

## 米国の企業破綻とバルチャー・ファンド

松尾 順介

はじめに

一九九七年は長引く景気低迷とともに企業破綻が相次ぎ、主な事例だけをとっても、京樽、鈴屋、アイジーエス、東海興業、多田建設、大都工業、ヤオハン、さらに三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券などを数えることができる。メインバンク制や護送船団型保護行政によって支えられていた日本の大企業も、その業績や企業内容によって冷徹に選別され、市場からの退出をも余儀なくされる時代に入りつつあるといえる。

ところで、日本では投資先企業が破綻した場合、かつて国内社債はメインバンクによる買い取りが行われていたが、最近の村本建設、京樽、ヤオハンといった事例をみる限り、このような買い取りは行われぬ方向に転換しているといえる。<sup>(1)</sup>したがって、米国のように自己責任で社債投資が行われるようになるものと思われるが、しかし米国と比較するとまだまだ未成熟な点も多い。それはなによりも、米国ではデイフォールトした社債（のみならず破綻企業の株式など）も売買の対象となり流動性が付与されていることがあげられる。すなわち、バルチャー（Vulture: ハゲタカ）・ファンドに代表される投資家があり、またこのような債券を仲介する業者もあり、さらにこれらの情報を提供する情報ベンダーも存在し、全体として相当厚みのある市場を形成している。日本では、破綻企業の証券については、その上場株式が取引所の管理ポストおよび整理ポストで一定期間売買されるだけで、社債については売買される市場はほとんど存在しないと大きく異なっている。日本では、企業はいつた

表1 米国の破綻件数 (1980年~1996年)

| 年    | 総件数       | 事業体件数  | 非事業体件数    | 消費者件数の比率 |
|------|-----------|--------|-----------|----------|
| 1980 | 331.264   | 43.694 | 287.570   | 86.81%   |
| 1981 | 363.943   | 48.125 | 315.818   | 86.78%   |
| 1982 | 380.251   | 69.300 | 310.951   | 81.78%   |
| 1983 | 348.880   | 62.436 | 286.444   | 82.10%   |
| 1984 | 348.521   | 64.004 | 284.517   | 81.64%   |
| 1985 | 412.510   | 71.277 | 341.233   | 82.72%   |
| 1986 | 530.438   | 81.235 | 449.203   | 84.69%   |
| 1987 | 577.999   | 82.446 | 495.553   | 85.74%   |
| 1988 | 613.465   | 63.853 | 549.612   | 89.59%   |
| 1989 | 679.461   | 63.235 | 616.226   | 90.69%   |
| 1990 | 782.960   | 64.853 | 718.107   | 91.72%   |
| 1991 | 943.987   | 71.549 | 872.438   | 92.42%   |
| 1992 | 971.517   | 70.643 | 900.874   | 92.73%   |
| 1993 | 875.202   | 62.304 | 812.898   | 92.88%   |
| 1994 | 832.829   | 52.374 | 780.455   | 93.71%   |
| 1995 | 926.601   | 51.959 | 874.642   | 94.39%   |
| 1996 | 1.178.555 | 53.549 | 1.125.006 | 95.46%   |

(出所) ABIの資料による

表2 チャプター(章)ごとの破綻件数 (1980年~1996年)

| 年    | 合計        | 第7章     | 第11章   | 第12章  | 第13章    |
|------|-----------|---------|--------|-------|---------|
| 1980 | 331.098   | 249.136 | 6.348  |       | 75.584  |
| 1981 | 363.847   | 260.664 | 10.041 |       | 93.139  |
| 1982 | 380.212   | 257.644 | 18.821 |       | 103.738 |
| 1983 | 348.872   | 234.594 | 20.252 |       | 94.021  |
| 1984 | 348.488   | 234.997 | 20.252 |       | 93.221  |
| 1985 | 412.431   | 280.986 | 23.374 |       | 108.059 |
| 1986 | 530.008   | 374.452 | 24.740 | 601   | 130.200 |
| 1987 | 574.849   | 406.761 | 19.901 | 6.078 | 142.065 |
| 1988 | 613.606   | 437.882 | 17.690 | 2.034 | 155.969 |
| 1989 | 679.980   | 476.993 | 18.281 | 1.440 | 183.228 |
| 1990 | 782.960   | 543.334 | 20.783 | 1.346 | 217.468 |
| 1991 | 943.987   | 656.460 | 23.989 | 1.495 | 262.006 |
| 1992 | 971.517   | 681.663 | 22.634 | 1.608 | 265.577 |
| 1993 | 875.202   | 602.980 | 19.174 | 1.243 | 251.773 |
| 1994 | 832.829   | 567.240 | 14.773 | 900   | 249.877 |
| 1995 | 926.601   | 626.150 | 12.904 | 926   | 286.588 |
| 1996 | 1.178.555 | 810.400 | 11.911 | 1.083 | 355.123 |

(注) 第12章は1986年以降。また、合計は他章を含む。

(出所) NGRの資料による。

## 1 米国の企業倒産

ん破綻すると第三者には情報も入手できず、売買も不能な状態になるのに対し、米国では破綻企業の情報も公開され、売買もなされる点に大きな差があるといえる。しかし、日本企業も冒頭に触れたように、今後は容赦ない選別にさらされるようになると思えば、米国のように破綻企業を対象とする市場が形成される可能性があると思われる。

したがって、本稿では米国の最近の企業破綻を簡単に概観した上で、破綻企業を対象とした市場で重要な役割を演じている、情報ベンダーとバルチャー・ファンドを取り上げて考察する。

(1) これについては、拙稿「最近の社債デフォルトの影響と課題」、『証研レポート』、No.1551、一九九七年一月、参照。

一九九七年第三四半期の米国の破産状況は、前年同期比二二%増であり、三五三、五一五件に達している。これは主として、消費者の破産が増加したことによるとみられ、三四〇、〇五九件は消費者または非事業体の破産であったとされている。したがって、事業体の破産は二三、四五六件であり、第二四半期から四%の減少であった。一九九七年第三四半期までの累計では、事業体の破産は、四一、二七八件で、前年同期の四〇、五七八件をわずかに二%上回っているにすぎない<sup>(2)</sup>。そして、ここ数年の傾向を見ても、一九九一年をピークにほぼ減少傾向が認められる。これは最近の米国の好景気を反映しているものと思われる(表1参照)。

ところで、米国では破産に関しては、一九三八年破産法(いわゆるChandler法)が適用される。同法は一四三章からなり、このうち通常適用されるのは、第七章、第一章、第二章および第一三章であり、これで破産

件数全体の九九%以上を占めている(表2参照)。これらの章を簡単に概観すると次の通りである。まず第七章は清算に関する規定であり、主として債務から解放されようとする個人に適用されるが、事業を清算ないし解散しようとする事業体によっても用いられる。しかし、実際裁判所は債務者が第一三章を申請する能力がある場合には、第七章が乱用されることから申請を却下している。次に、第一章は更生に関するものであり、個人も申請する場合があるが、一般に事業体の更生に用いられる。第一章の場合、一定の基準の下で更生計画が遂行される限り事業の継続は許可される。この場合、事業の更生の主たる要件は、継続企業としての価値がそれを清算・売却した場合の価値を上回るということであり、清算した場合よりも再建する方が長期的により効率的であるという点である。第三に、第二章は一九八六年に立法化されたものであり、とくに財政的に破綻した自営農民に適用される。この規定の目的は、破綻した農家に再建と農地維持の機会を提供しようとするものであり、第一章よりも費用が少ないのが特徴である。最後に、第三章は勤労者を対象とするものであり、恒常的な所得を有し、債務返済の意志がありながらも、現状ではそれが困難な個人に適用される。したがって、第二章の目的は、破産した債務者が裁判所の監督および保護の下で、支払期限を猶予された弁済計画を提出・遂行しうるようにすることである。

(2) American Bankruptcy Institute, "ABI Press Releases", December 1, 1997.

(3) その他、第一章から第七章までが個人の破産を取扱い、清算・分配・破産者の責務について規定し、第八章は農業者の債務について規定し、第九章は市町村などの公共団体の財政破綻を取扱っている。また、米国の倒産法については、高木新二郎著「アメリカ連邦倒産法」、商事法務研究会、一九九六年、および渡邊光誠著「アメリカ倒産法の實務」、商事法務研究会、一九九七年、参照。

## 2 破綻情報ベンダー

日本と比較した場合、米国の企業破綻の大きな特徴は、まず倒産情報が広く公開され、その情報を専門に提供するベンダーさえもが存在する点である。ここでは2つの情報ベンダーを紹介しておこう。

まず、一九八二年設立のアメリカン・バンククラブシー・インスティテュート(American Bankruptcy Institute: 以下ABI)は、破産に関する研究と教育のための無党派組織であり議会および一般向けに客観的な分析の提供を行っている。そして、ABIは会員制によって運営されており、弁護士・銀行家・裁判官・大学教授・再建整備の専門家・会計士その他破綻処理の専門家五八〇人以上の会員で構成されている。ここでは、フォーラムを通じて会員相互間の情報交換が行われるほか、議会および一般向けの情報提供、さらにコンファレンスを通じた教育・調査活動、出版物の刊行などが行われている<sup>(4)</sup>。

ABIの情報提供活動は、いくつかの種類がある。まず、最近の破産に関するトピックスをプレス・リリースという形で発表している。これらのリリースは同機関でとりまとめられている破綻統計を元にしており、破綻件数の増減やその特徴をまとめたものが多い(これらのリリースのうちいくつかは日本の新聞でも取り上げられている)。次に、直近の破綻情報の提供である。これは全米(カナダを含む)最新の企業破綻を社名、業態、負債総額、経緯など簡潔にオンラインで報告している。さらに、専門家向けに立法に関する情報提供を行っている。例えば、法案の提出やその内容、あるいはそのための公聴会の審議などについて詳細な情報を提供している。最後に、倒産関連の出版物の刊行である。

ABIの活動を概観すると、一方で調査を元にした情報提供機関であるが、他方では返済困難に陥った一般消費者を対象とするアドバイザー機関という側面が強いように思われる。したがって、破綻した企業を売買の対象

表3 NGRの公表する“The Turnaround Letter”の一部

The Turnaround Letter

An investment newsletter that focuses on undervalued and out-of-favor stocks. As of January 1996, we have an average annual return for the last five years of 34.8%.

| Our recommendations on various turnaround situations: |   |
|---|---|
| November 30, '97                                      | Stride Rite Corp.                                   |
| October 27, '97                                       | California Microwave                                |
| September 27, '97                                     | National Record Mart                                |
| August 28, '97  | Dow Jones & Co.                                     |
| July 24, '97  | Medaphis Corporation                                |
| June 15, '97  | Navarre Corporation                                 |
| May 28, '97   | Casino Stocks - Time To Place Your Bets?            |
| April 22, '97   | Bargain Hunting in the Low Priced Retailers         |
| March 14, '97   | Time To Buy Golden Straw Hats?                      |
| February 10, '97                                      | Special Supplement - Listing of Recent Bankruptcies |
| December 30, '96                                      | Bull Market Creates Large Pack of December Dogs     |
| December 18, '96                                      | Searching the Scrap Heap - Steel Stocks Look Cheap  |
| December 2, '96                                       | Leaping In When the Big Stocks Fall                 |
| October 21, '96                                       | Golden Books Family Entertainment                   |
| October 1, '96  | Tobacco Stocks: Win Some, Lose Some...              |
| September 3, '96                                      | Bargains Where Wall Street Has Over-reacted         |

表4 NGRの公表する“Troubled Company Prospector”の一部

Troubled Company Prospector  
Profiles of Firms in Transition  
August 18, 1997  
Volume 6, Number 33  
Prospector Profiles in this Issue

| Company Name                            | Number  | Profile Criteria     |
|---|---------|----------------------|
| APS Holding Corp.                       | 97.0319 | Debt at Discount     |
| CityScape Financial Corp.               | 97.0320 | Debt at Discount     |
| Guy F Atkinson Company of California    | 97.0321 | Bankruptcy           |
| Interline Resources Corp.               | 97.0322 | Involuntary Petition |
| Old America Stores, Inc.                | 97.0323 | Bankruptcy           |
| Pinnacle Micro, Inc.                    | 97.0324 | Miscellaneous        |
| Rops Textiles, Inc.                     | 97.0325 | Bankruptcy           |
| Union Hospital Association of the Bronx | 97.0326 | Bankruptcy           |
| Western Fidelity Funding, Inc.          | 97.0327 | Bankruptcy           |
| Winterland Concessions Company          | 97.0328 | Miscellaneous        |

とするような投資家に対する情報ベンダーとは性格を異にするものといえよう。

次に、ニュー・ジェネレーション・リサーチ (New Generation Research (以下NGR)) をみてみよう。ABIと異なり、NGRは破綻企業および再建中の企業に投資する投資家に限定して情報提供を行っている<sup>(5)</sup>。

まず、NGRは“The Turnaround Letter”とする企業の再建情報を提供しているが、ここでは主として業績不振状態から再建中の企業、すなわち割安銘柄ないし不評銘柄に対する投資推薦が行われ(表3)、各社のプロフィールのほか、業績不振に至る背景や業績回復に関する分析が詳しく説明されている。次に、“Troubled Company Prospector”とする破綻企業の投資情報を提供している(表4)。ここでは、破綻企業が倒産(第一章または第七章申請)、非自発的破産申請、デフォルト(元本または金利の支払い不能)、デット・アット・ディープ・ディスカウントなどによって区別されて、リストに載せられており、個別の情報も提供されている。第三に、破綻債券の情報提供である。これは、破綻企業毎に社債がリスト・アップされており、プライシング・チャートも提供されている。したがって、NGRは破綻企業ないし業績不振企業への投資を行う投資家のための情報ベンダーという側面が強く、さらに委託調査や投資コンサルティングも業務として行っている点特徴といえる。

(4) ABIの資料による。

(5) NGRの資料による。

3 バルチャー・ファンド

では、破綻企業の証券(通常Distressed Securitiesといわれる<sup>(6)</sup>)を専門に手がける証券会社およびファン

ドにどのようなものがあるのかをみてみよう。いわゆるバルチャー・ファンドは、投資手法で分類すると、短期間に割安の証券を購入して売買益を取得しようとするアービトラージュ型と、破綻企業の証券を一定期間保有し会社の業容回復に期待する長期投資型に分かれ、前者はヘッジ・ファンドなども手がけている。また、投資勧誘方法で分類すると、年金基金などを含む少数の大口顧客のみを対象とし、相対ないし私募的な形で投資勧誘を行う私募型と、公募的な形で投資勧誘を行い、一〇万ドル程度の資金で投資可能な公募型とに分類され、前者については実態は把握しにくいといわれている。

まず、このような証券会社で最大手といわれるBDS社についてみてみよう。同社はR. D. Smith & Co. を前身として一九八四年に設立され、ワークアウト・再建中・スピンオフ・交換オフター・倒産手続き中などの特殊な状態にある企業の証券および債務を専門的に調査および売買している。現在リサーチ・アナリスト、企業金融のスペシャリスト、トレーダー、弁護士および外務員など約四〇名を擁している。さらに、同社はこの特徴を生かして破綻企業および斜陽産業のうち潜在的回復力のある企業の証券に投資するファンド(BDS Special Situations Fund Ltd.)も設立している。したがって、同社は破綻企業の証券の仲介業者であると同時にバルチャー・ファンドでもある。

同社では、問題企業への投資について次の三点をファンド・マネージャーに対して注目させているという。すなわち、①清算ベースでの企業価値と継続企業ベースでの企業価値、②債権者間での資産分配の可能性、③解決に要する時間、であり、これらの点に注目することによって、投資に最適なタイミングと水準を判断できるとしている。

さらに同ファンドは二種類のシェアからなっており、Aシェアは破綻企業に焦点を絞り、株式、債券および銀行債務、トレード・クレーム(支払い手形)、その他民間債務に投資し、低ボラティリティのもとに年利回り二〇〜二五%を追求している。それに対し、Bシェアは斜陽産業のなかの成長株投資に焦点を絞り、ある意味では伝統的な商業銀行業務に類似した業務であり、通常の株式投資を大きく上回る収益を追求している。

同ファンドの投資については、①出資最低額：二五〇、〇〇〇ドル、②出資：毎月、③手数料：年間固定手数料として純資産価値の1%および新規純利益の二〇%、④レバレッジ：証拠金ないし銀行借入による、⑤報告：四半期末の六〇日以内、⑥会計監査報告：年末の六ヶ月以内、などとなっている。

次に、LJH Alternative Investment Advisors, Inc.社(以下LJH)であるが、同社はヘッジ・ファンドのひとつと思われる、その投資実態は明らかでないが、破綻企業への投資およびその投資アドバイスをを行っている。同社の投資フォーラムでは、破綻企業の証券投資について、以下のように説明されている。まず破綻企業の証券市場では、①公開市場で取引される破綻企業の債務、②以前倒産した企業によって発行された高利回り社債、③以前倒産した企業によって発行された、特殊な状況にある株式、④非証券形態の問題企業の支払い手形(与信銀行が値引き販売した保証付き銀行債務など)が取り引きされ、その投資尺度は①年二〇%の利回り、②月次ベースでの収益の低ボラティリティ、③株式および債券市場と連動しない安定的利回り、④流動性、であるとされる。そして、この市場で恒常的に成功する要件として、①情報収集および分析を含む資産評価、②企業の資本構成・法的諸権利・他の債権者との関係などを理解した上での交渉と投資、③破綻企業への投資に関連する特殊なリスクを理解した上でのリスク管理、をあげている。<sup>(8)</sup>

(6) LJH社の資料によると、破綻企業の証券市場は、銀行融資・社債・支払い手形・私募証券・不動産モーゲージなどを含み、一九九二年時点で一五九〇億ドル規模と推定され、破綻企業の銀行融資の取引額だけで一〇〇億ドルに

上っている。破綻企業の証券に特化している、二七の主な投資ファンドの資産規模は二〇〇億ドルとみなされている。

(7) 同社資料による。

(8) 同社資料による。

おわりに

バルチャー・ファンドについては、その設定元本をはじめとして、投資行動や投資対象の評価が実際にどのように行われているのか不明な点が多く、また破綻企業の証券取引についてもプライシングやボラティリティから実際の売買量や投資家層などまだまだ調査すべき点が多々あるが、これらの点については別稿に期したい。