い格付けの社債投資に慎重になっていることが一つの要因としてあげられる。

しかし、デیفォールト・リスクを負担せずに社債投資が行ない得たのは、あくまでも戦後日本の金融的な枠組の下でのことであり、現在そのような枠組自体が大きく変容を迫られつつある以上、デیفォールト・リスクを考慮した社債投資が必要とされるだろう。その意味では、前述のような投資家の姿勢は旧態依然と批判される

べきかもしれないが、他方日本の社債市場ではデフォルトが一括買取によって処理されてきたが故に、いざ買い取らないとすると、どのような処理がなされるのか不明確であり、それが投資家の姿勢を過度に慎重にしているともいえる。つまり、デフォルト後の処理を透明なものとするのが、デフォルト・リスクを反映した社債投資が行なわれうる必要条件ではないかと思われる。

したがって、本稿では、まず第一に最近投資家がBBB格の社債投資に慎重になっていることをいくつかの側面から確認したうえで、第二にデフォルト処理が不透明かつルール化されていないなかったために、戦前の日本では有担保原則という形でデフォルト・リスクを排除する制度が導入されたことを指摘し、最後に破綻処理過程が不透明な現状の問題点を指摘したい。

〈BBB格銘柄に対する選別〉

まず、投資家サイドの傾向としては、流通市場で格付けBBB格の社債価格の低下が顕著である。とくに、ゼネコン関連のBBB格銘柄である、フジタ債、長谷工コーポレーション債、日本国土開発債などの下げが顕著であるという。これら銘柄の証券業協会発表の基準気配は、日本国土開発第三回債（表面利率二・七五%、二〇〇〇年九月償還）が、年初一〇一円一七銭から九四円七〇銭（二月一八日現在）にまで下落し、フジタ第一〇回債（同三・九%、九八年三月償還）も年初一〇一円九六銭から一〇〇円二三銭に、長谷工第七回債（同三・八五%、九八年四月償還）も一〇一円八銭から一〇〇円二八銭にそれぞれ下落した。⁽¹⁾このように特定銘柄の下落が顕著な理由は、デフォルト・リスクに対する投資家の姿勢が慎重になっていることの反映であると思われる。

また投資家のなかでも信用金庫、農林系金融機関、共済組合など、昨年の長期金利の低下局面では利回り水準

の高さゆえに格付けの低い銘柄を購入していた機関投資家層がこれらの銘柄を敬遠しているといわれる。そして、一部では内規などによって買えなくなっているともいわれている。⁽²⁾

さらに、このような変化を受けて証券会社サイドも、銘柄によっては売却先が見つかるまでは顧客からの買取に応じないともいわれ、売買が成立しないままに気配値だけが切り下がるといふ事態になっているという。⁽³⁾

他方、このような選別色の強まりは発行市場へも影響を及ぼしている。つまり、BBB銘柄では募残が生じる案件が出ている。例えば、ヤマタネ第二回債（発行総額一〇〇億円、表面利率二・八〇%、発行価格一〇〇円、六年債、二月五日募集）では、シ団各社に相当額の募残が発生し、翌日の業者間取引で九九円六〇銭、翌々日には九九円四〇銭まで下落した。そして、この案件では需要予測が二・七〇〜二・八五%の間で行なわれ、二・八〇%までに七割方の需要が積み上ったため二・八〇%で条件決定が行なわれたが、その際二・八五%にすべきという意見は、あまり金利が高過ぎると投資家の警戒心を高めかねないという理由で退けられたと伝えられている。⁽⁴⁾つまり、ここから現在の状況では金利を高めても必ずしも投資家はついてくるとは限らず、投資家がリスク・リターンに対する明確な判断基準をもっていないことが読み取れる。その理由としては、デフォルトが万一生じた時の対応が機関投資家側に準備されておらず、またデフォルト処理については前述のようにその透明性に関して制度的に不備があることがあげられる。

〈戦前のデフォルト処理〉

ところで、戦後の日本ではデフォルト社債は発行会社のメインバンクである受託銀行によって一括買取され、投資家にとって国内普通社債のデフォルト・リスクはほとんど考慮する必要のないものであった。しか

し、前述のような最近の投資家の変化は、そのような買取が今後は行なわれないという懸念を背景としており、それには一九九五年一二月に受託銀行がデフォルトに陥っていた村本建設債を買取らず、投資家が相当の実損を被ったことがかなりの程度影響しているものと思われる。ただし、村本建設債の場合は私募債であり、今後公募債ではどのような対応がなされるのか興味深い。それはさておき、少なくとも戦前にはこのような一括買取というような事例はほとんどみられず、投資家はデフォルト・リスクを負いながら社債投資を行なっていた。したがって、社債がデフォルトに陥った際は、それぞれの状況に則して処理がなされていたのである。戦前のデフォルトについては処理経過が判明している事例は多くはないが、そこから簡単に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ることによって、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、とくに一九三八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いわれている。もつとも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、検討の余地があるが、いずれにせよ無担保債では法的整備が遅れたために、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（一九三九年信託証券法）が確立するのに比べ、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

のかが、市場のあり方を規定する大きな要因となるであろう。

〈デフォルト処理の不透明性〉

以上のことから、デフォルト処理に関して現在の制度の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、決定は一九九五年二月二十七日に下され、官報に掲載されたのは翌年一月三〇日付であり、さらにもどのような基準によるのか不明であるが、計画案の第二章「更生計画の基本方針と骨子」の全文および計画案に付せられた別表全部（一―一六）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、今年一月一九日に申し立て

を行った京樽の場合、一九九六年一〇月末現在の貸借対照表では、資産一〇四九億円、負債七六九億円であったのに対し、同期の修正貸借対照表では、資産六二三億円、負債一〇一三億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、このギャップを埋める必要があると思われる。

〈まとめ〉

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。社債の場合、まさに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、従来は受託銀行であるメインバンクが一括買取という形で後始末をしたわけであるが、それが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べきではないだろうか。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]

- (1) 『日本経済新聞』、一九九七年二月一九日、参照。
- (2) 『日本経済新聞』、一九九七年二月二八日、参照。
- (3) 『日本経済新聞』、一九九七年二月二八日、参照。
- (4) 『日経公社債情報』、一九九七年二月一〇日、参照。
- (5) 例えば、一九二六年に償還不能となった、上毛モスリン社債の処理においては、日本興業銀行は、日興証券において同社債を一括ではないが、額面で買い取っている。拙稿「戦前のデフォルト社債の処理について(1)」、『証研レポート』、No. 一五四二～三、一ト、No. 一五四一、一九九六年二月、参照。
- (6) 詳しくは、拙稿「戦前のデフォルト社債の処理について(1)」、『証研レポート』、No. 一五四二～三、一九九六年二月、一九九七年二月、参照。
- (7) これについては、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。

(松尾)