

# 中小企業の事業及び財務再構築のモデル取引に関する基本的考え方

## 1. モデル取引の意義

企業は、その事業インフラを経営環境に対応して整備することが不可欠であり、これに要する資金を、継続的・安定的に調達する必要がある。従来、中小企業においては、こうした資本的性格の資金についても、資本ではなく債務という手段によって調達されてきた。

資金調達の法律構成が実態に即していないことは、当事者が各々暗黙のうちに自らの権利義務を想定することを通じ、当事者間の権利義務関係を不明確にする。その結果、当事者間の認識に食い違いが生じやすく、問題が発生した際に、それまで内包されてきた食い違いが顕在化する危険がある。

そこで、当事者双方にとって、当該資金に関する権利義務関係を、実態に合わせて法律上明確化していくことが有益である。具体的には、資本的性格の資金調達の手段について、その法律構成を従来の債務から、資本性の金融商品へと変換することが考えられる。

これが、本論において検討するモデル取引であって、中小企業がその事業を再構築するとともに財務面の法律構成についても再構築を行う際の叩き台を示すものである。

## 2.モデル取引の当事者

### (1)資金調達者

#### 財務状況等

前記の意義をふまえ、本論の検討対象となる取引の当事者は、擬似エクイティにかかる権利義務関係について、その法的構成を資本性の金融商品として位置付け直すことによって明確化することを通じ、事業再構築のためのリスクマネーの確保を企図している中小企業とする。

また、市場性の無いデット・エクイティ・スワップ(DES)後株式の債権者側における会計処理の実務が未だ発展途上であること等から、対象とする中小企業は要注意先以上とする。これには、いわゆる要管理先とその他要注意先の双方が含まれる。他方、いわゆる破綻懸念先の企業を救済するために行われるDES等は、本論では想定しない。こうした取引は、財産面での債務免除と事業面での経営関与とに分解して考えることができるが、本論は後者についてのみ意義を有することとなる。

#### 規模等

資本的資金について、その性格を法律上の権利義務関係として明確化するという観点からは、株式への変換が基本となる。

しかしながら、金融機関による株式の取得は、自主性を重視する中小企業には経営上の支障として受け止められ、資産の財産的価値の保全を重視する金融機関には業績悪化時のリスク増加として受け止められる面がある。

また、中小企業といっても、その規模や取引関係は様々であり、権利義務関係を明確化することのメリット、デメリットもその実情に応じて様々である。そこで、モデル取引が現実的であるためには、企業の規模や取引関係等の実情に合わ

せて検討する必要がある。

具体的には、株式への変換は、将来の上場を目指すような中堅企業にとってはメリットとなりうる一方で、中小企業関連立法による中小企業の範囲が、資本金の額等により規定されていることを踏まえると、現状において関連制度によるメリットを受けている企業にとっては、資金調達の法律構成を株式に転換したかゆえにこうしたメリットを失うことにもなる。

そこで、企業の規模や取引関係等に応じた利用が可能となるよう、株式型の金融商品の他にも、債務型の金融商品についても検討を行う。

## (2)資金供給者

まず、従来から取引関係があり、資金調達者の事業再構築について、前向きな関与を行うことを明確化しようとする金融機関が対象となる。

また、対象となる中小企業について、第三者との提携や統合により事業の再編を図ることが可能となる場合には、これに加えて投資家を考えることとなる。すなわち、個別の中小企業では経営環境の変化に対応した事業再構築が困難であっても、他の企業との提携や統合によって事業の可能性が広がるような場合には、財務面でも企業にとってより有利な条件での資金調達が可能となることが期待されるため、モデル取引の検討において、投資家を視野にいれることも必要となる。

### 3.モデル取引の対象となる金融商品

#### (1)モデル取引の対象となる金融商品の要件

当該資金の実態が中小企業と金融機関双方において、資本的性格を有するものであると認識されてきたことが前提である。

その上で、モデル取引の対象となる金融商品においては、前記資金に係る権利義務関係が、資本的性格を有するものとして法律上明確化されることが要件となる。

具体的には、法律構成において資本としての特性を明確に反映していること、即ち、資金調達者にとって、長期安定的な資金供給源として機能する条件が客観的に備わっており、資金供給者にとって、資金の回収において他の債務に劣後する一方で、利益等に関する優先的な権利や経営に対する一定の関与を行う権利を与えていることが必要である。

#### (2)金融商品の類型と機能

##### 金融商品の類型

資本的性質の資金にかかる当事者の実態を明確にするという本モデル取引の意義からすれば、株式型が基本となる。しかしながら、モデル取引が現実的であるためには、企業の規模や取引関係等の実情に合わせて検討する必要があることから、債務型の金融商品も検討する。

##### 権利義務関係の明確化と調整

金融商品の設計にあたっては、企業、金融機関、投資家のニーズに沿った権利義務関係の調整が必要である。

本モデル取引において検討すべき事項は、従来、企業と金融機関の間で黙

示的に想定されてきた権利義務関係の明確化と、当事者間のニーズに食い違いがある場合の調整であり、当事者間の権利義務関係においてとりわけ明確化すべき点は、キャッシュフローに対するコントロールである。

この点に関し、家計と経営が未分離であるという中小企業の特性を踏まえれば、従来は、金融機関が経営者等との間で包括根保証契約を締結してきたことから、結果的に企業のキャッシュフローを網羅することになっていた。そのため、金融機関の側においては、企業のキャッシュフローに対するコントロール権を明確化すべき誘因がなかったと考えられる。

しかしながら、担保・保証に依存しないのであれば、家計と経営が未分離な場合には、企業のキャッシュフローに対する規律付けを法律上明確化していくことが不可欠となる。具体的には、配当、役員やその親族に対する報酬・給与等、オーナーや親族が出資している会社との取引に関する支払い、多額の設備投資や借入等のキャッシュフローに対するコントロールの権能を認めることが考えられる。

さらにこのことについては、中小企業から金融機関に対して信頼できる情報を開示することが前提となる。

こうしたことは、株式型と債務型のいずれを利用する場合でも明確にされるべきものである。債務型の場合は融資の条件とすることになるが、株式型の場合も種類株式の転換の条件とすることによって同様の目的を達成することが可能である。これらは、企業と金融機関との間での広義のコベンツと整理することができ、実務上では、当事者間において、こうした内容を誓約する条項を含む特約書が交わされることになる。

### (3)具体的な金融商品

#### 株式型

## (イ) 企業と金融機関の関係

中小企業が資金調達方法に求める点は、第一に自主的な経営が確保できることにある。他方、金融機関のニーズは第一義的には財産的権利の確保にあり、これが確保される限りにおいて経営権の確保まで望むことは少ないと考えられる。

こうした当事者のニーズをふまえれば、資本的資金の実態を法的構成として明確化するとしても、その方法として、金融機関が当初から経営権を獲得することになる普通株式を用いることは現実的でない。そこで、株式自体は無議決権としておく一方、上記のように、企業のキャッシュフローに対する資金供給者による一定のコントロールを認め、また情報開示を約するという誓約条項を合意し、その違反の効果として株式の権利関係を変動させることが考えられる。

平成13年、14年改正以前の商法においては、無議決権とすることができる株式は、配当において優先する株式のみであると規定されていた一方で、議決権の復活は配当の有無とリンクしていたために、配当が確保されない場合には当事者の意思とは無関係に議決権が復活するものとされていた。しかしながら、改正後の商法においては、配当の優先性と議決権の制限の関係及び配当の有無と議決権の復活の関係がそれぞれ切断されたことから、配当の優先性とは無関係に株式を無議決権とすることが可能となり、また、配当が無いことで当然に議決権が復活することもなくなった。以上から、改正後の商法においては、配当については優先株とするとしても、無議決権株式と転換権とを組み合わせることにより、配当の有無にかかわらず株主の判断により、無議決権株式を議決権を有する株式へと変更することが可能である。

加えて、改正後の商法においては、株主総会において議決権を行使する

ことを得べき事項について制限を設ける議決権制限株式を利用することが可能となった(商法第222条第1項第5号、同条第4項)。

こうしたことを踏まえれば、権利義務関係の明確化にあたっては、普通株または議決権制限株式への転換権を付するとともに、企業は、金融機関に対し、キャッシュフローのコントロールに関する一定の権能を認め、また情報開示を行うことにつき誓約を行うこととなる。その違反の効果としては、普通株または議決権制限株式に転換することが考えられる。その場合には、事業計画期間中、金融機関が議決権を用いて企業の経営再建をすすめることとなる。また、事業の提携・再編も含めた早期の事業再生の可能性がある場合には、経営への関与を行う投資家に対し当該株式を譲渡することとなる。

なお、事業計画終了後の株式の処分という観点については、投資家への譲渡に意義がある場合に、事業再構築の必要に応じて普通株へ転換しうる必要がある一方、当事者からみて譲渡が困難と見込まれる場合には、償還株とすることが必要となる。

#### (ロ)企業と投資家の関係

投資家による経営関与は、事業の再構築に向けた提携、再編の一環として行われるものと考えられるので、このような投資家の保有する株式は、基本的には普通株とすることとなる。従って、資金的資金の法律構成を明確化する際、このような投資家の関与を視野に入れる場合には、当初の法律構成の段階から、普通株への転換が盛り込まれていることが必要である。

### 債務型

#### (イ)検討の対象

前述のとおり、権利義務関係を明確にする法律構成としては株式が基本

であるが、株式型においては、法律構成の変更に要するコストが大きく、特に、資本の額が大きくなることに伴うデメリットがある等の問題があるため、債務型も検討するものである。

この点に関し、出資比率や経営の状況からみて大企業の関連企業と認められる企業においては、法律構成の変更が容易であり、また株式型による資金調達が可能であるため、権利義務関係に関する認識の内在的な食い違いが問題とならざるを得ないという状況にはないと考える。従って、以下の検討の対象とはしない。

#### (ロ)債権者側からみた資本性

##### (a)財産的権利

債権者側からみた資本性については、その収益が当該企業の業績に応じ、アップサイド・ダウンサイド双方に連動することが必要である。具体的には、業績連動型の金利設定を行うとともに、劣後特約を設けることが必要である。その場合、劣後特約の内容としては、前述の誓約違反をすることによって残債についてもクロスデフォルトとすることが考えられる。すなわち、当該企業に対する全ての債権が、クロスデフォルトの発生によって同時に期限が到来することになるが、株式と同様の性質を有する劣後ローンに対しては、これらの全ての債権が弁済を受けることによりはじめて請求権の効力が生ずるという特約を付することとなる。その他の債権者においても、当該企業に対する一の債権者の債権がデフォルトとなった場合には、自らの債権についてもデフォルトとする旨の約定を行っていることが通常であると考えられること等から、このような劣後特約を締結することによって、現実的にもモデル取引により転換した債務型の金融商品について劣後性が確保されるもの

とみられる。

#### (b)事業に対するコントロール権

資金供給者による企業に対する規律付けの内容としては、企業のキャッシュフローに対するコントロールを及ぼすことが必要である。その前提としては、主要株主の変動や設備投資の計画を含め、関連する情報の開示が必要となる。

また、キャッシュフローに対する前述の誓約が遵守されるためのインセンティブ構造においても、資金的性格を反映することが必要であり、具体的には、業績に応じて誓約の内容が緩和されたり、追加されたりする方法が考えられる。

そして、その違反の効果としては、当該劣後ローンの期限の利益喪失に加え、上記のクロスデフォルト条項により残債の期限の利益を喪失させることや、株式への転換等によりコントロール権を強化することが選択肢となる。

### (ハ)債務者側からみた資本性

#### (a)事業再構築

以上のようなリスクマネーの提供を受けて、事業再構築を行うことが前提となる。

#### (b)長期安定性

債務者側からみた資本の特徴として、事業インフラ整備に資する長期安定的な資金であることがあげられる。法律構成からみた資本性ということからは、例えば、当該金融商品について期限の利益喪失条項が規定されていないこと等が考えられるが、規律の確保という観点から考えると必ずしも現実的な選択肢ではない。むしろ、前述の誓約違

反が生じない限りにおいて、原則として同一の商品性で借り換えが行われる特約が付された商品であることが、債務者にとっての長期安定的な資金としての意味を有し、かつ、当事者の誘因に適合する選択肢であると考えられる。

## (二) 投資家との関わり

株式型を採用することのデメリットが大きい企業であっても、投資家の経営関与による事業再構築の可能性や金融機関の資金化のニーズがあることは考えられる。このような場合については、債務型についても新株予約権を付与し、一定の場合にはその法形式を株式に変更しうるとすることが必要である。

## 4.モデル取引の会計処理

### (1)検討の概要

冒頭に述べたように、モデル取引の意義は当事者間における資金の実態と調達にかかる法律構成を一致させることにある。

資本的性格を有する資金に係る実態に合わせて権利義務関係を明確化した場合には、会計上も当該明確化を反映した処理が行われることが必要である。

### (2)モデル取引に関する会計処理

#### 資本性の金融商品

DESにより取得した市場性のない株式の評価や株式と同様の性質を有する劣後ローンの評価に関する実務は、現状では発展途上段階にある。従って、モデル取引の検討の対象としては、要注意先以上の企業に限定して考えることとし、資本性の金融商品の取得時及び期末における債権者側の評価については、今後、適正な評価実務が確立していくことを期待することとしたい。

#### 残債

資本的性格の資金について法律構成を変更する場合にも、金融機関が当該企業に対して有している他の債権については、通常、債権の形態に止まる。資本的性格の資金について実態に合わせるために法律構成を明確化した結果、残債の評価にどのような影響を及ぼすかについて検討する必要がある。

具体的には、残債が貸出条件緩和債権（債務者の経営再建又は支援を図ることを目的として、金利の減免、利息の支払猶予、元本の返済猶予、債権放棄その他の債務者に有利となる取決めを行った貸出金をいう。銀行法第21条、同法施行規則第19条の2第5項口(4)）に該当し、当該企業が要管理先となるか

が問題となる。

本件モデル取引の残債が貸出条件緩和債権に該当するか否かについては、当該残債の適用金利が、経済合理性に従って設定された基準金利を上回っているかどうかの観点から検討されることになるが、仮にこれを下回っている場合であっても、当該企業に関し、金利以外の手数料、配当等の収入、担保・保証等による信用リスクの減少、競争上の観点等の当該債務者に対する取引の総合的な採算を勘案して、当該貸出金に対して基準金利が適用される場合と実質的に同等の利回りが確保されていれば貸出条件緩和債権に該当しない。

上記の基準金利を算出するにあたって考慮する信用リスクの認識にあたっては、まず債務者の実質的な財務状況の分析が行われる必要がある。その際には、実態が資本的性格の資金について、モデル取引によって法律構成が変更された場合には、実質的な財務状況の分析にあたって資本として分析すべきこととなる。モデル取引のうち株式型の場合には、当然に資本であると判断され、債務型についても、前記の特約により資金の長期安定性が確保される場合には、実質的な財務状況の分析にあたって資本として分析することができる。

また、残債にかかる信用リスクについては、転換した金融商品が前記の劣後性を有することが要件となって、その減少を認識することとなる。

さらに、金融機関、企業双方の前向きな規律付けにより事業再構築を行い、企業においてより高い付加価値を創出できるようになれば、信用リスクの減少につながる事となる。

(以上)