

# 社債デフォルトとディストレスト証券市場

松尾 順介

## 要 旨

社債のデフォルトによって、一般の投資家が直接損害を被る事例が出始めている。例えば、ヤオハンの経営破綻では、社債管理会社（銀行）がデフォルト債の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った。したがって、ヤオハン債は国内公募社債のデフォルトで、戦後初めて投資家が実損を被った事例となった。

日本でも、デフォルト社債をメインバンクが買い取らないことになると、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、米国ではデフォルトした社債などが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・ファンドに代表される投資家、また仲介業者、情報ベンダーも存在し、全体として相当厚みのある市場、いわゆるディストレスト証券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、上場株式が取引所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ぼ存在しないのと大きく異なっている。日本では、企業はいった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、日本企業も容赦ない選別にさらされるようになれば、米国のように破綻企業を対象とする市場が形成される客観的条件があると思われる。

本稿では、まず最近の日本の社債デフォルトについて概観する。そして、今後の日本のデフォルト社債処理が投資家の自己責任原則に基づいた米国型のものとなることを示唆する。次に、米国のディストレスト証券市場を考察する。最後に、以上の考察をふまえた上で、日本におけるディストレスト証券市場の成立条件を探る。

目次

はじめに

- I. 日本における社債デフォルトの近況
  - 1. 戦後のデフォルト社債処理
  - 2. 最近の社債デフォルト
  - 3. 社債デフォルトの影響
  - 4. 小括
- II. 米国の企業破綻とディストレスト・ビジネス
  - 1. 米国の企業倒産
  - 2. ディストレスおよびディストレスト証券

- 3. ディストレスト証券市場とその参加者
  - 4. ディストレスト証券投資
  - 5. 小括
  - III. ディストレスト証券市場の可能性と意義
    - 1. 情報開示
    - 2. ノウハウおよび研究・データの蓄積
    - 3. 投資家層
- まとめ

はじめに

1997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厳に選別され、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。

その中で、社債のデフォルトも発生し、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、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ったものと思われる。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った。

ただし、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、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）が一括買取りによって処理していたために、投資家は実損を被らなかっただけであり、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。

このように日本でも、デフォルトした社債をメインバンクが買い取らないことになると、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、米国ではデフォルトした社債（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監理ポストおよび整理ポストで

成立の鍵であることを指摘する（第3章）。

最後に、ディストレスト証券市場の存在が証券市場全体に及ぼす意義についても示唆する。

## I. 日本における 社債デフォルトの近況

### 1. 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、あるいは裁判によって和議ないし強制和議などの処理がなされた<sup>1)</sup>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金回収の見込みがあったこと、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う技術的理由」<sup>2)</sup>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、鉦業担保（明治鉦業）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っており説得力を欠き<sup>3)</sup>、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3分の2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（商法第324条）<sup>4)</sup>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30年代から40年代の普通社債消化は、都長銀および地銀だけで50%を

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、企業はいった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すれば、米国のように破綻企業を対象とする市場が形成される客観的条件があると思われる。

そこで、本稿では、まず最近の日本の社債デフォルトについて概観する。すなわち、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って処理されてきたことを確認した上で、最近の社債デフォルトとその処理を概観し、その社債市場への影響を検討する。そして、今後の日本のデフォルト社債処理が投資家の自己責任原則に基づいた米国型のものとなることを示唆する（第1章）。

次に、日本のデフォルト社債処理に関する以上の認識をふまえた上で、最近の米国企業の破綻を簡単に概観し、米国のディストレスト証券市場を考察する。つまり、ディストレストの定義、ディストレスト証券市場の概要、およびディストレスト証券投資のパフォーマンスを検討することによって、この市場の概要を示す。その際、そのビジネスの概要を紹介し、破綻情報ベンダーとバルチャー・ファンドが重要な市場の担い手であることを示唆する（第2章）。

そして、以上の考察をふまえた上で、日本におけるディストレスト証券ビジネスの成立条件を探る。その際、ディストレスト証券市場の成立条件として、情報開示、研究・データおよびノウハウの蓄積および重層的な投資家層が市場

表1 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ィ
1953 (昭和28)年6月	津上製作所	国内転換社債	発行額 250	大和
1954 (昭和29)年11月	高砂鉄工	国内普通社債	140	勸銀
1955 (昭和30)年7月	東洋繊維	国内普通社債	377	興銀・広島
1955 (昭和30)年9月	川南工業	国内普通社債	発行額 200	富士
1965 (昭和40)年2月	日本繊維工業	国内普通社債	318	三和・勸銀
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
1969 (昭和44)年4月	明治鉱業	国内普通社債	408	三井・第一・北拓
1975 (昭和50)年3月	興人	国内普通社債 国内転換社債	932 690	第一勸銀 第一勸銀・三井信・三菱信
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・第一勸銀・三菱信 大和・第一勸銀・三菱信 トラスティール・ディベンチャー
1984 (昭和59)年2月	大沢商会	SF普通社債(私募)	発行額 2,000万SF	なし(三和銀行他5行の保証)
1984 (昭和59)年7月	リッカー	SF転換社債(私募)	89	なし
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
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
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(第一勸銀保証)
1991 (平成3)年8月	マルコー	SF転換社債(私募)	約 11,579	なし
1992 (平成4)年5月	レック	国内普通社債(私募)	4,900	三和・三菱など
1993 (平成5)年7月	にっかつ	SF普通社債(私募)	発行額 20,000万SF	なし(埼玉・富士・三和・協和銀行他数行の保証)
1993 (平成5)年11月	テーエスデー	SF転換社債(私募)	約 5万SF	なし
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) ドイツマルク新株引受権付社債(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)
1993 (平成5)年11月	村本建設	国内普通社債(私募)	18,700	大和・さくら・第一勧業・長銀・南都
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
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)
1996 (平成8)年7月	日本住宅金融	国内転換社債	900	三和
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・ディベンチャー
1997 (平成9)年1月	京梅	国内普通社債(私募)	4,000	第一勧業・富士
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)
1997 (平成9)年9月	ヤオハン	国内転換社債	37,400	長銀・住友信

(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、すべてが更生担保権とはならず、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、投資家が受託銀行などに限定されていた可能性が高い。

(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。

社債デフォルトとディストレスト証券市場

引受主幹事	社債の処理状況	起債企業
野村	和議申請—償還期限を延長(1956年3月31日から1960年3月31日へ) *1953年年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。	津上製作所
日興	会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格) *1958年12月更生手続き終了	高砂鉄工
大和	会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(理論価格) *1955年12月会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格)決定。1957年11月会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(理論価格)決定。1957年11月会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格)決定。	東洋繊維
野村	受託銀行、肩代わり、弁済計画不明 *その後昭和重工業に継承されたが、詳細は不明。	川南工業
日興	会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格)	日本繊維工業
山一	会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(理論価格) *1967年12月更生計画認可。1973年12月更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格)決定。	山陽特殊製鋼
野村	会社解散—受託銀行一括買収	明治鉱業
日興	会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格)	興人
日興	会社更生法適用申請—受託3行一括買収	永代産業
日興	*1979年8月更生計画認可。1990年5月更生法適用申請—受託3行一括買収(額面価格) 会社更生法適用申請—受託3行一括買収(額面価格)	永代産業
日興	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月更生法適用申請—受託3行一括買収(額面価格)決定。	永代産業
—	*1982年9月更生計画認可。1993年10月更生法適用申請—受託3行一括買収(額面価格)決定。	大沢商会
—	会社更生法申請—保証銀行代位弁済 *1986年会社更生法適用認可、2001年更生計画完了予定。	大沢商会
—	会社更生法申請—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月更生計画完了	リッカー
日興・山一	会社更生法適用申請—受託銀行一括買収(額面価格)	三光汽船
日興・山一	会社更生法適用申請—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。	三光汽船
—	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月最終結了	オート
—	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)	オート
—	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。	マルコー
—	更生計画の中で弁済(注) *1995年1月更生計画認可。2005年5月完了予定。	マルコー
—	会社更生法適用申請—保証銀行代位弁済。保証銀行の抵当権について、第1～3回債の保証銀行は担保権を認められず、一般更生債権者となり、第4回債については一部担保権が認められ、更正担保権者となる。 *1996年9月更生計画認可。1997年1月以降15年間で弁済。	マルコー
—	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	オーエスデー
—	更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定	オーエスデー
—	更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定	光洋機械産業
—	更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定	光洋機械産業
—	更生計画の中で弁済予定だが詳細は未確定	光洋機械産業
—	*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	村本建設
—	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	村本建設
—	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	日本データ機器
—	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	兵衛ファクター
—	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了解散	日本住宅金融
野村(ロンドン)	現在進行中につき詳細は未定 *1996年11月和議申請	オリンピックスポーツ
—	更生計画の中で弁済される模様 *1997年1月会社更生法適用を申請。	京博
—	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。	大都工業
新日本・和光	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。	ヤオハン

越え、最後に一括買い取り処理が行われた1985年ですら保険を含む金融機関の消化が50%超であり、金融機関だけの出席で社債権者集会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、更生計画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、関係人集会において更生計画案を決定する際、①更生債権者の組においては議決権総額の3分の2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画案については議決権総額の4分の3以上、(b) 更生担保権減免、その他期限の猶予以外の方法による計画案については5分の4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(会社更生法第205条)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、受託会社を買取ってきたのは、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リ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、デフォルト債の買い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<sup>5)</sup>。

## 2. 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、1985年の三光汽船の事例を最後に以後行われていない。1980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、1993年11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。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3例をみてみよう。

### (1) 村本建設の事例

同社は1908年設立の奈良県下最大、全国23位のゼネコンで、破綻時の資本金24億円、従業員約2,000名、93年6月期の売上高は2,915億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30億円)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、1993年11月1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、93年6月期の長短借入金は2,425億円であるが、子会社や下請け会社の債務保証を加えると約5,300億円にのぼり、戦後最大の倒産と報じられた<sup>6)</sup>。ただし、

その後裁判所への届出債権額は約6,300億円に達している<sup>7)</sup>。

同社破綻時の金融機関長短借入金残高は、大和銀行428億円、南都銀行310億円、日本長期信用銀行230億円、第一勧業銀行177億円、さくら銀行135億円、三和銀行128億円、その他1,017億円、合計2,425億円となっており、またデフォルトとなった社債は、第1回債45億円（主受託・大和銀行）、第2回債45億円（第一勧業銀行）、第3回債22億円（日本長期信用銀行）、第4回債25億円（さくら銀行）、第5回債25億円（大和銀行）、第6回債25億円（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、93年1～3月の運転資金として140億円、さらに9月までの運転資金として210億円をそれぞれ協調融資し、またその間4月に大和、7月に南都が役員派遣を行い、3年間で1,000億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、4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<sup>8)</sup>、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厳であったことを物語っているといえる。

1995年12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<sup>9)</sup>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、6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1、2回債と3回債の一部で、その他は一般更生債とされ、90%以上がカットされた上、弁済期間は2001年8月末から2014年5月末までの14年間とされた。したがって、同社5回債の投資家である日本生命、6回債の住友生命の弁済率はそれぞれ6.4%、7.6%であると報じられた<sup>10)</sup>。

## (2) 京樽の事例

同社は1950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ーレストラン761店舗を経営する外食産業大手であり、東京証券取引所1部上場会社（上場1982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、127億円、従業員数約1,800人であり、売上高は1991年12月期にピークの825億円を計上した後、減少傾向をたどり、95年同月末582億円、96年同月末には558億円と落ち込み、95年同月末から赤字22億円計上、96年同月末の最終損益は140億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794億円（うち保証債務215億円）、グループ会社の負債370億円であり、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6回債20億円(主受託・第一勧業銀行)、第7回債20億円(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、93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<sup>11)</sup>。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った<sup>12)</sup>。

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、1996年10月末の資産総額1,049億円、負債総額769億円は、資産総額623億円、負債総額1,013億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133億円の増額計上および買い取り予約不動産の予想損失に対する引当て金133億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、1962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(1982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237億円、従業員数約1,200名、店舗数は国内42、海外26であり、1997年3月期

の売上高は1,619億円であったが、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359億円の赤字計上となり、9月18日会社更生法申請に至った。

また、破綻時の負債総額は1613億円で、907億円の債務超過であり、負債内容は、保証債務未払い金490億円、短期借入金219億円、長期借入金227億円、転換社債374億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たず、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ったといわれる<sup>13)</sup>。

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フォルトとなった。具体的には、第1回債100億円(残高88億円、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3回債200億円(残高198億円、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100億円(残高88億円、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、国内公募債のデフォルトとしては、1985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<sup>14)</sup>。

## (4) 不買い取りの定着

以上の3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90%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30%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いまま破綻している。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、デフォ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フォ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<sup>15)</sup>が、1993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<sup>16)</sup>。

第三に、1993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<sup>17)</sup>ことである。もっとも、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4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ニシア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っ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。

### 3. 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3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2～5回の転換社債（残高約139億円、管理会社：日本興業銀行、あさひ銀行）に対して、15億6,000万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うかがわせるものとなっている<sup>18)</sup>。この背景には、同社に対しては興銀から2名（副会長・副社長）、あさひ銀行から1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、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できており、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1年の場合、1997年4月6日時点で2.232%であったのに対し、10月20日には6.151%となり、大きく開いた。また、個別銘柄では、フジタ13.3%、日本国土開発13.1%などといった銘柄も現れた。

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、7月29日に条件決定したニチロ債から10月23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ったために発行が可能となったといわれ、今後のBBB格銘柄の起債は不透明といわれている<sup>19)</sup>。また、銘柄によっては、利回りを上乘せしてもかえっ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。

### 4. 小括

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があげられる。

まず、デフォルト後の処理ルールがいまだ十分に確立されているとは言い難いことである。社債管理会社による買取りは行われなくても、現在社債の約7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のかが不明であるし、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<sup>20)</sup>。

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、それがディストレスト証券市場という形で処理されているアメリカに学ぶとことが多々あると考えられ、次節以降アメリカのディストレスト証券市場についてみていくこととする。

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(1992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、同社債は投資家が受託銀行に限定されていた可能性が高い。

- 10) 『日本経済新聞』, 1995年12月23日, および『日経公社債情報』, 1997年9月29日, 参照。
- 11) 『日本経済新聞』, 1997年1月20日。
- 12) 『日本経済新聞』, 1997年4月1日。
- 13) 『日本経済新聞』, 1997年9月19日。
- 14) 『日本経済新聞』, 1997年9月20日。
- 15) 例えば, 三光汽船の事例では, 『日本経済新聞』, 1985年8月31日, 参照。
- 16) 『日本経済新聞』, 1997年10月9日。
- 17) 吉戒修一「平成5年商法改正の解説(6)」, 『商事法務』, 第1330号, 1993年8月25日, 参照。
- 18) 『日本経済新聞』, 1997年9月19日。
- 19) 『日本経済新聞』, 1997年10月24日。
- 20) 詳しくは, 田頭章一「社債発行会社のデフォルトと投資家の権利保全・行使(上)(下)」, 『金融法務事情』, 第1464号および第1466号, 1996年10月15日および11月15日, 参照。さらに, 山一証券の転換社債の日銀特融による償還は, デフォルトではないものの, 債務超過の懸念が完全に払拭されない状況下での決定であり, 不透明性という点で論議をよんだ(詳しくは, 宇野浩一郎「山一証券CBの償還」, 『日経公社債情報』, 1998年1月26日, 参照)。

## II. 米国の企業破綻と

### ディストレスト・ビジネス

#### 1. 米国の企業倒産

1997年第3四半期の米国の破産状況は、前年同期比21%増であり、353,515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、340,059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13,456件であり、第2四半期から4%の減少であった。1997年第3四半期までの累計では、事業体の破産は、41,278件で、前年同期の40,578件をわずか2%上回っているにすぎない<sup>21)</sup>。そして、ここ数年の傾向を見ても、1991年をピークには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2参照)。

- 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7号, 1997年5月, 参照。
- 2) 日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会, 1996年, 350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6号, 1997年3月, 参照。
- 4) 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(10)社債(1)』, 165~6ページ, 前田庸執筆担当, 参照。
- 5) 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』, 第111巻, 1995年1月, 参照。
- 6) 『日本経済新聞』, 1993年11月2日。
- 7) 『官報』, 1996年1月30日。
- 8) 『日本経済新聞』, 1993年11月15日。
- 9) ただし, 1953年にデフォ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

表2 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3 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。

ところで、米国では破産に関しては、1938年破産法（いわゆるChandler法）が適用される。同法は143章からなり、このうち通常適用されるのは、第7章、第11章、第12章および第13章であり<sup>20)</sup>、これで破産件数全体の99%以上を占めている（表3参照）。これらの章を簡単に概観すると次の通りである。まず第7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13章を申請する能力がある場合には、第7章が乱用されることから申請を却下している。次に、第11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11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12章は1986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11章よりも費用が少ないのが特徴である。最後に、第13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13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。

したがって、企業の再建策の策定に関しては、第11章が基本的に適用され、これは日本の会社

更生法に相当するが、両者の間にはかなりの相違点がある。まず第一に、米国では倒産手続き開始の要件がなく、債務者が破綻の申し立てを行うと同時に債権者によるいっさいの債権回収行為が禁止されること（日本では倒産手続き開始の要件があり、倒産開始決定前に保全処分、中止命令などを受けることとなっている）、第二に占有を継続する債務者（debtor in possession: DIP）といわれる概念があり、ほとんどの場合旧経営陣が継続して会社再建にあたること（日本では管財人が選任され、これが再建にあたる）、第三に無担保債権者全体の利益のための債権者委員会creditors' committeeが設立されること（日本ではこのような制度はない）、などである。そして、このことは連邦破産法の当事者主義の表れであるといわれている<sup>21)</sup>。

さらに、米国では第11章を申請せず、裁判所外（out-of-court）で当事者間の交渉によって処理される場合（ワークアウトといわれ、次節参照）が多数あり、また第11章を申請するにしても予め当事者間で再建案が策定されたあとに裁判所に持ち込まれる場合もある。これはブリ・パッケージド・チャプター・イレブンprepackaged Chapter 11と通常よばれ、その特徴は、第一に迅速性と費用の節約、第二に反対債権者に対する強制力の行使、第三に第11章の利点の活用（自動停止、倒産申し立て後のDIPファイナンスなど）、第四に柔軟性、などが指摘されている<sup>22)</sup>。

## 2. ディストレストおよび ディストレスト証券

ところで、前章でも述べたように、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狀態は一般にディストレスdistressまたはフィナンシャル・ディストレス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。ここでは、ディストレスおよびディ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、ディ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11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10%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<sup>25)</sup>。したがって、ディストレスと呼ばれる事態には、フェイラーfailure、インソルベンシーinsolvency、デフォルトdefault、バンクラブシーbankruptcyの4つの場合がある。

まず、フェイラーは、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、長年にわたってフェイラー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という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、ビジネス・フェイラーbusiness failureという用語が採用されており、そ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、インソルベンシーも、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、テクニカル・インソルベンシーとバンクラブシーの意味でのインソルベンシーに分かれる。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、しばしば公式的なバンクラブシー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、デフォルトにはテクニカル・デフォルトと法的デフォルトがあり、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・デフォルト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・デフォルトとなる。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ラブ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って、企業が元利払いを怠り、30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ィストレスト・リストラクチャリングを実行しようとし、公式的なバンクラブ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ャリングに関して合意が成立し、その後バンクラブ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・バンクラブシー)。

最後に、バンクラブシーは連邦地方裁判所で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ラブシー・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。

以上がディストレストとされる事態であるが、ディストレスト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ィストレストとデフォルトを区別して論じている<sup>26)</sup>。ただし、投資という観点からすると、ディストレスト状態からの回復過程が注目され、とくにバンクラブ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11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イアー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<sup>27)</sup>。

また、このような事態に陥っている企業の証券がディストレスト証券とされるが、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ィストレスト状態に陥れば、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<sup>28)</sup>。

### 3. ディストレスト証券市場と その参加者

では、実際米国のディストレスト証券市場はどの程度の規模と参加者を有する市場であろうか。

まず、その市場規模について見てみたいが、これについてはその市場の性格上必ずしも十分なデータがあるわけではない。したがって、推計に頼るしかないが、アルトマンはやや古いが、この市場規模を次のように推計している。まずディストレスト証券を狭くその債務をデフォルトした企業または第11章に申請した企業の証券で、公募形式の株式および債券と定義した場合、1992年8月時点でのデフォルト証券の市場価格は、額面価格の50%を市場価格と仮定すると、約230億ドルであるとしている。また、米国債の10%を越える利回りで売買されている証券と定義すると、1992年の残高ベースで額面価格710億ドル、市場価格370億ドルと推計している。さらに、私募債、銀行債務、取引手形などを加えると、約3倍になるといわれている。したがって、これらの合計は市場価格で1,780億ドル、額面価格で2,840億ドル規模に達するとしている<sup>29)</sup>。

次に、市場参加者については、ディストレスト状態に陥った企業はもとより、このようなディストレスト証券を専門に扱う仲介業者、投資ファンド、さらに情報ベンダーが存在しており、特に投資ファンドについては、バルチャー・フ

ファンドvulture fundとよばれており、注目されている。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、10万ドル程度の資金で投資可能な公募型とに分類され、前者について実態は把握しにくいといわれている<sup>30)</sup>。また、ディストレス情報専門の情報ベンダーが存在することも米国の特徴であると思われる。例えば、ニュー・ジェネレーション・リサーチNew Generation Research社はディストレスト企業およびターンアラウンド過程の企業に投資する投資家に限定して情報提供を行っており、"The Turn-around Letter", "Troubled Company Prospector"など数種類の出版物を公刊し、個別の情報も提供しているほか、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。

#### 4. ディストレスト証券投資

ここではアルトマンの研究に依拠してディストレスト証券投資をみてみよう。アルトマンの研究, "Investing in Distressed Securities"<sup>31)</sup>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、ディストレスト証券の投資家は目標収益率を通常30%に設定しており、その最小限でも20~25%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1987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、1987年および1988年の収益率が高く、逆に1989年に悪化し、1990年にはマイナス17.1%まで低下した。そして、1991年には

表4 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.

189億ドルのデフォルトが発生し、1990年の184億ドルを上回った。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、11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ストレスト証券の価格は、デフォルトしたものも、しなかったものも含めて、すぐにも回復しそうなくらい低い水準に落ち込んでいた。実際、デストレスト証券市場は1991年から回復に転じ、この指数も43.1%に上昇した。そして、1987年～1991年の月次ベースの総収益

パフォーマンスは、他の2つの指数と比肩しているものとなっている(表4参照)。5年間の指数の加重平均は9.8%であり、単純平均では13.5%となり、1992年8月までを算入すると、前者11.1%、後者15.6%に達している。S&P500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、1991年ではデフォルト債指数が他の2指数を上回り、5年間ではS&P500が15.4%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10%弱で並んでいる。

表5 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.

表6 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.

表7 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	確定/更正時の価格
		(Po)	(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8 11章債券の収益率

債権の種類	サンプル数	L <sub>1</sub> (%)		L <sub>2</sub> (%)		L <sub>3</sub> (%)	
		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]

表9 リスク証券指数の相関関係 (1987年~1991年)

月次収益の相関性	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
アルトマン-メリルリンチ指数	100.00%	36.18%	58.96%
S & P 500 株価指数		100.00%	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	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
アルトマン-メリルリンチ指数	100.00%	14.91%	62.72%
S & P 500 株価指数		100.00%	47.96%
メリルリンチ高利回り債指数			100.00%

(出所) Altman [1993], p.175.

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5参照)。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)」するため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<sup>30)</sup>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11章確定、更生ないし清算時の価値をそれぞれ比較することによって分析している。その結果、1985年から1991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6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<sup>31)</sup>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。

$$L1 = (P_o - P_c) / P_o$$

$$L2 = [P_o - (P_c - FI)] / P_o$$

$$L3 = [P_o - (P_c - FI - IFI)] / P_o$$

ここで、L1, L2, L3はそれぞれ損失をあらわし、

$P_o$  = 最初の発行価格

$P_c$  = 11章確定、更生ないし清算時の価格

$FI$  = 再建期間中の不払い金利 (デフォルトでのクーポンの損失を含む)

$IFI$  =  $FI$ に対する金利

このように定義した上で、アルトマンらは11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223銘柄の債券について調査しているが、その結果は表7および表8の通りである。つまり、全223銘柄では、最も単純な損失であるL1は、-48.4%であるのに対し、L2は-79.8%であり、さらにL3は83.4%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9参照)。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す、逆もまた同様である。また、デフォルト債とS&P500との関係も、1989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によって、その特性を生かそうとしている。

## 5. 小括

以上、米国の企業破綻の現状とディストレスト証券市場および投資について考察した。その際、米国ではディストレスト証券市場という、いわば証券市場のなかでも外延部に属する市場においても情報ベンダーないしアドバイザー、投資ファンドが存在し、さらに学界においても相当な研究蓄積があり、これらが一体となって市場が形成されていることが注目される。とくに、本稿では紹介できなかったが、多数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。

- 21) American Bankruptcy Institute, "ABI Press Releases", December 1, 1997.
- 22) その他、第1章から第7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8章は農業従事者の債務について規定し、第9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、1996年、および渡邊光誠著『アメリカ倒産法の実務』、商事法務研究会、1997年、参照。
- 23) 前掲、渡邊著、p.6~7、参照

- 24) 前掲、渡邊著、p.123、参照。
- 25) Altman, Edward I., "Investing in Distressed Securities", in Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. *Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies*. Business One Irwin, Illinois, 1991, p.664.
- 26) Altman, Edward I. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, New York, 1993, p.162.
- 27) Sigoloff, Sanford C., "Introduction", in Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. 1991, 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11章申請の可能性(ワークアウトによって再建案が策定されたあとに、債務者または債権者から第11章申請がなされ、場合によっては一旦受領した支払いないし担保を交換ししなければならなくなる可能性がある)、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(前掲、渡邊著、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11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., "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, 1996, 参照。
- 28) Gilson, Stuart C., "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」(室原妙子訳)、『証券アナリスト・ジャーナル』、1996年8月および9月、109ページ)
- 29) Altman, Edward I., 1993, pp.162-163.
- 30) 拙稿「米国の企業破綻とバルチャー・ファンド」、『証研レポート』、No.1554、1998年1月、参照。
- 31) Altman, Edward I. "Investing in Distressed Securities", in Altman, Edward I. 1993.
- 32) Edward I. Altman, "Revisiting the High Yield Debt Market", *Financial Management*, Summer 1992, pp. 78-92.
- 33) Altman, E., Eberhart, A., and Zekavat, K., "The Experience of Defaulted Debt Securities-From Birth Of Chapter 11 Emergence," *Standard & Poor's Corporate Report*, and Working Paper, NYU, Salomon Center, 1992.

### Ⅲ. ディストレスト証券市場の可能性と意義

以上のように、米国ではディストレスト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い取りの定着という状況を鑑みれば、このようなディストレスト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ィストレスト証券保有者となった投資家にとって、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。

#### 1. 情報開示

ディストレスト証券投資は、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、米国でもディストレスト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ターン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ど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11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ャリティ・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<sup>34)</sup>。実際、米国では、第11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。部外者が知ることのできるのは、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<sup>35)</sup>。

#### (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、米国では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情報を受け取っており、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<sup>36)</sup>。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1972年6月のリリース(No.9660)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<sup>37)</sup>。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、ディストレスト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う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可能性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っても、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かるべき期間をおいて取引することになるが、その間に委員会で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<sup>38)</sup>。

以上、3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1930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, LJH Alternative Investment Advisors, Equity Group, Appollo Capital Management, Bennett Management, Mutual Series, Commac Partners,などがあり、1993年時点でディストレスト証券を専門に扱うファンドは27、預かり資産200億ドル以上といわれている<sup>39)</sup>。つ

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80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ブ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90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。ディス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、一概にいえないが、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、10万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まで分かれ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。

34) 前出のGilson準教授およびNew generation Research社への問い合わせによる。

35) 拙稿「デフォルト社債処理の透明性について」、『証研レポート』、No.1544、1997年3月、参照。

36) 前出のGilson準教授およびNew generation Research社への問い合わせによる。

37) ただし、現在SECはこれについて意見書を出している。SEC, Staff Legal Bulletin No.2, April 15, 1997, 参照。

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LJH社は、この市場での成功3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<sup>40)</sup>、また業界最大手といわれるBDS社は、約40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<sup>41)</sup>。さらに、Appollo 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、Appollo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・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<sup>42)</sup>。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をふまえて行われている。

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

- 38) 前出のGilson準教授への問い合わせによる。
- 39) Gilson, 1995, p. 8. (邦訳, 108ページ)
- 40) 同社資料による。
- 41) 同社資料による。
- 42) 例えば, 以下。

Sumner, L., *Investing in Bankruptcies and Turnarounds: Spotting Investment Values in Distressed Businesses*, Harper Business, 1991.

Dinapoli, D., Sigoloff, S., and Cushman, R., ed. *Workouts and turnarounds: the handbook of restructuring and investing in distressed companies*. Business One Irwin, Illinois, 1991.

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

## まとめ

米国のディストレスト証券市場を考察すると、ディス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そのようなディストレス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、といった制度的または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、日本でディス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る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は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1200兆円といわれながら、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ィス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

ディス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。

最後に、このようなディストレスト証券市場の成立は、単なる新たな資金運用の場と業務を提供するだけではなく、継続企業の発行証券を対象とした既存の証券市場にも影響を与えることが推測できる。前述のように、デフォルトが相次ぐ過程で、ゼネコン銘柄など評判の悪い銘柄の債券価格が急落したように、社債流通市場ではデフォルト・リスクが高まるとアンダーシュートした相場が形成されると言われている。これはデフォルト後の転売不能をおそれた機関投資家が、悪評の銘柄を投げ売りするためとされているが、日本の場合、デイス

トレスト証券を対象とした市場が欠如しているために、デフォルト後には無価値なものとなるという投資家の不安心理を助長し、より一層アンダーシュートを強めていると思われる。その意味で、ディストレスト証券市場という、外延的な市場の形成は、既存の継続企業の証券市場の安定性を高める方向に導くものであると思われる。すなわち、秩序だった市場退出のルートを提供することによって、既存の市場内部の不安定化要因が排除されうるものと考えられる。

(謝辞)

本稿を作成するにあたって下記の方々から貴重なご教示および資料を賜ったことを感謝いたします。ただし、本文中に誤りがある場合はすべて筆者の責任に帰するものです。

大杉謙一氏(東京都立大学)、庄司俊之氏(野村証券)、高木新二郎氏(新潟地方裁判所)、中村博氏(モルガン・スタンレー証券)、伴百江氏(日本経済新聞)、三宅省三氏(弁護士)、山口芳泰氏(弁護士)、吉村龍吾氏(モルガン・スタンレー証券)、渡邊光誠氏(弁護士)、Dr. Stuart Gilson(Harverd Business School)、David W. Grim(SEC)、Mr. Chris McHugh(New Generation Resarch)、Mr. Jason Schwartz(Columbia Law School)、Mr. Robert D. Strahota(SEC)

(当所大阪研究所主任研究員)