

第2章 信用リスクと社債格付

第2章 信用リスクと社債格付

2.1 企業倒産と社債のデフォルトの関係

一般に、社債投資における信用リスクとは、投資した社債の債権が予定通りに履行されないことである。具体的には、利息および償還金が予定した時期に予定した金額で支払われないこと（すなわちデフォルトすること）を信用リスクという。

かつて日本では、企業が法的整理に陥る前に、社債についての財務制限条項が発動されたか、または、担保権が行使されて社債が弁済されたため、社債の信用リスクについては長年認識されずにいた。（適債基準撤廃後、財務制限条項は「財務上の特約」と名称を変えて制度は存続しているが、付与の有無及び内容は発行体の自由である。）

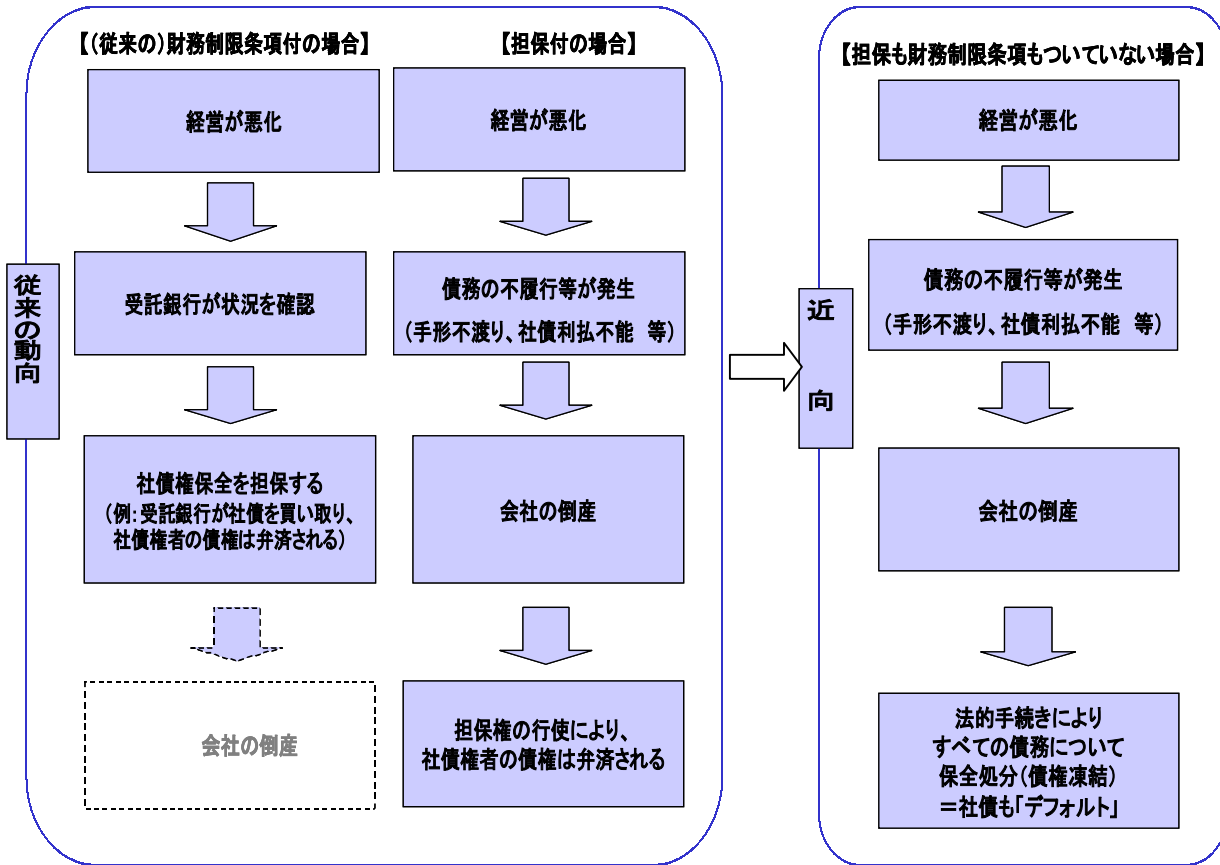
ところが、近年発行される社債は無担保が一般的であり、その場合、会社が倒産した場合には、社債権者も他の債権者も同様の手続きを踏む（図表2-1参照）。

また、たとえ特別に社債権者に対しては額面の100%弁済が行われたとしても、それは他の債権者の合意などが前提にあるため、本質的には「社債のデフォルト」であることは変わらない。つまり、いったん倒産した企業の社債は、それまでの社債とは別なものになっていると考えた方がよい¹。

従って、以下、企業の倒産と社債のデフォルトは、特に記載しない限り同時に発生しているものとみなす。

¹ いわゆる「はげたかファンド」等、極めて高いリスクとリターンを求める投資としてデフォルトした社債や株式に投資するファンドなども存在している。また、スポンサーとして再建途上にある企業の支援に乗り出すファンドなどもある。いずれも、オルタナティブ投資の一種と考えられ、通常の社債投資や有価証券投資とは異なるスキームであるとみなされている。

図表 2-1 企業の倒産と社債のデフォルトの関係



(備考) 末松義章[2002]『入門の経営 倒産の仕組』、河本一郎、大武泰南、神崎克郎編 [2000]『証券取引ハンドブック第4版』を参考に作成。

なお、「倒産」というのは広く用いられている言葉であるが、法的用語ではない。これは、手形小切手の不渡りによる銀行取引停止をも含めた広義のデフォルトを示す一般用語である。通常、信用リスクについて述べる場合には、法的整理に基づく事例だけでなく、金融機関の判断による支援など私的整理による事例も含めている。ひとつの例として格付投資情報センター（R&I）の「広義デフォルト」の定義を以下に示す（図表2-2参照）。

図表2-2 格付投資情報センター（R&I）の広義デフォルトの定義

<広義デフォルトの定義>

(1) 社債のデフォルト

(2) 法的破綻

- ① 裁判所に破産を申請する
- ② 裁判所に会社更生法の適用を申請する
- ③ 裁判所に民事再生法（2000年4月以前は和議法）の適用を申請する
- ④ 裁判所に特別清算の開始を申請する
- ⑤ 裁判所に商法による会社整理の適用を申請する
- ⑥ 1回目不渡り後に任意整理する
- ⑦ 2回目不渡りを出し、銀行取引停止処分を受ける
- ⑧ 不渡りは出さず内整理する（代表が倒産の事実を認めたとき）
- ⑨ 国有化
- ⑩ 自主廃業

(3) 債権放棄

- (4) 救済合併あるいは主たる営業資産の譲渡（資産価値がない場合）
- (5) 第三者割当増資（債務超過回避を目的とした資本注入）
- (6) 債務超過（その後、倒産回避のために金融支援を受けた場合）

（備考）格付投資情報センター（R&I）「格付別『広義デフォルト率』について」から抜粋した。

また、他の格付機関についても、格付投資情報センターとおおむね同様のデフォルトの定義を用いている。従って、第3章の計量分析においても、格付機関が用いているのと同様の広義のデフォルトを用いる（図表2-3参照）。

図表2-3 主な格付機関の広義デフォルト

狭義デフォルト	法的破綻				
	形態	適用法	主な申請者	手続き内容	
	1 破産	破産法	債権者・債務者	裁判所が任命する破産管財人のもとで資産の整理、債権者への分配が行われる。	
	2 民事再生	民事再生法	債権者・債務者	債務の清算をしながら、一方で経済的再建を図る。	
	3 特別清算	商法431条	清算人・債権者・株主	いったん合併・破産以外の事由で解散し清算会社となり、その後清算を行う。	
	4 会社更生	会社更生法	債務者	再建見込みのある株式会社について、事業を継続しながら再建を目指す。	
	5 会社整理	商法381条	債務者の取締役・監査役	整理案には債権者全員の同意が必要なため、債権者の少ない企業に適用される。	
6 国有化（金融機関）	金融再生法（*）	金融機関	政府が破たん金融機関の全株式を強制取得する特別公的管理と、金融整理管財人による管理の二つ。		
（*）平成13年3月末までの時限立法として平成10年10月に成立・施行					
広義デフォルト	私的破綻				
	形態	内容	R&I	S&P	Moody's
	7 社債の債務不履行	その見通しが立った時点で、上記のうち何らかの法的手続きを申請する。	○	○	○
	8 銀行取引停止	交換手形が2度不渡りになると、手形・小切手を振り出すことも、貸付による借入金もできない。	○	○	○
	9 任意整理	裁判所は関与せず、任意の方法で債務者の再建や清算を行う。	○	○	○
	10 自主廃業	具体的には、会社の合併・解散、株式の売却、営業譲渡。取締役会と株主総会での合意が必要。	○	○	○
	11 債権放棄	実際は民事再生法の適用を申請し、そのなかで債権放棄を要請するケースが多い。	○	△	○
			(係争中は除く)		
12 資本注入	債務超過回避を目的とする。	○	○	○	
13 救済目的の債権交換	発行体が債務負担を軽減した別の証券との交換を債権者に申し出る。		△	○	
			(優先株は除く)		
14 債務超過	その後、倒産回避のために金融支援を要請した場合(R&I)。	○			

(備考) 格付機関資料などより作成。

2.2 デフォルト社債の回収手順と実績

以下、主要な法的倒産として、会社更生法及び民事再生法についての一般的な手続きと社債権者との関係を示す。

ただし、一般的には、機関投資家の場合には、社債権者集会に出席するなどの手間をかける例は少ない。そこまでの時間をかけるよりも、デフォルトまでの間に損を出してでも売却してしまう方が合理的であるとの判断が働いているためである。

2.2.1 企業倒産の種類と債権回収手順

手続きが法規によって定められている企業倒産については、以下のとおり、大きく①清算型と②再建型とに分けることができる²。ただし、社債を発行するような企業が倒産する場合には、会社更生法適用もしくは民事再生法の適用がほとんどである（図表2-4参照）。

加えて、社債権者に対しては、商法によって社債権者固有の権利が与えられている一方で、各倒産法³による制限も課されている。商法上の社債権者集会については、その問題点を後に述べる。

図表2-4 法的破綻の形態

法的破綻の形態	清算型		再建型		
	破産	特別清算	民事再生	会社更生	会社整理
適用する法令	破産法	商法431条	民事再生法	会社更生法	商法381条
適用の対象	会社・法人・個人	株式会社	会社・法人・個人	株式会社	株式会社
目的	債務の企業の維持、更生、再建	清算をすること及び迅速・公正な手続を行うこと	経営破綻が深刻化する以前の早期再建	債務者の企業の維持、更生、再建	債務者の企業の維持、更生、再建
主な申立の理由	債務者が支払い不能、事業継続の見込みがなく債務者が倒産状態等	債務者が解散して清算会社であることが前提で、債権者への迅速・公正な配当が困難な場合	近い将来支払不能や債務超過になる可能性があるが、現在であれば再建可能な場合	事業継続は可能だが、資金繰りのつかない会社を、債権者にとっても更正させた方が利点がある場合	支払不能・債務超過に陥る恐れがあると認められ、倒産必須だが、事業継続が見込める場合
決議要件（債権者の同意）	債権者の同意不要	出席債権者の1/2以上、かつ、総債権額の3/4以上の同意	出席債権者の1/2以上、かつ、総債権額の1/2以上の同意	一般更生債権額の2/3以上、かつ、更生担保権額の3/4以上の同意	債権者全員の同意
主な申請者	債権者・債務者	清算人・債権者・株主	債権者・債務者	債務者	債務者の取締役・監査役

（備考）末松義章[2002]『入門の経営 倒産のしくみ』等を参考に作成。

² 安藤一郎[2001]『現代倒産法入門』、末松義章[2002]『入門の経営 倒産のしくみ』等を参照。

³ 一般に、破産法、会社更生法、会社整理法、民事再生法を指して、「倒産法」と称する。

① 民事再生法

民事再生法は、経済的に窮境にある債務者について、その債権者の多数の同意を得、かつ、裁判所の認可を受けた再生計画を定めること等により、当該債務者とその債権者との間の民事上の権利関係を適切に調整し、もって当該債務者の事業又は経済生活の再生を図ることを目的とするものである（民事再生法1条）。

平成12年3月に廃止となった和議法に代わり、平成12年4月に制定された法律である。適用対象としては、会社・法人・個人であり、主として中小企業を中心に適用されているが、近年では民事再生法の利点を生かしてそごうなどの大企業の破綻にも適用されている。

他の倒産法は経営破綻状態にあることが申立て条件だが、民事再生法は経営破綻の事実が近い将来発生する恐れがあれば可能である。また、経営者もそのまま残って再建することが可能である。従って、会社の内容が劣化する前に再生が可能であり、結果として、再生債権者への弁済率も高い傾向がある⁴。

民事再生法においては、社債権者が参加できる場としては、債権者説明会と債権者集会とがある（図表2-5参照）。

再生債務者等⁵は、債権者説明会を開催することができる。債権者説明会においては、再生債務者等は、再生債権者に対し、再生債務者の業務及び財産に関する状況又は再生手続の進行に関する事項について説明するものとする（民事再生規則61条）。

また、再生計画案の提出があったとき、その再生計画案について決議をするために開催される債権者集会の開催は、原則として任意である（民事再生法171条1項）。ただし、再生債務者等の申立てがあるとき、もしくは債権者委員会⁶の申立てがあるとき、又は総債権額の10分の1以上の再生債権者⁷の申立てがあった場合には開催しなければならない（民事再生法114条）。

⁴ 帝国データバンクが発表した平成13年11月調査では、民事再生法下での債務弁済率は平均で27%と、会社更生法下での弁済率より約10ポイント高い、とされている（平成13年11月20日付けの日経金融新聞及び帝国データバンク調査資料を参照）。

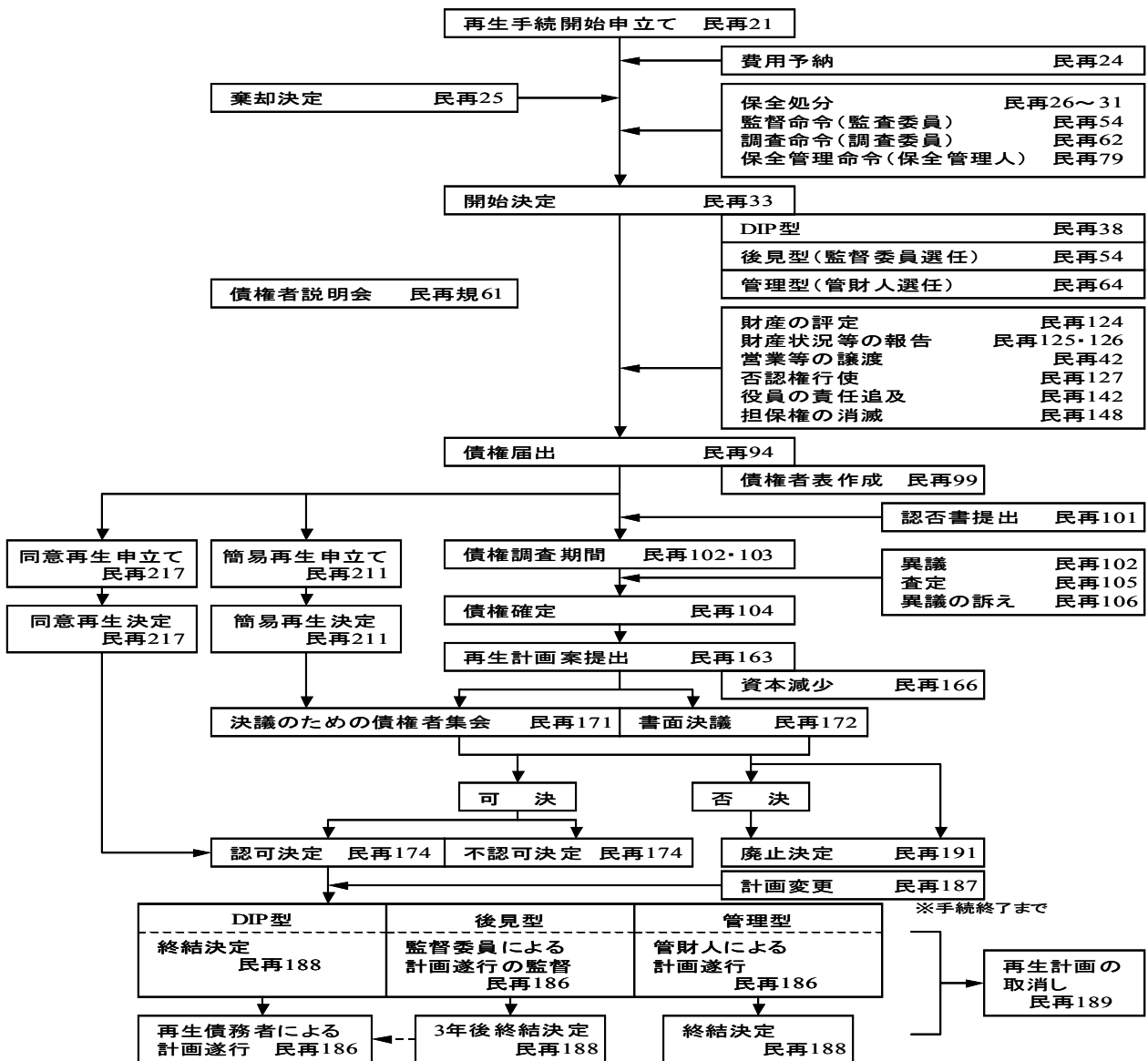
⁵ 「再生債務者等」とは、管財人が選任されていない場合にあっては再生債務者、管財人が選定されている場合は管財人をいう。さらに、「再生債務者」とは、経済的に窮境にある債務者であって、その者について、再生手続開始の申立てがされ、再生手続開始の決定がされ、又は再生計画が遂行されているものをいう（民事再生法第2条2号及び同条3号）。

⁶ 「債権者委員会」とは、倒産処理にもっとも利害関係をもつ再生債権者の意見を再生手続に反映させることを目的として導入された制度であり、債権者委員会そのものは任意に設立できるが、再生手続に関与するためには、一定の要件を満たす必要がある（民事再生法第118条）。

⁷ 「再生債権者」とは、再生債務者に対し、再生手続開始前の原因に基づいて生じた財産上の請求権である再生債権（民事再生法第84条1項）の帰属主体として、再生計画の定めに従って債権の満足を受けるべき者を意味する。

このことは、社債権者の意向が必ずしも反映される訳ではないことも意味している。
 一方で、少額の再生債権の要件を満たした債権について裁判所の許可による弁済が認められている（民事再生法 85 条 5 項）。
 実際に、少額債権者に対しては全額償還した例もある（平成 13 年 12 月に破綻した青木建設では 350 万円以下を対象）。

図表 2 - 5 - 民事再生手続の流れ（通常）



(備考) 1 安藤一郎[2001]『現代倒産法入門』による。
 2 「民再」とは、民事再生法を指す。
 3 「民再規」とは、民事再生規則を指す。

② 会社更生法

会社更生法は、窮境にあるが再建の見込のある株式会社について、債権者、株主その他の利害関係人の利害を調整しつつ、その事業の維持更生を図ることを目的としており、昭和 27 年 8 月に制定された法律である（会社更生法第 1 条）。

会社更生法については、更生手続の対象が株式会社に限定され（会社更生法第 1 条）、事業の継続に著しい支障をきたすことなく弁済期にある債務を弁済することができないとき及び破産の原因たる事実の生ずるおそれあるときに手続が開始される（会社更生法 30 条 1 項）。また、更生手続開始の決定があった場合においては、会社の事業の経営並びに財産の管理及び処分をする権利は裁判所の選任する管財人に専属され（会社更生法 53 条）、したがって、破綻前の取締役は退任することになる。

会社更生の手続については図表 2-6 のとおりの流れであり、株式会社にのみ適用される会社更生法だが、破綻した株式会社が発行した社債の社債権者が更生手続に参加した場合に備えた特別の規定はなく、社債権者の手続参加については専ら商法中の社債関連規定にゆだねられている。

商法では、社債管理会社が社債権者集会の決議により更生手続に属する一切の行為につき授權を受け、これに基づいて更生手続上の権利を行使することが予定されている（商法 309 条ノ 2）。

しかし、社債権者集会の決議に必要な定足数を満たすことが困難であったり⁸、社債管理会社を設置しないで社債を発行する例が増えていたりする⁹ことから、事実上、商法の規定が機能しない事態が発生し得る。

その結果、多額の社債を発行している会社が更生法を適用した場合、社債権者の了解を取り付けるのが事実上困難となり、その結果更生計画そのものの成立も危うくなり兼ねない。

⁸ 平成 10 年に破綻した日本国土開発の転換社債では、社債権者集会の出席者数が議決に必要な定足数に満たず流会した。個人投資家の保有する割合が高かったためである（平成 13 年 10 月 31 日付日本経済新聞による。）なお、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 2/3 以上の多数による合意が必要される（商法 324 条・343 条ほか）。

⁹ 社債管理会社を置かない社債発行が全体の 7 割以上ともいう（田頭章一著[1998]「社債のデフォルトと社債管理会社の役割—近時の事例を踏まえて—」による。）。

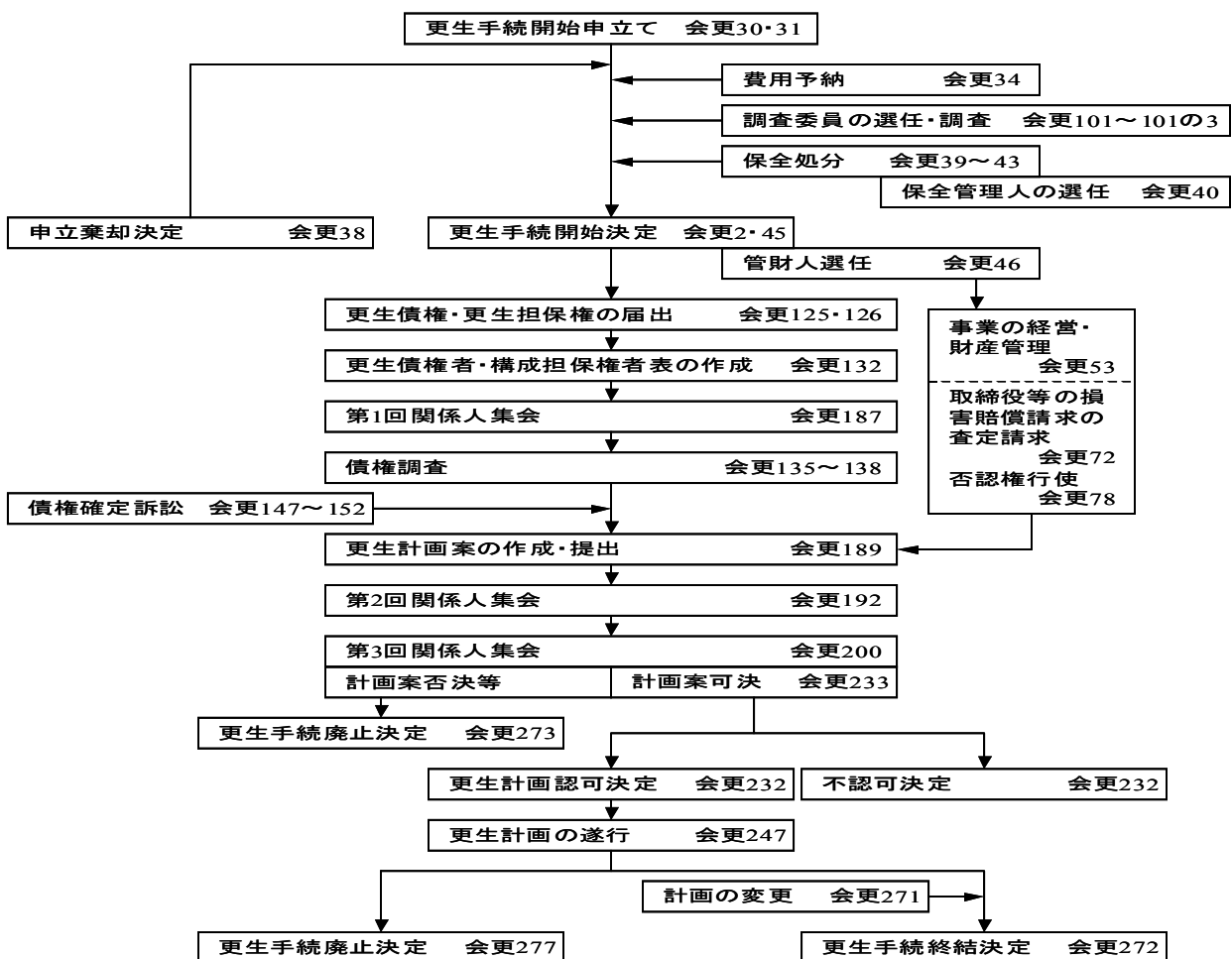
ア 商法における社債権者集会の問題

現行商法によれば、社債権者は、別に定めがない限り、社債管理会社に、裁判上又は裁判外の行為についての権限を委ねており、個別法に別途定めがない限り、関係人集会などに参加することができない。

そこで、平成14年9月現在進められている会社更生法の改正作業では、関係人集会に社債権者が直接参加できる方向で改正案が作成されている¹⁰

なお、現行商法における社債権者集会についての規定は、図表2-7のとおりである。

図表2-6 会社更生手続の流れ



- (備考) 1 安藤一郎[2001]『現代倒産法入門』による。
 2 「会更」とは、会社更生法を指す。

¹⁰ 法務省ホームページ「会社更生法改正要綱試案補足説明」及び日本経済新聞14年2月14日付記事などを参照。

図表 2-7 商法における債権者集会に関する規定（抜粋）

条文の番号	条文
第三百九条	<p>社債管理会社ハ社債権者ノ為ニ弁済ヲ受ケ又ハ債権ノ実現ヲ保全スルニ必要ナル一切ノ裁判上又ハ裁判外ノ行為ヲ為ス権限ヲ有ス</p> <p>○2 社債管理会社ガ弁済ヲ受ケタルトキハ遅滞ナク其ノ旨ヲ公告シ且知レタル社債権者ニハ各別ニ之ヲ通知スルコトヲ要ス</p> <p>○3 前項ノ場合ニ於テ社債権者ハ債券ト引換ニ償還額ノ、利札ト引換ニ利息ノ支払ヲ請求スルコトヲ得</p>
第三百九条ノ二	<p>社債管理会社ガ左ノ行為ヲ為スニハ社債権者集会ノ決議ニ依ルコトヲ要ス</p> <p>一 総社債ニ付為ス支払ノ猶予、不履行ニ因リテ生ジタル責任ノ免除又ハ和解</p> <p>二 前条第一項ノ行為ヲ除クノ外総社債ニ付為ス訴訟行為又ハ破産手続、再生手続、更生手続若ハ整理若ハ特別清算ニ関スル手続ニ属スル一切ノ行為</p> <p>○2 前条第二項ノ規定ハ社債管理会社ガ前項各号ニ掲グル行為ヲ為シタル場合ニ之ヲ準用ス</p>

イ ヤオハンの例

既に会社更生の手続きを完了したヤオハンの場合、以下のような日程で手続きが進められた。

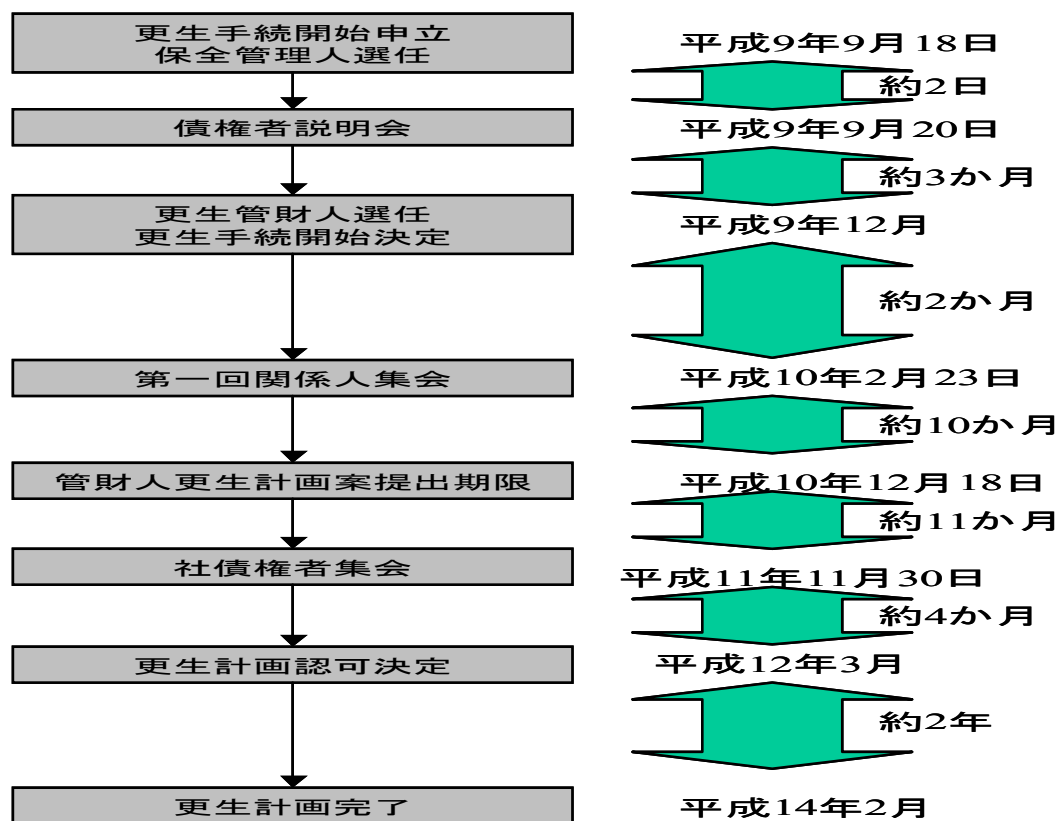
これを見ても分かる通り、更生手続開始の申立てから、更生手続きの完了まで4年以上が費やされている。その内、更生計画認可まででも2年半が経過している。それでもヤオハンの再建は（再建まで）「異例な速さ」と評価されているのである¹¹（図表2-8参照）。

また、ヤオハンの場合、更生計画が確定する前にも社債の買取りがあった。更生計画における買取りにおいても、その前の買取りにおいても回収率は10-12%程度であり、海外発行の社債の回収率は更に低い（3%程度）。

したがって、一般の投資家としては、デフォルトした後の回収率を気にするよりも前に、如何にしてデフォルトするような債券を保有しないで済ませるかに注力するべきである。

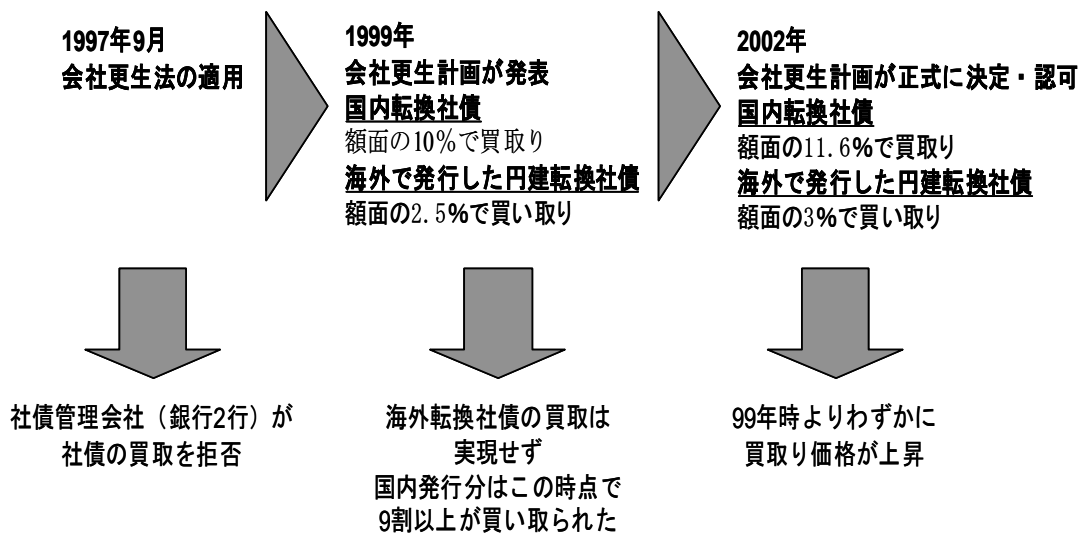
¹¹ 例えば、新聞報道でも、「イオン支援でスピード再建」（平成14年3月2日付毎日新聞）、「異例の早さ」（平成14年3月3日付静岡新聞）などと表現されている。

図表 2-8-① ヤオハンの会社更生手続完了までの日程



(備考) 各種資料及び報道を基に作成。

図表 2-8-② ヤオハン債のデフォルト後の経緯



(備考) 各種資料及び報道を基に作成。

2.2.2 デフォルト社債の回収実績

起債自由化後のデフォルト社債の回収実績については、米国における実績などと比べて極めて低い。ヤオハン債の例を見ると、国内転換社債で額面の12%程度、海外発行転換社債の場合で3%程度である。

この理由としては、社債権者の権利についての法的裏付の違い、不良債権売買市場の成熟度の違いなどが挙げられるのに加えて、日本の特殊事情として、いわゆるメインバンクを中心にできるだけ企業を倒産させまいとする意識が働くことから法的デフォルトに至った企業は既に経営資源を枯渇させてしまっている、という見方もある。

従って、かつては社債については受託会社が買い取ることが一般的であったが、現在はその慣行は崩れており、万が一保有している社債がデフォルトしたら、担保や保証がつかない限り、元本の回収はほとんど期待できない事態が発生している（図表2-9参照）。

一方で、最近では、多様な方法によって、高い弁済率・償還率を達成している、次のような例もある。

- ・ 個人向け社債を発行していた企業の場合で、小額債権者に対してだけ100%返還する例・・・青木建設
- ・ 担保権や保証を実行した例・・・モリショー、靴のマルトミ、壽屋

加えて、平成12年4月から施行された民事再生法の下では、川崎電気のように、「資産の劣化が進む前に法的整理が申請されたため」（川崎電気の監督委員、多比羅弁護士：平成13年4月25日付日経金融新聞）弁済率が一般債権も含めて高率となった例も出てきている。

いずれにしても、デフォルトするような社債を保有し続けていることは一般的な投資家の場合には、弁済率の多寡に関わらず、適切な行為とは考えにくい。当初購入した時点では十分に信用リスクが低いとみなされた社債でも、保有期間中に、許容できるレベル以上に信用リスクが高まったと判断した場合には、売却を検討するべきであろう。

図表 2-9 公開企業の倒産処理と社債デフォルトの事例

年月	社名	倒産・処理	負債総額 (百万円)	弁済率(%)	社債の種類	社債処理
H3年8月	MARUKO	更生法	285,837	21	スイスフラン建て 私募転換社債	—
H4年8月	レック	更生法	25,344	35	スイスフラン建て 私募転換社債	—
H5年7月	につかつ	更生法	49,700	10	スイスフラン建て 私募普通社債	銀行保証
H5年11月	テー・エス・デー	破産	9,239	—	スイスフラン建て 私募転換社債	—
H5年12月	光洋機械産業	更生法	97,000	11	スイスフラン建て 私募普通社債ほ	—
H7年1月	日本データ機器	和議、破産	41,500	—	スイスフラン建て 私募転換社債	—
H8年9月	オリンピック・ス ポーツ	和議、破産	35,506	—	ユーロ円建て転 換社債	—
H9年1月	京樽	更生法	101,332	20	—	—
H9年7月	東海興業	更生法	511,007	2	—	—
H9年7月	多田建設	更生法	171,400	13	—	—
H9年8月	大都工業	更生法	159,221	8	スイスフラン建て 私募普通社債	—
H9年9月	ヤオハン・ジャパン	更生法	161,383	11.6	国内転換社債ほ か	更生計画認可前に国内 転換社債を額面100円の 10%で買取り
H9年12月	東食	更生法	639,700	8	—	—
H10年7月	浅川組	更生法	60,300	5	—	—
H10年9月	ロンシャン	更生法	8,758	9	—	—
H10年10月	モリショー	破産	16,121	—	スイスフラン建て 私募転換社債	私募債全額を担保の預 金で保全
H10年10月	テスコ	商法整理	11,700	40	ユーロ円建て転 換社債	—
H10年12月	日本国土開発	更生法	406,717	9	国内普通社債ほ か	19年分割弁済の場合は 10%、一括弁済の場合は 6%回収
H12年7月	そごう	民事再生法	1,870,000	2.7	—	—
H12年9月	川崎電気	民事再生法	25,310	22.4	国内転換社債	22.4%回収(額面50万 円当たり113,370円)
12年12月	靴のマルトミ	民事再生法	64,850	15	国内転換社債	(発行時の純財産維持 条項に抵触し担保付に切 り替え)担保権実行、
H13年9月	マイカル	民事再生 法	1,388,000	—	国内転換社債 国内普通社債	—
H13年12月	青木建設	民事再生法	30,870	2 (元本350万円 以下の債権者 は全額弁済)	国内転換社債	第3回、第5回CBは社債 券1枚(額面100万円)に つき12万円の一括弁済
13年12月	壽屋	民事再生法	20,000	—	国内円建て私募 普通社債 ユーロ米ドル建て 私募普通社債 スイスフラン建て 私募普通社債	損保や銀行による保証 で全額弁済

- (備考) 1 氏家純一編[2002]『日本の資本市場』、事業再生研究機構編[2002]『再生計画事例集』、日本経済新聞・日経公社債情報の各報道資料等から作成。
2 「—」は該当なし・未定または不明。