

米国におけるディストレスト証券投資について

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、米国では破綻した企業の証券(いわゆるDistressed securities)についても流通市場が形成されており、そこには情報ベンダー、仲介業者ないし投資アドバイザーおよび投資家(いわゆるバルチャール・ファンド)が存在し、相当厚みのある市場となっていることを紹介した。これに加えて重要なことは、米国のディストレスト証券投資は一九三〇年代の大恐慌期にさかのぼることができるといわれるように、かなりの歴史があり、業界はその過程で相当なノウハウを蓄積していることである。そして、学界でも、ビジネス・スクールなどを中心に、すでに相当な研究上の蓄積があることである。したがって、本稿ではアルトマンおよびギルソンの研究を中心に、米国のディストレスト証券投資の研究を紹介する。

1 ギルソンの研究

米国のディストレスト証券投資について、よく参照される調査論文は、ハーバート大学(Stuart C. Gilson)によって一九九五年に*Financial Analyst Journal*に発表された、"Investing in Distress Situations: A Market Survey"と題された論文⁽¹⁾であり、米国のディストレスト証券投資の実状と性格がよく紹介されている。したがって、ここではこの論文に依拠しながら、米国のディストレスト証券投資の概要を確認しておこう。

まず、デレストレストとは倒産、破綻、デフォルト、支払い不能など様々な事態を含んでおり、それに対する投資については、米国内でも必ずしも十分に理解されたものではなかったといわれているが、現在多くのデレストレスト証券専門の投資マネージャーがおり、リスクを抑えながら、高パフォーマンスの達成に成功している。そして、近年その市場規模はかつてなく大きなものとなり、デレストレスト証券の種類も銀行融資、社債、支払い手形、私募証券、不動産モーゲージ、法的損害賠償請求権、解除されたリース契約などにわたるものとなっている。また、市場規模については、推計でしかないが、一九九二年デレストレストないしデフォルトの債務は一、〇〇〇億ドルであり、デレストレスト証券専門のファンドは主なもので二七あり、総資産は二〇〇億ドル以上とされている。ただし、デレストレスト証券の供給は景気循環によって変動し、最近の米国の景気回復によって減少傾向にあるが、この市場が投資家に多くの投資機会を提供するようになってきているのは事実である。

次に、デレストレスト証券への投資は、大別すると法的な倒産申請を行った会社の債権への投資と、裁判所外で債権者と交渉を行うことで倒産を回避しようとしている会社の債権への投資とに分けられるが、ほとんどの倒産会社は倒産申請するまえに、債務の整理を試みており、またデレストレストに陥った会社の約半数は裁判所外で債権者との合意を取り付けることに成功したといわれる。そして、裁判所外での再建は裁判によって再建するより低コストである点で魅力的であり、株式市場もこの解決策を評価し、再建が成功した場合に株価は上昇している。それに対し、第一章倒産の利点は、無担保債務および大部分の担保付き債務についての利払いを免除される点、不利なリース契約を破棄できる点、既存債権者に対する優先権を認めることによって新規の債権者から資金を調達できる点、債権者全員の同意がなくても再建が可決される点、などである。したがって、最近では「リパッケージド・チャプター11 (Prepackaged Chapter11)」、すなわち倒産申請前に債権者と会社側が再建

策を協議・決定し、裁判によって正式に認可を得る方式が増加しており、これによって裁判に要する時間の節約が図られている。

第三に、破綻会社に対する投資戦略は、大別すると三つに分類される。すなわち、①積極的に経営参加し、会社資産を効率的に運用することで資産の現在価値を高める、②他の債権者のパイを小さくすることによって自らのパイを大きくする、③過小評価された債権を購入し値上がりを待つ、であり、前二者は事業への支配力を行使するという点でアクティブ戦略とされ、後者はパッシブ戦略とされる。

アクティブ戦略については、M & A や LBO と類似した側面が強いが、必ずしも同じではない。つまり、事業への支配力の行使は、①会社再建策の提示、②債権の買い取り（これは再建策のもとで議決権付き普通株への転換を期待して行われる）、③新規発行の議決権付き普通株の購入、などの手段によってなされるが、ただし一章手続き中の会社の経営者は、株主および債権者双方の受託者であると考えられているため、株主よりの方針をとることができず、必ずしも支配力を行使する有効な手段ではないといわれる。したがって、支配力の行使は何らかの債権の購入によってもなされる。その手段とされているのが「ボンド・メール (Bond mail)」である。一章申請会社の債権者はすべて優先権にしたがってクラス分けされ、クラス毎に再建案が承認（三分の二の投票、過半数の賛成）されるか、すべてのクラスが再建策に合意しなければ可決されない。したがって、会社再建案に反対の投資家は、特定クラスの債権額の三分の一以上を買い取り、より有利な弁済計画の提示を迫ることができる。ただし、この場合、クラス分けは会社再建案のなかで決定されるため、一章申請前に投資することはリスクが高いとされており、自らが再建策を提示することで債権を有利にクラス分けして、特定の債権者の投票力を縮小させることができるといわれている。

他方、パッシブ戦略については、この市場の参加者の増加によって、大きな利益をもたらさなくなっているが、個別企業の状態を詳細に調査することによって、魅力的な利回りを得る可能性はあるとしている。

第四に、投資リスクについては、以下の二三項目をあげている。①「要因（判例や判事の裁量に左右される要因）、②タイトル・リスク（債権購入者が法的に新しい権利所有者として認知されないリスク）、③欠陥品購入リスク（債権を購入したことによって債務を引き継いでしまうリスク）、④係争中債権および不確定債権リスク、⑤票の集計リスク、⑥投票権の剥奪（投資家が過度にアグレッシブに支配権を獲得しようとしたために裁判所の判断でなされる）、⑦保有期間リスク（一章事件は通常二―三年を要するといわれるが交渉決裂などによってさらなる遅延が生じる可能性があり、その際投資収益率は低下する）、⑧評価の戦略的役割（デレストレスト証券の投資家は対象企業の価値を「実勢価値」と会社再建プランにおいて決定された「プラン価値」という二つの評価基準で測るが、投資家の収益はいずれの変動からも影響を受ける）、⑨購入および購入者に関する情報不足（これらの債権の投資家はお互いに他の投資家について知ることが困難であり、そのために戦略を誤る可能性がある）、⑩清算リスク（会社が再建に失敗し清算されることになった場合のリスク）、⑪インサイダー取引（投資家が会社との間にインサイダー関係を持つと見なされた場合制裁される可能性がある）、⑫課税問題（投資家が支配力の獲得を目的に破綻企業の債権を購入した場合、会社は純営業損繰り越しかから得られる課税優遇を失うリスク、および投資家が破綻企業の債権を額面未償で購入し、二年以内に株式の五〇％超を取得するとデイスカウント相当額が課税対象になりうるというリスク）、⑬脱出戦略と流動性リスク（デレストレスト証券市場は他の市場に比べると流動性が高いとはいえない）、である。

第五に、デレストレスト証券投資の役割については、これらの投資家の俗称が「バルチャー（Vulture）：ハゲタカ」であり、「一見「レイダース（Raiders）：乗っ取り屋」を連想させ、しばしば敵意に満ちた見方をされているが、会社再建のために機能している点は見過されるべきではないとしている。つまり、少額の債権を一つにまとめることによって、「ホールドアウト（Holdouts）：非協力」の問題、すなわち少額債権者が再建に積極的に参加するインセンティブをもたないために再建が遅延するという問題を解消し、再建を早める役割を果たし、さらに会社に最適な資本構造を選択させる柔軟性を提供することによって再建のために貢献していると結論づけている。

そして最後に、この市場で成功する条件として、①会社資産の評価能力（これには情報分析能力のみならず情報収集能力も含まれる）、②交渉および取引技術、③リスク管理、をあげ、米国外にも収益機会が見いだされることを展望している。

このギルソンの調査論文は、かなりの実例を踏まえた上で、その投資戦略とリスク管理を詳細に調査・検討したものである。

(一) Stuart C. Gilson. Investing in Distress Situations: A Market Survey. Financial Analyst Journal. Nov./Dec. 1995 (邦訳「経営破綻企業への投資：市場調査」(室原妙子訳)、『証券アナリスト・ジャーナル』一九九六年八月および九月)

2 アルトマンの研究

ギルソンの研究が投資戦略とリスク管理に重点を置いたものであるのに対し、次に紹介するアルトマンの研究、⁽²⁾ "Investing in Distressed Securities" は投資パフォーマンスに重点を置いたものであり、やや古いが、こ

表2 アルトマン-メリルリンチ指数の月次および四半期収益率

	1987年	ランク	1988年	ランク	1989年	ランク	1990年	ランク	1991年	ランク	上昇	下落
1月	9.80%	2	1.44%	7	-4.47%	10	-2.91%	8	3.18%	5	3/5	2/5
2月	10.53%	1	5.44%	3	-3.99%	9	-2.83%	7	8.49%	3	3/5	2/5
3月	3.77%	5	3.10%	6	-0.21%	5	3.98%	1	8.50%	2	4/5	1/5
4月	1.25%	8	3.18%	5	2.06%	2	1.48%	3	13.61%	1	5/5	0/5
5月	0.44%	10	-0.91%	9	1.01%	3	-1.23%	4	2.99%	6	3/5	2/5
6月	2.90%	7	7.41%	1	-0.09%	4	-1.71%	5	1.66%	7	2/5	3/5
7月	5.50%	4	-1.14%	10	2.46%	1	2.29%	2	5.39%	4	4/5	1/5
8月	0.52%	9	-2.82%	12	-2.06%	7	-3.03%	10	-1.29%	10	1/5	4/5
9月	-2.45%	11	-0.07%	8	-7.84%	11	-2.99%	9	-1.45%	11	0/5	5/5
10月	-8.92%	12	-1.61%	11	-8.40%	12	-4.28%	12	1.08%	8	1/5	4/5
11月	3.22%	6	5.83%	2	-2.64%	8	-2.69%	6	-0.92%	9	2/5	3/5
12月	7.53%	3	4.48%	4	-0.70%	6	-4.27%	11	-3.53%	12	2/5	3/5
第1四半期	25.95%	1	10.28%	1	-8.47%	3	-1.90%	2	21.45%	1	3/5	2/5
第2四半期	4.65%	2	9.82%	2	3.00%	1	-1.49%	1	18.96%	2	4/5	1/5
第3四半期	3.46%	3	-3.99%	4	-7.51%	2	-3.77%	3	2.51%	3	2/5	3/5
第4四半期	1.10%	4	8.78%	3	-11.44%	4	-10.83%	4	-3.38%	4	2/5	3/5
年率	37.85%		26.49%		-22.78%		-17.08%		43.11%		3/5	2/5

(出所) Altman [1993], p.170.

九・八%であり、単純平均では二・三・五%となり、一九九二年八月までを算入すると、前者一・一%、後者一五・六%に達している。S & P 五〇〇普通株指数およびメリルリンチ・ハイ・イールド・マスター指数と比較すると、一九九一年ではデフォルト債指数が他の二指数を上回り、五年間ではS & P 五〇〇が一五・四%で最も高く、デフォルト債指数とハイ・イールド指数がともに一〇%弱で並んでいる。

ただし、アルトマンの調査によると、月次ベースおよび四半期ベースでは、この指数は年初のパフォーマンスが高く、年末が低くなる傾向があるという(表2)。そして、アルトマンはこの傾向について、マネージャーが年末にポートフォリオを「クリーンアップ」(Clean-up)するのではないかと推測している。

さらに、アルトマンは別の研究で投資家がデフォルト直後に投資を行い、その後再建が完了するまで保有した場合について、発行価格、デフォルト時の価格、そして一章確定、更生ないし清算時の価値をそれぞれ

の分野の先駆的な研究であると思われる。

アルトマンの調査では、デフォルト証券の投資家は目標収益率を通常三〇%に設定しており、その最小限度でも二〇〜二五%に設定しているが、アルトマンは収益率を計量するための指数を自ら設定している。この指数は、ニューヨーク大学ソロモン・センターで一九八七年から計測され、メリルリンチ社が毎月、「アルトマン・メリルリンチ・デフォルト債指数 (Altman-Merrill Lynch & Co. Index of Defaulted Debt Securities)」として公表している。

この指数では、一九八七年および一九八八年の収益率が高く、逆に一九八九年に悪化し、一九九〇年にはマイナス一七・一%まで低下した。そして、一九九一年には一八九億ドルのデフォルトが発生し、一九九〇年の一八四億ドルを上回った。しかし、デフォルトに陥った企業の多数は、内在的な価値を有しており、一章倒産から更生したときの株式価値の上昇が見込まれた。さらに、ほとんどすべてのデフォレスト証券の価格は、デフォルトしたものも、しななかったものも含めて、すぐにでも回復しそうなくらい低い水準に落ち込んでいた。実際、デフォレスト証券市場は一九九一年から回復に転じ、この指数も四三・一%に上昇した。そして、一九八七年〜一九九一年の月次ベースの総収益パフォーマンスは、他の二つの指数と比肩しうるものとなっている(表1参照)。五年間の指数の加重平均は

表1 アルトマン-メリルリンチ・デフォルト債指数および他の投機的証券指数

年	アルトマン-メリルリンチ指数	S & P 500 株価指数	メリルリンチ高利回り債指数
1987	37.8%	5.3%	4.7%
1988	26.5%	16.6%	13.5%
1989	-22.8%	31.7%	4.2%
1990	-17.1%	-3.1%	-4.4%
1991	43.1%	30.5%	34.6%
1987-1991年			
単純平均(年率)	13.5%	16.2%	10.5%
1987-1991年			
加重平均(年率)	9.8%	15.4%	9.8%

(出所) Altman [1993], p.168.

表4 債券の平均発行価格と11章倒産の確定/更正の時の価格

債権の種類	サンプル数	発行価格 (Po)	確定/更正時の価格 (Pc)
全サンプル	223	\$ 96.33	\$ 50.46
非転換債	189	95.83	56.91
転換債	43	98.52	22.12
優先順位別			
担保付	24	99.67	100.91
上位	76	98.85	76.94
上位劣後	38	95.00	23.30
劣後 (現金払い)	89	96.19	28.41
劣後 (現金不払い)	5	54.88	4.78
非転換債の優先順位別			
担保付	24	99.67	100.91
上位	71	98.76	81.05
上位劣後	35	95.01	23.38
劣後 (現金払い)	54	94.60	32.18
劣後 (現金不払い)	5	54.88	4.78
劣後債			
現金払いの非転換債	54	94.60	32.18
現金および非現金払いの非転換債	59	91.24	29.86
現金払いの転換債	35	98.63	22.59
非現金払いの転換債	5	54.88	4.78

(出所) Altman, Eberhart, and Zekavat [1992].

表5 11章債券の収益率

債権の種類	サンプル数	L ₁ (%)		L ₂ (%)		L ₃ (%)	
		平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
全サンプル	223	(48.38)	(65.60)	(79.81)	(91.57)	(83.37)	(92.64)
非転換債	189	(41.70)	(49.00)	(74.42)	(83.53)	(78.07)	(85.10)
転換債	43	(77.75)	(90.00)	(103.51)	(112.71)	(106.66)	(113.12)
優先順位別							
担保付	24	1.68	(0.75)	(32.15)	(29.73)	(36.29)	(33.49)
上位	76	(22.05)	(12.59)	(52.57)	(39.10)	(56.51)	(41.46)
上位劣後	38	(75.13)	(86.04)	(109.51)	(113.97)	(113.09)	(116.38)
劣後 (現金払い)	89	(70.58)	(79.57)	(99.54)	(106.62)	(102.59)	(108.36)
劣後 (現金不払い)	5	(90.38)	(91.38)	(145.74)	(133.91)	(149.44)	(137.23)
非転換債の優先順位別							
担保付	24	1.68	(0.75)	(32.15)	(29.73)	(36.29)	(33.49)
上位	71	(17.88)	(11.95)	(47.44)	(37.75)	(51.15)	(40.90)
上位劣後	35	(74.94)	(85.58)	(109.03)	(112.64)	(112.49)	(115.30)
劣後 (現金払い)	54	(66.24)	(77.95)	(99.65)	(104.01)	(103.11)	(105.53)
劣後 (現金不払い)	5	(90.38)	(91.38)	(145.74)	(133.91)	(149.44)	(137.23)
劣後債							
現金払いの非転換債	54	(66.24)	(77.95)	(99.65)	(104.01)	(103.11)	(105.53)
現金および非現金払いの非転換債	59	(68.29)	(78.00)	(103.55)	(106.62)	(107.04)	(107.97)
現金払いの転換債	35	(77.27)	(90.56)	(99.38)	(111.00)	(101.78)	(111.57)
非現金払いの転換債	5	(90.38)	(91.38)	(145.74)	(133.91)	(149.44)	(137.23)

(注) () はマイナス

(出所) Altman, Eberhart, and Zekavat [1992]

Fiは、L₁、L₂、L₃はそれぞれ損失をあらわし、
 Poは最初の発行価格
 P₀は再建期間中の不払い金利 (デフォルトでのクーパーの損失を含む)

表3 デフォルトからの回復価格と損失率 (1985~1991年)

	デフォルトからの回復価格	損失率 (1-回復率)
担保付	\$ 60.51	39.5%
上位	\$ 52.28	47.7%
上位劣後	\$ 30.70	69.3%
下位劣後	\$ 27.96	72.0%
現金不払いの下位	\$ 19.51	80.5%

(出所) Altman [1993], p.171.

比較することによって分析している。その結果、一九八五年から一九九一年の期間において、デフォルトから回復した価格およびその際の損失率は表3となり、ここでの損失率は投資家が額面で債券を購入したと仮定した場合のものであり、(1-回復率)で計算される。
 また、アルトマンは別の共同研究⁽⁴⁾でこの点をより詳細に分析している。すなわち、この損失をL₁、L₂、L₃として以下のように定義している。

$$L_1 = \frac{Po - Pc}{Po}$$

$$L_2 = \frac{Po - (Pc - FI)}{Po}$$

$$L_3 = \frac{Po - (Pc - FI - FI)}{Po}$$

表6 リスク証券指数の相関関係 (1987年～1991年)

月次収益の相関性	S & P	
	アルトマン-メリル リンチ指数	メリルリンチ 株価指数 高利回り債指数
アルトマン-メリルリンチ指数	100.00%	58.96%
S & P 500株価指数		48.84%
メリルリンチ高利回り債指数		100.00%
四半期収益の相関性	S & P	
	アルトマン-メリル リンチ指数	メリルリンチ 株価指数 高利回り債指数
アルトマン-メリルリンチ指数	100.00%	62.72%
S & P 500株価指数		47.96%
メリルリンチ高利回り債指数		100.00%

(出所) Altman [1993], p.175.

IFIIFIに対する金利

このように定義した上で、アルトマンらは一章倒産によってデフォルトし、その後も継続的に取引がなされた二三銘柄の債券について調査しているが、その結果は表4および表5の通りである。つまり、全二三銘柄では、最も単純な損失であるL1は、マイナス四八・四％であるのに対し、L2はマイナス七九・八％であり、さらにL3はマイナス八三・四％であった。

最後に、アルトマンは先のアルトマン・メリルリンチ・デフォルト債指数と他のリスク証券の指数を比較して、それらとの相関性を検証している(表6参照)。その結果、デフォルト債指数と高利回り債指数との相関性は正であるが、明らかにデフォルト債指数はより変動が大きく、それは収益の高い年も低い年も共通である。つまり、すべてが正の収益をもたらしているときは、デフォルト債も正の収益をもたらし、逆もまた同様である。また、デフォルト債とS & P五〇〇との関係も、一九八九年を除いて同様である。したがって、年金基金のポートフォリオ・マネージャーは、国債などの相対的に安全な投資に特化するマネージャーと、株式・ジャンク債・デフォルト債などのリスクのある資産に特化するマネージャーとを

組み合わせることを要して、その特性を生かしている。

- (2) Edward I. Altman, 1993. Investing in Distressed Securities, in Edward I. Altman, Corporate Financial Distress and Bankruptcy (John Wiley & Sons, New York)
- (3) Altman (1992a)
- (4) Altman, Eberhart, and Zekavat (1992)

おわりに

以上、ディストレスト証券投資に関する代表的な研究者である、ギルソンとアルトマンの研究の一端について紹介した。しかし、その他の研究者によっても多くの興味深い研究がなされており、それらの研究を概観し、その特徴を列挙すると、①すでに多くの研究の蓄積がなされていること、②それらの研究が実務と密接に結びついて展開していること、③研究の基盤に過去のデフォルトに関するデータの蓄積があること、などの点が挙げられる。したがって、今後も折りに触れて、それらの研究を紹介する予定である。

なお、この分野の主な研究業績(論文を除く)は以下の通りである。

- Altman, E. (1991). Distressed Securities: Analyzing and Evaluating Market Potential and Investment Risk. Probus, Chicago, IL.
- Branch, B. and H. Ray. (1992). Bankruptcy Investing. Dearborn Press, Chicago, IL.
- Carlson, J. and F. Fabozzi. (1992). The Trading and Securitization of Senior Bank Loans. Probus, Chicago, IL.
- Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R. ed. (1991) Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and

investing in distressed companies.

Klarman, S.. (1991) . *Margin of Safety*. Harper Collins, New York.

Ramaswami, M., and S. Moeller. (1990) . *Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to Pre- and Post-Bankruptcy Opportunities*. Quorum Books, New York.

Rosenberg, H., (1992) . *The Vulture Investors*, Harper Collins, New York.

Summer, L. (1991) . *Investing in Bankruptcies and Turnarounds: Spotting Investment Values in Distressed Businesses*.