

### 日本企業におけるデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）

最近、負債残高の多い大企業数社が、デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）の実施を発表して注目を集めている。デット・エクイティ・スワップは、不良債権問題と表裏一体ともいわれる企業の過剰債務問題の解決へ向け、特に私的整理における再資本化に活用されることが期待されるが、まだ理解が不足しているためか、評価は必ずしも積極的なものばかりではない。本稿では、わが国の企業におけるデット・エクイティ・スワップへの取り組みについて、これまでの実例を概観し、論点を整理してみたい。

#### 1. デット・エクイティ・スワップの意義

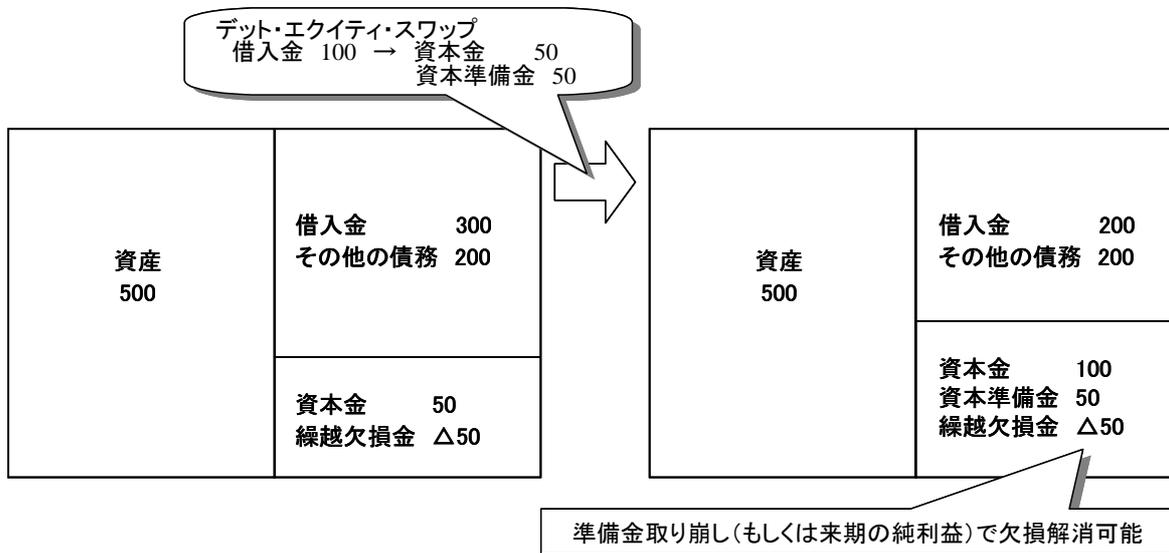
デット・エクイティ・スワップ（もしくはデット・エクイティ・コンバージョン）とは、過剰債務・財務破綻状態にある企業の債務を株式化すること、もしくは債権者が債権による現物出資によって株式を取得することである。米国では、ワークアウト（任意整理）においても、チャプター・イレブン手続もしくはプレパッケージド・チャプター・イレブン手続で策定される再建計画においても、再資本化の手法としてデット・エクイティ・スワップが活用されている<sup>1</sup>。

単純化していえば、デット・エクイティ・スワップは、企業バランスシート上の「負債の部」に計上されていた借入金を「資本の部」の資本金もしくは資本準備金に振り替えることである。

例えば、図1左側のように、資産500、借入金300、その他の債務200、資本金50、繰越欠損金50という状態にある企業を想定してみる。ここで債務100を株式化し、うち50を資本金に、50を資本準備金とした場合、図1右側のようにバランスシートは改善され、資本準備金を取り崩す（もしくは来期の純利益を充当する）ことで債務超過会社への転落の危機をも免れることになる。一方で、旧債権者は株主となり、しかもいきなり50%の議決権を得るわけで、対象企業の支配権の移動が起きることになる。

<sup>1</sup> 橋本基美「米国におけるデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）」『資本市場クォーターリー』1999年春号参照。

図1 デット・エクイティ・スワップを活用した債務削減例（単位：億円）



(出所) 野村総合研究所

この例を用いて債務株式化取引の効果を考えてみると、第一に、負債圧縮による財務体質の改善があげられる。また、支配権の移動という点に着目すると、債権者が企業再建にコミットでき、経営者のモラルハザードも一定程度抑制できるとされる。さらに、将来の価値向上分がリターン=弁済となるという、株式の特質による効果があげられる。すなわち、債務者が将来、無事更正したときには株式の価値が高まって回収に資するかもしれないので、その価値向上が期待できるならば、債権者にとっても債権放棄よりも好ましい方法ということになる。無論、債務者が更正できなければ、その株式が無価値となる可能性もある。

## 2. わが国におけるデット・エクイティ・スワップ導入論議の変遷

### 1) 産業再生法

わが国において、デット・エクイティ・スワップがはじめて脚光を浴びたのは、1999年初め頃のことである。当時の小渕恵三内閣が首相直属の機関としてつくった産業競争力会議の初会合(1999年3月29日)で、宮沢喜一大蔵大臣が過剰債務企業の債務を株式化することを提唱したのがきっかけといわれている。その後、さまざまな提案・議論がなされ、なかには、金融再生委員会の変形ともいえるべき、公的な立場から企業の再建可能性や経営責任を判断する機関の創設(産業再生委員会などと呼ばれた)まで提唱するアイデアも出

されたが、個別企業と金融機関との協議に委ねる立場から、債務の株式化の環境整備を図るべきとの考え方が有力となっていった。この時の議論は、1999年10月施行の産業再生法（産業活力再生特別措置法）に反映されたといえる。同法においては、認定事業者が「認定事業再構築計画」に従って、債務を消滅させるために、一定の要件を満たした上で、債権者に対して株式を発行することが認められた。また、デット・エクイティ・スワップの環境整備を図る目的で、現物出資における検査役調査の簡素化、登録免許税の軽減、優先株の発行枠拡大という優遇措置が導入された<sup>2</sup>。

ただ、産業再生法がデット・エクイティ・スワップの促進に実際に与えた影響は、かなり限定的なものであった。2001年末までに各省庁から出された認定事業再構築計画117件のうち、デット・エクイティ・スワップを活用したのはスカイエンタテイメント（現ジェイ・スカイ・スポーツ）1社のみとなっている。

産業再生法がデット・エクイティ・スワップ活用の起爆剤にならなかった理由には、同法が事業再構築計画の主務大臣への提出を求めていること、その計画で、3年以内に、自己資本当期純利益率（ROE）の2%以上の上昇といった「相当程度の生産性向上」が客観的に明らかであることが、優遇措置を受けるための条件とされたことなどが考えられる。しかも、産業再生法で打ち出された優遇措置が、その後の商法改正で取り入れられ、必ずしも産業再生法を活用しなければならない必然性が薄れたこともあろう。

一方で、スカイエンタテイメント社に対して実施されたデット・エクイティ・スワップは、券面額説に基づくデット・エクイティ・スワップ処理の第一号となった模様で、この案件が契機となって、2000年度中にさらに数件のデット・エクイティ・スワップが同説に基づいて実施されたことが報告されている<sup>3</sup>（券面額説については後で詳述）。

## 2) 民事再生法

一方、わが国の法的再建手続では、会社更生法（221条・222条）において、更正計画により減増資して、株式を債務の一部の代物返済として交付することは可能であり、商法上の手続によらずデット・エクイティ・スワップの利用ができるとされている。しかし、和議法においては、減資の規定がなかったために、商法による株主総会特別決議を必要とする減資は行いにくいとされていた。

この点、和議法に代わって2000年4月に施行された民事再生法においては、株式会社である再生債務者が、裁判所の許可を得て、再建計画に基づき減資することが認められた。この手続が認められたことにより、旧株主に対しても債権者同様、損失負担を求めることができると同時に、減資後に債権者に新規の株式を発行することにより、デット・エクイ

<sup>2</sup> 橋本基美「最近の企業再編法制をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』1999年秋号参照。

<sup>3</sup> 針塚遵「東京地裁商事部における現物出資等検査役選任事件の現状」『商事法務』2001年3月25日号は、「（執筆時点までに）6件のデット・エクイティ・スワップが券面額説で処理された」としている。

ティ・スワップが容易となる。2001年12月までの民事再生申立て件数は1,502件（負債総額計12兆円強）に達しており、中堅・中小企業の法的再建手続として定着しつつある。

### 3) 金融と産業の一体的再生

2001年春頃には「金融と産業の一体的再生」が唱えられ、DIPファイナンスやデット・エクイティ・スワップの円滑化が必要との指摘がなされた。この論議は、2001年1月頃に柳沢伯夫金融担当大臣が「金融再生（銀行の不良債権処理）と産業再生（債務超過企業の淘汰と再建）は同じ事象の表と裏に過ぎない。これを実現するためには、金融庁と産業所管官庁が連携して、金融と産業の対応を一体的に進めるべき」と発言し、経済産業省・国土交通省が応じる形で省庁をまたがった協議が始まったのが契機と考えられる。毎期、不良債権を処理してもまた増加してしまうという悪循環を止めるために、企業の再生や不良債権の銀行からのオフバランス化・直接償却を促進する政策が必要とされた。

こうした議論を経て、森喜朗内閣は2001年4月初めに政府（経済対策閣僚会議）緊急経済対策をまとめた。具体的な内容としては、デット・エクイティ・スワップの活用円滑化のため、「スワップによって取得した株式について、銀行法上の5%ルールの運用の明確化を図るとともに、流動化促進策等を検討する」とした。

なお、同対策では、経営困難企業の再建に伴う債権放棄に関するガイドラインを早急に取りまとめたうえ、公表するものとした。これを受け、経団連、全銀協などの代表や学識経験者が中心となって私的整理に関するガイドライン研究会（座長：高木新二郎獨協大学教授）をつくり「私的整理に関するガイドライン」をまとめた（2001年9月公表）。同研究会では、私的整理段階におけるデット・エクイティ・スワップの活用に関しても議論したが、銀行法・独占禁止法上の5%ルールや現物出資検査についてすでに対策が講じられていたこともあり、ガイドライン上、特段の措置は導入しなかった。同ガイドラインは、再建計画案の内容について、私的整理成立後3年以内に経常利益を黒字転換させ、かつ債務超過を実質的に解消しなければならない、減資を必須条件とするといった比較的厳しい方針を打ち出したことから、ガイドラインの適用となった企業はまだほとんどない状態といわれている。

### 4) 大企業の再建へ向けたデット・エクイティ・スワップ導入論

2001年8～9月には、9月決算を前にして、債権分類上「要注意先」にカテゴライズされている高債務の大企業への貸付に対して引当金を積み増すべきとの議論が急速に活発になった。すなわち、不良債権問題の本質は、正常債権先や要注意債権先に分類されている大

手企業数十社向けの債権が、実態としては不良債権化していることだとの指摘である<sup>4</sup>。さまざまな提言の中には、前述の産業再生委員会のような、問題企業の選別やデット・エクイティ・スワップ後の株式所有を担当する公的あるいは中立的な機関の設立を求める声もあった。

この時の議論は、9月21日に発表された「改革工程表」「改革先行プログラム」に反映された。特に「改革工程表」においては「日本政策投資銀行、民間投資家、整理回収機構(RCC)等に対し、企業再建のためのファンドを設立し、またはこれに参加するよう要請する。(ファンドは、厳格な再建計画が策定された企業の株式(債務の株式化により銀行等が取得したもの)等を買取り、再建計画の実現を図ることを目的とする)」と記述され、債務の株式化の担い手となる「企業再建ファンド」が、初めて政府の公式文書に登場した。

さらに、2001年10月から金融庁の検査が強化され、株価や格付けの低下が著しい債務者に着目した特別検査が導入されている。特別検査の結果、要注意先から破綻懸念先・実質破綻先に区分替えを余儀なくされる企業については、私的整理ガイドライン等による徹底的な再建計画の策定、民事再生法等の法的手続の申請、RCC等への債権売却などの措置が求められると考えられているため、そのプロセスにおいてもデット・エクイティ・スワップを実施する動きが出てくるものとみられる。

## 5) ダイエーの再建計画

デット・エクイティ・スワップが、2002年になって再び大きな注目を集めたのは、2月末に年度決算を控えたダイエーが、再建計画を本格的に検討しはじめ、減資を伴うデット・エクイティ・スワップと産業再生法の申請を実施することが1月中旬に表面化したためである。ダイエーは当初、50%の普通株減資と大口債権者の融資3,000億円の株式化(議決権を持たない優先株に転換)もしくは債権放棄を要請することを公表したが、次に2月に入って、約99%の減資と融資債務2,300億円を優先株2,200億円、普通株100億円に転換する案に修正して発表した(減資については2002年5月の定時株主総会に提案される予定)。実現すれば、株式に転換される債権価額の大きさや影響を受ける既存株主の数からいって、これまでで最大のデット・エクイティ・スワップ案件となろう。当社の再建計画を機に、他社でも比較的多額の債務株式化の検討が行われるようになっている。

このように、わが国におけるデット・エクイティ・スワップ導入論の変遷をみると、最初はマクロ的な視野から必要性が叫ばれ、徐々に個別企業(特に大手の高債務企業)の再建をどのように行うべきかという問題に、焦点があたるようになってきたことが注目される。また、法的再建手続が充実してきたことから、目下のところ私的整理におけるデット・エクイティ・スワップの円滑な活用が望まれる傾向があることがわかる。

<sup>4</sup> この時期の議論と問題点分析について、淵田康之「不良債権問題を巡る動向とわが国金融の展望」『資本市場クォーターリー』2001年秋号参照。

### 3. デット・エクイティ・スワップの方法

#### 1) 券面額説と評価額説

債務株式化の取引は、債権者の視点からみると、「①新規に会社に金銭出資して株式を引受け、払い込まれた資金を当該債権者の貸付金に対する弁済に充てる」方法と「②債権を現物出資して株式を取得する」方法とがある。もし前者の形態の取引として構成するのであれば、債権者は引受予定額相当の資金を別途調達することが必要であるが、それは必ずしも容易ではない。また、資金調達が可能としても、調達コストおよび払込相当額の返済を受けるまで金利負担が生じたり、場合によっては、払い込まれた資金に対して他の債権者による差押え等のリスクも生じかねない。

したがって、②と構成するのが簡便と思われるが、デット・エクイティ・スワップは会社の財務内容が悪いときに行われるのが通例であり、この場合、債権の評価額を時価（債権の評価額に対して株式を発行－評価額説）とするか、簿価（債権の券面額だけ株式を発行－券面額説）とするかが問題となる。

評価額説を採用すると、結局、債権放棄とセットせざるを得ず、債権者・金融機関の意思決定がしにくいことが予想される。また、債権放棄が大きい場合に、金融機関に対する株主代表訴訟が起きる可能性も否定できない。しかも、現物出資にともなう検査役調査が必要となり、時間・費用がかかることが予想される。

これに対し、東京地裁商事部は、2000年中に券面額説を採用してもよいとした主な理由として、下記をあげる<sup>5</sup>。第一に、会計理論との関係である。評価額説をとった場合、券面額と評価額の差額を債務免除益を計上しなければならなくなるが、これは当事者の意思に反する処理といえる。すなわち、当事者は資本取引をしようとしていたのに、一部は損益を認識する取引になってしまうからである。次に、資本充実の原則との関係である。資本充実の原則は、現物出資がなされた資産について当初から含み損があるという事態の発生を許さないと考えられるが、デット・エクイティ・スワップにおいては、債権は消滅するのであるから、現物出資の結果として会社財産に含み損が発生するという事にはならない。そういう意味で、デット・エクイティ・スワップは、スワップをしない他の債権者、既存株主にとって不利益にはならない。他にもいくつか論点があったが、デット・エクイティ・スワップが広く行われることによる実際的な好影響に鑑みて、券面額説が有力となったようである。

いずれにせよ、券面額説の採用により、検査役調査の費用及び所要時間は評価額説による場合より圧倒的に少なく済むこととなった。ただ、確かに、券面額説は実務的なメリットが多いのだが、過剰債務企業の資本再構築において公平な負担の配分を求めるべきとい

---

<sup>5</sup> 前掲針塚（2001）を参照。

う立場からすれば、客観的に企業価値を評価しなおす作業が最も重要な判断材料となるべきであり、その機会がないままデット・エクイティ・スワップを実施しようとする、一般株主あるいは第三者に対して、一種の混乱を招く可能性があることは十分に留意されるべきであろう。

## 2) 減資を伴うデット・エクイティ・スワップ

一般的に、会社更生法や民事再生法といった法的再建手続を採用した企業においては、減資を行い、その後に増資をして財務構成をつくりなおすケースが多い。また、後でみるように、私的整理段階のデット・エクイティ・スワップ取引においても、程度の差はあれ減資が伴う例が多くなっている。

わが国では、民事再生法や私的整理ガイドラインができる以前の再建支援で、主取引銀行が減資を求めず多額の債権放棄を行ったケースがあったためか、減資の意義を「既存株主の責任」「モラルハザードの防止」ととらえる見方が多いようである。これに加えて、もう少し現実的な減資の意義を考えるならば、資本の欠損の解消と新株主のインセンティブ向上があげられる。

図1などでみたように、会社のバランスシートは資産＝負債＋資本の関係でできているが、本業で赤字が累積したり、関連会社の投資などで特別な損失を計上した会社においては、純資産額（＝資産－負債）が、資本金の額より小さくなってしまふ（資本の欠損）。こうした資本の欠損の状態にある会社においては、負債をこれ以上増やすことは事実上不可能であり、また株主も配当を受けることは期待できない。この苦しい状況を打開するには、新たに資本を導入して施設や事業内容を改善することが必要で、そのために減資が望ましい。というのは、第一に、資本の欠損が存在したままでは、新たに出資をする者は、株主になっても、当分のあいだ配当を受けることができないため出資しにくい。第二に、既存の資本をそのままにしておいた場合、新たに出資をした株主が、旧経営陣の持株数を上回って会社の支配権を得ることが難しい。この場合、減資して欠損を解消すれば、利益配当が出せるようになる（配当負担も減資前より軽減する）し、旧経営陣の持株数を減少させることで、新たな出資者のインセンティブも増すことになる。デット・エクイティ・スワップにおいても新株主のインセンティブを増すために減資が望ましい、ということになるが、わが国のこれまでの例では、新株主となるのが銀行・生保など金融機関がほとんどで、かつ多額の債権放棄を伴うことが多かったため、株主責任とのバランスに議論の焦点があたりがちとなっている。

## 3) デット・エクイティ・スワップと株主

上場企業のデット・エクイティ・スワップや減資が株価に与える影響については、理論

的な定説はない。一般的には、希薄化が起きない場合には株主の権利は不変であるが、減資や債務株式化を実施した直後の企業というのは、衰弱した経営状態にあると考えられるので、将来に対する投資家の強気と弱気が交錯しやすい状況になっていると思われる。理論的にいえば、期待される将来収益の現在割引価値を企業価値とみる場合、過剰債務企業においては負債価値とほぼ同水準になっているため、本源的な株主価値は非常に小さい状態にある。株価は債権放棄や買収などによる何らかの価値の移転を期待するオプションとしての評価になる可能性もあり、株価が振れやすいといった状況を生み出す。デット・エクイティ・スワップと減資によって、欠損が解消し、純利益が確保できるようになれば、経営再建への取り組みが増益や復配といった具体的な形で顕在化してくることによって、正常な株価形成に移行していくと思われる。ちなみに、スワップで優先株に転換がなされる場合、普通株への転換条件の有無などで、普通株に近いものから社債に近いものまで、さまざまな設計がありえること、優先配当が払えないと議決権が復活する可能性があることなどには、留意が必要である。

#### 4. デット・エクイティ・スワップの実例について

##### 1) デット・エクイティ・スワップを実施した企業

表1は、新聞報道などを基に、2001年3月期までに債務株式化を行ったとされている企業をリストアップしたものである。これらの傾向をみると、まず、金融機関から債権放棄を受け、その一環として、第三者割当で金融機関等の旧債権者に新株を発行した例が多くなっていることがわかる。また、増資額の金融支援総額に対する比率は、多くの例で10%を下回っており、バランスシートに与える量的な効果は、債務カットの部分が大きくなっている。例えば、熊谷組では、プレミアム減資・株式の併合を行った上で第三者割当を200億円行ったが、主な債務削減効果は4,300億円にのぼった債権放棄から得られていたことがわかる。さらに、投資ファンドが新エクイティの出し手となった唯一の例であるダイア建設以外では、増資額とほぼ同額の減資が、前後の時期に実施されている。

## 日本企業におけるデット・エクイティ・スワップ(債務の株式化)

表 1 2000 年度にデット・エクイティ・スワップを行った企業

企業	実施時期	債務株式化の概要(実質的な債務株式化含む)	再建計画の概要	連結有利子負債 (期)	
スカイエンターテイメント(未上場)	2000年1月	株主からの借入金121億円を株式化	減資も実施して累積損失を一掃 2000年1月に郵政省より産業再生法の適用認定	不明	—
ハザマ	2000年8月	82億円の第三者割当増資	債務免除とセット(総額1050億円の金融支援) 2000年8月にプレミアム減資(約82億円)	約4,224億円 約2,861億円	2000年3月 2001年3月
ダイア建設	2001年1月	32億円の転換社債発行	サーベラスが購入。同社は旧日債銀モーゲージから購入した債権230億円(簿価)のうち170億円を放棄(残額は担保相当分)。2001年3月中に約4億円が転換して資本金に	約3,188億円 約2,880億円	2000年3月 2001年3月
熊谷組	2001年3月	200億円の第三者割当増資	プレミアム減資と株式併合を実施(総額650億円の減資) 債務免除とセット(総額4500億円の金融支援)	約1兆572億円 約6,455億円	2000年3月 2001年3月
三井建設	2001年3月	205億円の第三者割当増資	債務免除とセット(総額1630億円の金融支援) 2001年6月の株主総会で資本準備金約48億円を取崩	約4,226億円 約2,493億円	2000年3月 2001年3月
千代田化工建設	2001年3月	18億円の第三者割当増資	債務免除とセット(総額262億円の金融支援) 2001年2月にプレミアム減資と株式併合を実施(総額約142億円の減資) 2001年3月に総額約116億円の増資と約84億円の資本準備金取崩と約142億円の繰越損失補填を実施	約839億円 約373億円	2000年3月 2001年3月

(出所) 新聞記事、有価証券報告書、会社四季報などを基に野村総合研究所作成

### 2) ダイエーが計画するデット・エクイティ・スワップ

デット・エクイティ・スワップを表明するまでのダイエーの財務状況について簡単に整理すると、まず2000年2月期まで漸減していた連結有利子負債残高が、2001年2月期に突然増加していることがわかる。このとき同社は、会社の純資産(約245億円)が資本金(520億円)を下回り、資本の欠損が生じた形となった。同期末に、ダイエーは主力取引銀行に対して約1200億円の優先株を発行し、一部を損失処理に活用し、一部を資本金に組入れた。一方、同社の財務諸表で「資本の部」の構造をみていくと、過去5年以上、継続して連結剰余金はマイナスの状態が続いており、損失が積み上がる状態になっていたことがわかる。2001年8月期の半期決算時点で、資本金約1,120億円に対して、会社の純資産は約569億円となっており(連結剰余金は約1,452億円のマイナス)、引き続き資本の欠損状態となっている。資本準備金(約683億円)の取崩しでは欠損は填補できないことになる。

表2 ダイエーの連結有利子負債の推移（連結財務諸表から抜粋）

ダイエー 8263	(単位:百万円)					
連結財務諸表(抜粋)	1997.2	1998.2	1999.2	2000.2	2001.2	2001.8中間
有利子負債	1,271,752	1,170,771	1,110,935	1,076,861	2,534,087	2,275,437
短期借入金	733,156	556,944	562,254	517,748	1,864,926	1,670,832
一年内返済の社債	6,509	23,479	32,576	30,000	30,000	30,000
一年内返済の借入金	54,297	72,202	53,063	164,007	240,000	250,778
コマーシャルペーパー	112,000	170,000	111,400	175,865	64,400	108,600
長期借入金	365,790	348,146	351,642	189,241	334,761	215,227
社債	153,479	130,000	112,800	82,800	30,000	30,000
転換社債	5,239	5,239	2,663	2,663	-	-
資本金	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	112,030
新株式払込金	-	-	-	-	119,970	-
資本準備金	152,414	152,414	152,414	152,414	152,414	68,357
利益準備金	13,000	13,000	13,000	-	-	-
再評価差額金	-	-	-	-	37,966	38,005
剰余金/欠損金	-81,114	-90,142	-134,876	-143,820	-315,375	-145,168
純資産	121,691	112,662	67,930	57,591	24,556	56,875
総資産	2,196,324	2,150,435	2,021,803	1,834,612	3,244,071	3,037,123
当期純利益(損失)	-11,908	1,213	-41,294	-21,944	45,894	26,249

2001年2月期に急増した有利子負債残高

2001年2月 優先株増資  
 $1,333円 \times 9,000万株 = 約1,200億円$   
 ↓  
 ① 資本金に約660億円を組入れ  
 ② 資本準備金に約599億円を組入れ(資本準備金残高は約2,123億円となる)  
 ③ 2001年5月24日に損失処理のため資本準備金約1,440億円を取崩し、01年8月期には683億円となる。

2001年2月期に[純資産 < 資本金]の状態に

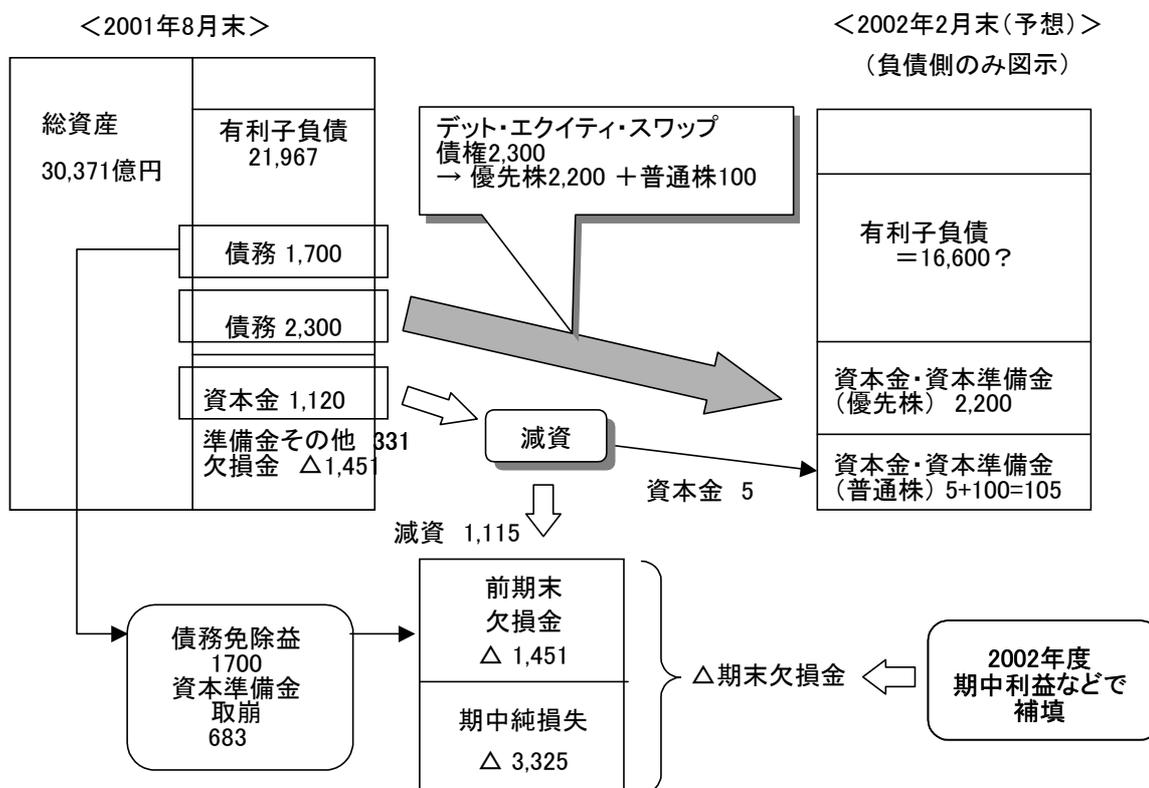
欠損を解消しようとする資本準備金683億円の取崩しでは足りない

(出所) 有価証券報告書より野村総合研究所作成

2002年2月27日の会社発表にもとづいて、今回実施されるデット・エクイティ・スワップの効果を概念的に示したのが図2である。債務株式化については、2,200億円の優先株と100億円程度の普通株を発行し、主取引銀行に対する2,300億円の借入債務と交換する。現在の資本金は5億円を残し無償減資されるが、債務株式化により資本金と資本準備金はそれぞれ1,150億円ずつ増加する見込みである。減資と債権放棄により欠損が解消するかどうかは、2002年2月期中の業績によるところがある。債務については、債務免除1,700億円も実施されるほか、資産売却なども合わせて、有利子負債残高が1兆6,600億円となる見込みである。金融支援の効果は非常に大きいものの、十分なものであるのかどうかについては評価が分かれるところであろう。

約99%の減資と普通株の増資により、既存株主の権利の希薄化が生じることになるが、このままでは普通株主資本が少なすぎることで、金融機関の持株比率が高くなることなどから、近い将来、さらに新たな資本が必要となる可能性もあろう。また、2,200億円の優先株について、議決権を制約し、さらに普通株への転換請求のクローズド期間を設ける等、転換を一定程度制限する方法を検討する模様だが、その取扱いが注目される。優先株発行のための定款変更が付議される5月の定時株主総会で詳細が明らかになる予定である。またダイエーはこれらの再編計画と同時に、発行済み普通株2株を1株に、発行済み優先株10株を1株にする株式併合を行い、単元株数を1000株から500株に変更すると発表している。

図2 ダイエーの連結貸借対照表とデット・エクイティ・スワップのイメージ  
(単位：億円)



注：02年02月期損失は決算速報値（2002年4月19日発表時点）。02年2月末有利子負債残高は会社予想値（2002年2月時点）。

（出所）有価証券報告書、各種資料より野村総合研究所作成

### 3) 今後デット・エクイティ・スワップを予定する企業

表3は2002年1～3月の間に、デット・エクイティ・スワップを含む再建計画の発表をした企業をリストアップしたものである。ダイエーと長谷工コーポレーションでは、1,000億円を上回り、しかも債権放棄との対比も大きいデット・エクイティ・スワップが実施されている。岩田屋や東洋シャッターでは私的整理ガイドラインが適用される見通しであり、市田では旧メインバンクを母体とするファンドではあるが、企業再建ファンドが株式を取得する仕組みが考えられている。

表3 これからデット・エクイティ・スワップを実施する予定の企業

	新株発行額 (億円)	金融支援総額 (億円)	減資の予定	備考	連結有利子負債 (2000年度末)
長谷工 コーポレーション	1,500	1,500	検討中	普通株、優先株の内訳は未定 2000年度までに既に3,546億円の 債務免除を受けている	約5,211億円
岩田屋	10	280	50%減資の予定	私的整理ガイドラインの適用	約896億円
ダイエー	2,300	5,200	99%減資の予定	普通株100億円、優先株2,200億円 に転換	約2兆5,640億円
飛島建設	100	800	不明	優先株に転換	約1,392億円
大京	(400前後)	(4000-5000)	50%減資を検討中		約1兆729億円
市田	5	97	あり	東京三菱銀行、政策投資銀行など が出資するジャパン・リカバリー・ ファンドが東京三菱の無担保債権 を買い取った上株式化	約284億円
東洋シャッター	10	116	検討中	私的整理ガイドラインの適用	約287億円

(注) 新株発行額、金融支援総額(債務株式化含む)は概数

(出所) 日経金融新聞2002年3月12日、会社四季報などを基に野村総合研究所作成

## 5. 今後の展望

### 1) デット・エクイティ・スワップと企業再生ファンド

今後、わが国企業の再建・再生にデット・エクイティ・スワップをより活用していこうとした場合、銀行・金融機関にとって、債務の株式化が必ずしも望ましい方策ではない点には留意する必要がある。

まず、株式保有に関する規制がある。独禁法・銀行法上の5%ルールは運用上緩和されているものの、標準的には1年以内に保有持株比率を5%以下に低減することが期待されている。また、2002年1月4日に施行された「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」により、銀行、長期信用銀行、農林中金、信金中金および銀行持株会社は、2004年以降9月30日、自己資本を超える額の株式等を保有してはならないことと定められた(やむを得ない理由で経過措置の承認を受けても2006年9月末まで)。

また、銀行が顧客と長期的な関係を持っているために、減資などを伴う難しい交渉を進めることを嫌う可能性がある。さらに、現実的には債権評価額の毀損が著しいため、券面額説をとったとしても債権放棄を求められることが多いし、ダイエーが2000年度末に発行した優先株を今回減資した例でみられるように、転換した株式に損失が発生する可能性もある。さらに、非公開会社の株式に転換する場合、市場流通性がないため換価が難しいと

いう問題もある。

デット・エクイティ・スワップによる新株式の受け手として銀行が最善でないという考え方から、プライベート・エクイティ・ファンドもしくは投資銀行の自己勘定部門が「企業再生ビジネス」の一環として資本を投入し、経営改革にまでコミットすべきであるとの意見がある。有名なものでは、INSOL（倒産実務家国際協会）の代表を務めた国際倒産事件の専門家リチャード・ギトリン弁護士による「ジャパン・ディレバレッジング・ファンド」構想があり、銀行がスワップで取得した企業株式を、さらに企業再建ファンドの出資証券と交換することで、銀行が債務者企業の株主にならずに、将来株式の価値が向上することによる投資収益の支払を得られるようにすることを提案している<sup>6</sup>。

米国においては、財務的に破綻状態にある企業の優先債権、無担保債権等のあらゆる債権・証券に対して、ディストレスト投資（スペシャルオポチュニティ投資）という称して専門に投資するプライベート・エクイティ・ファンドがある。多くのファンドでは、臨機応変な投資手法を志向しているが、大別すると、よく「ハゲタカファンド」と揶揄されるような、債権・証券を割安に購入して、短期間の裁定取引で売買益をねらうファンドと、一定期間、株式を保有（あるいは再建処理の中で債権から転換し取得）して、会社の業容回復に積極的に関与し、企業価値の向上をねらうファンド（リカバリーファンド、ターンアラウンドビジネスなどとも呼ばれる）とがある。

わが国においても、デット・エクイティ・スワップを円滑に活用するために、銀行以外の専門投資家の役割は期待される場所である。ただし、現在問題となっているような、負債残高が数千億円から1兆円超に達するような大企業（多くは上場企業であり多数の株主がいる）のケースは、雇用などの点でも注目をあつめやすく、輻輳した債務者間の関係、債権者・株主間の関係があるため、すでに活躍しはじめた投資銀行やプライベート・エクイティ・ファンドといえども、一朝一夕に再資本化を実現し、経営改革を推進できるほど単純ではないともいわれる。また、投資資金についても、国内に豊富にあるとはいわれるが、実績のないプライベート・エクイティ・ファンドが簡単に資金を調達できるほど成熟した市場ともいえないであろう。ギトリン氏の構想に暗に表現されているような、銀行が貸出先から「離れる」動きが現実化することと、プライベート・エクイティ・ファンドが着実に実績をあげていくことが期待される。

## 2) 今後の企業再生へ向けて

本稿でみたような、デット・エクイティ・スワップを実施しようとしている企業の再建計画に対する評価は、現在必ずしも積極的ではないように思われる。このような批判が出る理由としては、私的整理の場合、再建計画決定の経緯も不透明な面があり、また議決権

<sup>6</sup> リチャード・ギトリン「企業・金融の同時リストラ」（深尾光洋・寺沢達也・小林慶一郎編著『バランスシート再建の経済学』東洋経済新報社（2001年6月）所収）などを参照。

に影響を与えないよう多額の債務が優先株に交換されるといった措置がとられがちであることから、デット・エクイティ・スワップが一種の弥縫策もしくは問題先送りと受け止められていることが考えられる。本当に問題先送りなのかどうかは、将来に検証する必要があるが、それだけ再建計画の前提となる企業価値評価と新しい資本構成に対して、十分な理解あるいは信頼が得られていないことのあらわれであろう。特に、経営陣の交替や減資を伴わずにデット・エクイティ・スワップを行う場合には、公平性がないという反応や、フレッシュな体制で経営革新ができるのかという疑問が、内外で起こるおそれがある。

この点、米国の企業再建の例を財務面からみると、再建計画を策定する時に、単に債務を削減するという側面ではなく、清算せず事業継続した場合に期待される企業価値にもとづいて、アセットクラスごとの投資家にいくらづつ割り当てたらよいかというアプローチを重視しているように見受けられる。したがって、企業の一体的な価値評価（バリュエーション）が最も重要な判断材料であるし、既存の株主に対する減資もそうした一体的な作業の中で行われるため、公平感を得やすいのではないかと思われる。そして多くのケースでは、事業目的の投資家（ストラテジックバイヤー）や金融目的の企業再生ファンドが新たなエクイティを取得し、場合によっては経営陣を送りこむことで、デット・エクイティ・スワップに伴って明確な経営権のシフトを起こすことになる。

今後わが国の企業再生を考える上で、デット・エクイティ・スワップを単なる債務削減の技術にとらえるのではなく、企業のバランスシートを真に継続可能な状態に作り直し、経営革新を行うための一ステップとして活用する視点が、重要になっていくと思われる。

（関 雄太）