

デリストレスト証券市場の成立条件

松尾 順介

はじめに

本年一月および二月号の本誌において米国のバルチャー・ファンドおよびデリストレスト証券投資について紹介したが、日本でも社債のデフォルトが増加し、それがメインバンクによって買い取られないとすると、客観的にはデリストレスト証券が増加し、またその売買ニーズも強まると考えられるが、はたして米国で成立しているようなデリストレスト証券市場は日本にも成立するのだろうか。したがって、本号では、まずデリストレストとはどのような事態を指すのかを確認した上で、この点について検討したい。

(1)

1 デリストレストおよびデリストレスト証券

先のレポートでも報告したように、米国では企業が破綻した場合、その債権を取り引きする厚みのある市場が形成され、また投資対象として広く認知されていることに大きな特徴があるといえる。その際、企業の破綻ないし危機的状態は一般にデリストレスト *distress* またはフィナンシャル・デリストレスト *financial distress* と呼ばれ（場合によっては、*special opportunity* といわれることもある）、またそのような会社の証券は *distressed securities* と呼ばれている。まず、デリストレストおよびデリストレスト証券とはどのように定義されているのかをみておこう。

アルトマンによると、デリストレスト証券とは狭義では「債務をデフォルトした企業または破産法第一章に申請した企業の株式および債券で公衆の保有するもの」と定義されるが、広義では「同満期の米国債を最低一〇%上回るような利回りで売買される債務証券で公衆の保有するもの」と定義されている。⁽¹⁾ したがって、デリストレストと呼ばれる事態には、*feiyu failure*、*insolvency*、*default*、*bankruptcy* の四つの場合がある。

まず、*feiyu failure* は、投資資本の実際の収益率が同様の投資に対する一般的な収益率よりも著しくかつ継続的に低い状態を指し、別の言い方をすると、費用に見合う十分な収益が得られず、当該企業の資本コストを下回る投資収益しか得られない状態を指す。したがって、このこと事態は企業の存廃を説明するものではなく、長年にわたって*feiyu failure*の状態に企業があっても、法的執行力のある債務がないために、経常債務の支払い不能というわけではないことに注意するべきであると指摘している。ただし、米国の有力な企業情報ベンダーである *Dun & Bradstreet* 社は、*business failure* という用語が採用されており、ここでは事業譲渡または倒産によって事業を中止した企業と定義されている。

次に、*insolvency* も、企業のパフォーマンスがネガティブであることを示す用語であるが、*technical insolvency* と *bankruptcy* の意味での *insolvency* に分かれる。前者は、企業が経常債務を支払えなくなったときに使われ、しばしば公式的な *bankruptcy* の宣言の原因となるが、一時的な状態を指す。それに対して、後者は一時的な状態というよりもより危機的な事態を指しており、企業は債務超過にある。

第三に、*default* はテクニカル・*default* または法的 *default* であり、いずれも債務者企業と債権者クラスとの関係である。まず、テクニカル・*default* は債務者が債権者との契約に違反したことによって生じ、法的措置の根拠となりうる。例えば、負債比率などの契約違反はテクニカル・*default*

(2)

となる。実際、このようなデフォルトは通常交渉によって処理され、企業のパフォーマンスの悪化の兆候とされるが、公式的なデフォルトないしバンククラプシーに発展することはまれである。しかし、企業が契約上の元利金支払いを怠った場合は、公式的なデフォルトとなりうる。公衆保有の債券にとつて、企業が元利払いを怠り、三〇日間その状態が続いた場合、債券はデフォルト状態にあるが、企業が債権者とともにデレスト・リストラクチュアリングを実行しようとし、公式的なバンククラプシー宣告および申請を避けようとする間、事業を継続することもある。そして、十分な数および金額の債権者との間でリストラクチュアリングに關して合意が成立し、その後バンククラプシーの申請がなされることもある（いわゆるプリパッケージド・バンククラプシー）。

最後に、バンククラプシーは連邦地方裁判所での企業の公式的宣告という形をとり、資産清算ないしは更生計画のための申し立てによるものである。そして、後者の手続きは法律上バンククラプシー・リオーガニゼーションといわれ、法律によるリオーガニゼーションは一連の救済策のうち通常最後の手段とされる。

以上がデレストレスとされる事態であるが、デレストレスの定義は確定したのではなく、アルトマン自身他の著書ではデレストレスとデフォルトを区別して論じている⁽²⁾。ただし、投資という観点からすると、デレストレス状態からの回復過程が注目され、とくにバンククラプシーからの再建ないし清算過程が注目されるが、この過程は大別すると、第一章などによって裁判所で手続きされる場合と裁判所外で交渉によって解決される場合がある。その際、後者についてはターンアラウンド *turnaround* ないしワークアウト *workout* という用語が使われている。このターンアラウンドという用語は、破綻した企業のリペアー *repair*、リディレクション *redirection*、リサセーション *resuscitation* の婉曲的表現であるとされ、このターンアラウンドの過程はそれ自体が経営者および

(3)

経営コンサルタントのみならず法律、会計、金融関係の専門家の参加する事業となっており、近年米国でもその重要性を増していると言われている。このターンアラウンドはワークアウトと同義的に使われており、この事業の規模のみならず専門性は高まっていることも指摘されている⁽³⁾。

また、このような事態に陥っている企業の証券がデレストレス証券とされるが、取り引きされる証券種類は、ギルソンの調査によると、銀行貸付、社債、取引手形 *trade payable*、私募債、不動産モーゲージのみならず、法的損害賠償請求権 *legal damage claim*、解除されたリース債権 *rejected lease contract* なども売買の対象となり、「一旦企業が財務的にデレストレス状態に陥れば、拘束されないすべての債権が取り引きされる」といわれている⁽⁴⁾。

2 デレストレス証券市場の成立条件

以上のように、米国ではデレストレス証券を対象とした市場が成立しており、相当の規模を有しているが、日本でも最近の企業倒産によるデフォルトの増加、さらにメインバンクによるデフォルト社債不買取りの定着という状況を鑑みれば、このようなデレストレス証券市場の成立する客観的条件は整いつつあり、また投資対象企業の破綻によって非自発的にデレストレス証券保有者となった投資家にとつて、このような市場が必要とされるものと思われる。そこで、本章では、情報開示、ノウハウおよび研究・データの蓄積、投資家層という観点から、日本でこの市場が成立する可能性を考えてみたい。

(一) 情報開示

デレストレス証券投資は、ギルソンも指摘するように、ハイリスクの投資であり、通常の証券投資と異なる

(4)

様々なリスク管理が必要となるが、そのためには情報の入手と分析が必要不可欠な条件となる。この点については、日本でも企業が経営破綻すると、たとえ上場企業であっても、破綻後の情報はきわめて入手困難であるが、米国でもデレストレス状態の企業に関する情報は、継続企業の情報に比べると少なく、逆にそのことが高いリスクを生む要因となっているといわれる。しかし、米国では日本以上に破綻情報が流布され、それが投資判断の重要な材料となっている。日本と米国では破綻情報の開示についての点が異なるのか見てみよう。

①裁判所の手続き過程の情報

まず、第一章倒産の場合、米国では破産裁判所で手続きが進められるが、ほとんどすべての裁判所の決定は公開されており、文書は閲覧に供せられる。一般的には、破綻手続きの決定では、事実経過と法律上の根拠を述べた意見が示されることもあり、場合によっては、これは口頭で述べられることもあるが、通常書面上の命令で支持され、引き続き書面上の命令が下される。ただし、破綻事件のすべての情報が公開されるわけではなく、経営陣は財務上および業務上の見通しを、無担保債権者の債権者委員会に伝えるが、委員会メンバーはコンフィデンシヤリテイ・アグリーメントに署名し、この情報を公開しないことを義務づけられる。したがって、一般的には、債務者側の企業の業務を阻害する可能性のある、微妙な企業情報に関しては非公開であるが、投資家が当該企業の債務を購入する際材料となるような情報は公開されている。⁽⁵⁾ 実際、米国では、第一章破綻手続きに際しては、各種の再建計画案など様々な書類が開示され、むしろ多すぎて判断に迷うことがあるとさえ言われている。それに対し、日本では会社更生法上の手続きについては、審議は非公開で行われ、またその記録も閲覧できない。部外者が知るとのできるものは、決定がなされたあとの官報告示であるが、これも全文公開というわけではなく、この点日米間では大きな差があるといえる。⁽⁶⁾

②破綻企業の開示義務

継続企業については継続開示が義務づけられていることは日米共通であるが、破綻企業については、SECの開示規則は適用されない。したがって、債務者は年次報告者を提出しない。つまり、破綻企業の債権者は破綻過程で十分な受け取っており、破産手続き中に年次報告者が提出されなくても損害を受けることがないと見なされていると言われている。⁽⁷⁾ しかし、SEC側の説明では、一般的には破綻の申請後もSECに対する定期的な報告義務は継続し、清算手続き中または財政的に不可能な場合だけ例外とされていると考えている。ただし、SECは一九七二年六月のリリス(No.9860)で「投資家保護に反しない場合、報告義務は個別の発行体に適合されるべく修正される」としており、実際にはこの例外措置がかなり拡大解釈され、ほとんど年次報告者が提出されないのが実状であると思われる。⁽⁸⁾ したがって、この点については日本でも破綻企業については有価証券報告書の継続的な提出はなされておらず、現在のところ日米間でも事情は変わらないものと思われる。

③破綻企業側の情報提供インセンティブ

第三に、破綻企業が情報を公開するインセンティブを有する可能性が考えられる。というのは、破綻証券に専門的に投資する投資ファンド(いわゆるバルチャー・ファンド)には、前述のようにアービトラージュ型と長期保有型があり、長期保有型の投資を行う場合、保有債券を株式と交換し、株主の立場から会社再建を支援するよきな行動をとる例もあり、その際は追加投資を行うことによって会社再建を促進する場合もあることが知られている。したがって、会社側もこのような投資家には積極的に情報を提供することがあることも考えられる。しかし、この可能性については否定的である。というのは、会社側は特定の投資家だけを選択して情報を提供することはできず、経営陣が債権者委員会に入っているバルチャー・ファンドの投資家に情報を提供することがあ

ても、これらの投資家はインサイダー取引に該当する恐れがあるために、その情報をその破綻企業の証券取引のために使うことはできないといわれるからである。したがって、バルチャー・ファンドの投資家は債権者委員会から脱退し、その企業の証券を取引することになる。つまり、委員会を離脱後はインサイダー情報を手に入れることはないため、これらの投資家はしるべき期間において取引することになるが、その間に委員会を得たインサイダー情報は価値のないものとなっている可能性が高いといわれている。⁽⁹⁾

以上、三つの観点から情報開示について考察したが、公式的な情報は裁判所の手続き過程で開示され、それが投資判断材料として利用されている可能性が高いものと思われる。しかし、バルチャー・ビジネスの成功の要件として情報の入手と分析が挙げられるように、業者に固有のノウハウが蓄積されていることも推測される。

(2) ノウハウおよび研究・データの蓄積

バルチャー・ファンドのようなディストレスト・ビジネスは歴史的には、米国独立戦争直後の混乱期に遡ることができると言われているが、少なくとも一九三〇年代の大恐慌期にはマックス・ハイネ Max Heine の設立した証券会社ハイネ・セキュリティーズがこれを手がけて成功し、以降連続と続き、現在バルチャー・ファンドとされるものは、BDS, LJI Alternative Investment Advisors, Equity Group, Apollo Capital Management, Bennett Management, Mutual Series, Cornac Partners, などがあり、一九九三年時点でディストレスト証券を専門に扱うファンドは二七、預かり資産二〇〇億ドル以上といわれている⁽¹⁰⁾。つまり、証券市場におけるひとつの業務として相当な歴史をもっていると同時に、相当なノウハウを蓄積していると考えられる。実際、これらの証券会社は情報収集と分析を重視しており、例えば投資アドバイス業務も手がける「H社」は、この市場での成功三要件の筆頭に、「情報収集お

よび分析による資産評価」を挙げており、また業界最大手といわれる BDS 社は、約四〇名のインハウスのリサーチ・アナリストのほか、企業金融の専門家、弁護士などによって投資価値の最大化に努めていることを強調している。⁽¹¹⁾ Apollo Capital Management の創業者 Leon Black は、かつてジャンク債市場の中心的な担い手であったドレクセル・バーナム・ランベールに属しており、ドレクセル社の破綻後、Apollo 社を創業しており、ジャンク債引受業務や M & A 業務で培われたノウハウがディストレスト・ビジネスに受け継がれているものと思われる。

他方、米国の学界では、先に紹介したように、アルトマンやギルソンを第一人者として、ビジネス・スクールを中心にディストレストおよびその投資に関する研究が蓄積されている。そして、これらの研究の特徴は、まず第一に実務と密接に関連しつつ展開されている点である。したがって、その研究業績も実務家との共同研究という形で発表されているものが多くみられる⁽¹²⁾。第二に相当なデータの蓄積の上に行われている点である、このことは、先に紹介したアルトマンの研究にも端的に示されているように、過去のデフォルトなどのデータの十分な蓄積が行われている。

以上のことから、米国のディストレスト証券ビジネスは、業界と学界の密接な提携の上になされたノウハウおよび研究の蓄積によって大きく支援されていると思われる。

(3) 投資家層

最後に、米国のディストレスト証券市場を支える最大の要因として、投資家層の厚さという点を指摘しておかなくてはならないだろう。例えば、米国のジャンク債市場は八〇年代には敵対的な M & A のためのマネーゲーム的な市場とみなされていたが、M & A プーム終息後も市場は立ち直り、現在も成長企業の資金調達手段として拡

大している。この九〇年代の拡大をみると、投資家としてミューチュアル・ファンドや投資ファンドがあげられ、これらがジャンク債市場を支えていると考えられる。つまり、投資適格債とは必ずしも一致しない投資家層があると思われる。デイトレスト証券の投資家については、ファンドによって勧誘方法に大きな差があり、一概にいないが、これらファンドは機関投資家など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ファンド（ここにはヘッジ・ファンドも含まれる）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ファンドとに分類されることから、投資家層も年金基金やミューチュアル・ファンドから富裕家層の個人に至るものと思われるが、投資適格債やジャンク債とも異なる投資家層を獲得しているものと推測される。その意味では、このような市場が成立するためには、厚みのある投資家層が前提条件となるものと考えられる。

まとめ

米国のデイトレスト証券市場を考察すると、デイトレスト証券市場が成立するための条件として、単に企業破綻が増加し、債券のデフォルトが発生するという事態が起こるだけでなく、①そのようなデイトレスト情報が開示されること、②その情報を分析し投資判断するノウハウを業者側が蓄積していること、③これらのハイリスクの投資を行う投資家層が形成されていること、といった制度的および主体的な条件が必須であることが明らかになるものと思われる。その際、①については、破綻後の継続開示については、日米で現状にそれほど差はなく、また破綻企業の情報提供もそれほど重要ではないと思われるが、裁判所の手続き過程に違いがあり、ここから出される情報には決定的な差があると思われる。したがって、日本でデイトレスト証券市場が形成されるためには、何らかの公式的な情報開示制度が整備される必要があり、そのためには現行の裁判所での手続きをよりパブリックなものとするか、あるいは制度的に破綻後の継続開示を義務づけることが必要であろう。また、②については、過去にリスクの高い社債を市場から排除してきたために、日本ではデフォルトのデータはきわめてわずかであり、また業者側もこのようなノウハウを蓄積しておらず、その点はいかんともしがたいものがあると思われる。したがって、現在このような業務を手がける可能性があり、この業務に関するリサーチを始めていと言われているのは、外資系および他業態からの新規参入組であるが、ただし、本邦証券会社の海外現地法人の一部には、「外人部隊」の引き抜きによって、この業務を手がける部門を有するところもあるといわれ、インハウスでのノウハウの蓄積は難しくとも、引き抜きなどによって業務を立ち上げることが可能であると考えられる。最後に、③については、個人金融資産残高一二〇〇兆円といわれながら、米国に比して、厚みのある投資家層が形成されない要因のひとつは、機関投資家の投資行動にあると思われる。例えば、内規によって、投資適格のトリプルB格の債券ですらそもそも投資できない機関投資家が多数あるといわれているが、ならば現在のところデイトレスト証券に投資が向けられる可能性はほとんど存在しないであろう。このような機関投資家の行動について、多くの機関ではデフォルト・リスクをふまえた上でのトータル・リターンを最大化が必ずしも十分に追求されていない仕組みになっているのではないかと思われ、これについては、日本型賃金・雇用制度がファンド・マネージャーに適用される点や機関投資家の横並び行動などから考察されねばならないと思われるが、しかし今後のビッグバンの進展がこのようなあり方を浸食していく可能性は十分にあり、それによって機関投資家の行動も変化が生じる可能性はあると考えられる。

以上のように考察すると、短期的には日本でデイトレスト証券市場が形成される可能性は必ずしも大きいと

はいえないが、今後の証券発行企業の破綻件数の推移によって、市場のニーズが大きくなる可能性はあり、そのためには先に列挙した②および③のような主体的な条件はともかくも、①で指摘した情報開示を中心とした制度的条件が整備されねばならないと考えられる。とくに日本の場合、ノウハウや研究データの蓄積を欠いているだけに、それを制度的な開示によって補完する必要がある、破綻時点および破綻以降の情報開示などこの面での整備が求められるものと思われる。

注

- (1) Altman, Edward I., "Investing in Distressed Securities", in Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. (1991) *Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies*, p.664.
- (2) Altman, Edward I., "Corporate Financial Distress and Bankruptcy", p.162.
- (3) Sigoloff, Sanford C., "Introduction", in Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. (1991) *Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies*, p.5. また、ワークアウトの手法としては、債務者の今後の事業計画に基づく元本の減免猶予、利率の修正、債務の一部劣後化、債務と株式の交換などがあり、その長所として①処理の迅速性、②費用の節約、③再建計画策定の柔軟性、④守秘性(当事者間だけで解決できるために情報開示が減免される)などの点が指摘されているが、他方短所として①ホルドアウト holdout またはフリー・ライダー free rider の問題(一部の債権者が自己の地位を利用してその立場をより有利にしようとして再建案に反対する場合がある)、②第一章申請の可能性(ワークアウトによって再建策が策定されたあとに、債務者または債権者から第一章申請

がなされ、場合によっては一旦受領した支払いをいし担保を交換しなければならないことがある)、③複雑案件

の場合は実際上再建案の策定困難、などといった点が指摘されている(渡邊光誠著『アメリカ倒産法の実務』、商事法務研究会、一九九七年、p.109、118 参照)。したがって、米国では再建案を策定するに当たって、第二章かワークアウトかという選択がなされるが、これについての研究は、Gilson, Stuart C., 1996, *Managing Default: Some Evidence on How Firms Choose Between Workouts and Chapter 11*, in Bhandari, Jagdeep S., and Weiss, Lawrence A., ed. *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press, New York. 参照。

- (4) Stuart C. Gilson, *Investing in Distress Situations: A Market Survey*, *Financial Analyst Journal*, Nov./Dec. 1995, p.8 (邦訳「経営破綻企業への投資：市場調査」(産原妙子訳)、『証券アナリスト・ジャーナル』一九九六年八月および九月、p.109)
- (5) 前出の Gilson 準教授および New Generation Research 社との問い合わせによる。
- (6) 拙稿「ディフォルト社債処理の透明性について」、『証券レポート』一五五四号、一九九七年三月、参照。
- (7) 前出の Gilson 準教授および New Generation Research 社との問い合わせによる。
- (8) ただし、現在の EIC はこれらについて意見書を出している。SEC, *Staff Legal Bulletin No.2*, April 15, 1997. 参照。
- (9) 前出の Gilson 準教授への問い合わせによる。
- (10) Gilson, 1995, p.8 (邦訳、一〇八ページ)
- (11) 同社資料による。
- (12) 同社資料による。
- (13) 例えば、以下。

- Summer, L. (1991), *Investing in Bankruptcies and Turnarounds: Spotting Investment Values in Distressed Businesses*,
Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. (1991) *Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in
distressed companies*.
- Ramaswami, M., and S. Moeller, (1990), *Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to Pre- and Post-Bankruptcy
Opportunities*, Quorum Books, New York.