

# 日本の社債市場における メインバンクサポートと社債デフォルトの関係

経営危機に陥った取引先に銀行が支援を行う、メインバンクを中心とした企業サポートの仕組みは、日本特有の金融システム上の商習慣として、長年研究されてきた。過去数十年の間に弱体化したとはいえ、メインバンクや銀行団のサポートが現在でも多くの日本企業のクレジットファンダメンタルズの下支えに貢献していると国内外の格付け機関も捉えているようだ。

しかし、実際にデフォルトした社債のデフォルトにいたるまでの劇的な格下げペースや、破綻社債の暫定回収率の低さは、銀行との取引関係によって企業の信用力が底上げされるだけでなく、逆に銀行との関係の変化が社債の信用力の低下要因となる可能性も示唆している。本稿では、この可能性についてステップを踏んで検証する。

## 1. 日本ではBB/Baからのデフォルト率が非常に高い

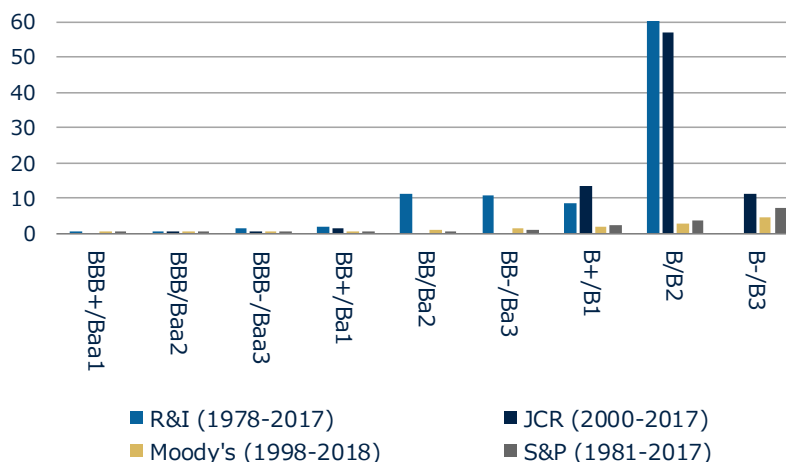
【図表1】は、日系格付け会社二社、外資系二社において、デフォルト（債務不履行）が発生した社債の格付け別デフォルト率を、集計期間1年まで遡って比較したものである。

X軸はデフォルト以前の格付けレベル、Y軸は1年以内のデフォルト率を表している。ムーディーズとS&Pのデータは両者が格付けを付与している世界各国の事業会社や金融機関のデフォルト実績に基づき、日本格付け研究所（JCR）と格付け投資情報センター（R&I）については、日本国内で観測された社債のデフォルトを対象にしている。

デフォルトの定義や算出方法は格付け機関により異なるため、各格付け会社データの厳密な比較対象には無理がある。しかしHY格付けのダブルB（“BB/Ba”）やシングルBレベルでの一年間のデフォルト率を見る限り、日本の格付け機関のサドン・デス率（短期間に格付けレベルが大きく変化し、デフォルトが発生する確率）の高さは否定できない。

日本の社債市場で、HY(High Yield、投機的)格付けの社債のほとんどは元々IG（Investment Grade、投資適格）格付けであった。しかし、それらジャンク債の発行体は、業績や財務指標の悪化が続き、ビジネス・フランチャイズや財務内容に大きなストレスを抱える企業だ。IGから格下げされた日本のHY社債プールと、欧米

【図表1】格付け別平均デフォルト率（集計期間1年、%）



の高レバレッジだが比較的堅調なビジネスモデルを持つHY企業が多数存在するグローバルな社債プールとでは、格付け別のデフォルト・パターンが異なるのは当然だ。

日系企業のデフォルトを更に分析すると、国際比較上のHYデフォルト率の高さ以外に、2つの特徴が見られる。

出所：JCRによる“Annual Default Studies”、R&I、ムーディーズ・インベスターサービス、S&Pグローバル・レーティング  
2018年12月31日現在

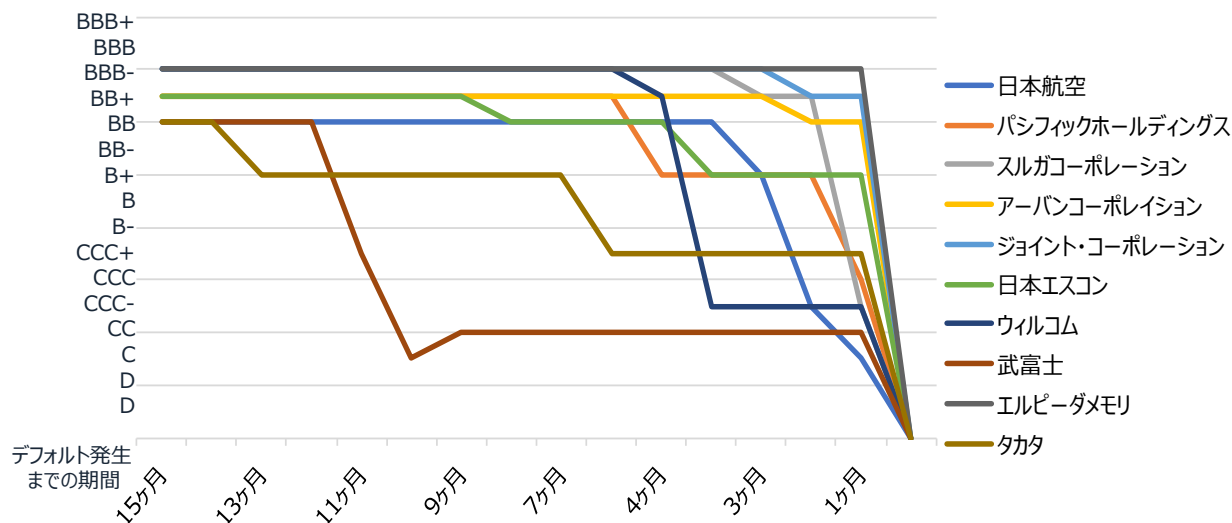
## 2. ケーススタディー:破綻までの道筋、破綻時のリカバリー

日本ではデフォルトした社債について開示されている情報は限られており、データ・バイアスの低い統計的分析は難しい。そこで、デフォルト・パターンを把握するため、過去20年間に発生した大口の社債の債務不履行について情報収集し、約30のパターンに分類可能な企業破綻の事例を特定した。さらに、金融機関を除く、事業会社の社債債務不履行約17件をケーススタディーとして細かく分析したところ、次のような特徴が観測された。

### パターン1：短期間に複数の2段階以上（マルチ・ノッチ）格下げ

【図表2】は、過去約十年間に実際に大口の債務不履行に陥った事業会社のデフォルト直前格付け動向を図式化したものである。X軸にデフォルト発生までの期間を月単位、Y軸に格付けレベルを表示している。このケーススタディーで取り上げた事業会社では、債務不履行となるまでの約一年間に複数回、且つ毎回2段階以上（“マルチ・ノッチ”）の格下げが発生している。マルチ・ノッチ格下げは、特に倒産直前の数ヶ月に顕著に見られる。

【図表2】 債権不履行に至るまでの格付けの変化



出所：JCR、R&I、S&Pグローバル・レーティング・ジャパン、BloombergのデータをもとにPGIM Fixed Incomeが作成  
2018年12月31日現在

### パターン2：著しく低い破綻後の平均回収率

日本の社債市場は、国際的に比較しても、破綻後の平均回収率が著しく低い。【図表3】はケーススタディーとして特定した企業の平均デフォルト率である、破綻直前に社債にも担保が設定され、回収率が100%に達した十五年前のケースも存在するが、現在このような担保の追加設定条項が存在する機関投資家向けの社債は見当たらない。

【図表3】 破綻したシニア社債の発行残高に対する回収率（日本）

1997年～2017年に日本国内で発生した大型の債務不履行17件	
シニア社債の回収率	
平均	25.30%
中位	17.40%
最高（個人投資家向け。特定担保割当条項有り）	100.00%
最低	0.94%

出所：JCR、R&I、BloombergをもとにPGIM Fixed Incomeが集計 2018年12月31日現在

海外の格付け会社が定期的の開示している、破綻社債（特にシニア債）の回収率と比較すると、ケース スタディーとして取り上げた日本の社債回収率の低さが目を引く。

【図表4】 破綻したシニア社債の発行残高に対する回収率 （海外）

ムーディーズによるグローバル無担保シニア債の回収率 （1983年から2018年の発行体平均）	38.15%
スタンダード&プアーズによる米国無担保シニア債の回収率 （2010年から2018年の発行体ドルベースでの平均）	48.10%

出所：Moody'sおよびS&PのレポートをもとにPGIM フィクスト・インカムが作成 2018年12月31日現在

### 3. 銀行取引が、社債権者にとっての企業単独の信用ファンダメンタルズ劣化させる状況

日本企業の格付けが国内外の格付け会社によって付与されるとき、その企業単体の信用力だけではなく、「メインの銀行、銀行団、グループ系列企業からの支援」が企業の信用の保管要因として考慮されることがある。この場合、社債の発行企業の実際の格付けは企業単独（スタンド・アローン）だけの信用ファンダメンタルズと比較して、概ね0～2ノッチ上位の格付けが付与されることになる。（例えば、ムーディーズ社のコメント、Moody's Approach to Rating Corporates in Japan, December 2009 を参照のこと）特筆すべきは、過去重篤な経営危機に陥った企業（東芝、東京電力、シャープ、等々）の社債にデフォルトが発生しなかった大きな理由として、メインバンクを中心とした銀行団サポートの存在を市場参加者が受け入れていることだ。

しかし日本においても、銀行が重大な問題を抱える取引先全てを支援するわけではない。上記のデフォルト・ケーススタディーは、メインバンクやそれに連なる銀行団が、危機的状況に陥った企業に対し、支援による企業フランチャイズの回復が困難と判断した場合に、社債の信用力が急速に悪化することを示している。

日本において、ほとんどの銀行とその取引先に適用される銀行取引約定書には、「債権保全を必要とする相当の事由」が発生すると、銀行が担保や保証等を取引先債務者に請求する権利が定義されている。担保その他の問題債権を銀行が保有することは、規制当局からも求められている。例えば、有価証券報告書にも記載されている自己査定債務者区分では、区分別に担保や保証による債権保全レベルが開示されている。ここでは業績に問題のある企業が破綻していなくても、取引先へのローンが「要管理債権」と区分された時点で債権保全のために担保、または追加担保等を請求することができる。

上記のような債務保全プロセスに加えて、ローンが問題化し、且つ銀行支援が打ち切られた場合、銀行による資金の回収も実施される。実は銀行取引約定書は、銀行と取引先との全ての取引（例えば外国為替、デリバティブ取引、手形割引、当座貸し越し、その他銀行取引のほとんど）に及んでいるため、銀行の方針変更は、企業の活動に大きな影響を与えることは間違いない。この場合、取引先企業の資金繰りも悪化することが考えられるが、企業が複数の銀行と取引をしている場合、多くの取引銀行が担保を確保し、貸出金も引き上げようとするので企業は短期間のうちに危機的な流動性の問題を抱えることになる。その上、大多数の企業が、バランスシート上の流動性の確保は銀行との取引に基づいている、と捉えているので、銀行の取引姿勢の大きな変更に対応することが難しい。



支援を断念した銀行の行動は、社債デフォルトリスクだけではなく、デフォルト時の損失リスクも急速に悪化することを示唆している。1990年代中期までは、財務提供制限条項が社債と銀行ローンに付与されており、担保提供が制限されていた。しかし社債の財務制限条項の自由化が進んだ現在は、ローンに対する財務制限条項は、シンディケート・ローン以外は見受けられない。これは銀行が取引先に対して支援から回収の方針を転換したタイミングで、ローン債権と同順位（シニア債）にあった社債のポジションが劣後化することを意味する。

その上、債権保全を急ぐ銀行が始めに取り込む担保（「適正担保」）は現金や大手取引先との売掛債権のように流動性が高く、回収率も高い。例えば、メガバンク三行（三菱UFJグループ、みずほファイナンシャル・グループ、三井住友ファイナンシャル・グループ）の開示資料を見ると、過去数年間の破綻先、破綻懸念先に対する「担保や保証による回収可能部分」は概ね65～70%のレベルにある。その半面、破綻後に社債権者に残されている残存資産は生産設備のような短期間で流動化が不可能なものの比重が高くなる。

このような銀行との取引関係の変化による資金繰りや取引条件の急速な悪化を格付けに反映させるべく格付け機関は複数段階の格下げを矢継ぎ早に実施する（パターン1）。銀行の貸出債権が担保付債権に変化することは、デフォルトした社債の事実的な劣後化による想定回収率の低化を意味する（パターン2）

#### 4. 社債のローンに対する劣後化の解決への道は遠い

近年、証券会社が提案している「社債権者保護のために、銀行ローンにも担保提供制限条項を加える」ことは、社債権者にとって望ましいがその実現は困難だ。実際、社債市場のステークホルダー（社債発行企業、そのメインバンクと銀行団、そして社債投資家）の変革へのインセンティブは今のところそれほど高くない。

**企業：**日本企業の財務担当者と話をすると、取引先銀行が持つ、ローンの「相当の事由があれば担保請求権を行使する」ある種のオプションの存在は、財務戦略上あまり考慮されていないことがわかる。財務理論的には、このオプションで、ローンが、無担保社債よりも潜在損失リスクが低下し、企業破綻想定時の社債の劣後化に結びつく。しかしそのような破綻時の予測も含めた、総合的な観点からローンと社債とのコストやリスクレベルを比較対象し、例えば銀行に対して、ローンに担保制限を求めている企業は少ないようだ。

**投資家：**米国社債市場では、リーマンショックから回復する過程で社債の信用リスクが軽減傾向にあることから、財務制限条項の緩和が顕著になり、社債発行体と機関投資家との葛藤が今日まで続いている。機関投資家の多くが、条項の緩和に問題意識を持って、投資行動に反映させているが、全体として緩和トレンドに大きな影響を与えるには至っていない。この状況は“Covenant Lite”問題として広く報告されている。日本においても、2012-2018年の景気拡大期を経て社債投資に関する信用リスクが改善しクレジット・スプレッドも低下しているので、機関投資家全体では現在のリスク水準は低い。このため、社債劣後化の改善に結びつくような組織的な動きは見られない。

**銀行：**銀行にとって問題債権先の債務保全は全うな行動で、貸出先とのダイナミクスを変えるような証券会社の提言には好意的ではないだろう。実は1990年代から2000年代には、世界の金融市場での直接金融の流れや新しい自己資本規制の導入などをきっかけに、都市銀行の多くが社債の発行や受託業務を含めた手数料ビジネスをローンに代わる経営戦略の中核的なビジネスと捉えていた時期もあった。しかし現在では、貸し出しの低迷を背景に、新規ローン需要の開拓や優良先の借り換えの維持が国内ビジネスの重要な経営目標となっている。こうした環境では、銀行がローンにも担保提供制限条項をつけて、企業の社債発行による直接金融をサポートする状況は考えにくい。

## 5. まとめ

社債と銀行貸し出しの関係が今までと変わらないのであれば、経営危機に直面した企業に対するメインバンクやその銀行団の最終的な決断（支援か破綻か）が社債権者にとり吉と出るか（例えば東芝支援）凶と出るか（例えば武富士債権保全）をアナリストが事前に正しく予測することは難しい。支援を打ち切ると予想できたとしても、決断のタイミングを時間的余裕を持って予見することは困難だ。格付け会社によるデフォルト直前の大幅格下げは、保守的な信用リスク判断を得意とする彼らにとっても予見の難しさを体現しているとも言える。

それでも日本の企業を担当している機関投資家のクレジット・アナリストには、この難題を解く能力が求められている。日本経済の先行きに中長期的な不確実性が認識される今、企業の財務状況と、銀行が支援に踏み切れる「持続可能で有効なビジネス・フランチャイズ」がその企業にあるかどうかを見極める能力を研ぎ澄まさねばならない。更なるデフォルトケーススタディーの収集とその分析の深化が求められていると言えよう。

（文責：PGIMフィクストインカム債券運用部プリンシパル 角谷優）

### 留意事項

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム、2019年4月現在

PGIMフィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIMフィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界的にみると次の事業も含みます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京のPGIMジャパン株式会社（PGIMジャパン）、(iii) シンガポールのPGIM（シンガポール）におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

（次頁につづく）

## 留意事項（前頁よりつづき）

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2019 PFI and its related entities.

本資料は、情報提供を目的としており、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料は、米国PGIMフィクスト・インカムが作成し、PGIMジャパンが日本国内で配信するものです。記載されている内容には現時点での筆者の個人的見解が含まれており、これらは今後変更されることもあります。また、その見解の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会