

経営破綻企業と社債金融

——(株)ヤオハンジャパンの例を中心に——

三 浦 后 美

1. 問題の所在—経営破綻の兆候を探る—

日本における1990年代初頭のバブル経済の崩壊は、戦後日本に例をみない、日本企業の経営破綻をもたらした。その実態は、個々の会社の業績や財務体質が予想以上に悪化する内容ともなったものである。バブル経済の終焉とともに、それまでの右肩上がりの企業成長を前提にした生産能力の拡大や、マーケットシェアの獲得によって企業収益の増大を期待してきた拡大経営（資本拡張）戦略は、大きな転換を迫られることになった。わけても、「株式・土地」の異常な担保力（信用膨張）をバックに、積極的な拡大経営を展開してきた企業は、いずれもその経営環境を激変させた。

一般に、経営破綻とは、何らかの理由で経営活動の継続が困難な状態、あるいは不可能になる状態を指す。その多くは、当面の資金繰りが付かなくなることから表面化する。法的な態様は「会社更生法」「商法による会社整理（商法381条1項および2項）」「和議法」「商法による特別清算（商法431条から同456条まで）」「破産法」などさまざまである。ここでの『経営破綻企業』とは、これら倒産した企業はもちろんのこと、広い意味で「債務超過」などの状態に陥っている企業も含む。

経営破綻企業は中小金融機関の倒産にその端を発して始まった。東京協和・安全・コスモ・木津といった信用組合、第二地銀トップの兵庫銀行、96（平成8）年秋の阪和銀行の経営破綻、そして住宅金融専門会社の経営破綻と続いた。なかでも「住宅金融専門会社」のトップの地位にある日本住宅金融の倒産は、バブル経済崩壊後の「不動産不況」の結末を象徴するものであった。97年に入っても、日本企業の経営破綻は止まるところを知らない。97年に東京証券取引所が上場廃止をした日本企業は11社（内、合併2社を含む）に上った。日榮ファイナンス、京樽、雅叙園観光とつづき、さらに、東海興業、多田建設、大都工業のゼネコン3社が相次いで経営破綻に陥った。最後には戦後流通業の最大の破綻となったヤオハンジャパンが挙げられる（図表1）。これ以外にも上場会社ではないが、日産生命相互会社の倒産（4月25日）が顕著である。98年2月1日現在、監理ポストには北海道拓殖銀行、徳陽シティ銀行、整理ポストには三洋証券（上場廃止日2月4日）、東食（上場廃止日3月19日）、山一証券（上場廃止日3月27日）が入れられている。あたかも、経営破綻にみるこれら一連の流れは、昭和初期の「金融恐慌」の再来を思わせる動きである。ここでは日本の第二次高度成長経済期に同業他社に先駆け

(図表1) 97年 上場廃止企業 (東証)

上場廃止日	市場	会社名	備考 (負債額, 態様)
(1) 97. 1. 23	2部	日榮ファイナンス	1兆円, 商法整理
(2) 97. 3. 25	2部	ミサワセラミックケミカル	
(3) 97. 4. 20	1部	京樽	1,013億円, 会社更生法
(4) 97. 5. 5	1部	雅叙園観光	154億円, 任意整理
(5) 97. 9. 24	1部	三井東圧化学	合併のため
(6) 97. 9. 28	2部	シーコム	
(7) 97. 10. 5	1部	東海興業	5,110億円, 会社更生法
(8) 97. 10. 31	1部	多田建設	1,714億円, 会社更生法
(9) 97. 11. 14	2部	昌運工作所	合併のため
(10) 97. 11. 20	1部	大都工業	1,592億円, 会社更生法
(11) 97. 12. 19	1部	ヤオハンジャパン	1,614億円, 会社更生法

(出所) 東京証券取引所調べ。但し、備考は、帝国データバンク資料をもとに作成。

て国際派企業を標榜し、積極的な拡大経営を展開してきたヤオハンジャパンに注目した。同社の有価証券報告書を時系列分析し、赤字転落から倒産までの過程での財務上の変化から、経営破綻の兆候を探ることを試みる。なお、本稿は、公社債月報 (NO.498)、公社債引受協会で発表した「〈資料・研究〉経営破綻企業の財務上の変化について」を加筆修正したものである。

2. ヤオハンジャパンの財務的背景—拡大経営の行き詰まり—

ヤオハンジャパンが97 (平成9) 年9月18日の会社更生法の適用申請した時点で、同社の転換社債は、国内の公募無担保債として、戦後初めて債務不履行 (デフォルト) に陥った発行例となった。しかも、転換社債の未償還残高は3銘柄、374億4100万円にのぼり、ここで一気に処理できる金額ではない。社債管理会社は、法的な義務がないという理由から社債を買い取らないこととした。改めて、社債権者保護の観点から日本企業のデスクロージャーの充実と投資家の自己責任原則が叫ばれる。ここで、ヤオハンジャパンの主要財務比率から経営破綻の流れを探ってみる (図表2)。

(図表2) (株)ヤオハン・ジャパン/主要財務比率 (単体) (単位: %)

科目\年度	31期(92.3)	32期(93.3)	33期(94.3)	34期(95.3)	35期(96.3)	36期(97.3)
(1) 総資本当期利益率	1.70	1.72	1.05	0.49	0.34	-22.33
(2) 流動比率	111.05	129.40	198.60	232.66	104.07	49.93
(3) 当座比率	75.58	86.18	111.21	113.14	32.95	19.25
(4) 固定比率	72.91	114.63	106.81	140.90	125.89	366.49
(5) 有利子負債依存度	44.18	52.96	46.85	52.58	56.85	66.60

(出所) 有価証券報告書をもとに作成。

短期支払能力の判定に用いられるのが、流動比率と当座比率である。ヤオハンジャパンの流動比率は、31期111.05%、32期129.40%、33期198.60%、34期232.66%と上昇し、その後、35期104.07%、36期49.93%へと急に下がっている。流動資産の中身も変化している（図表3～4）。31期～32期には現金・預金がその中心であったものが、33期～34期には現金・預金が大幅に減少し、有価証券、棚卸資産が増加していく。棚卸資産は、通常、商品在庫の増加を意味するが、ここでは販売用不動産の増加が目立つ。それが35期～36期には棚卸資産の商品在庫が増加するとともに、短期貸付金が急増している。短期貸付金のほとんどは関係会社向けである。当座比率は、31期75.58%、32期86.18%と推移し、33期111.21%、34期113.14%と上昇したものの、35期の32.95%、36期の19.25%と極端に悪くなっている。ヤオハンジャパンは、31期の92年ごろから、すでに短期の資金繰りに四苦八苦していたものと考えられる。

つぎに長期の支払能力を示す、固定比率をみると、31期は72.91%と良かったものの、その後は32期114.63%、33期106.81%、34期140.90%、35期125.89%と推移し、つづいて36期には366.49%と異常な数値を示している。固定資産の中心は、有形固定資産（建物・土地）と投資その他の資産（関係会社株式・関係会社長期貸付金）である。「土地」は年々増加し、33期（94年3月）ごろからその金額も加速していった。盛んに転売したようで、33期には特別利益で「固定資産売却益」が24億円も計上され、「ヤオハンが小売業ではなく不動産屋だ」と揶揄されたのもこの時期である。関係会社株式は、31期の97億円から32期の186億円へと一気に増加している。その後も33期に267億円、34期に276億円と増加しつづけた。35期には169億円と整理（同時期、特別利益・関係会社株式売却益4億円／特別損失・関係会社株式評価損38億円）されているが、別に「関係会社長期貸付金」勘定が35期に122億円、36期に152億円と急増しており、実質的な投資額は肥大化したままである。両社にみる強気な拡大経営の積極策は、すべてマイナスの結果を生むこととなった。拡大経営の肥大化は、年を追うごとに深刻化していったことがわかる。

3. ヤオハンジャパンの財務的特質—転換社債への過度依存—

ヤオハンジャパンは、97（平成9）年2月17日、静岡県にある店舗を中心に16店舗（静岡県下11店舗、愛知県下2店舗、山梨県下3店舗）を約331億円で、ダイエー系の食品スーパー・セイフーに売却すると発表した。ヤオハンジャパンは、これにより、ヤオハングループ創業の地の熱海店、大型店舗の伊東店など主力店舗を含んだ総店舗数の4分の1を手放すことになる。96（平成8）年3月期ベースでみると、売上高が656億円もマイナスになり、全体で40.64%の減少になると予想された。まさに、国内の巨大資本から逃れ、国際派企業という新たな活路を標榜したヤオハンジャパンにとって、この売却劇は屈辱的な敗北宣言であったと考えられる。会社は、営業譲渡の理由を“転換社債の償還資金を含む有利子負債の削減ならびに財務体質の強化、食品SM（スーパーマーケット）部門への集中・強化による事業再構築の推進”にあるとした。いかに転換社債の償還資金に苦しんでいたかを窺い知ることができる。その後のヤオハンジャパンは、なお資金繰りに苦しみ、遂には97（平成9）年9月18日、静岡地裁に会社更生

(図表3) (株)ヤオハンジャパンの貸借対照表構造(単体)

(単位: %, 億円)

科目\年度	31期(92.3)	32期(93.3)	33期(94.3)	34期(95.3)	35期(96.3)	36期(97.3)
【資産の部】						
I <流動資産>	432(34.9%)	515(35.4%)	425(29.8%)	549(33.8%)	537(30.0%)	358(22.2%)
現金・預金	175	207	74	76	65	58
有価証券	62	74	123	155	55	37
短期貸付金	46	63	27	35	106	164
棚卸資産	63	69	111	128	260	57
II <固定資産>	806(65.1%)	937(64.5%)	1,000(70.0%)	1,073(66.0%)	1,250(69.9%)	1,250(77.8%)
(1)有形固定資産	329(26.6%)	364(25.1%)	318(22.3%)	377(23.2%)	421(23.6%)	534(33.2%)
建物	109	147	131	166	177	202
土地	129	120	149	169	170	239
建設仮勘定	78	80	23	20	48	56
(2)無形固定資産	2(0.1%)	2(0.1%)	2(0.1%)	3(0.2%)	25(1.4%)	30(1.9%)
(3)投資その他の資産	475(38.4%)	570(39.3%)	679(47.6%)	693(42.6%)	804(44.9%)	686(42.7%)
投資有価証券	57	63	70	68	93	81
関係会社株式	97	186	267	276	169	80
長期貸付金	—	1	1	1	24	1
関係会社長期貸付金	54	45	58	36	122	152
差入保証金	207	209	208	219	265	261
《資産合計》	1,238(100.0%)	1,454(100.0%)	1,428(100.0%)	1,626(100.0%)	1,789(100.0%)	1,608(100.0%)
【負債の部】						
I <流動負債>	389(31.5%)	398(27.4%)	214(15.0%)	236(14.5%)	516(28.8%)	717(44.6%)
短期借入金	113	53	12	5	127	207
1年/長期借入金	5	66	54	68	100	113
1年/新株引受権付社債	—	107	—	—	117	—
1年/転換社債	94	2	—	—	—	96
II <固定負債>	358(28.9%)	564(38.8%)	627(43.9%)	813(50.0%)	710(39.7%)	700(43.5%)
新株引受権付社債	107	117	117	117	—	—
転換社債	197	195	283	471	471	374
長期借入金	31	230	203	194	202	281
《負債合計》	747(60.4%)	962(66.2%)	841(58.9%)	1,049(64.5%)	1,225(68.5%)	1,417(88.1%)
【資本の部】						
I <資本金>	188	188	237	237	237	237
II <法定準備金>	194	196	247	249	251	252
III <その他の剰余金>	109	108	103	92	76	—
IV <当期末処理損失金>	—	—	—	—	—	▲362
V <欠損金>	—	—	—	—	—	▲298(▲18.5%)
《資本合計》	491(39.6%)	492(33.8%)	587(41.1%)	577(35.5%)	564(31.5%)	191(11.9%)

(出所) 有価証券報告書をもとに作成。

(図表4) (株)ヤオハンジャパンの損益計算書構造(単体)

(単位: %, 億円)

科目\年度	31期(92.3)	32期(93.3)	33期(94.3)	34期(95.3)	35期(96.3)	36期(97.3)
売上高	1,311(100.0%)	1,542(100.0%)	1,526(100.0%)	1,528(100.0%)	1,615(100.0%)	1,568(100.0%)
I <営業総利益>	302(23.0%)	360(23.3%)	352(23.1%)	377(24.7%)	407(25.2%)	400(25.5%)
II <営業利益>	44(3.3%)	51(3.3%)	44(2.9%)	50(3.3%)	50(3.1%)	18(1.1%)
<営業外収益>	25(1.9%)	28(1.8%)	35(2.3%)	33(2.1%)	26(1.6%)	29(1.9%)
受取利息	13	15	12	13	12	12
有価証券売却益	3	—	18	13	1	1
<営業外費用>	17(1.3%)	25(1.6%)	31(2.0%)	42(2.7%)	29(1.8%)	36(2.3%)
支払利息	5	13	17	16	17	21
社債利息	4	5	8	8	9	8
III <経常利益>	52(3.9%)	53(3.5%)	49(3.2%)	42(2.7%)	47(2.9%)	11(0.7%)
<特別利益>	6(0.5%)	5(0.3%)	29(1.9%)	2(0.1%)	6(0.4%)	8(0.5%)
固定資産売却益	3	—	24	—	—	—
投資有価証券売却益	3	3	4	2	2	—
関係会社株式売却益	—	—	—	—	4	8
<特別損失>	17(1.3%)	9(0.6%)	49(3.2%)	17(1.1%)	47(2.9%)	370(23.6%)
固定資産除却損	1	4	7	2	1	10
有価証券評価損	—	—	—	—	—	12
投資有価証券売却損	3	—	—	—	—	1
投資有価証券評価損	13	4	2	8	2	12
関係会社株式売却損	—	1	—	—	—	—
関係会社株式評価損	—	—	6	—	38	96
貸倒損失	—	—	23	—	—	—
貸倒引当金繰入額	—	—	—	—	—	—
IV <当期純利益又は当期純損失(▲)>	21(1.6%)	25(1.6%)	15(1.0%)	8(0.5%)	6(0.3%)	— ▲359(▲22.9%)

(出所) 有価証券報告書をもとに作成。

法の適用を申請し、事実上倒産してしまった。あっという間の転落である。帝国データバンクによれば、負債総額は1613億8300万円に上ったとされ、同社が発行した転換社債(未償還残高、374億4100万円)は債務不履行(デフォルト)に陥った。上場会社におけるスーパー経営の経営破綻は戦後初めてで、東京証券取引所はヤオハンジャパンを97(平成9)年12月19日、1部上場から廃止した。なぜこんなに早く行き詰まったのか、その経営破綻に至るエクイティー関連社債(転換社債・新株引受権付社債)での資金調達を検証してみよう。

ヤオハンジャパンは、いわゆるメインバンクを持たない。ヤオハンジャパンのこれまでの旺盛な設備投資を支えてきた資金は、低コスト性のエクイティー関連社債(転換社債・新株引受権付社債)によって賄われた(図表5)。32期末(93年3月)現在、その発行総額は、転換社債の366億円(4銘柄)と新株引受権付社債の255億円(2銘柄)とで621億円に上った。当然のこ

(図表 5) ヤオハンジャパンの社債償還資金と未償還残高の推移

項目/決算期	31期(92.3)	32期(93.3)	33期(94.3)	34期(95.3)	35期(96.3)	36期(97.3)	37期(予想)
償還資金の発生	①92.5.20 CB(SFr) 96億9,400万円 〔繰上償還〕	②93.7.28 WB(US \$) 140億9,500万円 〔満期償還〕			⑤96.12.10 WB(US \$) 123億8,000万円 〔満期償還〕		※⑥ 97.5.20 CB 96億4,800万円
新規の社債発行	①92.12.10 WB(US \$) 1億ドル (124億円) 利率2.75%	②93.4.8 円建CB 100億円 利率1.875%	③94.8.31 CB 200億円 利率0.90%				
未償還残高	398億円 短期CB(94) 長期WB(107) 長期CB(197)	421億円 短期WB(107) 短期CB(2) 長期WB(117) 長期CB(195)	400億円 長期WB(117) 長期CB(283)	588億円 長期WB(117) 長期CB(471)	588億円 短期WB(117) 長期CB(471)	470億円 短期CB(96) 長期CB(374)	◆97.9.18 未償還残高 長期CB(374)

(注) (1) CB=転換社債, WB=新株引受権付社債。

(2) 短期=1年以内に償還予定の社債, 長期=1年以上に償還予定の社債。

(3) 償還資金には為替予約等によって, 発生した為替差損の金額も加算して表示した。

(出所) 有価証券報告書をもとに作成。

とながら, 社債の満期日には大量の償還資金を必要とした。92(平成4)年5月20日には, 転換社債の繰上償還で96億9400万円, 翌93(平成5)年7月28日には, 新株引受権付社債の満期償還で140億9500万円, 同11月20日で転換社債の満期償還で3000万円, 96(平成8)年12月10日には新株引受権付社債の満期償還で123億8000万円と, 休むまもなくつづいた。その間にも新規の転換社債が計3回, 総額で424億円も発行されている。その結果, 各期末における社債の未償還残高は, 31期398億円(短期94億円・長期304億円), 32期421億円(短期109億円・長期312億円), 33期400億円(長期400億円), 34期588億円(長期588億円), 35期588億円(短期117億円・長期471億円), 36期470億円(短期96億円・長期374億円)と拡大の一途を辿っていったのである。まさに, ヤオハンジャパンは, 每期ごとに, ほぼ100億円単位の借金の返済に追われていたことになる。ヤオハンジャパンの拡大経営は, これらのエクイティー関連社債(転換社債・新株引受権付社債)を内外の資本市場から自由に調達できたことによって実現できた。しかし,

その資金に過度に依存し続けたため、ヤオハンジャパンは過剰投資と放漫経営を引き起こしてしまったと考えられる。そこでの資金の流れは“日本で稼いだ資金は香港に投資され、香港で儲けた利益をすべて中国大陸に持っていった”とも極言できる。その結果、90年代にみるヤオハンジャパンの財務実態は、当初から「経営破綻」状態に陥っていたと結論づけられる。

4. 社債金融の多様化と債券格付け

戦後一貫して、日本企業は長期・短期の事業資金の調達を、ほぼすべて銀行に頼るという「間接金融方式」であったが、いまでは、社債市場やCP（コマーシャル・ペーパー）市場を利用して、直接金融への比重を強めている。現在の超低金利下のもとでは普通社債財務がもっとも有利である。96年度の国内普通社債の発行は、5兆6360億円に上った。97年度（97年4月～98年1月までの累計）は、すでに417銘柄、6兆3590億円にも達する。社債資本による直接金融化が急速に進展しているのである。

企業グループ間の“金融的結合取引”の実態は、ヤオハンジャパンの場合でも公表資料からは十分に窺い知ることができない。社債資本は、国際間の資金の流れで運用されている。企業会計審議会は、連結財務諸表の見直しに関する意見書〔97（平成9）年6月6日〕を公表し、一層連結ベースのディスクロージャーを充実させるという。外部分析にとって、会社の“財務上の変化”が何を反映しているか、常に有価証券報告書など原資料をもとに、自分で直接読み取ることが大切である。日本でも、社債投資家は1996年1月の適債基準の完全撤廃後、社債発行・流通市場で、信用損失のリスク管理に直面し、専門的な信用分析のサービスを提供する格付機関とその「債券格付け」の重要性を認識するようになってきた。1990年代のクレジット・アナリストはかつてないほど複雑で多岐にわたる課題に直面している。これまでの銀行によるリレーションシップに基づいた融資から、債務証券による案件ごとに独立した資金調達にファイナンスの主役が移行するにつれ、信用リスク情報・分析の機能を提供する最も効率的な主体として、市場関係者から独立・中立した格付機関の「債券格付け」がこの点からも認知されるに至ったからである。

日本の国内社債市場において、BB格（ダブルB）以下のデフォルト・リスクの高い社債（ジャンク・ボンド）は、相次ぐ上場企業の経営破綻で97年4月以降発行されていない。また、本来「投資適格」のはずのBBB格（トリプルB）も発行が困難で、97年度下半期（97年10月～98年1月までの累計）では12月に発行されたミノルタと川崎汽船の2銘柄だけである。さらに、適債基準撤廃後、財務上の特約（旧財務制限条項）の多様化が進む。財務上の特約がまったく設定されていない銘柄（96年／三菱地所、阪急電鉄）も発行されるようになった。また、社債管理会社不設置による発行（FA設置、財務代理人を置いて発行するケース）が増加している。このように多様な発行体・契約内容等の持つ社債の発行は、社債投資家の投資リスクの判断を下す上で、これまで以上に投資情報としての債券格付けの役割が高まっていくことであろう。

