

最近の社債デフォルトの影響と課題

松尾 順介

1 はじめに

相次ぐ大型倒産の中で、社債のデフォルトが発生し、一般の投資家が直接損害を被る事例が出始めている。とくに、今回のヤオハンの経営破綻に際しては、同社の転換社債がデフォルトとなったが、社債管理会社（銀行）が不買取りを表明したため、個人を含むかなりの投資家が損害を被るものと思われる。したがって、ヤオハン債は国内公募社債のデフォルトにおいて、戦後初めて投資家が実損を被った事例となる見通しが強い。ところで、このような社債のデフォルト自体は、戦後かなりの件数を数えることができるが、ただし国内債については、戦後の慣習から受託会社（現在は社債管理会社）が一括買取りによつて処理していたために、投資家は実損を被らなかつただけであり、ユーロ債ではトラステイが設置されていても、国内債のような一括買取りによる処理はなされず、例えばリッカー債では、国内の投資家も実損を被っている。つまり、ヤオハン債では、社債管理会社が従来の慣行を放棄し、不買取りに転じたことが注目されるわけである。

そこで、本稿では、第一に戦後のデフォルト社債処理が受託銀行の一括買取りによつて処理されてきたことを確認し、次に最近の社債デフォルトとその処理を概観する。そして、第三に最近デフォルトの可能性が高まり、かつそれによる実損が表面化したことによる社債市場の影響を概観し、最後に今後の課題を示唆する。

2 戦後のデフォルト社債処理

戦前の社債デフォルトでは、社債権者集會が開催され、償還期限延長や金利引き下げ、あるいは裁判によつて和議ないし強制和議などの処理がなされた¹⁾が、戦後のデフォルトでは受託会社による一括買取りが慣行として定着してきた（表1参照）。このような一括買取りが慣行として定着した要因として、日本興業銀行編

『証券』は、「担保付きであり時間をかければ元利金回収の見込みがあつたこと、さらには個人投資家の社債を買取ることにより社債権者数を絞り社債権者集會を成立させるといふ技術的理由」²⁾をあげている。しかし、ここで指摘されている要因のうち、前者については、時間をかけても回収の見込みの薄い、鉱業担保（明治鉱業）や船舶担保（三光汽船）が付された社債についても買取りを行つており説得力を欠き³⁾、後者についても、社債権者集會の決議方法は、①社債権者の利害に重要な影響を与える特別決議事項については、定足数として社債総額の半数以上の社債を有する者の出席、議決には議決権の三分の二以上に当たる多数の合意が必要とされ、②それ以外の普通決議事項については、定足数の規定はなく、議決については過半数以上に当たる多数が必要とされている⁴⁾が、これは全社債の一括買取りを行う理由とはならない。なぜならば、一括買取りが多く行われた昭和三〇年代から四〇年代の普通社債消化は、都長銀および地銀だけで五〇%を越え、最後に一括買取り処理が行われた一九八五年ですら保険を含む金融機関の消化が五〇%超であり、金融機関だけの出席で社債権者集會は十分に成立したのである。むしろ、技術的理由を指摘するならば、社債権者が拡散していると、更生計案案の可決に支障を来す恐れがあるという要因があげられる。つまり、関係人集會において更生計案案を決定する際、①更生債権者の組においては議決権総額の三分の二以上に当たる議決権を有する者の同意、②更生担保権者の組では、（a）更生担保権の期限猶予を内容とする計案案については議決権総額の四分の三以上、（b）更生担保権減免、

戦後の主なデフォルト社債とその処理 (1997年11月5日現在)

年月	起債企業	社債種類	発行残高 (百万円)	受託銀行 またはトラステイ	引受主幹事	社債の処理状況	起債企業
1953 (昭和28) 年6月	津上製作所	国内転換社債	発行額 250	大和	野村	和議申請一償還期限を延長 (1956年3月31日から1960年3月31日へ) *1953年11月会社更生法手続き開始を決定したが、1954年12月取り消し、 1956年1月和議法による和議の認可決定。 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (額面価格) *1958年12月更生手続き終了 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (理論価格) *1955年12月会社更生法適用開始決定。1957年11月会社更生法手続き終結。 受託銀行、肩代わり、弁済計画不明 *その後昭和重工工業に継承されたが、詳細は不明。 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (額面価格) 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (理論価格) *1967年12月更生計画承認。1973年12月更生手続き終結 会社解放一受託銀行一括買収 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (額面価格) 会社更生法適用申請一受託3行一括買収 *1979年8月更生計画認可。1990年5月更生手続き終結 会社更生法適用申請一受託3行一括買収 (額面価格) 会社更生法適用申請一受託3行一括買収 (額面価格) 保証銀行3行買収 (額面に対し104%) *1982年9月更生計画認可。1993年10月更生手続き終結。 会社更生法申請一保証銀行代理弁済 *1986年会社更生法適用認可、2001年更生計画完了予定。 会社更生法申請一更生計画の中で一般更生債権として処理 (25%弁済) *1987年6月更生計画認可。1992年12月更生計画終了 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (額面価格) 会社更生法適用申請一受託銀行一括買収 (額面価格) *1986年11月会社更生法適用認可、1998年1月更生計画完了予定。 保証銀行による保証債務弁済 *1988年11月更生計画認可。1997年11月終結予定 保証銀行による保証債務弁済 *1994年5月更生計画認可 (新会社に営業継承) 海外関連について米国破産法第11章申請、1996年9割カットにより弁済終了 *1994年7月国内関連の更生計画認可。 更生計画の中で弁済 (注) *1995年1月更生計画認可。2005年5月完済予定。 保証付きとされているが、詳細は不明 *1996年9月更生計画認可 (1997年1月以降15年間) 破産処理され、弁済されなかった模様 *更生法申請するも適用されず、破産処理された模様 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定 *1994年3月に会社更生法適用。1997年11月現在更生計画未認可 更生計画の中で弁済予定。担保付きであったが、一部は更生債権となり、弁済率は6.4%7.6%となる。 *1993年11月に会社更生法適用申請。1995年12月更生計画認可 無担保・無保証であり破産により弁済されず *和議申請を行ったが、整理委員の同意を得られず、1995年6月破産宣告 保証銀行による保証債務弁済 *1995年8月親会社の兵庫銀行の清算で特別清算 無担保債であったが、担保付きに切り替え、担保権の実行により弁済 *1996年8月住宅金融債権管理機構へ営業譲渡し解散 現在進行中につき詳細は未定 *1996年11月和議申請 更生計画の中で弁済される模様 *1997年11月会社更生法適用を申請。 保証銀行による保証債務弁済 *1997年8月会社更生法適用を申請。 更生計画の中で弁済される模様 *1997年9月会社更生法適用を申請。	津上製作所
1954 (昭和29) 年11月	高砂鉄工	国内普通社債	140	勧銀	日興		高砂鉄工
1955 (昭和30) 年7月	東洋繊維	国内普通社債	377	興銀・広島	大和		東洋繊維
1955 (昭和30) 年9月	川南工業	国内普通社債	発行額 200	富士	野村		川南工業
1965 (昭和40) 年2月	日本繊維工業	国内普通社債	318	三和・勧銀	日興		日本繊維工業
1965 (昭和40) 年3月	山陽特殊製鋼	国内普通社債	200	神戸・興銀・三菱	山一		山陽特殊製鋼
1969 (昭和44) 年4月	明治鉱業	国内普通社債	408	三井・第一・北拓	野村		明治鉱業
1975 (昭和50) 年3月	興人	国内普通社債 国内転換社債	932 690	第一勧銀 第一勧銀・三井信・三菱信	日興 日興		興人
1978 (昭和53) 年2月	永大産業	国内普通社債 国内転換社債 ユーロドルCB	932 1,300 3,092,000ドル	大和・第一勧銀・三菱信 大和・第一勧銀・三菱信 トラステイ・デ・イェン・フー	日興 日興 日興		永大産業
1984 (昭和59) 年2月	大沢商会	SF普通社債 (私募)	約100万SF	なし (三和銀行保証)	—		大沢商会
1984 (昭和59) 年7月	リッカー	SF転換社債 (私募)	89	なし	—		リッカー
1985 (昭和60) 年8月	三光汽船	国内普通社債 国内転換社債	9,180 3,200	大和・長銀・東海 大和・長銀・東海	日興・山一 日興・山一		三光汽船
1986 (昭和61) 年5月	オート	SF普通社債 (私募)	発行額 2,000万SF	シティバンク	—		オート
1991 (平成3) 年5月	日東あられ	SF普通社債 (私募)	発行額 3,000万SF	なし (第一勧銀保証)	—		日東あられ
1991 (平成3) 年8月	マルコー	SF転換社債 (私募)	約11,579	なし	—		マルコー
1992 (平成4) 年5月	レック	国内普通社債 (私募)	4,900	不明	—		レック
1993 (平成5) 年7月	にっかつ	SF普通社債 (私募)	不明	不明	—		にっかつ
1993 (平成5) 年11月	テーエステー	SF転換社債 (私募)	約5万SF	なし	—		テーエステー
1993 (平成5) 年12月	光洋機械産業	SF普通社債 (私募) SF転換社債 (私募) SF新株引受権付社債 (私募) D/Aの新株引受権付社債 (私募)	発行額 3,000万SF 発行額 2,000万SF 発行額 5,000万SF 発行額 5,000万SF	なし (長銀保証) なし なし (長銀保証) なし (長銀保証)	— — — —		光洋機械産業
1993 (平成5) 年11月	村本建設	国内普通社債 (私募)	18,700	大和・三和・勧銀・東海	—		村本建設
1995 (平成7) 年1月	日本データ機器	SF転換社債 (私募)	不明	なし	—		日本データ機器
1995 (平成7) 年11月	兵銀ファクター	SF普通社債 (私募)	1,000万SF	なし (東京銀行保証)	—		兵銀ファクター
1996 (平成8) 年7月	日本住宅金融	国内転換社債	900	三和	—		日本住宅金融
1996 (平成8) 年9月	オリンピックスポーツ	ユーロ円転換社債	約4,000	ロー・デバンチャー	野村 (ロンドン)		オリンピックスポーツ
1997 (平成9) 年1月	京博	国内普通社債 (私募)	4,000	第一勧業・富士	—		京博
1997 (平成9) 年8月	大都工業	SF普通社債 (私募)	6,500万SF	なし (さくら銀行保証)	—		大都工業
1997 (平成9) 年9月	ヤオハン	国内転換社債	37,400	長銀・住友信	新日本・和光		ヤオハン

(注) 同社へのヒアリングによると、担保付きであったが、再評価の結果、すべてが更生担保債とはならず、一部は一般更生債権 (弁済率35%) とされたといわれる。これが事実であれば、村本建設債以前に受託会社が買い取り処理を行わなかった事例となるが、同社債は公社債引受協会「私募社債便覧」に掲載されておらず、資料的に裏付けられない。
(資料) 関係団体の資料および三国事務所の調査をもとに、関係者へのヒアリングなどによって当研究所作成。

その他期限の猶予以外の方法による計画案については五分の四以上、(c) 清算を内容とする計画案については全員の同意、が必要であり、相当数の社債権者が反対すれば、更生計画案は決定されず、会社を更生するにせよ、また清算するにせよ、事態は紛糾することとなる。したがって、関係者を絞り込んだほうが会社更生ないし清算は速やかになる。

しかし、担保付きとはいえリスクの大きなデフォルト社債を法的な義務がないにもかかわらず、受託会社が買取ってきたのは、受託会社が社債発行会社のメインバンクであったからである。すなわち、メインバンクは取引先企業が破綻の危機に瀕した場合、追加的な救済融資を行うなどして、自行の当初のリスク負担を超えたりスク負担を行うことが指摘されている。いわゆるメインバンクの保険機能であるが、デフォルト債の買取りもその延長線上にあったといえる。つまり、社債は融資の変形といわれていたように、企業金融において融資と競合するのではなく、融資の補完的な役割を担わされていたが、それは言い換えれば、社債発行がメインバンク制度の中に回収されていたことを意味しており、メインバンクによる保険が付されていたわけである。そして、メインバンクはこの保険機能を社債市場に対しても負担することで、社債市場に対して権限を確保するとともに、高率の手数料の根拠としていたのである。

(21)

3 最近の社債デフォルト

ところで、慣行として定着してきた受託銀行一括買い取りは、一九八五年の三光汽船の事例を最後に以後行われていない。一九八〇年代以降のスイスフラン建私募債は、そもそも国内債のような受託会社が設置されていないため、買い取り処理がなされなかったのは当然であるとして、受託会社の設置された国内債では、一九九三年

一二月に倒産した村本建設(私募普通社債)をはじめ、今年に入って京樽(同)、ヤオハン(公募転換社債)といった事例において、受託会社は不買い取りを発表している(京樽の事例ではまだ不買い取りが発表されたわけではないが、その公算が強いといわれる)。つまり、村本建設の事例以降、受託会社の姿勢がはっきりと転換したといえる。この三例をみてみよう。

(1) 村本建設の事例

同社は一九〇八年設立の奈良県下最大、全国二三位のゼネコンで、破綻時の資本金二四億円、従業員約二〇〇〇名、九三年六月期の売上高は二九一五億円を計上していたが、バブル崩壊後工事の採算が悪化(当期損失約三〇億円)していた上、債務保証を行っていたゴルフ場工事が行き詰まったことから資金繰りも悪化し、一九九三年一月一日奈良地裁に会社更生法適用申請を行った。いわゆる「バブル企業」の破綻であり、九三年六月期の長短借入金は二四二五億円であるが、子会社や下請け会社の債務保証を加えると約五三〇〇億円にのぼり、戦後最大の倒産と報じられた。ただし、その後裁判所への届出債権額は約六三〇〇億円に達している。

(22)

同社破綻時の金融機関長短借入金残高は、大和銀行四二八億円、南都銀行三二〇億円、日本長期信用銀行三二〇億円、第一勧業銀行一七七億円、さくら銀行一三五億円、三和銀行一二八億円、その他一〇一七億円、合計二四二五億円となっており、またデフォルトとなった社債は、第一回債四五億円(主受託・大和銀行)、第二回債四五億円(第一勧業銀行)、第三回債二二億円(日本長期信用銀行)、第四回債二五億円(さくら銀行)、第五回債二五億円(大和銀行)、第六回債二五億円(南都銀行)であり、すべて国内担保付私募普通社債(土地担保)であった。そして、同社の破綻の経緯をみると、大和・南都・長銀・一勧が、九三年一〜三月の運転資金と

して一四〇億円、さらに九月までの運転資金として二一〇億円をそれぞれ協調融資し、またその間四月に大和、七月に南都が役員派遣を行い、三年間で一〇〇〇億円の不動産売却を柱とする再建計画を策定した。しかし、この再建計画はほとんど進行せず、四行は支援継続が困難として、それを打ち切ったことから、同社は更生法申請に至った（それに伴い役員派遣も引き上げている）。ゼネコンの場合、更生法を申請すると、開始決定がなされて会社存続が決定されるまで工事の受注ができず、そのことがかえって再建を困難にする可能性があること、さらにメーカーと違って裁判所が更生開始を決定する可能性が低いことが指摘され、更生法申請はあり得ないと経営者が表明していたにもかかわらず、更生法申請しか手段がなかったことは、逆にそれだけメインバンクの支援打ち切りの姿勢が冷徹であったことを物語っているといえる。

一九九五年二月、同社の更生計画案が関係人集会において認可されたが、ここで受託銀行が同社債を買い取らないことも確定し、私募債とはいえ国内債のデフォルトで受託銀行が一括買い取り処理を行わなかった戦後初の事例¹⁰となった。そして、社債も更生計画案に沿って弁済されることとなったが、管財人が担保不動産を再評価した際、その評価額は発行総額を下回ったため、六本の社債のうち完全に弁済される更生担保権となったのは一、二回債と三回債の一部で、その他は一般更生債権とされ、九〇%以上がカットされた上、弁済期間は二〇〇一年八月末から二〇〇四年五月末までの一四年間とされた。したがって、同社五回債の投資家である日本生命、六回債の住友生命の弁済率はそれぞれ六・四%、七・六%であると報じられた¹¹。

(2) 京樽の事例

同社は一九五〇年に設立された、持ち帰りすしチェーン店およびファミリレストラン七六一店舗を経営する

外食産業大手であり、東京証券取引所一部上場会社（上場一九八二年）であるが、米国におけるレストラン事業の失敗や国内不動産投資の失敗、さらにグループ企業の財テク失敗などが重なり、経営破綻した。経営破綻時の資本金は、一二七億円、従業員数約一八〇〇人であり、売上高は一九九一年一二月期にピークの八二五億円を計上した後、減少傾向をたどり、九五年同月末五八二億円、九六年同月末には五五八億円と落ち込み、九五年同月末から赤字二二億円計上、九六年同月末の最終損益は一四〇億円の赤字となっていた。

また、破綻時の負債総額は、京樽本体の借入金七九四億円（うち保証債務二二五億円）、グループ会社の負債三七〇億円であり、主な借入先は富士銀行、第一勧業銀行、三和銀行、さくら銀行、安田信託銀行などであり、デフォルトとなった社債は、第六回債二〇億円（主受託・第一勧業銀行）、第七回債二〇億円（主受託・富士銀行）であり、いずれも国内無担保私募普通社債であった。

さらに、破綻に至る経緯をみると、業績低迷の中で財テク（海外投資、国内不動産および株式投資）失敗が打撃を与えたことは明らかであるが、その間メインバンクの富士銀行と対立が続いており、九三年に同行から派遣された役員は、経営再建策をめぐる同社オーナーとの確執が原因で退社し、結果的に同行は最後まで積極的な支援を行わなかったことが報じられている¹²。その後、京樽は冷凍食品の大手である加ト吉が支援を打ち出し、同社役員が管財人代理に選任され、更生計画を策定することとなり、現在に至っている¹³。

なお、同社は東証一部上場会社であったため、会社更生手続き開始にあたって取引所に報告書を提出している。それによると、一九九六年一〇月末の資産総額一〇四九億円、負債総額七六九億円は、資産総額六二三億円、負債総額一〇一三億円に修正されており、その理由として、資産については回収困難な債権控除および不動産・株式の時価評価、負債については保証債務一三三億円の増額計上および買い取り予約の不動産の予想損失の引当て

金一三三億円計上の結果としている。

(3) ヤオハンの事例

ヤオハンジャパンは、一九六二年設立の静岡県を地盤とする中堅スーパーであり、東京証券取引所一部（一九八二年上場）をはじめ、名古屋およびシンガポールにも上場していたが、国内はもとより、東南アジア、中国、イギリス、アメリカなどへの積極進出が経営を圧迫し破綻した。破綻時の資本金は二三七億円、従業員数約二二〇〇名、店舗数は国内四二、海外二六であり、一九九七年三月期の売上高は一六一九億円であったが、百貨店子会社の経営不振による特別損失のため、最終損益は三五九億円の赤字計上となり、九月一八日会社更生法申請に至った。

また、破綻時の負債総額は一六一三億円で、九〇七億円の債務超過であり、負債内容は、保証債務未払い金四九〇億円、短期借入金二一九億円、長期借入金二二七億円、転換社債三七四億円などとなっており、取引銀行は東海銀行、日本長期信用銀行、住友信託銀行、大和銀行、日本興業銀行などであるが、いわゆるメインバンクをもち、転換社債を中心とした資本市場による資金調達に依存していた点が同社の財務戦略上の特徴であった。したがって、経営内容が悪化する過程においても、銀行からの支援はなく、また同社からの要請もなされなかつたといわれる。

同社の資金調達の中心となったのは、転換社債であったが、会社更生法申請によってこれらはデイフォールトとなった。具体的には、第一回債一〇〇億円（残高八八億円）、管理会社・長銀・住友信・東京三菱、引受幹事・新日本・野村・和光など、第三回債二〇〇億円（残高一九八億円）、管理会社・住友信・東海・東京三菱・さく

ら、引受幹事・和光、新日本・野村）、円建転換社債一〇〇億円（残高八八億円）、引受幹事・野村シンガポールなど）であるが、すべて無担保公募発行であり、国内公募債のデイフォールトとしては、一九八五年の三光汽船以来の事例となった。そして、同社債については、管理会社は買い取りを行わないことを表明しており、会社更生法上の手続きに従って処理されることが明らかとなっている。

(4) 不買取りの定着

以上の三例をみると、いずれの会社もオーナー型経営であり、かつメインバンク関係が希薄ないし解消状態となっていた点に共通性がある。前述のように、村本建設は同族の持株比率が九〇%を越えるオーナー会社であり、再建過程でメインバンクの支援が打ち切られている。また、京樽も創業者の資産管理会社の持株比率が三〇%以上を占めており、経営者とメインバンクとの間の関係は修復されなまま破綻している。そして、ヤオハンも創業者一族が会長および社長を占めており、メインバンク関係を持たず資本市場からの資金調達を柱とする戦略を採っていた。したがって、すでにみたように、デイフォールト社債の買い取りがメインバンク関係を基礎として行われたことを前提とするならば、これらの事例で買い取り処理が行われなかったのは当然といえる。

逆に言うと、メインバンク関係の強い発行会社の管理会社設置債でデイフォールトが生じた場合には、未だ買い取る可能性も残されているが、以下の要因から買い取り処理が困難になっていると思われる。

まず、銀行側の体力低下があげられる。従来の買い取り処理については、有担保であり、幾分の例外はあるものの回収の可能性が高いものが多かったが、現在は無担保が主流であり、また担保付きであっても担保価値が低下しているなどの理由から、回収の可能性が低い場合が多くなると思われる。その上、社債の発行総額も従来に

比べると大きくなっているため、買い取りを行った銀行側の損失は大きく、それを負担するだけの体力がない場合が考えられる。

次に、株主代表訴訟の対象となる可能性があることである。この点については、かつて買い取り処理がなされた際にも論議されたが、一九九三年商法改正前であり、実際に提訴された事例はなかったと思われる。しかし、商法改正後は、周知のように株主代表訴訟が多発し、回収の可能性が不透明な社債の買い取りは株主代表訴訟の対象となる可能性が高く、銀行側もこの点を不買い取りの理由にあげている。⁽¹⁷⁾

第三に、一九九三年商法改正によって社債募集の受託会社が社債管理会社と改められ、その権限と義務が明確化されたことである。⁽¹⁸⁾もつとも、この改正においても、デフォルト債の買い取りについてはなんら規定がないが、この改正によって管理会社の役割が明確化したことから、社債管理手数料はかなり引き下げを余儀なくされており、もはや一括買い取り処理という、いわば保険機能を提供するだけの手数料率となっていないものと思われる。

第四に、かつて一括買い取り処理を行うことによって受託銀行は社債市場全体に影響力を持つことができたが、現在そのような影響力は失われている点である。すなわち、かつて起債市場は受託銀行と証券四社などから構成される起債会によってマクロ的に統制されていたが、起債会は当局の指導のもとに受託銀行のインシヤティブで運営されていたといわれている。そして、社債は融資の補完的な位置づけを与えられ、社債市場もメインバンク制度に回収されていたのである。ここで受託銀行が影響力を持ったのは、自らが直接的に社債の大口消化先となる一方、デフォルトの際には買い取りによってリスク負担を行ったためである。しかし、今日すでに起債会は廃止され、受託銀行がマクロ的に起債市場に影響力を持つことはなくなっている。また、社債発行が融資の

補完的役割に取り込まれていたのと異なり、むしろ融資と競合する関係にすらなっており、銀行側がデフォルト債を買い取つてまで起債市場に関与するメリットはほぼ失われたといえよう。

4 社債デフォルトの影響

最後に、最近の社債デフォルトの発生にもなつてどのような影響がでているのかをみてみよう。

まず、発行会社では社債の買い入れ消却を実施するところが現れたことである。前節で見たように不買い取りの三例はいずれもメインバンク関係が希薄ないし解消していた点で共通しており、メインバンク関係の強い発行会社のデフォルト事例はない。しかし、ゼネコンのなかには相当経営状態の悪化しているといわれる発行会社があり、そのような発行会社の場合、社債の買い入れ消却を実施している。例えば、青木建設の場合、国内無担保公募発行の第二、五回の転換社債（残高約一三九億円、管理会社：日本興業銀行、あさひ銀行）に対して、一五億六〇〇万円を買い入れ消却している。これは転換社債の市場価格が発行価格を大幅に下回っていることから、消却益をねらいとしたものであるが、買い入れ資金はほぼ全額メインバンクのあさひ銀行と日本興業銀行からの借り入れであり、社債を融資に置き換えたといえる。また、期末の社債償還資金についてもメインバンクとの間で融資交渉が行われているといわれ、メインバンクが相当支援していることを伺わせるものとなっている。⁽¹⁹⁾

この背景には、同社に対しては興銀から二名（副会長・副社長）、あさひ銀行から一名（副社長）の役員派遣が行われ、強いメインバンク関係があることがあげられるが、強まっているデフォルト・リスクをメインバンクが未然に取り込もうとする動きともいえる。

次に、投資家側ではデフォルト・リスクに対してきわめて慎重になっていることがあげられる。すなわち、

BBB格以下の銘柄を購入しないことを内規によって定める投資家が出てきており、実際BBB銘柄のスプレッドは急激に上昇している。例えば、A格とBBB格の利回り格差は、残存期間一年の場合、今年四月七日時点で二・二三三％出合ったのに対し、一〇月二〇日現在六・一五一％となっており、大きく開いている。また、個別銘柄では、フジタ一三・三％、日本国土開発一三・一％などといった銘柄も現れている。

最後に、このような投資家の反応を受けて、引受証券会社はBBB格銘柄の引受を中止する事態が発生している。すなわち、七月二十九日に条件決定したニチロ債から一〇月二三日のミノルタ債まで発行が途絶え、ミノルタ債も知名度の高さがあつたために発行が可能となつたといわれ、今後のBBB格銘柄の起債は不透明といわれている⁽²⁰⁾。また、銘柄によっては、利回りを上乘せしてもかえつて警戒感を強めるだけで逆効果といった例もあるといわれている。

5 まとめ

以上、最近の社債デフォルトの発生とその影響を考察したが、最後に今後デフォルトがある程度発生することを前提として、その際の課題を指摘すると以下の点⁽²¹⁾があげられる。

まず、デフォルト後の処理ルールがまだ十分に確立されておらず、難しいことである。社債管理会社による買取りは行われず、現時点では、現在社債の約七割は管理会社不設置債であり、これについては社債権者が個別的に権利行使するのか、それとも集团的に権利行使するかが不明であるし、さらに集团的に権利行使するにしてもその実務的な方法や費用の点で課題も多いと考えられる⁽²¹⁾。

次に、デフォルト後の企業の財務状態に対する開示がほとんどなされないことがあげられる。すなわち、

公開会社の場合には継続開示が義務づけられているが、いったん会社更生法申請が行われて、上場廃止になると開示に関する法的義務はなくなり、たとえ当該会社が何らかの形で営業を継続していても、更生計画案が提出されるまで、一般にはほとんど情報が得られない。そして、場合によっては更生計画案が提出されるまで相当な時間を要することになる。したがって、米国ではこのようなデフォルト社債についても情報が得られ、業者はその情報をもとに回収率を推定し、値付けを行っているといわれるが、現状のままでは日本でそれはほとんど不可能であると思われる。したがって、デフォルト社債処理については、アメリカに学ぶことが多々あると考えられるが、それについては別稿を期したい。

注

- (1) 拙稿「戦前日本におけるデフォルト社債処理」、『証券経済研究』、第七号、一九九七年五月、参照。
- (2) 日本興業銀行編「証券」金融財政事情研究会、一九九六年、三五〇ページ、参照。
- (3) 明治鉱業の事例については、小林和子「社債整理と受託銀行」、『証券経済研究』、第六号、一九九七年三月、参照。
- (4) 商法第三二四条による。なお、担保付社債信託法上の規定との関係については、上柳克郎・鴻常夫、竹内昭夫編『新版注釈会社法（一〇）社債（一）』、一六五〜一六六ページ、前田庸執筆担当、参照。
- (5) 会社更生法第二〇五条による。
- (6) 戦後における受託銀行によるデフォルト社債買取については、拙稿「デフォルト社債買取とメインバンク制度」、『証券研究』、参照。
- (7) 『日本経済新聞』、一九九三年一月二日。
- (8) 『官報』、一九九六年一月三〇日。

- (9) 『日本経済新聞』、一九九三年一月十五日。
- (10) ただし、一九五三年にディフォールトとなった津上製作所債は、償還期限延長で決着しており、一括買い取り処理はなされなかった。しかし、この事例では会社更生法申請がなされた後、その申請が取り消され、和議によって解決された。したがって、会社更生法が適用された事例で、一括買い取りがなされなかったのは村本建設債が初であると思われる。また、ヒアリングによると、レック（一九九二年）の国内私募普通社債も買い取り処理がなされなかったといわれるが、資料的に裏付けられない。

- (11) 『日本経済新聞』、一九九五年二月三日、および『日経公社債情報』、一九九七年九月二十九日、参照。
- (12) 『日本経済新聞』、一九九七年一月二〇日。
- (13) 『日本経済新聞』、一九九七年四月一日。
- (14) 『日本経済新聞』、一九九七年九月十九日。
- (15) 『日本経済新聞』、一九九七年九月二〇日。
- (16) 例えば、三光汽船の事例では、『日本経済新聞』、一九八五年八月二三日、参照。
- (17) 『日本経済新聞』、一九九七年一〇月九日。
- (18) 吉戒修「平成五年商法改正の解説（6）」、『商事法務』、第一三三〇号、一九九三年八月二五日、参照。
- (19) 『日本経済新聞』、一九九七年九月十九日。
- (20) 『日本経済新聞』、一九九七年一〇月二四日。
- (21) 詳しくは、田頭章「社債発行会社のディフォールトと投資家の権利保全・行使（上）（下）」、『金融法務事情』、第一四六四号および第一四六六号、一九九六年一〇月二五日および十一月二五日、参照。