

米国におけるデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）

企業の過剰債務の解消策として、債務を株式と交換するデット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）がにわかに脚光を浴びている。

米国では、デット・エクイティ・スワップは、主に破産法適用の申立てをした企業あるいは支払不能となった企業の再建手続きとして、しばしば利用されている。

我が国において、過剰設備の廃棄と過剰債務の解消による企業の業績回復を促すという観点から、デット・エクイティ・スワップが議論されている。デット・エクイティ・スワップが企業再建の強力なツールとなるには、債権者（＝株主）の強力なリーダーシップが発揮できる環境と経営陣の責任を厳格にする規制の整備が必要であると思われる。

1. DE スワップとは

米国において、デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化、以下DEスワップという）とは、支払不能となった会社が、現存する債務及び／または優先株式の支払条項から生ずるキャッシュ・フロー問題を改善するため、それら債務と交換に、新株を発行することをいう。企業の経営再建方法としては、①利払いや配当支払いの減額や延期、②元本または償還金額の支払い延期、猶予または減額、そして③現存する債務をエクイティに転換するDEスワップ、が代表的である¹。

DEスワップの主な目的は、発行会社の、企業の経営を再建することである。DEスワップは、市場においてまたは償還条項に基づいて、現存する債務に係る利子や配当支払いのために、銀行からの借り換えや、資産売却や事業からの現金収入など内部資源から十分なキャッシュを得られない場合に、典型的に利用されている。

DE スワップにより、企業は倒産を免れ、財政状態を健全化することができれば、債権者は、株主として、再建後の株価の値上がり益を享受することができる。DE スワップの具体的なスキームの策定に当たっては、デフォルト企業及びその債権者の間の債権債務の整理役として、弁護士、公認会計士及びインベストメント・バンカーといった法律及び証券取引に精通したエキスパートが介在している。

そのほか、M&A の防衛策として用いられることもある。DE スワップは、①発行済株式総数を増やして株価を希薄化させることにより、買収に必要な資金を増加させることがで

¹ 旧債務を新しい債務と交換するスキームは、DD スワップ(Debt for debt swap)とよばれ、DE スワップと同時に行為れることがある。

きる、②債権者を安定株主にすることができる、③負債比率を低下させ、従来利払いに充てられていた資金を収益として計上することができるようになるため収益が改善し、株価の上昇によって既存株主の利益を高めることができる、からである。

2. 米国における企業のリストラクチャリング

このような DE スワップは、主に破産法適用の申立てをした企業あるいは支払不能となった企業の再建手続きとして、しばしば利用されている。

米国における企業の再建手続き（リストラクチャリング）とは、破産法およびその周辺の手続きと密接につながっている。破産法に絡む企業再建の具体的手続きには、チャプター・イレブン、プレパッケージド・チャプター・イレブン及びワークアウトがある。DE スワップは、いずれの手続きにおいても主要な再建手法となっている。

1) チャプター・イレブンに基づく再建

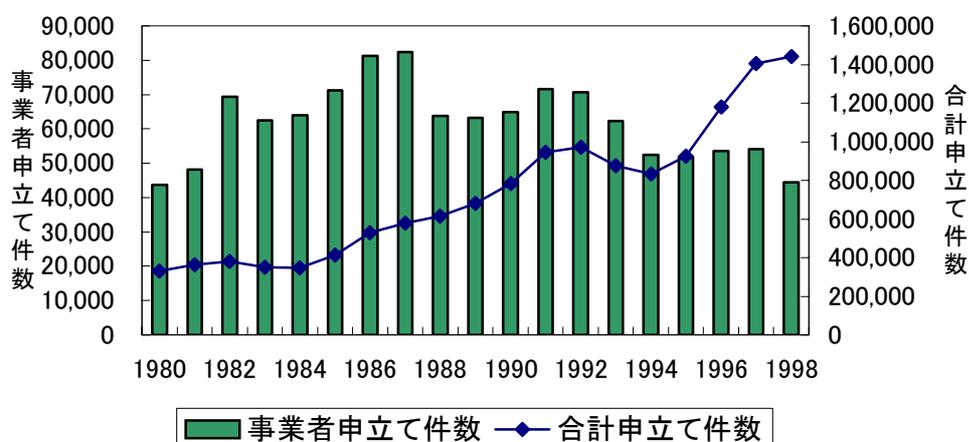
米国では、企業及び個人の倒産手続きは 1978 年連邦改正破産法に基づき進められる。代表的な破産手続きとしては、清算を目的とする第 7 章手続き（チャプター・セブン）、再建を目的とする第 11 章手続き（チャプター・イレブン）がある²。American Bankruptcy Institute の"U.S. Bankruptcy Filings 1980-1998"によると、破産法適用申立て件数は、全体的に増勢にある中で、94 年以降、事業者による申立て件数はほぼ横這いである（図 1）³。

企業の再建に当たって通常申立てられるチャプター・イレブンは、申立て企業に対する一切の債権の取り立てを自動的に停止する効果（automatic stay）により、企業側の事業継続を支援する。反面、コストと時間がかかるほか、社会的評価を落とすことになる。企業再建を早期に図るには、プレパッケージド・チャプター・イレブンやワークアウトと呼ばれる手続きが選択される傾向がある。

² 破産法は 94 年 10 月 22 日に改正法が施行されている。

³ <http://www.abiworld.org/stats/newstatsfront.html>。98 年の申立て件数は、総数 1,442,549 件、うちチャプター・セブンが 1,035,696 件、チャプター・イレブンが 8,386 件となっているなお、チャプター別の件数については、個人・事業者の合計数である。

図1 米国破産法申し立て件数



(出所) American Bankruptcy Institute "U.S. Bankruptcy Filings 1980-1998"より野村総合研究所

2) プレパッケージド・チャプター・イレブン

プレパッケージド・チャプター・イレブンとは、チャプター・イレブン申立てを前提に、再建のための計画案（プレパッケージド・プラン）を立案して裁判所外の交渉によって大部分の債権者の承認（債権者数の半分、債権額の3分の2以上の合意）を得て、裁判所の認可決定を得るというものであり、通常のチャプター・イレブンに比べ短期間かつ低コストで行うことができる(1126b項)⁴。

プレパッケージド・プランには、債権の組分け条項、減損されない債権及び減損される債権を特定する条項のほか、再建計画案遂行のための適当な規定として、財団財産の保持、債務者の合併やDEスワップなどを定めなければならない(1123条a項)。DEスワップについては、「現金、財物、現存する証券を対価とし、あるいは、債権または持分権（株式等）と交換するなど、その他適当な目的のために、債務者又は一定の者が証券を発行すること」と定められている(1123条b項J)。

さらに、債務者である企業が、長期間にわたり財務内容を良好に維持し、その収益可能性を継続するための数多くの義務が定められている。DEスワップ、債務と債務を交換するDDスワップをした場合、その後の新株式または新債券の価値を下落させないようにする積極的義務があるのは当然である。

3) ワークアウト（任意整理）

ワークアウト（任意整理）とは、法律の適用を受けて裁判上の手続きを受けずに、企業の再建を進める方法であり、プレパッケージド・チャプター・イレブンよりも柔軟な再建

⁴ この規定は、日本の強制和議に近いといわれる。

手続きである。

ワークアウトは裁判外の交渉に基づく再建方法であり、チャプター・イレブンに規定されているような手厚い保護規定がないため、そのプロセスにおいて行き詰まることもある。その場合、前述のプレパッケージド・チャプター・イレブンに移行するよりも、本則のチャプター・イレブンによる再建手続きを申し立てた方がよいとの指摘もある（表 1）。

表 1 各再建手続きの概要

	長所	短所
ワークアウト	①迅速 ②費用負担が少ない ③柔軟 ④パブリシティの問題なし	①ホールドアウトの問題あり ②後のチャプターイレブンの可能性 ③複雑な案件には適さない
プレパッケージド・チャプター・イレブン	①迅速 ②費用負担が少ない ③ある程度の柔軟性 ④ホールドアウトの問題なし ⑤パブリシティの問題少ない	①複雑な案件には適さない ②予想外の事態の発生
チャプター・イレブン	①ホールドアウトの問題なし ②自動的停止効、占有債務者による追加資金の獲得、利息の支払い義務の免除等各種便益あり	①時間がかかる ②費用がかかる ③柔軟性が少ない ④パブリシティの問題あり

(注) ホールドアウトとは、再建計画に反対した債権者による債権回収行為を拘束できないため、一部の債権者が DE スワップに拘束されず、現債権を持ち続ける利益を有するという問題が生じることである。

(出所) 渡邊光誠著「最新 アメリカ倒産法の実務」(127 頁)を基に野村総合研究所作成

3. DE スワップに関する法制度と現状

1) 証券法との関係

DE スワップは証券の新規発行を行う関係で、原則として 1933 年証券法の登録が必要となる⁵。従って、DE スワップにより発行された証券は、登録除外の規定が適用されなければ、同法 5 条の登録要件に従う。

チャプター・イレブンやプレパッケージド・チャプター・イレブンに基づく再建手続きは破産法に基づくため、DE スワップが証券取引であっても、連邦証券諸法及び州証券法（ブルー・スカイ・ロー）等の法適用はない。破産法上、新たな証券発行に関する事項を再建計画案に記載し、破産裁判所の認可を受けることになる。

⁵ 証券法規則 145 では、証券の種類の変更についても、証券法上の「申し込み」、「売り付けの申し込み」、「売却の申し込み」または「売却」に該当するとして、同法上の登録を義務づけている。

裁判所が関与しない再建手続きであるワークアウトでは、証券法の適用、ディスクロージャー、テnder オファー、委任状勧誘、インサイダー取引規制といった問題に配慮しなければならない。

2) 税法との関係

(1) 債務免除益の取扱い

債務超過あるいは支払不能に陥っている企業が債権放棄を受けた場合、その企業では、それにより生ずる債務免除益は課税対象となる（内国歳入法 61 条(a)）。チャプター・イレブンに伴う債務免除を受けた場合や、債務者が債務超過で支払不能の状態にあると考えられてされた債務免除については、債務免除益は課税対象とならない（108 条(a)(1)）。チャプター・イレブンに伴う債務免除益については、繰越欠損金等からの控除が可能である。ただし、チャプター・イレブンの適用を受けている企業でなく、単に債務超過で支払不能の状態にある企業が裁判外の手続きに基づき債務免除を受けた場合において、債務超過額を超える債務免除益は課税対象となる。

DE スワップにより、債務を自社の発行する株式で弁済した場合には、当該株式の適正時価で代物弁済したものとして取り扱われる（108 条(e)(8)）。発行された株式の適正時価総額が弁済対象となる債務の総額に満たない場合には、その差額は債務免除益となる。DD スワップにより、旧債務を弁済するために新債務を発行し、その発行価額が旧債務の簿価よりも低い場合には、その差額が債務免除益となる（108 条(e)(10)）。

(2) DE スワップへの課税強化

90 年 10 月 10 以降、旧債務を新債務を交換する DD スワップについて、税務上、債務の弁済として取り扱うこととなり、旧債務の簿価が新債務の発行価額を上回る場合、その差額は債務免除益として課税されることとなった。この改正により、DD スワップよりも DE スワップが選択されるようになった。

さらに、93 年の税制改正後、95 年 1 月以降実施されたチャプター・イレブンに伴う DE スワップについても、株価の適正時価総額が弁済債務額を債務免除益として認識することとなった。これ以降、DD スワップと DE スワップの課税上の不均衡はなくなるとともに、税制上のインセンティブも減殺されることとなった。

4. 米国における DE スワップの実施例

1) LBO 後のリストラクチャリング

米国では、80年代に流行した M&A の手法である LBO（レバレッジド・バイアウト）によって債務負担が過剰となった企業が、その後リストラクチャリング（企業再編）及びリキャピタリゼーション（再資本化）を行い、債務負担を軽減し、経営の建て直しを図った。70年代にジャンク・ボンド市場が大きく拡大したことが大きく影響し、再建手法として DE スワップがよく使われるようになった。1972～1987年に実施された DE スワップのうち、116件をサンプルとして検証した研究では、ほとんどが成功しており、最終的に破産法上の救済を求めた会社はわずかであった⁶。

その後（90年代前半）の実施例をみると、LBOによる債務負担が過剰となった企業によるチャプター・イレブンに絡むものが目立つ（表2）。

表2 DEスワップの実施例

会社名（手続き時期）	実施内容
TWA (93, 95)	債務の株式化により、15億ドルを減らす。
Furr's/Bishop's(1994)	上位社債及び劣後債総額1億2500万ドルを3クラスの普通株に交換。
フェデレーテッド・デパートメント・ストアーズ (90.1, 92.2)	51億ドルの負債を株式化
メーシーズ (92.1)	94年10月にフェデレーテッド社に吸収合併で手続き終了。
コンチネンタル航空 (90.12-91.1)	長期社債58億ドルから17億ドルに減額する株式化

（注）メーシーズ社は、フェデレーテッド社に買収をしかけたが、失敗し、多額の債務負担を生じたため、チャプターイレブンの申立てを行った。フェデレーテッド社はメーシーズ社の債権を安く買い取り、大口債権者として再建を主導し、最終的には逆に同社を吸収合併した。

（出所）各社資料より野村総合研究所作成

2) TWA社の再建手続き

以下では、デット・エクイティ・スワップの事例として、TWA社の再建過程を概観する（表3）。TWA社は、湾岸戦争による燃料費の高騰と航空運賃の値引き競争の激化、さらに墜落事故が相次ぎ補償がかさみ、経営が急速に悪化し、91年2月には同社の社債がデフォルトした⁷。社債権者とDEスワップの合意により、92年1月にチャプター・イレブンの

⁶ Christopher K. Ma, Glenda Kao, R. Daniel Pace "Understanding Distressed Exchange Offers", Fall 1997, Journal of Investing

⁷ 上位社債 2 億 4000 万ドルの債務不履行に対して、社債保有者は航空機の離着陸権など主要資産の差し押

申立てをしたが、その後の収益も振るわず、再度95年6月にも同じ申立てをした。

TWA社は、以下の2つの再建手続きによって、15億ドルの債務を除去したほか、労働組合との話し合いにより従業員の賃金やその他の給付カットを行った。さらに、企業の債務である年金の積み立て不足についても、年金給付保証会社（PBGC）との折衝により和解した⁸。

（1）93年再建計画におけるDEスワップ

92年1月、TWA社は、プレパッケージド・チャプター・イレブンに基づき、資本再編することで同社の社債権者と合意し、金利負担を軽減するため、合計10億ドルの社債を新たに発行する社債、株式、現金と交換することとした。合意したDEスワップ、DDスワップの内容は以下のとおりである。

- ①表面利率15%の上位担保権付き社債（償還期限94年）を、1ドル当たり32.5セントの現金と新規発行する表面利率8%の上位担保権付き社債（同96年）に交換
- ②表面利率16%の上位社債（同92年）及び表面利率17・25%の上位社債（同93年）を、1ドルにつき、新規発行する利回り8%の上位担保権付き社債及び株式に交換
- ③表面利率12%の上位劣後債（同2001年と2008年）を株式に交換

（2）95年再建計画におけるDEスワップ

TWA社の2度目の再建計画では、10%と8%の社債保有者からなる非公式の債権者委員会の指示に基づいたプレパッケージド・チャプターイレブンを実行した。

TWA社は、44%の利払い負担をカットし、5億7500万ドルのDEスワップをした。この取引に当たって、当時のCFO（最高財務責任者）は、債権者に対し、株価が一定の価格にならない場合にさらに株式を割り当てることを保証し、株価が急落すれば、債権者は会社を所有することができるという条件を付け承諾させている⁹。

2度目の再建を経て、TWA社は95年冬には89年以来の営業利益2510万ドルを上げ、TWA社の株価(アメリカン証券取引所)は、95年8月7日に新株式が発行された時点の5.75ドルから、96年2月21日には17.75ドルと3倍を超える上昇となって、復活した。

さえを裁判所に求めた。

⁸破産手続き中の企業であっても、2つの年金プランの積み立て不足を補てんする責任がある。PBGCは、TWA社の2つの年金プランの積み立て不足10億5000万ドルに関し、15年物のTWA社債3億2200万ドルを2億4400万ドルの新規発行の担保付き社債に交換するDDスワップと、TWA社は99年まで毎年2000万ドルに対する利子のみ支払えばよいとすることで合意している。

⁹ "Fortune", March 18, 1996

表3 TWA社の再建計画の経緯

時期	内容
91年2月	社債のデフォルト、元本4840万ドルと利子2710万ドルが返済不能に
91年7月	社債権者と再建策合意
92年1月31日	社債権者と、チャプター・イレブンの申立てと、社債の株式化で合意
93年11月	再建計画終了。持株比率は45%が従業員、55%が債権者。
94年11月	18億ドルの社債を株式と交換
95年6月28日	社債権者がチャプター・イレブンの申立てと社債の株式化を含む事前包括計画に合意
95年6月30日	チャプター・イレブンを再度申立て。
95年8月	2度目の再建計画終了。

(出所) 野村総合研究所

5. 我が国における動き

1) DEスワップに賛否両論

我が国では、金融再生委員会の承認を経て、大手15行に公的資金が注入され、金融機関の不良債権問題はひとまず收拾し、金融システムへの不安は和らいでいる。政府の産業競争力会議では、次なる課題として、金融機関の不良債権の相手方に当たる借入企業側の過剰債務の解消が議論の中心となっている。この企業の過剰債務の解消策として、DEスワップを法的に整備しようとする方向にある。通常であれば、企業の自主的なリストラでは、減資により既存株主の責任を問い、債権者は一部債権放棄を行って、新たなスポンサー(株主)に新株発行をする。会社更生法が適用されとなれば、現経営陣は責任をとって退陣しなければならない。

現在検討されているスキームは、銀行がその貸付債権について、一部債権放棄し、一部を株式として取得する状態を迅速に生み出すことである。政府は、金融機関等の債権放棄分の無税償却を認める、対象企業が銀行等から受ける債務免除益を、過剰設備の廃棄に伴う損失と相殺することを認めるなどの税制特例措置を整備し、過剰債務の解消を促進しようとしている。

DEスワップの導入に向けて、通産省や経団連は積極的な姿勢を示す一方、経済同友会、日商、金融再生委員会、全国銀行協会などは、慎重なスタンスをとっている。企業の経営責任をめぐって、DEスワップの有効性には賛否両論となっている。こうした中、経団連も、当初の積極案を控えはじめ、時期を同じくして発表された改正倒産法の法律案要綱にDEスワップの仕組みを要望する形をとっている。

2) 我が国における倒産法制の改正

(1) 日米の再建手続き法制の比較

米国においてDEスワップは、チャプター・イレブンやワークアウト等に基づく再建手続きの具体的手法として一般的に認識されている。チャプター・イレブンであればその申請による企業イメージの悪化は避けられないものの、我が国の会社更生法適用申請のような極端に事業に支障をきたすといった自体にはならない。また、我が国の支払い不能に相当する米国のインソルベンシーという状態は、弁済期にある債務のいずれか一つの支払いができない状態ということであり、我が国の定義よりも広い。

また、申立て後もそれまでの経営陣が事業を継続することができ（DIP、Debtor-in-possession）、管財人を選任して経営に当たらせることは少ない。米国破産法は、破産裁判所による監督や債権者で構成される委員会による監視の下、会社及びその経営に精通した経営陣を引き続きその任に当たらせることで、円滑な再建処理を図っている（表4）。

我が国でも、企業の再建手続きとして会社更生法があるものの、同法の適用申立ては、企業の事業継続に大きな支障をきたすことになる上、現経営陣の続投が許されていないため、企業の再建方法としては究極的な手段となっている。

表4 日米の会社更生手続きの比較概要

	日本	米国
適用対象	株式会社	個人・法人を問わず
適用要件	①事業の継続に著しい支障をきたすことなく弁済記の到来した債務を弁済できないとき、または会社破産の原因たる事実が生ずるおそれのあるとき、かつ、 ②更生の見込みがあること	債務者の申立てによる。債務超過等の要件なし。
更生手続きの開始	裁判所による審査をクリアした後	申立てと同時に更生手続き開始
旧経営陣の処遇	更生申立てと同時に退陣し、選任された管財人が経営に当たる。	旧経営陣はそのまま引き続き経営に当たることができる。
更生計画案の作成・承認	管財人が作成。更生債権総額の2/3以上の賛成など。	債務者が作成。更生債権総額の2/3以上の賛成など。
更生におけるインシアティブ	裁判所の関与が大きい。	債務者（DIP）と債権者委員会の協調が中心

（出所）野村総合研究所

(2) 企業の再建手続きを迅速化する法改正

このように旧時代の企業活動にもとづく再建手続きを刷新し、昨今の企業の再建に適した手続きを導入するため、法制審議会倒産法部会において、96年10月より会社更生法など

我が国における倒産法制¹⁰の改正議論が進められてきた。99年秋の通常国会には、破綻の事実がない場合でも、債務の返済負担により事業継続が困難になると債務者が自主的に判断した場合にも、早期に再建型倒産手続きを利用することができるようにする、再建に当たっては現経営陣が継続して行える、再建計画に対する債権者の承認基準を緩和することなどを盛り込んだ改正法案が上程される予定になっている。

3) DEスワップが成功する環境とは

たとえ、DEスワップが実施されても、債権者が株主となって強力なリーダーシップを発揮できなければ、経営再建にはつながらない。株主としてのリーダーシップには、現経営陣の継続あるいは退陣を選択できる権限が必要である。DEスワップの実施に当たっては、債務者である企業が、経営内容を改善し、新たに発行される株式の価値を下落させないよう、収益回復を早期に図る積極的な義務がある。そのためには、債権者すなわち新しい株主による厳しい監視のもと、現経営陣による再建手続きを認め、業績回復に向けた厳しい経営責任を制度化することによって、市場の信認を得る方策が迅速な効果をもたらすと考えられる。

(橋本 基美)

¹⁰ 再建型の倒産法制としては、会社更生法のほか、和議法、破産法、商法（381～403条）上の会社整理がある。