

---

## 債務の株式化

---

	<u>Page</u>
資本構成最適化の重要性	3
1 負債による資金調達	3
• 社債による資金調達	3
• 銀行借入による資金調達	4
<C/B>社債の格付け	6
2 株式(自己資本)による資金調達	7
• 株主資本コストの考え方	7
• 株主のリスクと期待リターン	8
3 資本構成と資本コスト	9
• 平均資本コストの変動	9
• 格付け向上経営と株主重視経営のバランス	11
4 資金調達期間の最適化	13
• 企業財務の基本バランスシート	13
• 資金調達期間の最適化	15
5 コミットメントラインの活用	17
• コミットメントラインの活用	17
6 中小企業における負債の依存度	19
• 中小企業における負債の依存度	19
<C/B>中小企業の有利子負債返済年数	20

	<u>Page</u>
債務の株式化	21
1 債務の株式化のスキーム	21
• 債務の株式化とは	21
• 債務の株式化の2つのスキーム	22
2 債務の株式化の効果	23
• 債務の株式化の効果	23
3 債務の株式化を行いうる状況	25
• 自己資本価値の評価	25
• 事業収益構造を活かす債務の株式化	27
• 中小企業における債務の株式化の留意点	27
<C/B>中小企業の増資の引受先	28
4 利害関係者の立場と問題点(債権放棄との比較)	29
• 債務の株式化と債権放棄の比較	29
5 利害関係者の立場と問題点(株主に対する考え方)	31
• 債務の株式化と株主の利害	31
• CAPMからみた債務の株式化	33
<C/B>未公開株取引市場の試み	34

## 1 負債による資金調達

自己資本でない負債による資金調達である社債と銀行借入について、調達条件に影響する要因および留意点を解説します。

### ■ 社債による資金調達

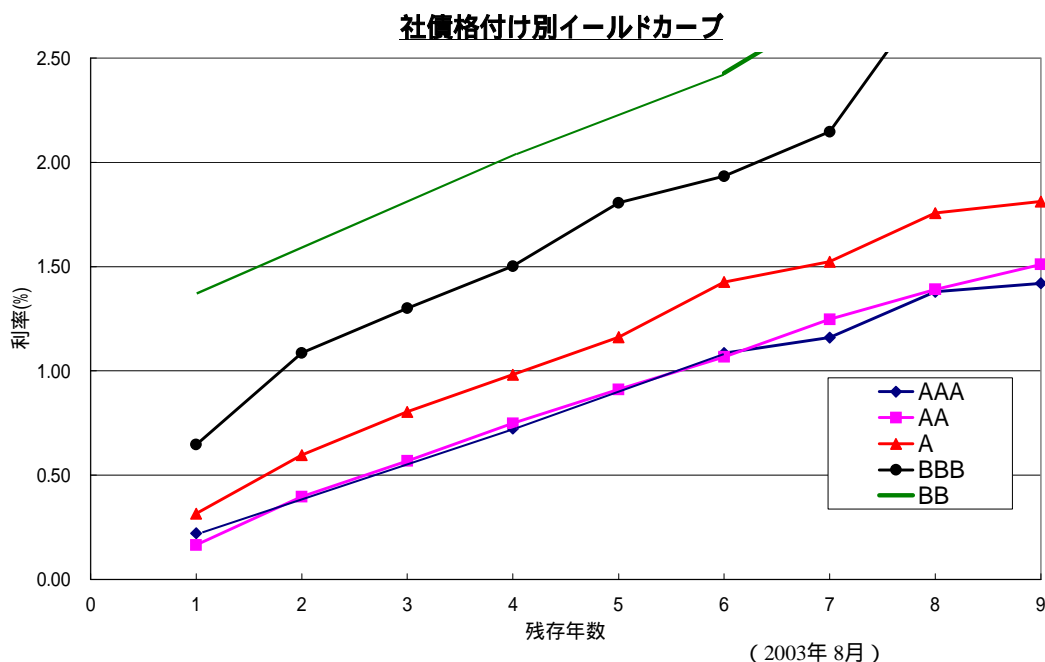
企業の資金調達を考えるときに重要なことは、調達的手段および期間に関する選択です。適切な選択をすれば、必要な金額を有利な条件で調達できます。しかし、手段が不適切であれば、調達コストが上昇したり過度のリスクを負うことになります。

資金調達の主要な手段としては、バランスシートの貸方にて表示されている負債と資本があります。両者の構成比がどうあるべきかは、正に「資本構成の最適化」の中心的な課題になります。まずは、負債と資本それぞれの特性やコスト構造を検討したうえで、両者の最適な組み合わせはどうあるべきかの考察へ進みます。

初めにここでは、負債による資金調達について解説します。負債による資金調達では、その返済に関するリスクが債権者にとっての重大な関心事となります。従って、そのリスク度合いに見合うリターンとして金利水準が設定されるということが基本的な考え方です。

先ず社債については、債券のイールドカーブの図(図表1-1)が示すように、社債による資金調達では格付けが最も信用力の高い「AAA」格から低下するにつれて調達金利が上昇します。これらの格付けが意味するのは、対象企業の保有する債務の支払能力です。債務の返済に関するリスクが大きければ金利が上がり、リスクが小さければ金利が下がります。格付けは格付け機関により、社債発行企業の置かれた経営環境を含む事業リスクや各種の財務リスクを総合的に判断して決められます。そのなかでも、格付けの決定に大きな影響を及ぼしているのが、資本構成の状況です。一般に自己資本比率が低く(負債が多く)なると、格付けは低下します。

図表 1-1 社債のイールドカーブ



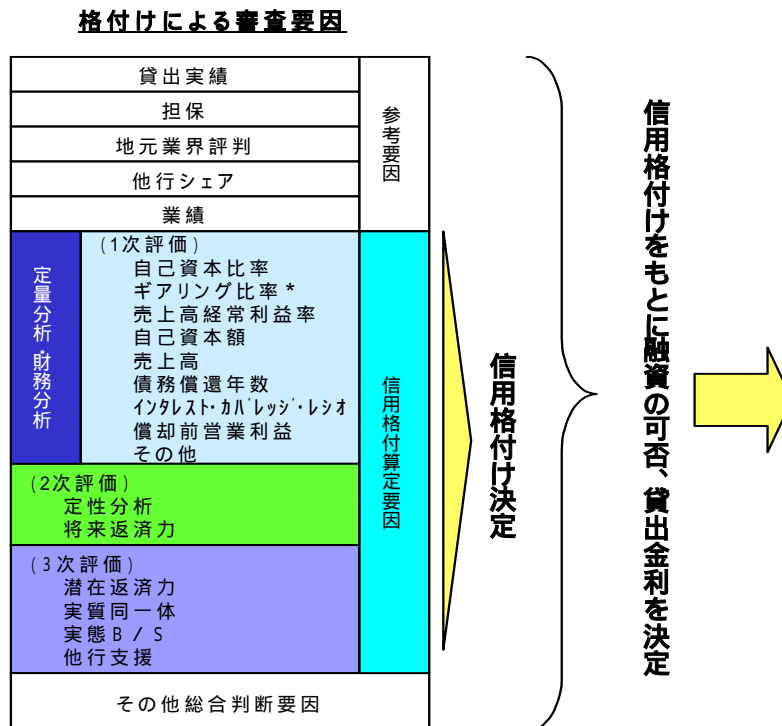
特に負債が過大な資本構成になっていると、その会社は債務を払う能力に疑問を持たれることになり格付けは低下します。図表1-1を見ると解りますように、格付けが「AAA」から「A」までの間は調達金利の差は比較的小幅ですが、「A」から「BBB」に変わるときに調達金利はかなり上昇します。更に格付けが投資不適格とされる「BB」や「B」の高リスク水準となると、一層高い金利が要求されイーロードカーブはより上方に移行します。格付け評価のランクは格付け会社によって多少異なりますが、「AAA」から「C」（ないし「D」）までに+ - 等の符号を付けて20数段階になります。

## ■ 銀行借入による資金調達

一方、中小企業における主な資金調達は、銀行からの借入金です。銀行借入の場合もやはり銀行内の内部格付けが行われて、その企業に対する金利(調達コスト)が決まる場合が多くあります。そもそも融資実行の可否も、企業の信用力を評価した銀行内の格付けに基づいて決定されます。信用力が高いと評価されれば融資審査・手続きが円滑に進むのみならず、借入金利も信用力を反映して有利なものとなりえます。しかし、企業の信用力が低いとみなされると、リスクに見合うリターンが得られないと判断され、銀行側の融資姿勢も慎重になり、融資されないケースもありえます。また、融資されたとしても借入金利が高くなる可能性が大きいといえます。

図表1-2は、格付けによる審査の際の検討要因の例を示したものです。審査要因は参考要因、信用格付算定要因、その他銀行が総合的に判断を下す際に考慮する要因等に分けることができます。従来の審査では貸出の実績、担保、地元業界評判、他行のシェアといった要因が重視されていましたが、こうした信用格付けでは、定量分析や財務分析が特に重視されています。

図表 1-2 銀行での格付け審査



\* ギアリング比率: 会社の自己資本に対する有利子負債の割合

中村中「中小企業経営者のための格付けアップ作戦」  
週刊東洋経済2003年8月23日号をもとに作成

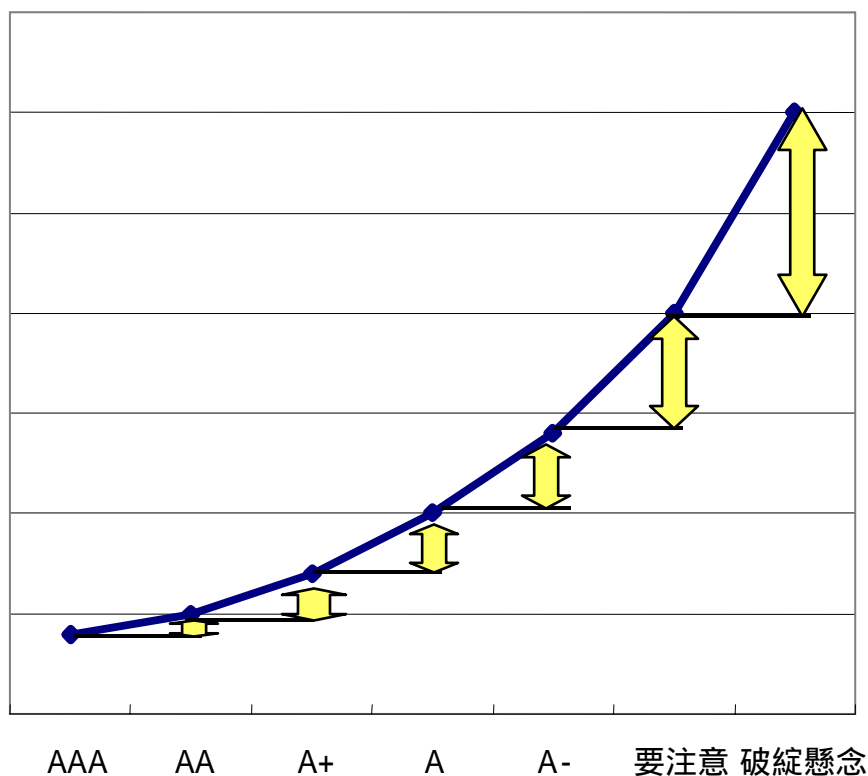
定量分析・財務分析では企業の安全性と収益力を測る項目を中心に、企業の成長性や人的・物的生産性、財務の流動性を表す指標なども評価・点数化し、評点の合計と過去蓄積された倒産率等のデータを加味して企業を10段階程度に格付するのが一般的です。銀行内の格付けを決定する最も重要な要素の1つとして、社債の格付けの場合と同様に自己資本比率を上げることができます。

実際の銀行行内格付けと貸出金利の関係について概念図で示したのが、図表1-3のグラフです。この例では、債務者区分を正常先とした企業のうちで、それぞれの信用力に応じ「AAA」から「A-」の5段階に格付けしています。この場合、最上級「AAA」から格付けの低下につれて貸出金利が上昇するうえ上昇の幅も段々と大きくなります。特に、格付けが「要注意」や「破綻懸念」になるとリスクが過大になるのを受けて、貸出金利が急上昇して一層高い貸出金利が求められます。

以上をまとめますと、資金調達で負債を利用する場合には自社の信用力に応じた利回りや利息を支払う必要が求められることから、自社の信用力がどのように評価されているのか十分考慮に入れる必要があります。自社に対する信用力評価が低い場合には、自己資本比率を改善するなど評価改善につながる施策に取り組むことも必要です。

図表 1-3 銀行格付けと貸出金利

銀行格付けによる貸出約定金利体系イメージ図





## Coffee Break

### 社債の格付け

社債の格付けは債務が期日に約束通り返済される確実性についての評価であることは、本文中で説明しました。

格付けに関して留意しておかなければならないのは、格付けとはあくまで債務の返済の確実性(信用リスク)を表したものであり、企業の全体的な経営能力を評価したものではないという点です。従って、将来的な成長可能性が大きく株価(企業価値)が上昇している新興企業などでは、将来のキャッシュ創出の期待から株価は高く評価されることはあっても、現在の財務の安全性や収益性が良好でなければ格付けは低くなる場合があります。

社債発行時に格付けを取得することに法的な義務はありませんが、証券会社が社債発行を引受けて機関投資家に販売するときなどは多くの場合で格付けの取得が不可欠になっています。

格付けを提供しているのは、公的機関ではなくて民間のサービス会社です。外資系であるムーディーズとS&P(スタンダード・アンド・プアーズ)が世界的に有名ですが、その他にもフィッチですとかトムソンといった会社もよく知られています。日本の格付け機関としては、日本格付投資情報センター(R&I)や日本格付研究所といったところがあります。

#### <まとめ>

- ✓負債による資金調達時には、格付けなどの自社の信用力評価が大きく影響します。評価された信用力に基づいて、社債や借入の金利が決定されます。
- ✓自己資本比率など信用力評価の要因を考慮して、格付けを維持向上する取組みを実施することが負債による資金調達を有利に進めるうえでは重要です。

## 2 株式(自己資本)による資金調達

株式(自己資本)による資金調達について、株主が要求するリターンをどう考えるべきかについて解説します

### ■ 株主資本コストの考え方

負債による資金調達では、社債投資家や銀行はリスクに見合うリターンとして適切な利回り・金利を求めていることをみました。それでは、株式による資金調達については、調達コストをどのように考えるべきでしょうか。

社債や銀行借入について、「借金だから返さなければならない」ということを理解しない人はいません(転換社債型新株予約権付社債が結果的に株式に転換された場合は別ですが)。しかし、株主からの出資金は自己資本という言い方をされることもあり、「返さなくて良いお金である」という考え方をする人も見られます。けれども、株式のコストがゼロであるという認識は本当に正しいのでしょうか。

株主に対するリターンを巡る考え方については、図表2-1に挙げられています。上述の株主資本コストがゼロという考え方は当図の ① に当たりますが、これは最も初歩的な誤解です。そもそも、企業にとって株式の資本コストがゼロであれば、株主には何も経済的利得がないことになります。それでは投資家が株式を購入する理由がなくなってしまう(株主総会での投票権を行使する権利は得られますが)。

図の ② に当る安定配当が必要という考え方も、配当だけではなく内部留保も株主持分として株主にとってのリターンであることを考えると、内部留保について考慮していないため不十分です。

図表 2-1 株主へのリターンの考え方

#### 自己資本と投資家に対するリターンに関する考え方

①	ゼロコスト	▶ 自己資本は元本の返済が不要の資金だから、自己資本の調達はゼロコスト調達である。	
②	安定配当必要	▶ 株式を購入して頂いた株主には配当を払う必要がある。 ▶ 配当は額面に対するものとして安定している必要がある。	
③	金利必要	▶ 資金を利用する以上、株主の配当は金利より低くはまずい。	
④	当期利益 (経常純利益)	▶ 当期利益は自己資本を増加させる配当とキャピタルゲインの原資 ▶ 理論的には、株価は配当を支払った後に内部留保された利益の分だけ上昇するはずである ▶ 特別損益は除外して経常純利益を計測すれば税引後の経常利益がより正確に計測できる。	経営者は市場をコントロールできないため ④ が重要に
⑤	配当 + キャピタルゲイン	▶ 期首に現金で株式を購入した株主が一年保有した場合には、配当と配当落後株価で期末売却時のキャピタルゲインがそのトータルリターンとなる	投資家にとって ⑤ が最も重要

次の 金利必要という考え方も、これでは株主に十分なリターンをもたらすことにはなりません。そもそも、こうした発想は社内貸出金利制度の影響が考えられます。当社が事業部門に対して社内貸出金制度を採っている企業では、事業部門として社内借入金に掛かる金利を支払った後に黒字であれば部門業績評価基準を満たすので良い評価を受けることが考えられます。しかし、株主が負うリスクに見合うためには、金利よりも高いリターンを上げねばなりません。

基本的には のように株主はトータルリターンとして、配当とキャピタルゲインを求めています。これが投資家にとって最重要な考え方です。しかし、企業の側で株式市場をコントロールするのは不可能です。従って企業としては、配当とキャピタルゲインの源泉となる当期利益(経常純利益)の向上に努める必要があり、結果的に の考え方が重要になります。

## ■ 株主のリスクと期待リターン

配当やキャピタルゲインを提供すべきと言っても、株式は債券のように一定の金額を支払うことを約束するものではありません。それゆえ投資家が株式を購入することはその財産をリスクにさらすことでありますから、企業が投資家(株主)に提供すべきリターンは、そのリスクの度合いに見合ったものである必要があります。

こうしたリスクに見合うリターンという意味での株主資本コスト(Re)をどう考えるかは、「財務理論に関する基礎知識」コースの「リスクとリターンと資本コスト」の講義で詳しく学びますが、キャピタル・アセット・プライシングモデル(CAPM)という理論に従って以下のように定義されます。

$$Re = R_f \times (1 - tc) + e \times (R_m - R_f) \times (1 - tc)$$

R<sub>f</sub>は国債に代表されるリスクフリーレートで、R<sub>m</sub>は上場株式ポートフォリオの平均リターンです。従って R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub> は株式保有によるリスクに対して国債リターンを超えるリターンとして期待されるプレミアムになります。eは自己資本リスクを表す株式ベータです。tcは法人税率です。

株主は自社に投資する以外にも投資機会を複数抱えており、同じリスクでより高いリターンを得られる案件に投資します。今後は株主にとってのリスクに見合ったリターンを提供しなければ、自己資本の調達に困難になっていくと思われます。

### <まとめ>

- ✓株式(自己資本)は負債と違って返済義務はありませんが、株主資本コストはゼロであるという考えは誤りであり、株主が期待するリターン(配当とキャピタルゲイン)を実現できるよう努めることが必要です。
- ✓株主が求めるリターンの水準は、その株式を保有するリスクの大きさによって決まります。CAPM理論では、株主リスクを測定して要求リターンを算出します。
- ✓自社が株主の要求するリターンを生み出しえなければ、株主は他の投資先に資金を振り向けることになり、自己資本による資金調達が難しくなります。

### 3 資本構成と資本コスト

資本構成の最適化の第一段階として、負債と自己資本の構成割合について資本コストの考え方に基づいて解説します。

#### ■ 平均資本コストの変動

資本構成の最適化は2つの手順を踏んで行なわれます。自己資本と負債の比率の最適化を図り、更に資金調達期間についての最適化も検討します。ここでは先ず、自己資本と負債の割合の最適化について資本コストの考え方をもとに解説します。

企業の資本コストは、負債と株式それぞれの資本コストの加重平均(負債については支払金利にかかる税率も加味)として算出されますので、両者の構成比によって資本コストは変動します。

負債の利用度と平均資本コストの関係をグラフで示したのが図表3-1です。横軸に負債比率、縦軸に平均資本コストを取っております。

グラフの左端は負債比率が0%、つまり事業や投融資のニーズが全て自己資本によって賄われている状態を表します。この場合は、平均資本コストは自己資本コストそのものになります。いわゆる無借金経営を意味する負債比率が0%と言うのは最善なのでしょうか。負債返済の必要がないのは経営の自由度と安全性の面からは確かに良いことですが、自己資本100%の状態が事業価値と株主利益を最大化するものであるかは別問題です。

グラフに示されていますように、はじめは負債コストの方が自己資本コストより安いので、負債の利用によって平均資本コストは下がります。これは、負債は自己資本よりリスクが低い分だけ要求されるリターンも低くてすむうえに、支払金利が損金扱になるので課税所得から控除されて税金削減効果があるからです。ただし、この間に負債の利用によってレバレッジリスクが高まることで自己資本リスクも高まり、自己資本コスト(期待株主リターン)は上昇します。しかし、ここでは負債コスト導入によるコスト削減効果の方が自己資本コストの上昇分よりも大きいために、両者の加重平均である資本コストは低下を続けます。

ところが、負債の活用を続ければ、永遠に平均資本コストが低下する訳ではありません。(もしそうだとすれば、負債はいくら使っても良いこととなりますが、それは明らかに正しくありません)。負債を使いすぎると格付けが下がるので、負債コストが上がります。同時に、レバレッジリスクが増大するために自己資本リスクが高まるため、自己資本コストも上がります。

平均資本コストが最低になるポイントは、負債利用増大による平均資本コスト削減効果と負債コストおよび自己資本コストの上昇効果とが同じになったところ(図表3-1中央の星印の点)。資本コストが最低であれば、割引率が低くなるためにDCF法に基づいて算定された事業価値は最大になり、株主にとって一番望ましい状態といえます。

この点を越えますと、負債コスト・自己資本コストの上昇効果が負債による平均資本コスト削減効果を上回るために、平均資本コストは上昇に転じます。先に社債のイールドカーブの図で見たように、格付けが「A」から「BBB」に、更に「BBB」から投資不適格の「BB」に落ちる段階で投資家によるリスクの敬遠から負債コストの上昇度合いが激しくなり、平均資本コストは急上昇するようになります。

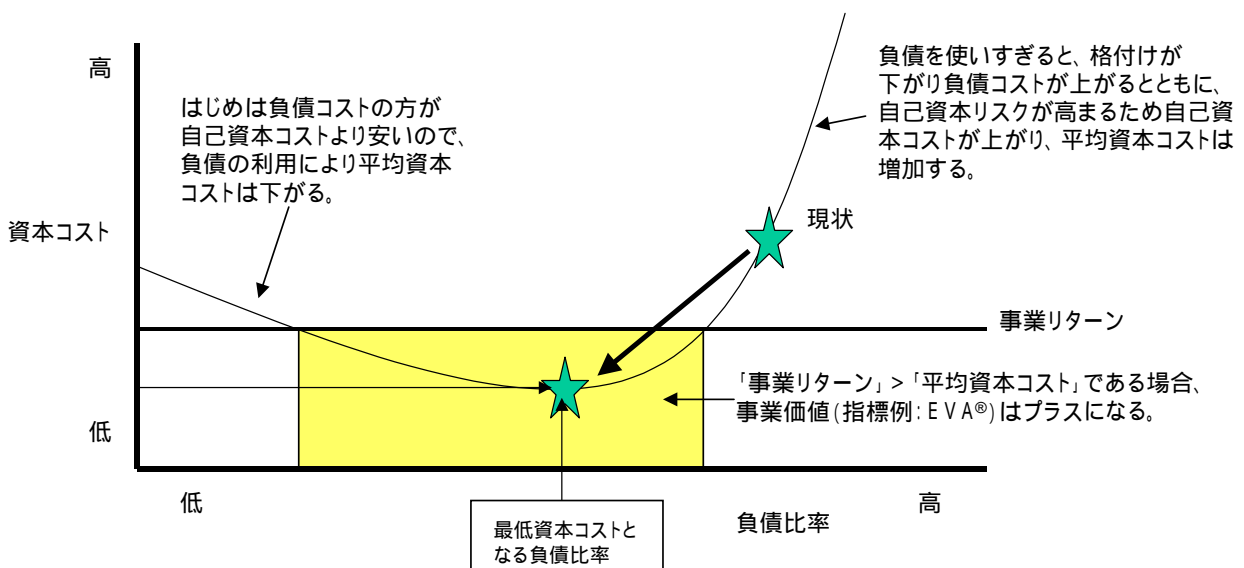
以上をまとめますと、自己資本100%の状態から出発して負債比率が高まるのにつれて、平均資本コストは当初は低下しますがあるポイントで上昇に転じ以降は上昇の度合いも高まるのです。

それでは最適な資本構成とは、資本コストが最低の状態を指すのでしょうか。資本コストが最低になる1つのポイントを算定することは現実に簡単なことではありません。そのうえ、経営環境が常に変化してそれに対応して企業も様々な施策を実施していることを考えると、自己資本と負債の比率がある一点に固定された状態を最適化された資本構成とするのは現実的ではなく、むしろある範囲に納まっている状態として捉えることが実際的なアプローチといえます。その具体的な範囲については、資本コストと事業リターンとの関係から理解することが可能です。

事業リターンが一定として、資本コストが事業リターンを下回っている場合はEVA<sup>®</sup>などの指標に代表される事業価値はプラスになり、株主に対しリスクに見合ったリターンを提供しているといえます。したがって、まずは資本コストが事業リターンを下回る範囲に収まるような負債比率にあることが、株主にとっての最適資本構成実現のための必要条件です。

しかしながら、実態として負債が過大なため、資本コストが事業リターンを上回ることがかなりの企業で見られます(図表3-1グラフ右上方の星印の点)。負債比率を削減するとともに改善した負債比率に対応した金利に借り替えることで、資本コストが低下し事業リターンを下回る範囲に到達します。

図表 3-1 負債比率と平均資本コスト



## ■ 格付け向上経営と株主重視経営のバランス

---

株主にとって最適な株主資本と負債の比率の範囲が、資本コストと事業リターンとの関係から導くことができました。このことに加えて、更に企業に投資する社債の投資家の観点も合わせて考察することになります。

実は社債投資家と株主の利害は、資本構成においては矛盾し得るものなのです。そこで、資本構成の最適化を図るためには両者のバランスをとる必要があります。まず、それぞれの利害者の立場を考えてみましょう。

### 1. 株主重視経営

株主重視の観点では、今まで解説してきた資本コストを最低にする負債比率のポイントが最適な資本構成といえます。それは事業からのキャッシュフローを与件としたとき、資本コストが低ければ事業価値は大きくなるからです。それに説明しました通り当初は負債の金利コストの方が自己資本コストよりも安いので、資本コストを低くするためには、自己資本だけでなくある程度の負債を活用する方が好都合ということがあります。(資本コストを用いて事業価値を算出する方法については、「財務理論に関する基礎知識」コースの「企業価値評価」の講義で学びます。)

### 2. 格付け向上経営

社債投資家にとっては、格付け向上・リスク管理の観点から、投資先の会社では自分以外の者に対する負債が存在しない状態が望ましいといえます。配当を受取る株主とは違い、負債提供者は余剰利益があっても手に入る訳ではありません。自分の金利・元本が返済される可能性を高めることが関心事です。そのためには、負債比率が低い方が望ましいことになります。

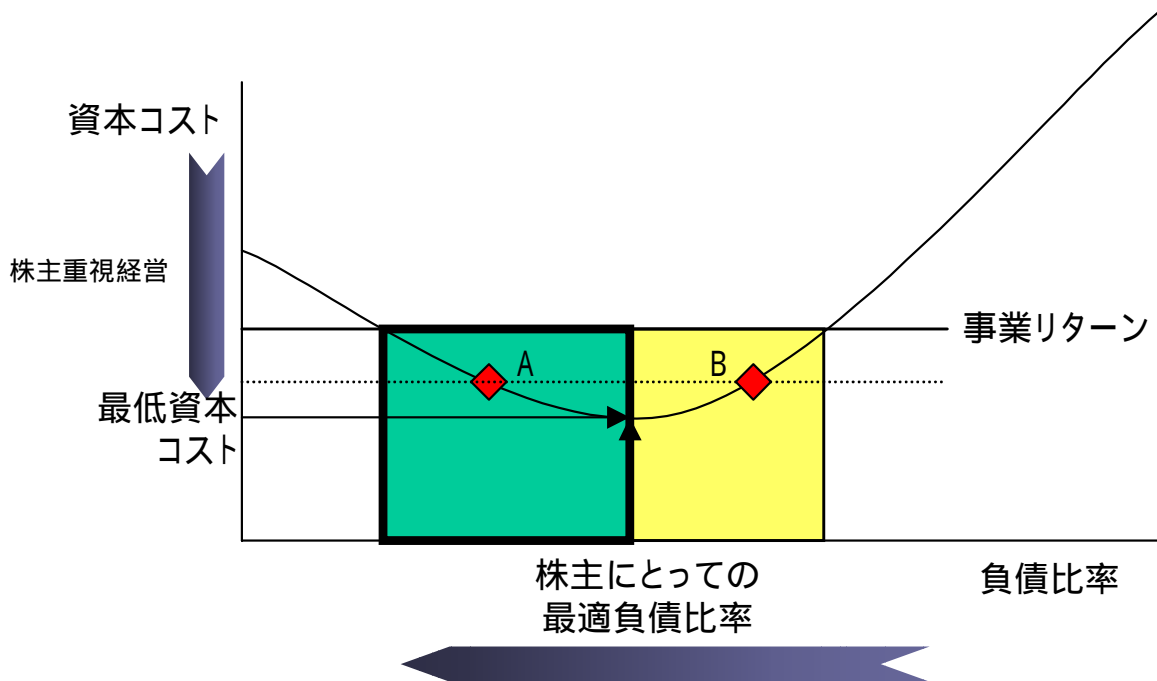
格付け向上を重視しすぎるあまり自己資本の比率を大きくしすぎると、負債の金利コストより自己資本コストの方が高くなり、結果として資本コストが高くなってしまいます。資本コストが高くなれば事業価値が最大化できなくなってしまい、株主にとって事業価値の最大化が阻害されることになってしまい、株主の利害に反することになります。このように、株主と社債投資家の利害は資本構成においては矛盾し得るのです。

それでは、社債投資家と株主の利害をバランスさせる資本構成の領域は、どう考えれば良いのでしょうか。ここでは図表3-2を使って解説します。図中、AとBでは資本コストの水準は同じであるうえ、この資本コストは事業リターンを下回っているため事業価値はプラスです。従って、株主はリスクに見合ったリターンを受け取ることができるので、株主にとって最適な自己資本と負債の比率の範囲内にあるといえます。

株主にとってはAとBでは同価値ですが、社債投資家にとってはどうでしょうか。社債投資家は債権のリスクに見合ったリターンを求める一方、自分以外の負債がない状況を選考するため、負債比率が低いAの方がBよりも望ましいといえます。従って、この場合は負債比率としてAを取るべきであるという結論になります。

一般的に株主にリターンをもたらす、かつ株主と社債投資家の利害をバランスさせる資本構成はAを含む太枠の範囲内に求められるべきということになります。

図表 3-2 資本構成と株主・社債投資家の利害



<まとめ>

- ✓当初は負債比率が高まるのにつれて平均資本コストは低下しますが、あるポイントで上昇に転じ以降は上昇の度合いも高まります。
- ✓資本コストが事業リターンを下回る範囲にあることが、株主にとっての最適資本構成実現のための必要条件です。
- ✓株主と社債投資家では資本構成に関する利害は矛盾しえます。両者が受け入れられる資本構成の範囲である、資本コストが事業リターンを下回りはじめたポイントから最低資本コストまでの範囲において両者のバランスが図られます。

## 4 資金調達期間の最適化

資本構成最適化の第二段階として、資金調達の期間に関する最適化の考え方について解説します。

### ■ 企業財務の基本バランスシート

資本構成の最適化のためには、負債・資本比率の最適化に加えて、資金調達に関する期間構成の最適化も図る必要があります。そのためには、期間別の資金需要を正しく把握するために、バランスシートを組替えることから始めます。

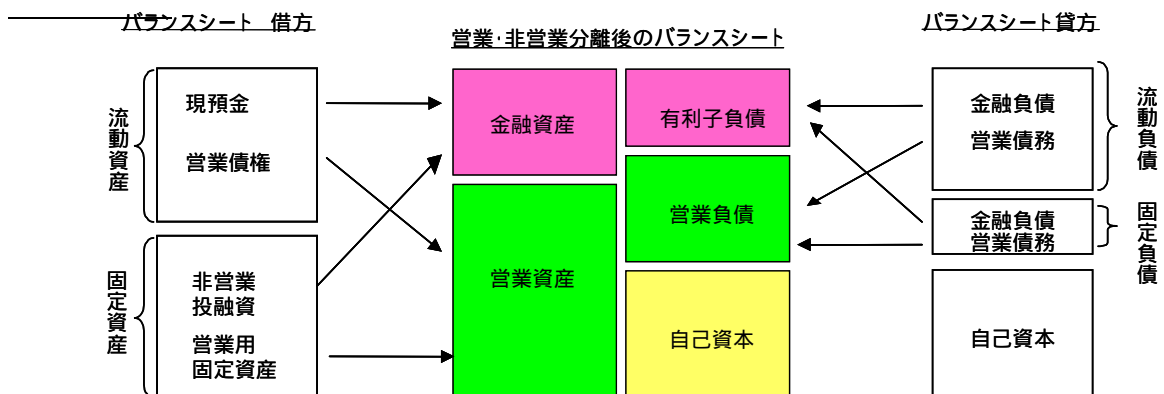
資本構成の最適化は、企業の価値評価にもとづいて考える必要があります。企業の価値評価を行う場合には、一般的なバランスシートを再構成する必要があり、組替え後のバランスシートを「企業財務の基本バランスシート」と呼びます。以降、このバランスシートをベースに議論を進めます。

それでは具体的な組み替え方法について解説します。

まずは一般的なバランスシートにおける資産と負債を、それぞれ「営業」と「非営業」に分離します。(図表4-1)資本構成の最適化を考えるに当たって、株主価値と事業会社の存在意義である事業価値の状況を把握しながら施策を検討することが必要であり、事業と非営業部分を混同しては何を計測しているのか不明確になります。

例えばROAの計算では、資産は総資産として定義され、事業用資産・金融資産・遊休不動産を含むのが通常です。しかし、これでは計測する意味は必ずしも明快ではないのです。事業に関係のある資産と負債をまとめ他のものは除外したうえで、これに対するリターンをみるのが正当です。また、金融負債は営業外費用の源泉となるものであり、事業の一部として営業費用の源泉となる営業負債とは本質的に異なるものです。そのために資産と負債を、営業・非営業に分けておく必要があります。

図表 4-1 資産・負債の営業・非営業分離



こうして資産と負債について営業と非営業に分離した後に、純有利子負債と純営業資産の算定を通じて、企業財務の基本バランスシートを作成します。(図表4-2)

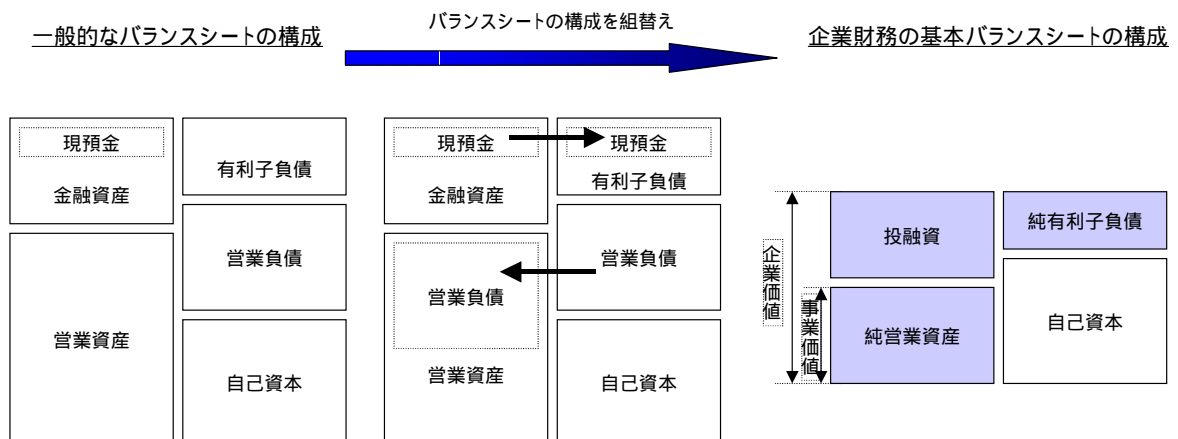
現預金を資産サイドから負債サイドに移します。ここで、金融資産から現預金が引かれたものを「投融資」、有利子負債から現預金が引かれた部分を「純有利子負債」と定義します。この純有利子負債の定義は、金融機関や格付け機関などの定義と同じものとなります。

事業のリターンを見るためには、営業資産と営業負債のまとまりである純営業資産が売上や営業利益などを生じるひとつの評価対象であるべきです。そこで、営業資産と営業負債とのネットを行います。これを「純営業資産」と呼びます。これは、事業価値に相当します。

事業価値と投融資を合わせたものを、「企業価値」と定義します。

こうしてバランスシートの構成を組替え、不整合を解消することによって初めてストックとフローの関係が明らかになり、事業価値・企業価値を正しく計算できるようになります。

図表 4-2 企業財務の基本バランスシート作成



## ■ 資金調達期間の最適化

こうして組み替えられたバランスシートを活用して、資金調達に関する期間構成の最適化の考慮点について図表4-3を用いながら解説します。

まず、企業財務の基本バランスシートの借方（資産側）に注目します。借方は投融資と企業の本業を営むのに必要な純営業資産に分けることができます。更にそれぞれの内容について、投融資は短期の投融資と長期の投融資に分けます。純営業資産は短期の部分（運転資金）、長期の部分（営業用の固定資産）として分けます。（図表4-3左の図の状態）

続いてこの資産部分を、長期短期の期間別に組み替えることで資金需要を明らかにして、資本構成を考慮します。図表4-3中央の図で再構成されている様に、短期の投融資と運転資本は短期の資金需要を、長期の投融資と営業用固定資産は長期の資金需要を示すことになります。こうした短期・長期の資金需要に応じて、資金調達方法を考慮します。

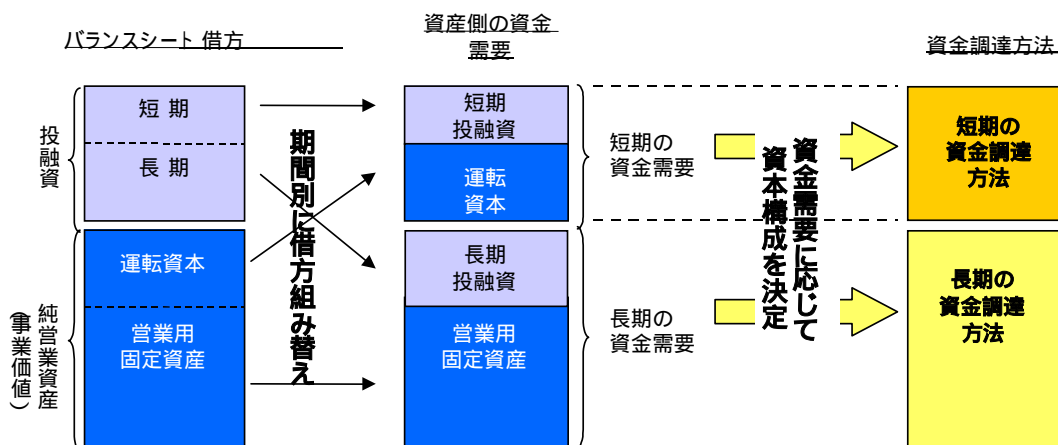
短期の資金需要に対しては、短期の資金調達（例：短期の借入）で対応することが基本です。冒頭の社債のイールドカーブの図が示しているように、負債による資金調達では借入期間が長くなると金利が高くなります。従って、短期の資金需要に長期の調達で応じることは必要もなく高い金利を負担することになり、望ましくありません。

逆に長期の資金需要に対しては、短期の資金調達で応じてはならないことが重要です。長期の資金需要に対しては、長期の資金調達で応じるべきなのです。長期の資金需要に対し短期の資金調達、例えば短期借入で応じた場合、資産からの利益を回収する前に借入の返済を行わねばならないため、様々なリスクが発生します。

図表4-4の例を用いて長期の資金需要に対する借入期間の問題を説明します。ここに投資を行なった後、3期で資金を回収する案件があるとします。（図表4-4のA、投資からの収入は期間中一定とします）

投資からの回収期間と調達した資金の返済期間がマッチしている場合が上の段の状態です。ここでは投資実施時期に資金を調達し、以降3期にわたって返済を行うこととしています。AとBを合算したのが最終的な姿ですが、この場合、投資からの資金回収を用いて調達した資金を返済することができています。すなわち資産（投資案件）が生み出す収益を返済に充てることができており、負債が「自己清算的」であるといえます。

図表 4-3 短期・長期の資金需要

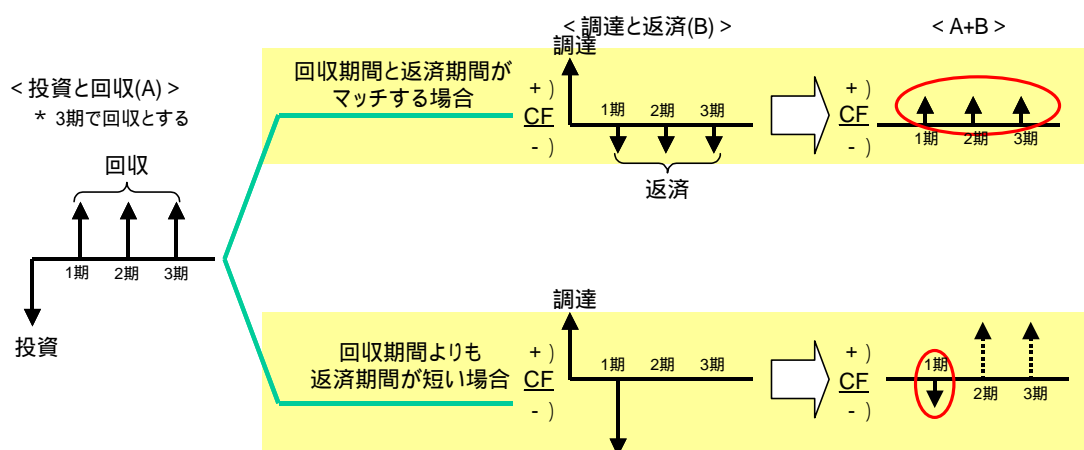


それでは逆に投資からの回収期間と調達した資金の返済期間がマッチしておらず、返済期間の方が短い場合はどうなるのでしょうか。ここでは調達した資金を第1期で返済することとします。(図4-4でのB下の段) AとBを合算してみると先ほどとは大きく異なり、投資からの資金回収を用いても調達した資金が返済しきれないことが分かります。返済の不足分を何かしらの手段で再調達しなければなりません。

仮に銀行からの短期借入でこのような状態に陥った場合、借り換え(ロールオーバー)で対応することが一般的といえますが、借り換えを拒絶されてしまったり、借り換え時に高い金利を要求されるなど、再調達に関するリスクが生じます。言い換えると投資案件から回収される収益に変化がないのに、借り換えによって金利が上昇すれば逆鞘になり、金利のミスマッチリスクが発生するという事です。このようなリスクを避けるためにも資金調達期間の最適化は大変重要です。

長期の資産に対応すべき資金調達も、短期の借入で行うことを余儀なくされている企業も実際にみられます。この場合は、可能な限り早く、長期借入への借り替えや社債・株式の発行によって資金調達期間のミスマッチを是正することが望まれます。

図表 4-4 投資回収と資金返済のタイミング



<まとめ>

- ✓ 資本構成の最適化は一般的なバランスシートの構成を組み替え、企業財務の基本バランスシートを作成した上で考えます。組み替えはバランスシートの資産と負債を営業・非営業に分離して、現預金と営業負債について貸方借方でネットして、投融資や純営業資産を求めます。
- ✓ 投融資と純営業資産について、短期・長期で分けて再度組替えることで、期間別の資金調達需要を明らかにします。
- ✓ 短期の資金需要に対して長期の資金調達で応じることは、不必要に高い金利を負担することになり望ましくありません。長期の資金需要に対して短期の資金調達で応じても、借換え不能のリスクや金利ミスマッチによる逆鞘のリスクが生じる場合があるので望ましくありません。

## 5 コミットメントラインの活用

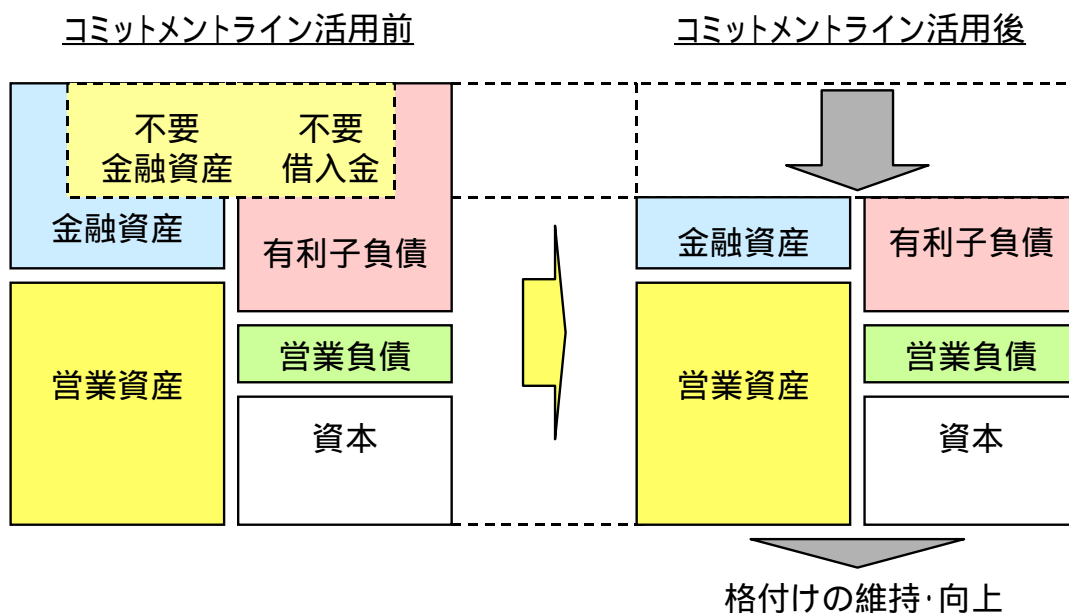
資本構成の最適化のための一手段である、コミットメントラインについて紹介します。

### ■ コミットメントラインの活用

コミットメントラインとは、一定期間に渡りあらかじめ設定した限度内で自由に借入ができるという融資枠です。

企業によっては、万が一の事態に備えて手元流動性のある程度確保するべく、借入と現金などのリターンの低い金融資産を両建てで持つことが見受けられます。しかし、コミットメントラインを活用すれば資金提供先を確保できるので、大きな手元流動性の保有が不要となります。手元資金を少なくすると同時に有利子負債を削減すれば、自己資本比率と金利カバー比率が向上でき、格付けの維持・向上を図ることができます。

図表 5-1 コミットメントライン活用の効果



注: 企業財務の基本BSでは、借入と金融資産の両建てを表現できないため、この部分のみ通常のBSを用いています。

企業が抱える非営業資産には、必要なものと不要なものがあります。コミットメントラインの登場前は、借入不安に備えた手元流動性は必要なものでした。しかし、コミットメントラインの導入で、こうした手元流動性の保有が不要になれば、不要非営業資産として処分することでバランスシートのスリム化が実現できます。(図表5-1)

立場を変えて銀行からみてもコミットメントのメリットが考えられます。銀行にとって貸出は自己資本の準備が必要ですが、コミットメントラインは条件によっては自己資本の準備が要求されない場合もあります。また銀行が貸出による利鞘稼ぎから手数料収入の増大を図っている場合などは、銀行側にとっても相応しいサービスであると言えます。欧米の銀行ではこうしたサービスは以前から行われていたのですが、日本で開始されたのは近年のことです。

ただしこのコミットメントラインを活用する際にも留意点があります。融資枠を設定するためには手数料(コミットメント・フィー)を支払う必要があり、実際に融資枠を使用しなかった場合でもコストは掛かります。したがって、融資枠をほとんど使わなかった場合、使用した資金に対してコストが割高になることもありえます。

#### <まとめ>

- ✓コミットメントラインとは、一定期間に渡りあらかじめ設定した限度内で自由に銀行から借入ができるという融資枠です。
- ✓これにより手元資金を過度に持つことなしに資金調達先を確保でき、負債比率の削減などを図ることができます。
- ✓ただし、コミットメントラインを契約するだけで手数料がかかるため、使用した資金に対してコストが割高になることもありえます。

## 6 中小企業における負債依存度

中小企業における有利子負債比率の状況を踏まえて、資本構成改善の必要性について考えます。

### ■ 中小企業における負債依存度

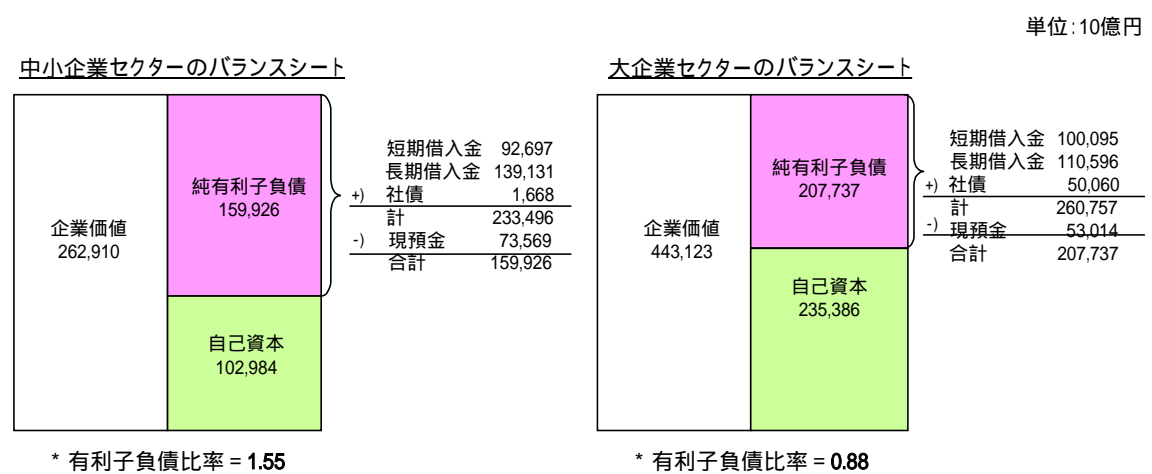
これまで財務理論に基づいて、負債と資本の特長、資本構成の最適化を図るための方法を見てきました。それでは実際の企業における資本構成はどのようになっているかみてみましょう。

図表6-1は2003年1～3月期における中小企業(資本金1億円未満)、大企業(資本金1億円以上)それぞれの資本構成を、企業財務の基本バランスシートをもとに表したものです。

資本構成の評価をするのにここでは「有利子負債比率(ギアリング比率)」を使って評価しています(算式は図表6-1参照)。また、企業財務の基本バランスシートを使っていますので、分子には有利子負債から現預金を差し引いた「純有利子負債」を使用しています。

その結果、中小企業の有利子負債比率は、1.55と大企業の値0.88より高い上、借方に占める長短の借入金の比率を見てみても中小企業が60.2%、大企業34.9%と、中小企業が資金調達方法を借入に依存している状態が良く分かります。先に紹介したコミットメントラインの活用やこれから説明する債務の株式化によって負債依存度軽減の可能性は検討に値します。

図表 6-1 大企業と中小企業の有利子負債比率



有利子負債比率 =  $\frac{\text{純有利子負債}}{\text{自己資本}}$   
 純有利子負債 = 短期借入金 + 長期借入金 + 社債 - 現預金  
 (資本金1億円未満を中小企業としている)  
 財務省「法人企業統計調査」(2003年1～3月)をもとに作成



## Coffee Break

### 中小企業の有利子負債返済年数

中小企業の有利子負債依存度が高いことは既に本文中で説明されましたが、もう一つの観点から中小企業と大企業の借入に関わる財務の体質について計算した報告があります。

商工中金による調査「遅れる中小企業のバランスシート調整」では、中小企業と大企業の財務の健全性を比較しています。この調査では指標として、有利子負債のキャッシュフローに対する比率を測定しています。有利子負債は必ずしもゼロであることが最善ではないので全て返済する必要はありませんが、この比率が小さい方が借入金の返済が容易で返済能力が高いと判断されます。

同調査報告書では、最近の有利子債務のキャッシュフローに対する比率として、2000年の時点で、中小企業は平均15.5倍で大企業の6.9倍に比べると二倍以上の開きがあり、返済能力が大きく劣っていることが示されています。

有利子債務対キャッシュフロー比率の推移を見ると、1970年代までは大企業のほうが中小企業よりも高い状況が続いていました。しかし、1980年代以降は大企業は徐々に値を下げていく一方で、中小企業は収益力の伸びが負債の伸びを上回り大きな開きが出来てしまっています。

#### <まとめ>

- ✓中小企業は大企業と比較して自己資本比率が小さいうえに、資金調達方法を借入金に大きく依存している傾向があります。
- ✓コミットメントラインや債務の株式化他の手段を活用することで、負債依存度を軽減することが検討されるべきです。

## 1 債務の株式化のスキーム

債務の株式化の基本概要および2つの主要スキームについて解説します。

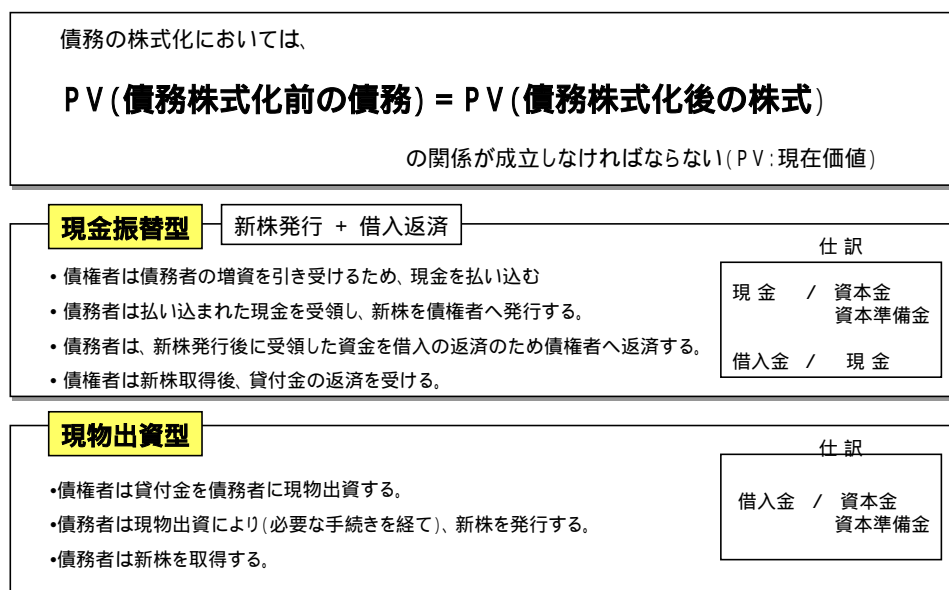
### ■ 債務の株式化とは

ここまで、資本構成の最適化に関する基本的な考え方を解説しました。以降は、その具体的なソリューションの1つとして債務の株式化の実践を巡る論点を解説します。

債務の株式化とは、企業(債務者)と債権者との交渉によって、文字通り債務を株式と交換することを意味します。それゆえ、今までの企業に対する債権者が株主へと変わることになります。

債務の株式化によって、企業にとっては債務を圧縮し資本を増大することにより資本構成を強化でき、債権者にとっては債務者の株式を保有することで単なる債務免除にならず企業の再建から生じるメリットを享受することが期待されます。

図表 1-1 債務の株式化のスキーム



## ■ 債務の株式化の2つのスキーム

債務の株式化の本質は、負債と株式の等価交換(現在価値が等しいもの同士のスワップ取引)であります。そして、債務の株式化の具体的なスキームとして、基本的に「現金振替型」と「現物出資型」とがあります。(図表1-1参照)

「現金振替型」では企業が株式を発行し、債務者が引き受けます。この時、債務者が企業に払い込んだ払込金を負債の返済に充てることで債務が株式化します。このスキームは増資による借入返済と本質的に同じです。つまり、増資により会社に払い込まれた資金でもって、当該債権者の債務の全額を弁済するというのが取引の実質です。

一方、「現物出資型」では現金の移動がありません。まず、債権者は貸付金を債務者である企業に現物出資します。企業は現物出資後に必要な手続きを経て新株を発行し、債権者がその新株を取得します。

実際に債務の株式化を実施する際には、現物出資型において新たに発行する株式の発行価額を債務の時価にするのか額面にするのかという問題があります。また、債務の株式化が実施される状況によっては、適応される法律に応じて税務上の取り扱いが異なることから注意が必要です。

(本モジュールでは債務の株式化の財務的な側面を取り扱うため、これら税務上の扱いについては触れません。)

以降では、債務の株式化の効果、債務の株式化を行ないうる条件、利害関係者の立場と問題点等を解説していきます。

### <まとめ>

- ✓債務の株式化とは、企業(債務者)が債権者と交渉を行い、債権者に対する債務を企業の株式と等価交換することです。
- ✓債務の株式化の具体的なスキームは、株式発行による払込金を負債返済に充当する「現金振替型」と債権者が貸付金を現物出資することで株式に変換する「現物出資型」に分類できます。

## 2 債務の株式化の効果

債務の株式化がもたらす効果について解説します。

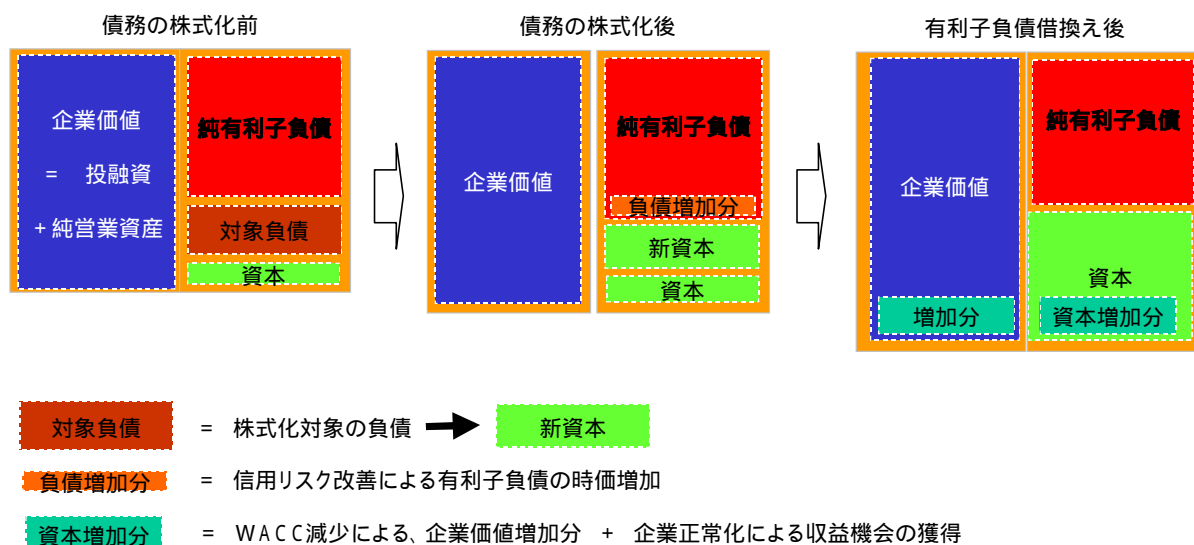
### ■ 債務の株式化の効果

先に債務の株式化は、債務が株式と等価交換されると述べました。それでは債務の株式化を実施することの効果は何でしょうか。

債務が株式に変わるわけですから、自己資本の比率が増大することは明らかですが、これに加えて様々な財務上の効果があります。図表2-1を使って解説していきましょう。

債務の株式化の株式化で自己資本比率が改善されたことに伴い、それまでと比べて有利な条件で銀行から借入ができるようになったり、場合によっては市場から直接資金が調達できるようになるなどの効果が徐々に現れます。これは信用リスクが改善されたことによって負債の調達コストが低下することを示します。したがって、債務の株式化の対象とならなかった有利子負債を以前より有利な条件で借り換えることが可能です。それまでの間、負債コスト低下を反映して債務の株式化の対象にならなかった当該有利子負債の時価は増加します。(図表2-1中央の状態)

図表 2-1 債務の株式化の効果



一方、負債コストの低下によって資本コストも徐々に低下します。それとともに、債務の株式化の対象とならなかった有利子負債の借り換えを実施して、以前より有利な条件での借入れとなります。こうして資金調達が改善されたことによって、債務の株式化の前には取組むことが不可能であった収益機会についても追求することができるようになります。その結果として、企業価値と自己資本価値は増加するはずで、(図表2-1右側の状態)

つまり、債務の株式化の効果は、二段階で考えることが出来ます。

第一段階では、自己資本比率の向上による信用リスクの改善を通じて負債調達コストを低下させることが可能となり、有利子負債の時価が増大する効果があります。この効果は債務の株式化後実行直後から新たに有利子負債の借り換えを行うまでの期間に発生します。

第二段階すなわち有利子負債の借り換え後は、企業体質改善によって企業が今までより元気になり、これまで取り組めなかった収益機会を追求することで今度は企業価値そのものが増大する効果があります。

債務の株式化という、債権放棄/債務免除の変形と見る向きもありますが、実施企業は企業活動正常化を通じてその企業価値を増大することができ、新たに株式を引き受けた債権者も、企業価値増大によって配当や株式転売によるキャピタルゲインを獲得することができるという姿が、債務の株式化本来の姿といえます。

#### <まとめ>

- ✓債務の株式化によって、自己資本比率が改善されるのみならず、改善された資本構成を反映して、負債コストや資本コストが徐々に低下します。
- ✓資本コストが低下するとともに、資金調達条件が改善されることによって収益機会が得られるので、企業価値が増大します。
- ✓債務の株式化によって、企業側は企業価値を増大でき、債務を株式に交換した債権者が配当やキャピタルゲインを得られるというのが、債務の株式化の本来の姿です。

### 3 債務の株式化を行いうる状況

企業が債務の株式化を行いうる状況について、債務と交換する自己資本の価値についての考え方を中心に解説します。

#### ■ 自己資本価値の評価

前節では債務の株式化の効果について解説しましたが、債務の株式化はどのような場合でも行いうるのでしょうか。ここでは債務の株式化を正当に提案・実行するために、踏まえねばならないポイントについて解説します。

債務の株式化とは現在価値が等しい負債と株式の等価交換(スワップ取引)であることを、以前に説明しました。従来の債権者に対して新たに会社の株式を保有してもらう訳ですから、その株が価値のあるものでなければ、こうした等価交換は成立不可能です。ところが、債務の株式化を行う企業では財務的な苦境に陥っている場合が多く見られます。そのうちでも特に状態が深刻な場合には、自己資本の価値がマイナスになっていることもあり得ます。いわゆる債務超過の状態です。この場合には相手に対してマイナスの価値の株式を与えることになってしまうので、このままでは等価交換としての債務の株式化はできません。

従って、債務の株式化をスムーズに推進するためには、まずは自社の自己資本の価値を評価することが必要です。これについては、企業財務の基本バランスシートにおける投融資・純営業資産(事業価値)・純有利子負債の各項目を時価評価したうえで判断をします。

具体的には、投融資については個別の項目を時価で評価して積み上げます。純営業資産についてはDCF法などを用いて時価に換算します。一方、純有利子負債の時価は通常簿価と同じです。(ただし社債の発行時点の金利と現在の金利が著しく違う場合などは、必ずしもこの限りで無い場合もあります。)このように各項目について時価評価をした後に、投融資と純営業資産を合計して、企業価値の時価を求めます。この企業価値と純有利子負債の価値について、(ともに時価で)比較を行います。企業価値が純有利子負債の価値を上回っていれば、自己資本の時価価値はプラスになります。逆に企業価値が純有利子負債の価値を下回っていれば、自己資本の時価価値はマイナスであり、その会社は実質債務超過であることとなります。

自己資本がプラスであれば、株式にはプラスの価値があるので、負債と等価の自己資本を交換することが可能です。(図表3-1上段参照)この場合には、資本構成の改善が図れ、先に述べた債務の株式化による効果を株式を引き受けた債権者も実施企業も享受することができることから、債務の株式化を正当に実施するための基本的な条件は満たされています。

したがって債務の株式化を実施するときには、株式を引き受ける債権者に対して、自社は「事業価値 > 有利子負債」の状態にあることを説明しなければなりません。

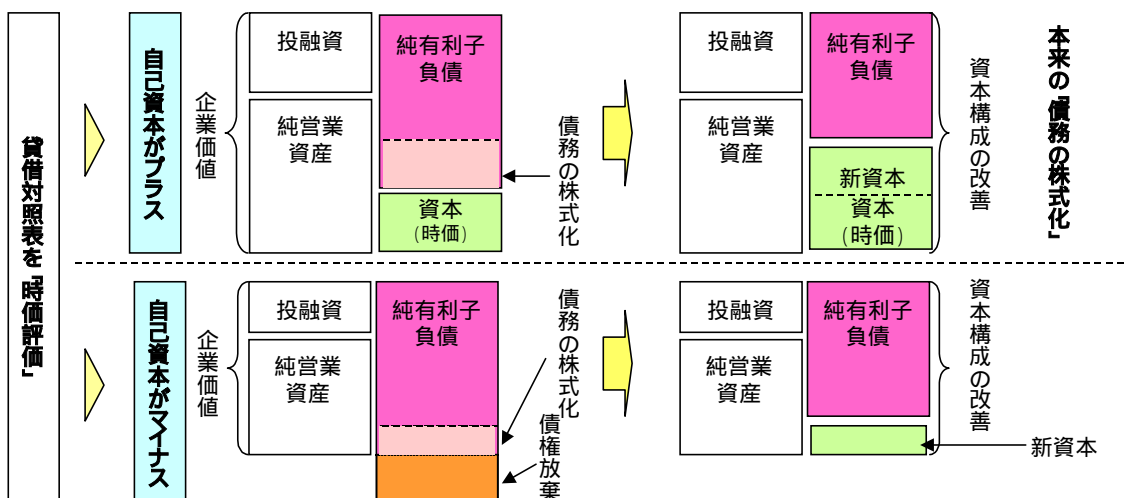
このように債務の株式化を行うためには、基本的な要件である「自社の企業価値は有利子負債の価値を上回っている」ということを相手に対して示すことが重要です。

自己資本がマイナスである場合(図表3-1下段)は、純有利子負債が企業価値を上回っている部分を解消することが先決です。さもないと債権者は価値のない株式を引き受けることになり、等価交換としての債務の株式化はできません。

それでは自己資本がマイナスの場合は、債務の株式化を実施することはできないのでしょうか。この場合に問題となるのは、その会社の将来性と純有利子負債の企業価値の超過の程度(これはすなわち自己資本のマイナスの大きさ)です。たとえ自己資本の価値がマイナスでも、企業自体に将来性があり債務の株式化後の企業価値増大でカバーできるマイナス幅であるのかどうかで、債務の株式化を行いうる可能性は大きく変わってきます。

事業ポートフォリオの最適化・事業運営の効率化・不要投融資の処分といった各財務上の課題に取り組むことにより企業価値を高めることで、自己資本のマイナスを解消することが可能であるか、解消は出来なくてもマイナス幅を小さくできることを示せば債務の株式化の道が開けて来ます。後者の場合、債権者はある程度の債権放棄をしたうえで債務の株式化をすることを受け入れねばなりません。債権放棄による損失よりも債務の株式化後の企業再生による企業価値向上の利得の方が大きければ、それは債権者にとっても理に適った選択になります。

図表 3-1 自己資本価値の評価



## ■ 事業収益構造を活かす債務の株式化

---

優良な事業を保有しているのに、資本構成が有利子負債過剰なため資金調達などの面で財務上の困難に陥っている企業が数多く存在すると思われます。こうした企業にとって債務の株式化は資本構成の最適化、企業活動の正常化、企業価値増大の有効な方法といえます。

財務上の課題が事業収益のフローというより資本構成にある場合は、断片的な施策で対応するより、抜本的な資本構成の最適化を図る方が効果的な場合も考えられます。

この際、必要なだけ債務の株式化を実施すれば、有利子負債比率や金利カバー比率等の財務比率が正常化し、低利の資金調達が可能になります。事業収益はもともと正常なので、収益機会に恵まれば事業価値が増大し、企業価値や自己資本価値が向上することは十分ありえます。

## ■ 中小企業における債務の株式化の留意点

---

以上を踏まえ、中小企業が債務の株式化を実施する際には、以下の点に留意する必要があります。

債務の株式化によって、有利子負債比率や金利カバー比率などの財務比率が正常化し低利の資金調達が可能になること、事業収益機会の正常化を通じて企業価値が向上することを、債務の株式化を実施しようとする企業は、株式引受け先となる債権者に対して十分に説明せねばなりません。

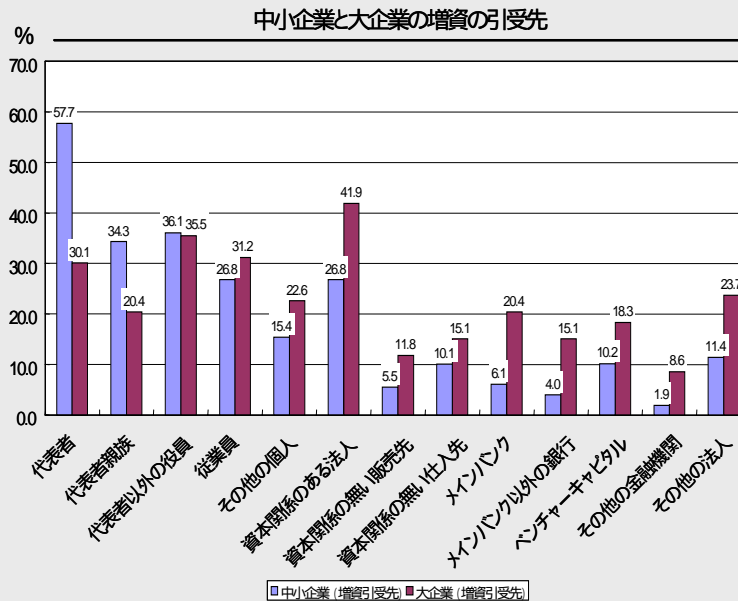
特に未公開企業の場合、債務の株式化後に引受けられた株式を容易に売却することは難しいわけですから、債務の株式化を要請する先は主たる資金調達先である銀行のみならず代表者の身内等が主になると想定されます。従って、アカウンタビリティの意識を強く持ち、企業の現状および将来に関する説明責任を果たさねばなりません。言い換えれば、身内をお願いするからこそ経営者が責任を持って事業計画を説明しなくてはならないと言えます。そのうえで債務の株式化実施後も、タイムリーに情報開示をすることも必要でしょう。



## Coffee Break

## 中小企業の増資の引受先

債務の株式化に限らず、一般の中小企業での増資の場合も引受先としては代表者やその親族が多く見られます(「中小企業白書」)。やはり、本文で触れましたように身内と言えども株主に対する責任は果たすことが重要です。



資料：中小企業庁「金融環境実態調査」(2002年11月)

- (注)
1. 1997年以降、増資(私募)を行った企業に対する割合
  2. 中小企業・大企業の区分は、中小企業基本法の定義に従った
  3. 複数回答のため、合計は100を超える

## &lt;まとめ&gt;

- ✓ 債務の株式化は負債と自己資本との等価交換であるので、実施するときには基本的に自己資本の価値がプラスであることが必要です。
- ✓ 企業財務の基本バランスシートの各項目を時価評価することで、自己資本の価値がプラスかどうか測定されます。
- ✓ 自己資本がマイナスである程度の債権放棄が必要な場合でも、債務の株式化による企業再生がもたらす利得が債権放棄による損失を上回る場合は、債務の株式化の可能性はあります。
- ✓ 事業収益のフローは良好だが有利子負債が過剰のために財務上の困難に陥っている企業の場合は、債務の株式化が特に有効です。
- ✓ 未公開企業が債務の株式化を実施する場合は、特に債務の株式化に応じる新規株主に対して、企業の現状および将来像を責任を持って説明せねばなりません

## 4 利害関係者の立場と問題点（債権放棄との比較）

債務の株式化を実施する企業と債権者（銀行等）の利害におけるメリットと問題点について、債権放棄の場合と比較しながら解説します。

### ■ 債務の株式化と債権放棄の比較

債務の株式化に取り組む際には、自社や債権者（銀行等）を始めとする利害関係者の立場では如何なるメリットと問題点があるのか理解することが重要です。

まずは、自社と銀行の立場や問題点について、債権放棄と比較しながら検討することにします。図表 4-1は銀行や企業にとって、「債権放棄」と「債務の株式化」がどのようなメリットおよび問題点を生じるのかをまとめたものです。

会社にとっては債権放棄（債務免除）の方が負債が免除される訳ですから、一見すると債務の株式化より得に見えます。しかし、債権放棄は図表が示すとおり、銀行にとっても会社にとっても多くの問題点があり、無理があることがほとんどです。

図表 4-1 債権放棄/債務免除と債務の株式化

	債権放棄 / 債務免除	債務の株式化 (Debt Equity Conversion)
メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>●企業にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 贈与を受けて自己資本が増加する</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●企業にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 資本構成を最適化して、借入金利の改善が可能</li> <li>- うまくいけば、株主にも、銀行にも銀行株主にも損害を与えないため、経営の自由と自主性を守れる</li> </ul> </li> <li>□銀行にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 正常債権として維持することが容易になる</li> <li>- 財務比率が改善すれば、貸出債権について信用リスクの低下で得をする</li> <li>- 公開企業株についてはキャピタルゲインを得られる可能性もある</li> </ul> </li> </ul>
問題点	<ul style="list-style-type: none"> <li>●企業にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 債務免除益に対し繰越損がなければ課税される</li> <li>- 破綻を認め、白旗を掲げて銀行に損害を与えたことになり、経営責任は免れず、銀行支配と自由な経営の喪失を招きかねない</li> <li>- 財務比率が改善しても銀行で破綻懸念先に分類され、銀行は引当が必要になるとともに、貸しにくくなりかねない。格付けは財務比率が改善しても、おそらくあがらない</li> </ul> </li> <li>□銀行にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 銀行としては、債権放棄が損金として認められるかどうか問題で、損金で認められる限度でしか放棄できない。</li> <li>- 100%減資を伴わない限り、銀行が損をして既存株主が得をする</li> <li>- 自己資本を毀損するとともに銀行の株主に損害を与え、経営責任を免れない</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●企業にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 財務の全体を開示しないと銀行や市場に対して説明が不能なので、不良資産を全て引き当てた上、財務の内容を開示する必要がある</li> <li>- 財務比率は債務の株式化で大きく改善するが、銀行、証券会社、格付け機関等の金融機関や市場を説得して可能になる金利削減や企業フローの改善には時間が必要</li> <li>- 各種の誤解や偏見を持つ多くの利害関係者の主張から、うまくプロセスが進まないことがありうる</li> </ul> </li> <li>□銀行にとって               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 銀行は過小資本に陥っており、あまり大きな株式ポジションを保有できる財務状況でない。できるだけ大きな金額を、できるだけ早く機関投資家等の市場に売却する必要がある</li> </ul> </li> </ul>

会社は債務免除を受けると、破綻と経営責任を認めたことになり、自由と自主性を失いかねません。その上、銀行にとっても債権放棄をしてしまうと、債権分類も正常先から破綻懸念先になり、債務免除によって財務比率が改善したとしても信用や格付けも上がらないで苦しみが続く可能性が高くなります。

一方、債務の株式化にも問題点はあるものの、正常債権として維持することが容易になるなど、銀行の財務に余裕がなくなっている現状では、企業が復活する決め手になりうるという点で有力な選択肢といえます。

具体的な問題点として、銀行は債務の株式化で引き受けた株式を保有し続ける財務状態とは言い難い現状であること、企業としても債務の株式化で財務比率は改善するが、借入金利の改善や企業価値の増大には時間がかかることなどが挙げられます。しかしながら、銀行にとって債務の株式化は、当該企業の信用リスク低下につながる上、配当やキャピタルゲインを得られる可能性もあります。また、企業にとっても実施後の経営如何では銀行に迷惑を掛けることはないので、経営の自由と自主性を守ることができます。

<まとめ>

- ✓債権放棄と債務の株式化を比較すると、債権放棄は企業側の経営の自由と自主性を失いかねない等、多くの問題点があることがほとんどです。銀行にとっても、債権放棄では債権分類を破綻懸念先にせねばならず、経営に悪影響を及ぼします。
- ✓債務の株式化の場合は、実施後の企業側の経営如何では経営の自由と自主性が守ることができます。銀行にとっても、正常債権として維持することが容易になるなどのメリットがあります。

## 5 利害関係者の立場と問題点 (株主に対する考え方)

債務の株式化を実施する企業における、株主の利害に関する問題点と解決策について解説します。

### 債務の株式化と株主の利害

---

債務の株式化における重要な利害関係者として、株主に及ぼす影響も考慮する必要があります。債務の株式化を行うことによって、既存の株主や、債務の株式化による新規株主が損をしないかどうかが大きな問題になります。

図表5-1には、債務の株式化に関する株主の立場からの問題点がまとめられています。問題となり得る主な領域は、「株式の価値」・「株式保有の事情」・「配当」についてです。

まず、「株式の価値」についてです。債務の株式化による新規株主は、受け取る株式の価値が従来保有していた債権より低くなることを望みません。一方、既存株主にとっては、債務の株式化によって発行済株式数が増えるので、自分達が保有する株式の価値が希薄化して損をしないかという点が関心事になります。

この場合、債務の株式化による損益が発生することがあれば、それは交換時における債務と株式の価値が等価でないことによります。新規株主が損をしないしは余分な利得を得ることがないように、両者の価値が等価になるよう交換条件を設定することで株式の価値に関する問題は対処できます。

有利子負債と自己資本の合計は債務の株式化の前後で変わることはなく、その構成比が変わるだけなので企業の総資産は変わらないが、株主数が増えるので既存株主にとって希薄化による損を被るのではという論点については、自己資本が増えることで自己資本リターンが低下することと合わせて考える必要があります。これについては後ほど解説します。

既存株主・新規株主の両者とも、債務の株式化によって自身が保有する資産価値が低下することは望みません。債務の株式化の時点で等価交換が成立して、公正さが確保されねばならないのは勿論です。しかし本質的に重要なことは、債務の株式化後の企業再建であり、そもそもそのために債務の株式化を行う訳です。必要な額の債務の株式化を実施することで、その後の経営が上手く行けば財務の改善による資本コスト削減効果とフロー改善効果を受けて、株式の価値が上がることもあり得ます。自社が債務の株式化を実施する際は、これらの点を既存株主・新規株主に説明して理解を求めることが必要でしょう。

次に、「株式保有の事情」についてです。債務の株式化では、従来の債権者が新たに株主になる訳ですが、それは多くの場合に銀行等の金融機関であることが考えられます。銀行も経営上の課題を抱えている関係で、債務の株式化による企業再生には合意できる場合でも、余り多くの株式保有は望まないということが考えられます。特に未公開企業の株式で、今後も公開の予定がない場合には市場での売却が難しく、保有に関するリスクを負いたがらないことが有り得ます。

このこと自体は当該企業の側の問題ではありませんが、債務の株式化を行う相手は銀行であることが多く、交渉相手の事情を留意しておくことは有意義です。これについては、銀行の側でも未公開企業へのハイリスク/ハイリターン型の投資を行なっているプライベート・エクイティファンドへの転売などを行うことで、保有株式のポジションを削減する道があります。

産業再生機構や整理回収機構も一時的に株式を保有することが可能で、銀行が株式を持っていない場合にこれらの機構が株式を保有することで債務の株式化を支援することができます。

最後に、「配当」についての問題です。企業が債務の株式化を実施する場合、事業からのリターンには問題はないが、有利子負債が過剰で過小自己資本に陥っているため、財務的に困難な状態にある場合が想定されます。その場合、バランスシートに繰越欠損項目があると株式配当が不可能になってしまいます。

これに対しては債務の株式化によって発行した新規株式の一部を資本準備金に組み入れた上で、その一部を取り崩して繰越欠損を消去すれば、配当が可能になります。先に債務の株式化の本来の姿は、企業の企業価値を増大し、新規の株主に対してリスクに見合ったリターンを提供することだと説明しましたが、そのためにも繰越欠損の消去は重要といえます。

債務の株式化による株式数増加は、配当や更には株主総会の手続き・株価対策など実務的な面にも影響を与えます。株式を併合して、適切な株式数にすることでこれらの問題が解決できます。

図表 5-1 債務の株式化と株主の利害

問題点	解決策
<b>株式の価値</b> 既存株主は債務の株式化で株式価値低下を望まない。 新規株主が受取る株式は株式化前に保有していた債権価値より低くなることを望まない。	等価交換としての債務の株式化をすれば、既存株主も新規株主も損をしない。 財務の改善による平均資本コスト削減効果やフロー改善効果の恩恵を受けて株式価値は上がることもあり得る。
<b>株式保有の事情</b> 銀行等が株主の場合、たとえ儲かる可能性があっても、大きな株式ポジションは持ちたくない。	少数私募での売却やプライベートエクイティファンドの活用で、ポジションを削減することが望まれる。
<b>配当</b> 繰越欠損金があると配当できない。 株式数が増えすぎると配当、株主総会手続き、株価水準の面で、問題が生じる。	債務の株式化による新規発行株式の一部を、資本準備金に組み入れ、その一部を取り崩して、繰越欠損金を消すようにする。 株式を併合して、適切な株式数にする

## ■ CAPMからみた債務の株式化

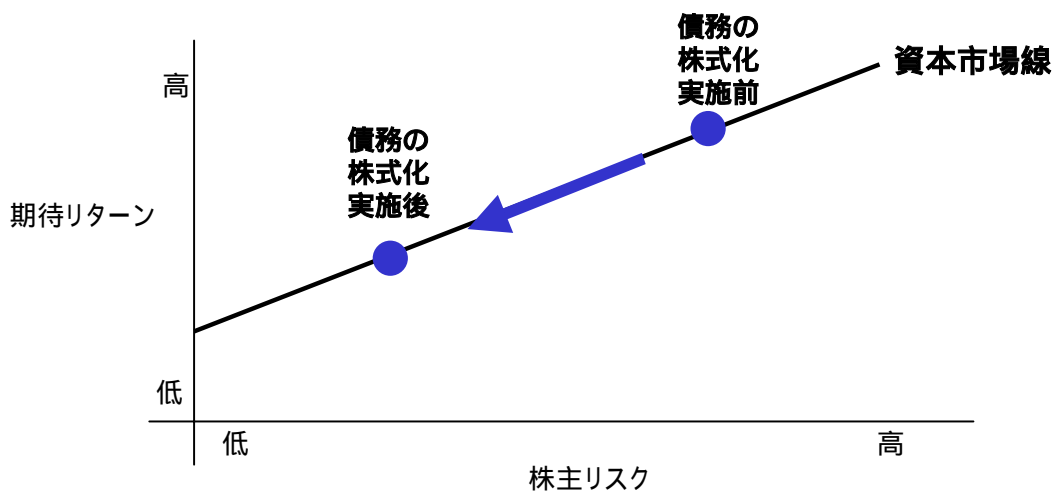
債務の株式化によって株式数が増加するために株主価値の希釈が生じないかが株主の関心事項となりますが、それに対して、債務と株式の等価交換を行えば新規株主も既存株主も損をしないことを説明しました。この点について、株主が負うリスクと期待するリターンとの関係を検討しながら考えてみます。

債務の株式化によって、資本構成上は自己資本が増加して負債が減少するため、支払金利が減少して純益は増加します。しかしながら、純益の増加は大きくなった自己資本に対応するものなので、注意が必要です。負債の減少によって、払わなくて済む金利分だけ税引前利益が増加します。しかし、これは株式の発行によって増加した株主全員で分けなければならないので、利益の希薄化が起こって1株当たり利益(EPS: Earnings Per Share)は下がることになります。

ただし、債務の株式化によって株式数が増えれば自己資本額が増えるため、自己資本リターンも低下することが考えられます。しかしその場合は、レバレッジが低下するので自己資本リスクも下がっており、期待リターン自体が低下していることに注意すべきです。(自己資本リターンはCAPMの理論を用いて算出できますが、その際には資本構成によるリターンの不確実性を示すレバレッジリスクが反映されることを思い出してください。)自己資本リターンの低下を理由に株式の発行を疑問視する意見もありますが、期待リターンの低下も考慮に入れなければフェアな議論ではありません。

債務の株式化による株主数の増加でEPSが減少しても、株主は必ずしも損をしません。リスクとリターンの双方が低下するのですから、図表5-2が示すように、CAPMの資本市場ライン上を右上から左下に移動している訳で、リスクに見合ったリターンという意味では等価なのです。

図表 5-2 CAPMからみた債務の株式化





## Coffee Break

### 未公開株取引市場の試み

本文で銀行による債務の株式化後の株保有の問題に触れましたが、未公開企業の場合は株式の流動性の低さによるリスクから投資家が株式の引き受けることを避けるために、増資が進まないということがあります。勿論着実に利益を計上して配当を支払うことが、株主に対する責務を果たすことになる訳ですが、何とか未公開株でも一般投資家から出資を募る道はないものかという願いがありました。

このようなニーズに応える一つの試みとして、グリーンシート市場というものが創設されています。これは1997年に日本証券業協会が制度化した未公開企業のための株式流通市場です。証券取引法上の正式な証券市場ではありませんが、株式発行による市場からの資金調達機能を中小企業にも拡大する可能性から関心を集めています。

自社の株式をグリーンシート市場の登録銘柄とすることで、公募増資による資金調達が可能となります。グリーンシート銘柄には、将来的な上場を計画する新興ベンチャー企業・成長中小企業向けのエマージング銘柄、特に上場の計画はないが、株主数が多く売買ニーズの高い地方中堅企業向けのリージョナル銘柄、上場廃止後の継続取引企業向けのフェニックス銘柄があります。

銘柄数は、2003年9月1日現在ではグリーンシート全体で77であり、うちエマージング銘柄が53と決して多くはなく、実際に当市場を活用して株主を募るためにはディスクロージャーの負担他の留意点はあります。しかし今後もこのような未公開株による資金調達の道も開けるかも知れません。そのためにも、やはり収益性を高め配当できる会社になっていることが重要です。

#### <まとめ>

- ✓等価交換としての債務の株式化を実現することで、既存株主と新規株主の両者は損を避けることができます。更に財務の改善の結果、株式価値は上がることもあり得ます。
- ✓銀行は大きな株式ポジションを持ちたがらない事情も考えられますが、これにはPEファンド等の活用でポジション削減が可能です。
- ✓繰越欠損金がある場合は、債務の株式化による新規発行株式の一部を資本準備金に組み入れたうえで取り崩すことで欠損を解消して配当を可能にできます。
- ✓債務の株式化により株式数は増えるためEPSが減少することはありますが、自己資本増によって期待リターンも低下するので、リスクに見合ったリターンという意味では等価であり株主は必ずしも損をしません。

---

## 参考文献

---

- 村藤功、『連結財務戦略』、東洋経済新報社、2000年
- 西村善朗 / 松崎為久、『Q & A 債務の株式化(DES)の実務』、清文社、2002年
- 長谷川英司 / 斉藤尚 / 森谷竜太郎、『バランスシート効率化戦略』、中央経済社、2002年
- グロービス・マネジメント・インスティテュート、『MBAファイナンス』、ダイヤモンド社、1999年
- 中小企業庁、『中小企業白書(2003年版)』

