

金融インフラの新たな手法としての 資本性借入 (DDS)

- 金融イノベーションの視点から -

村 本 孜

0. はじめに

1. 『新しい中小企業金融の法務に関する研究会報告』(2003年7月16日)

[1.1] 検討の背景

[1.2] 「新しい中小企業金融の法務に関する研究会」の概要

(1) 中小企業金融の現状と問題点

(2) 中小企業金融における個人保証

[1.3] 資本性債務 (DDS: 劣後ローン)

(1) 中小企業金融当事者のニーズ

(2) リスクマネー供給

(3) 資本的性格の資金 (DDS, 劣後ローン)

2. DDS の基本的モデル

[2.1] DDS の要件 - 基本的考え方 -

[2.2] 具体的な金融商品

(1) 株式型

(2) 債務型

[2.3] 活用の考え方

3. パーゼル合意 (BIS 自己資本比率規制) - 自己資本比率規制と資本性借入 -

[3.1] パーゼル合意 (BIS 規制)

[3.2] 自己資本 (分子) の項目

[3.3] パーゼル

4. 資本性借入金 (DDS) の活用

[4.1] 『金融検査マニュアル』の運用の明確化

(1) 2004年6月の改訂: 資本的劣後ローンの新規規定

(2) 2008年3月の改訂: 「准資本型資本的劣後ローン」の導入

(3) 2008年10月の改訂: 中小企業再生支援協議会版「資本的借入金」等

(4) 2011 年 11 月の改訂：「准資本型資本的劣後ローン」の活用促進

[4.2] 中小企業金融円滑化法との関連

(1) 中小企業金融円滑化法の成立

(2) 金融行政上の返済猶予措置

(3) 金融円滑化法の有効性

(4) 円滑化法の出口戦略

5. むすび

〔参考文献〕

0. はじめに

中小企業金融の分野において、2000 年代以降、新たな金融インフラの整備に関して調査研究が進み、環境・制度・法制等の整備が進んでいる。中小企業金融のイノベーションともいえるもので、具体的には、売掛債権の担保としての活用、個人保証（経営者の本人保証、第三者保証）の見直し、電子マネー・電子記録債権の導入、ABL（動産担保融資）の活用、DES (debt equity swap) や融資におけるクレジット・スコアリング・モデルの実施、知的資産レポーティングの普及等である¹⁾。昨今注目されているのが、「資本性借入金 (DDS)」である。債務を株式化すること (DES) が困難な場合に、資本と看做される劣後性を有する債務の利用が中小企業には適当と考えられているからである。本稿は、「資本性借入金 (DDS)」に関する議論をサーベイすることを目的とする。視点としては、金融機関が企業に対して保有する資本性借入金の扱いと、金融機関自身の資本性借入金の扱いの相違である。

アカデミック分野での「金融イノベーション」に関する初期の研究としては Van Horne [1985], Miller [1986] や BIS [1986] がある²⁾。BIS [1986] はユーロ

1) インフラ整備として売掛債権担保融資保証制度（2001 年 12 月発足）、動産担保（2004 年 11 月に動産譲渡登記制度（民法の特例法改正）発足、包括保証の限定化（2004 年 10 月民法改正）、公的保証制度における第三者保証の廃止（2006 年 4 月以降）などがある。保証制度については村本 [2004]、電子記録債権については村本 [2012 (a)]、ABL については村本 [2012 (b)]、知的資産については村本 [2010] を参照されたい。

2) BIS [1986] は、ユーロ市場のセキュリタイゼーション（FRN, NIF, RUF, スワップ等）を検討したもので、危険を移転する金融イノベーション、流動性をカバーする金融イノベーション、信用創造する金融イノベーション、自己資金を創造する金融イノベーションなどが類型化された。Van Horne [1985], Miller [1986] も金融イノベーションをサーベイした初期の文献であり、その後の研究のサーベイは Frame and White [2002], Tufano [2003] 等に見ら

市場における金融イノベーションを検討したものとして知られる。「金融イノベーション」という語を使用した文書として殆んど最初の邦語文献であると思われる『世界経済白書 1988 年版』は、その「第 2 章変貌する世界の資金循環

第 5 節 拡大する国際金融・資本市場とその問題点 1. 国際金融・資本市場のイノベーションと効率化」において、「国際金融・資本市場は 80 年代に入ってその規模が拡大しただけではなく、その内容においても大きな発展を示した。国際金融・資本市場で取引される金融商品の構成をみても、銀行預金・貸付という組み合わせから証券の取引へという基本的な潮流の変化がみられるほか、変動金利商品の拡大や先物、スワップ、オプション等様々な従来の金融機関の貸借対照表には載らないような新しい金融商品の拡大がみられる。こうした金融イノベーション（イタリック：筆者）の背景には、金融商品に対する規制が商品によって異なるということもあるが、より基本的には、国際金融・資本市場をめぐる不確実性の高まりの中での国際金融・資本市場参加者による、利益追求・リスク回避の行動と、通信・計算技術の著しい進歩による取引コストの低減（複雑な取引の実現）がある。」と記述し、セキュリターゼーションの動向を示している。

「金融イノベーション」を論題に掲げた論文である日本銀行 [2005] は、その冒頭において「近年の情報技術革新やその下での金融イノベーションの動きは、情報生産やリスク・マネジメントといった金融市場や金融機関の機能を高めることを通じて、より効率的な資源配分の実現に貢献し得るものである。しかしながら、このようなメリットは、技術進歩や金融実務の変化に適切に対応した法制面での基盤整備と相まって、はじめて十分に実現され得るものといえる。また、こうした取り組みは、わが国金融市場を国際的に競争力のある市場としていく上でも、重要な課題となっている³⁾」と記述し、金融イノベーションが

れるが、金融イノベーションという用語の割に理論研究・実証研究は少ないといわれる。1990 年代の情報技術革新を検討した邦語文献としては『フィナンシャル・レビュー』第 51 号 (1999)、内田ほか (2000) を参照。Tufano [2003] は、金融イノベーションを新しい金融商品・技術・金融機関・金融市場の創造と普及と定義し、product 面ではデリバティブズ、新証券商品、集合投資商品など、process 面では証券の分配、取引のプロセッシングとブラISINGの進化としている (mimeo. p. 4)。

- 3) 日本銀行 [2005] p. 93。Merton [1992] は、金融イノベーションのもつ有効性について、資金の時間的・空間的移転の円滑化、資金のプール化、リスク管理、意思決定のための情報抽出、モラル・ハザード、情報非対称性問題への取り組み、ペイメントシステムの活性化、を挙げている。

金融システムの重要な視点であることを示している。

いずれにせよ、2000 年以降の中小企業金融分野において金融イノベーションともいべき整備が進んでいる点を確認し、DDS に関しての整理を行なうのが本稿の目的である。

1. 『新しい中小企業金融の法務に関する研究会報告』(2003 年 7 月 16 日)

[1.1] 検討の背景

金融審議会金融分科会第二部会「リレーションシップバンキングのあり方に関するワーキンググループ」報告は、2003 年 3 月 27 日に発表されたが、いわゆる中小企業の借入の根雪化について DES（債務の株式化）に関して検討を先送りした。すなわち、「資本と融資の分離」の項で、
「地域に根ざして長く事業を展開する中小企業に対する中小・地域金融機関の貸出金の中には、「長期運転資金」という表現に示されるとおり、一定水準の金額が長期固定的に融資され続けているという意味で事実上自己資本に類似する性格を有する擬似エクイティ的融資が多く見られる。こうした融資は、金融機関及び借手手の当事者間においては、利払いが正常に行われている限り基本的に問題はないと認識されているが、理論的には、むしろ短期融資のロールオーバーを繰り返す方がリスク管理上は合理的な場合もあろう。しかしながら、このような貸出については、その実態に着目し、借手企業の長期的な経営の安定に資するよう、長期貸出として明確に位置付けるか、あるいはエクイティとして位置づけ直す、すなわちデット・エクイティ・スワップの手法を有効に活用していくことが適当なケースもあるものと考えられる。

特に、地域の中小企業が、優れた技術を有し、あるいは競争力のある製品・サービスを生産している場合には、中小・地域金融機関としてもリレーションシップバンキングの相手先として長期的に資金調達をサポートするため、このような擬似エクイティ融資を行うケースが多いものと思われる。このような場合には、金融機関においては、経営への関与を直接の目的とせず、長期安定的な資金の提供及びそれによる当該企業の財務内容の改善を目的としていることから、このような当該融資の本質に着目し、例えば貸出債権を優先株式に転換することが一つの有効な方策となりうる可能性がある。こうした一種のデット

・エクイティ・スワップが有効に機能するためには、借り手中小企業の経営努力により利益による確実な配当を期待できるような経営がなされ、中小企業自身が経営上の制約を受けてもデット・エクイティ・スワップを通じた自己資本比率の向上というメリットを期待しているケースである必要があるほか、会計上の取扱いの明確化、預金を原資とした中小・地域金融機関が株式という形で長期的な資金供給を行うことには限界もあることから、転換後の株式の地域活性化ファンド（投資信託）や投資事業有限責任組合への組入れ等、投資家へのリスク移転が適切になされる仕組みの整備等が必要になると考えられ、関係者の今後の検討、努力が期待される。」と記載した。

これを受けた2003年3月28日公表の「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」では、「金融庁に専門家からなる研究会を設け、担保・保証に過度に依存しない新たな中小企業金融に向けて、財務制限条項の活用及び技術力、競争力のある地域に密着した中小企業に関する「擬似エクイティ部分の優先株式への転換」等に関し、法制上、会計上の視点等から具体的に検討する。モデル取引事例に関する基本的考え方を平成15年8月を目途に作成・公表し、そのうえで各業界団体に対し、その具体化に向けた実務レベルの検討を要請する。」として、監督局長の諮問する「新しい中小企業金融の法務に関する研究会」が同年4月18日に設置された。

この本研究会では、担保・保証に過度に依存しない新たな中小企業金融に向けて、財務制限条項の活用および技術力、競争力のある地域に密着した中小企業に関する「擬似エクイティ部分の優先株式への転換」等に関し、法制上、会計上の視点等から具体的な検討が行なわれた。金融行政上、資本性借入（DDS。債務の劣後ローン化）について、恐らく公式に論じた最初の文書であるので、まずその内容を確認する。

〔12〕「新しい中小企業金融の法務に関する研究会」の概要⁴⁾

（1）中小企業金融の現状と問題点

報告書の基本認識は、中小企業について、「擬似エクイティ」ないし「債務

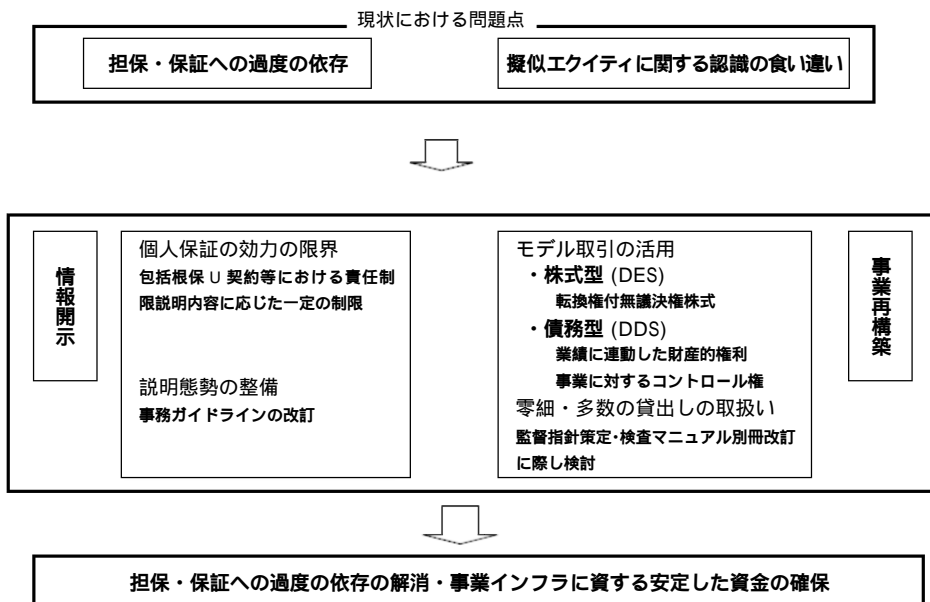
4) 筆者はこの研究会のメンバーであった。以下の〔12〕～2.は本報告書の概要を筆者の視点で整理したものに過ぎないが、従来余り紹介されていなかった感があり、資本的債務（資本性借入）を考慮する上での重要な文書であるので丁寧に記述した。

の根雪化」に焦点を当て、次のように整理している。

- ・財務状況：低い自己資本比率と高い借入依存度（企業規模が小さいほどその傾向は強い）、運転資金として短期借入金のロールオーバーの繰返しによる長期固定的な資金化、設備投資目的の長期借入金などの資金調達（債務の長期化）、債務対キャッシュフロー比率の上昇。
- ・財務状況の背景：地域に根ざして長く事業を展開する中小企業に対する金融機関の貸出金の中に、一定水準の金額が長期固定的に融資継続され、自己資本比率の低さを補完する役割を果たしていることと、金融機関のリスク管理上、短期のロールオーバーの繰返し融資が合理的な場合もある。
- ・デフレによる資産価値の減少により、長期固定的な資金の債務型調達が、過剰債務となる。
- ・最近の中小企業融資には、企業の事業性等の評価より、担保・保証に過度に依存している。また、担保・保証の求め方等に問題がある。

そこでこの研究会では、中小企業金融における担保・保証、特に個人保証の現状を検討するとともに、担保・保証に過度に依存しない新たな中小企業金融のあり方について検討した。

（図1）『新しい中小企業金融の法務に関する研究会報告書』概要



(2) 中小企業金融における個人保証

個人保証の機能と問題点⁵⁾

中小企業金融において、個人保証は信用補完や経営規律という機能を有していると考えられている。中小企業では、経営者個人と企業の資産・資本が十分に分離されず、経営者と企業の一体性が強く、株主や債権者等の利害関係者が少なくかつ固定的である。その財務諸表について、会計監査を受けずに、ディスクロージャー目的ではなく課税所得算出の目的で作成していることが多い。家計と経営の未分離や、財務諸表の低い信頼性は、資金供給者の中小企業の経営・財務の実態把握を困難にし、経営者の個人保証には企業の信用補完かつ経営に対する規律付けという機能がある。経営者以外の第三者の保証には、副次的な信用補完や経営者のモラル確保のための機能があるが、経営との一体性を欠くために、その機能する範囲は経営者の個人保証とは異なる。

個人保証の問題点として、企業が経営困難に陥った場合においても、経営者が保証債務の履行請求を恐れることが、事業再生の早期着手に踏み切れないという傾向を助長し、事業価値の毀損が進むことにより企業の再建が困難となること、その結果金融機関の債権の回収率の低下にもつながることがある。

金融機関が一律または形式的な保証徴求する場合に、無税償却が認容され難くなり、スムーズなオフバランス処理を妨げる。これは、金融機関の債権償却に際し、保証人の責任を厳格に追求しなければ無税償却が認容され難いという税務上の問題があり、結果として保証の徴求が、スムーズなオフバランス化を妨げることにつながる。

さらに、経営者や第三者の保証人は、結果として支払能力を超えた保証債務の負担に追い込まれ、経営者として再起を図るチャンスの喪失や、社会生活を営む基盤すら失うような悲劇的な結末を迎えることもある。

5) 個人保証については、小野・植杉による一連の共同研究があり、その有効性が検討されている。Ono, A. and Uesugi, I. [2009], Ono, A., Sakai, K. and Uesugi, I., [2012], 小野・植杉 [2006] 等。小野・植杉は、少なくとも担保・保証の提供余力のある中小企業に対する貸出において、担保・保証が積極的な役割を果たしている、との結論を得ている。ただし、分析に使用したデータは、マイクロデータが殆んど利用可能でない中で、中小企業庁「企業資金調達環境実態調査」(2001年)、「金融環境実態調査」(2002年)、「企業金融環境実態調査」(2003年)等15,000社を対象とした(回答数7,000~9,000社)もので、『中小企業白書』作成上の目的で行なわれた調査という制約がある点に注意すべきであろう。また保証に含まれるものは経営者の本人保証と第三者保証の合計になっている(本人保証の割合が95%で高く、それ以外は代表者以外34%,代表者親族18%,会社と無関係の第三者2.4%)。

債権保全における個人保証の限界

債権保全の観点からの個人保証の有効性に関して、金融機関が取得した個人保証の効力、特に包括根保証人の責任について、判例は、契約締結時の金融機関による説明の有無やその内容、保証人として徴求することについての合理的必要性の有無等に着眼して、これらが不十分な場合には、免責や責任の軽減等を認める傾向にある。

第三者を包括根保証人とすることには、金融機関の債権保全の観点からみて有効性に限界があり、弊害も大きい。こうした判例の傾向を踏まえ、すでに多くの金融機関において、経営に実質的に関与していない第三者を包括根保証人とするような取扱いを行わない態勢作りとなっている。

経営者の個人保証であっても、金融機関が保証を徴求した目的について、信用補完よりも専ら経営規律にあるとの説明が行なわれた場合については、事後的に保証責任が軽減される可能性がある。さらに、保証人に対する説明義務が、情報提供と保証意思の確立であれば、保証債務の負担という意味およびその保証債務の実行により自らが責任を負担する意思の両方が必要であり、いずれかの意思形成過程に瑕疵があると、事後的に保証責任が免責あるいは軽減されることになる。

金融機関は、判例の流れ等を踏まえ、個人保証の必要性の如何を見直し、保証人の適正な意思形成には、どのような内容の説明を行うべきかについて十分な検討を行ない、その検討の結果に従った説明を確実に実施する体制を整備していく必要がある⁶⁾。

なお、経営者の個人保証に関しては、企業再建を行う際に外部のターンアラウンドスペシャリスト（事業再生の専門家）が経営者に就任した場合や、関連会社の役員として親会社の社員が派遣される等、経営者と企業の一体性が認められない場合について、代表者の保証を徴求することは不合理であるとの批判が存在することに留意する必要がある。

6) 制度的には、個人保証のうち第三者保証については、信用保証協会の第三者保証が2006年4月から原則禁止となっている。金融庁も2011年7月の「監督指針（主要行向け、中小・地域金融機関向け）」において、保証協会の取扱いに準拠した形で、企業経営に関与しない第三者の個人保証を原則禁止の扱いとした。経営者の本人保証についてはモラル・ハザードの防止効果・経営への規律付け効果・不正の抑止効果等があるが、一度破綻すると再起が困難になることなどから、停止条件付の個人保証契約の検討が必要となっている。倒産を見越した資産隠し・粉飾決算等の不正が発覚した場合にだけ保証責任を発生させるもの。

[13] 資本性債務 (DDS：劣後ローン)

(1) 中小企業金融当事者のニーズ

中小企業金融に関する当事者のニーズとして、借入サイドでは継続的・安定的な資金の確保、時機に応じた適切な融資の受給、担保・保証が不要なこと、経営の自主性の確保で、「通常の融資」の形態のほか、増資もある。資金供給サイドでは元本回収・リスクに見合った収益性の確保、企業の業績・財務内容の改善を通じた債権保全への関与（コベナンツや DES 等の活用）である。投資家サイドでは、事業再構築の断行のための経営支配権の確保、事業再構築によるエクイティバリューの向上が見込まれ投資の出口の想定、一定の投資規模と有能なオペレーターの下での事業の再編・提携、採算金利と貸出金利との間の乖離の解消、証券化を念頭に置き大数の法則が成り立つこと、キャッシュフローの予測が立つこと、契約書の標準化等の必要性がある。

それにも増して、関係者のニーズの適切な調整と円滑な中小企業金融の基盤として、中小企業の財務諸表についての信頼性確保と、金融機関・投資家のニーズに対応した適切な情報開示が必要となる。金融機関は当該企業に対する融資に際し、迅速な審査、適切なリスク管理が可能となり、さらには担保・保証に依存しない融資の前提条件が整う。企業側では、円滑な資金供給・金利の低減に繋がり、信頼できる企業情報の企業・金融機関での双方共有は、不可欠かつ有用である。財務諸表の信頼性確保及び情報開示については、円滑な中小企業金融のインフラとなる。

(2) リスクマネー供給

企業は、経営環境の変化に対応し、その事業インフラを整備することが不可欠で、これに対応した前向きな事業展開を行なうためのリスクマネー確保の必要性は高い。リスクマネー調達には、債務の場合、資金供給者からの規律付けがダウンサイドリスクの回避に偏るため、リスクテイクを行ないにくい。これに対し資本の場合、アップサイドも見込んだ能動的な規律付けがなされるため、リスクテイクを行ない易く、経営に関与する投資家であれば、ノウハウの提供等を受けて事業再構築の可能性が広がることになる。

リスクマネーの資金供給者はリスク対応のリターン獲得が財務健全性の確保上必要であるが、金融機関は貸付形態で資金提供を行なうため、信用リスク管理には、個別企業毎の信用リスク管理だけでなく、一定の共通した属性を有

する債権を集团的にリスク管理し、そのリスク対応のリターン確保も考えられる（CRD等の信用リスクデータベースの活用が有用である）。より能動的なリターン確保からは、金融機関がリレーションシップ・バンキングの機能を強化し、企業との長期継続的な取引の中から得られる情報を活用しつつ、事業の再構築を図ることに能動的関与を行えば、金融機関が明確な形でリスクマネーを供給可能となる。事業再構築の際には、債権放棄など行なう場合、前向きな規律付けの機能発揮のため、収益が生じた場合にのみプラスの価値を持つ株式や、企業の再建が達成された時点で初めて償還請求権が発生する劣後ローン、などの活用もありうる。

（３）資本的性格の資金（DDS、劣後ローン）

中小企業では、このような資本的性格の資金もリスクマネーとしての性格を明確にせず、法形式上、資本ではなく債務により調達されてきた。従来の法制度においては、債権と株式は異なるものとして二分されていたが、中小企業においては資本的性格の資金の調達が債務の形態で行なわれており、実態面においては、その相違は相対的なものである。近年においては、制度面においても、債権と株式の相違の相対化が進んでいる。

商法における株式会社制度は、2001・02年における4度の商法改正により大きく変更され、債権と株式との中間的な機能を有する多様な株式の設計が可能とされた。改正後の商法においては、配当の優先性と議決権の制限との関係が解消され、配当以外の事項に関する種類株式が認められるようになり、配当の優先性とは無関係に議決権の制限を定めることが可能となった。

種類株式をデット・エクイティ・スワップにより取得した時点における債権者側の会計処理については、「金融商品会計に係る会計基準」等が適用されるが、債権者が取得する株式の取得時の時価が対価としての受取額（譲渡金額）となり、消滅した債権の帳簿価額との差額を当期の損益として処理するものとされている。また、債権者側の会計処理に関する考え方は、債務者側の会計処理に関わらないものとされている。

ここにいう取得された株式の取得時の時価については、取得した株式に市場価格がある場合は、「市場価格に基づく価額」であり、市場価格がない場合には「合理的に算定された価額」であるとされている。また合理的な価額の算定が困難な場合には、「取得した株式の取得時の時価を直接的に算定する方法に

代えて、適切に算定された実行時の債権の時価を用いて当該株式の時価とする」とされている。さらに、「債権の消滅時に、債権者が取得する債務者の発行した株式の時価を合理的に測定できない場合には、その時価はゼロとして譲渡損益を計算し、その当初計上額もゼロとすることとなると考えられる」とされている。

種類株式の債権者側の会計処理については、デット・エクイティ・スワップ (DES) による取得時、期末時のそれぞれについてすでに基準が示されているが、その実務面での運用は発展途上段階にあり、会計処理基準が利用され、実務が集積されることが必要である。

さらに、劣後ローン等の資本的性格を有する債権の評価について、既存の債務の一部を劣後ローンに変更する「デット・デット・スワップ」(DDS) を行なうことがある。これが新たな資産の取得に該当するか否か、DDS で取得した劣後ローンの債権者側における取得価額の算定方法及び期末評価の方法を明確化することが課題である。

2. DDS の基本的モデル

[2.1] DDS の要件 - 基本的考え方 -

新しい中小企業金融の法務に関する研究会では、「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」を提示して、DDS の基本的考え方を示した。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と認識されてきたことが前提である。モデル取引の対象となる金融商品は、この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、すなわ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なう権利を与えていることが必要である。

モデル取引での検討事項は、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

キャッシュフローに対するコントロールである。この点で、家計と経営が未分離であるという中小企業の特徴を踏まえると、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。

しかし、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も前提となる。

このことは、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で、債務型の場合は融資の条件とすることになり、株式型の場合は種類株式の転換の条件とすることで同様の目的を達成することが可能となる。これらは、企業と金融機関との間での広義のコベナント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。

〔2.2〕 具体的な金融商品

（1） 株式型

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。このような当事者のニーズを踏まえると、資金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。

2001・02年改正後の商法において、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。さらに、改正後の商法は、株主総会において議決権行使の事項につき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）。

したがって、権利義務関係の明確化に当たり、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、また情報開示を誓約することとなる。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とすることが必要となる一方、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。

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なわれるもので、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、資本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。

（２）債務型

債権者側からみた資本性

（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なうとともに、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り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なっていることが通常である等から、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といえる。

（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。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、資本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の緩和・追加の方法が考えられる。

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。

債務者側からみた資本性

（事業再構築）

リスクマネーの提供を受けて、事業再構築を行なうことが前提となる。

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挙げられる。法律構成からみた資本性からは、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。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換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。

（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。この場合については、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ことが必要である。

[2 3] 活用の考え方

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なわれることが必要である。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」以上の企業に限定する。

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」に該当し、当該企業が「要管理先」となるかが問題となる。

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ない、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繋がるこ

となる。

このように、『新しい中小企業金融の法務に関する研究会報告』では中小企業が DDS を活用することに途を開いたと評価できる。一方、金融機関については、既に劣後ローン（資本性債務）を自己資本に参入するルールが確立している。これがいわゆるバーゼル合意ないし BIS 自己資本比率規制である。

3. バーゼル合意（BIS 自己資本比率規制） - 自己資本比率規制と資本性借入 -

[3.1] バーゼル合意（BIS 規制）

金融機関の自己資本は、円滑な金融仲介機能を発揮し、経営の健全性を担保する上で重要な機能を持つ。さらに、金融規制・監督の面でもその重要性が認識されてきた。いわゆる自己資本規制であるが、もし十分な資本を確保できない場合の措置も合わせて重要な検討課題となる。自己資本比率が規制基準（レギュレーション・キャピタル）近くまで低下すれば、金融機関経営者は基準遵守第一の行動となり、貸したくても貸せない状況に陥り、金融仲介機能は低下する。DCF による資産査定、繰延税金資産の厳格な評価も自己資本比率の低下要因となる。このような閉塞状況の打破には、予防的な公的資金注入による閉塞感の除去が必要となる。問題は、いかなる基準で公的資金を注入するかである。金融仲介機能を回復させるには、従来の自己資本比率ということになるが、どの水準までかは明確でない。

ここでより重要なのは破綻回避ではなく金融機関の経営戦略に応じて資本を注入する手法の整備である。このような概念に基く自己資本をエコノミック・キャピタルと呼ぶが、この信用リスクの補完に要する資本を健全行に注入することで、金融仲介機能を向上させ、金融再生・企業再生に向かわせることができる。2004 年 6 月に成立した「金融機能の強化のための特別措置に関する法律」（金融機能強化法）は、エコノミック・キャピタルを意識した措置例である。

これは、健全行ないし債務超過にならないで資本注入を可能にすることが金融再生には必要との観点から、2002 年 10 月の「金融再生プログラム」で検討されていた制度である。その後、債務超過にならずに資本注入を受けるには金融機関組織再編成特別措置法（2003 年 1 月施行）があるが、同法は厳格な

で適用が困難との理由から、より機動的な公的資金注入措置が必要とされて、金融機能強化法に到ったのである。金融機能強化法は健全基準（自己資本比率4%）を下回る機関にも適用可能とし、不良債権処理や企業再生と合わせて地域金融の再編にも結び付けるもので、資本注人行には、ガバナンスの強化、被合併行の経営責任の明確化、厳格な収益目標の設定などが課せられている。特に、中小企業金融円滑化法の実施に伴い、バックファイナンス的な機能も担った。

金融機関には自己資本規制だけでなく、金融システムの破綻の回避の目的で種々の公的な規制が課せられており、金融市場のグローバル化の下で、金融システムの連鎖的な破綻への対応が必要になる。1988年7月にバーゼル銀行監督委員会⁷⁾が公表した「自己資本の計測と基準に関する国際的統一化」の内容を「バーゼル合意（BIS規制）」といい、日本を含む多くの国の自己資本比率規制として採用されている。これは国際的に活動する銀行等に、信用リスク等を加味して一定以上の自己資本比率を求める国際的統一基準で、累積債務問題等のリスクの増大等を背景に、国際銀行システムの健全性と安全性の強化を図ると共に、国際業務に携わる銀行間の競争上の不平等を軽減することが求められた⁸⁾。

自己資本比率は分母に総資産、分子に自己資本をとって算定するが、貸借対照表上のデータで計算するギアリング比率ではなく、分母となる総資産は各資産のリスクに応じて資産を分類し、それぞれをウエイト付けして加算した総資

7) バーゼル銀行監督委員会は G10 諸国の中央銀行総裁会議により設立された銀行監督当局の委員会（1974 年 6 月のドイツ・ヘルシュタット銀行の破綻が国際的に波及したことを受けて、第 1 回会合は 1975 年に開催）で、ベルギー、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン、スウェーデン、スイス、イギリス、アメリカの銀行監督当局と中央銀行の上席代表により構成され、同委員会は通常、常設事務局が設けられているバーゼル（スイス）の BIS（国際決済銀行）において開催される。自己資本比率規制（バーゼル合意）に到った背景には、1984 年のアメリカ・コンチネンタル伊利ノイ銀行の破綻もある。

8) 1980 年代後半のバブル期に邦銀が円安・低金利・低自己資本比率によって国際金融市場においてオーバープレゼンスになって、邦銀は世界的ランキングをほぼ独占するような状況であった。この状況に対応する要請が大きかったため、当時の委員長だったクック (Cooke, W. P. BOE の associate director) が邦銀の弱点を過小自己資本に見出して、自己資本規制に到ったとされている。いわば、邦銀のオーバープレゼンス対策の意味合いが強かったのである（筆者が 1991 年にインタビューした *Financial Times* 編集長も同様の趣旨を言明した）。BIS 規制に邦銀の競争力を弱体化させる意図のあったことは、孫崎 [2012] も指摘している (pp. 302~304)。

産とする方式（リスク・アセット方式）が採用された。この測定方法によって達成すべき最低水準は8%以上とされた⁹⁾。日本では、1988～1992年度末の期間の移行措置を経て、1992年度末から、同基準が本格適用されている。国際的な金融システムの破綻回避のために、海外に営業拠点を持つ銀行に対しては、その健全性を確保するための国際的な統一ルールとして8%以上の自己資本比率を求める一方、海外に営業拠点を持たない金融機関の場合4%以上の自己資本比率が求められている¹⁰⁾。分子の自己資本の構成項目は、基本的項目（Tier I）と補完的項目（Tier II）からなり、基本的項目は無制限に、補完的項目は基本的項目と同額まで自己資本に算入できる。

〔3.2〕 自己資本（分子）の項目 - 金融機関における資本性借入の扱い -

その後、銀行が抱えるリスク（自己資本比率の分母）のより精緻な計測などを目指して1998年からバーゼル合意の抜本的な見直し作業が開始され、2004年6月に「自己資本の計測と基準に関する国際的統一化：改定された枠組」として新しい基準（バーゼル Ⅱ，新 BIS 規制案）が公表された。日本では、2006年度末から（最も先進的な手法を採用する銀行では2007年度末から）、新規制へ移行した。信用リスクの計算をより精緻化するとともに、オペレーショナル・リスク（事務ミスや不正行為等によって損失を被るリスク）を対象に含めたもので、自己資本比率は「自己資本 ÷ [信用リスク（貸出金等が貸倒れとなる危険） + 市場リスク + オペレーショナル・リスクに係るリスク・アセット] × 100」(%)として計算される。分母はリスク・アセットのウエイトが変更され、中小企業・個人向け融資のリスク・ウエイトが100%から75%に、住宅ローンについては50%が35%に減じられた。事業法人のリスク・ウエイトは100%から、格付け対応であれば20～150%に変更された（表2）。

9) クックが会議室から空の雲を見たところ、8の字に見えたことから「8(%)」に決定したとのエピソードもある。実態的に8%以上が健全で、8%未満が不健全とは断言できないともいわれ、具体的根拠は薄い。事実、コンチナantalイリノイ銀行の自己資本比率は8%以上で高いものであった。

10) 国際統一基準と国内基準を併存させたためダブル・スタンダードとの批判もある。安孫子勇一氏は村本 [2010] の書評の中で、ダブル・スタンダードの意味を問うておられる（『金融経済研究』第34号、2012年4月、pp. 95～97）。この点で、昨今のバーゼル Ⅱ の議論では、破綻すれば世界経済に影響が甚大となる「システム上重要なグローバル金融機関 (G-SIFI)」に自己資本規制を上乗せすることが検討されているように、金融機関一律の規制では限界もあるといえよう。

本稿では、バーゼル に関しては佐藤 [2007] など多くの文献があるので、サーベイは行なわず、もっぱら資本性負債に焦点を当てるとの趣旨から、分子の自己資本そのものに着目する。バーゼル合意 (BIS 規制) では、自己資本そのものの取り扱いに特色がある。通常、一般の事業法人における自己資本の意味として挙げられるのは、資本金、資本準備金、利益準備金、剰余金 (任意積立金、当期末処分利益) の4項目であり、先の基本的項目 (Tier 1) に該当する。バーゼル では、表1のように、

- ・基本的項目 (Tier 1。資本金・資本準備金等)、
- ・補完的項目 (Tier II。劣後債・劣後ローンや有価証券評価益の45%¹¹⁾、不動産の再評価益の45%、一般貸倒引当金等)、

(表1) バーゼル の自己資本比率 (現行規制)

自己資本の額 (基本的項目 + 補完的項目 + 準補完的項目 - 控除項目)

信用リスク・アセットの額の合計 + マーケット・リスク相当額の合計を8パーセントで除して得た額 + オペレーショナル・リスク相当額の合計額を8パーセントで除して得た額

(出所) 金融庁ホームページ。

(表2) リスク資産のウエイト

与信先区分	バーゼル	バーゼル
国・地方公共団体	0%	0%
政府関係機関等 (うち地方三公社)	0%	10% (20%)
銀行・証券会社	20%	20%
事業法人 (中小企業以外)	100%	(格付に応じて) 20% ~ 150% 又は (格付を使用せず) 一律100%
中小企業・個人	100%	75%
住宅ローン	50%	35%
延滞債権	100%	50% ~ 150% (引当率に応じて加減)
	100%	100%

事業法人の格付については、依頼格付のみ使用可能。
延滞債権は、3ヶ月以上延滞が発生している債務者に対する与信。

(出所) 金融庁ホームページ。

11) 国内基準では、有価証券評価益は全額基本的項目に入る。

- ・準補完的項目（Tier 3。短期劣後債務），
 - ・控除項目（銀行間の資本の融通分（意図的な株式などの持ち合い分）），
- である。

重要なのは，補完的項目で，有価証券評価益，土地の再評価益，一般貸倒引当金のほかに，負債性資本調達手段が入る。「銀行法第 14 条の 2 の規定に基づき，銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準（2006 年金融庁告示第 19 号）」によると，

- ・無担保で，かつ，他の債務に劣後する払込済のものであること，
- ・一定条件を除き，償還されないものであること，
- ・業務を継続しながら損失の補てんに充当されるものであること，
- ・利払いの義務の延期が認められるものであること，

の 4 つの性質の全てを有するもの，と規定されている。この他に期限付き劣後債務（契約時における償還期間が 5 年を超えるもの），期限付優先株も補完的項目に該当する。いずれにせよ，バーゼル合意の自己資本比率規制において負債性資本が認知され，劣後性のある負債や劣後ローンが自己資本として認識されるようになった。この点で，一般事業法人との相違がある¹²⁾。

〔3.3〕 バーゼル

2007 年夏以降のサブプライム問題，08 年 9 月以降のリーマン・ショック，それに続く欧州債務危機など世界的な金融危機が席卷している。このような状況を踏まえて，09 年 4 月のロンドン金融サミットにおいて，金融監督・規制の抜本的な改革の方向性が提示された。この中で，自己資本比率規制について，サブプライム問題に端を発する金融危機への当面の対処として，バーゼルの銀行勘定の証券化商品の取扱い及びトレーディング勘定の取扱いを強化するバーゼル 2.5（マーケット・リスク規制の強化。09 年 7 月公表，11 年末より実施）が導入された。さらに世界の主要銀行に対して自己資本の「量」と「質」の向上が検討され，10 年 9 月にはバーゼル銀行監督委員会から国際的に活動する銀行に対する新しい自己資本比率規制案が発表された（バーゼル 3）。この規制案では自己資本に該当する要件の厳格化が取込まれた。

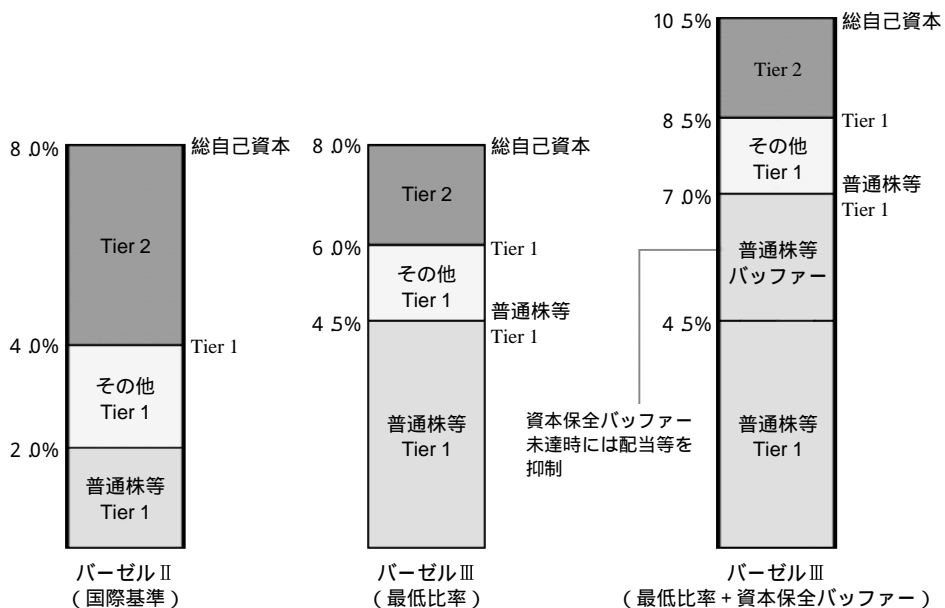
2012 年 3 月 30 日に金融庁はバーゼル 3 を踏まえた自己資本比率に関する告

12) 詳細は，佐藤 [2007] 第 4 章，みずほ証券バーゼル 研究会 [2012] 第 2 章を参照。後述するように，資本性負債 (DDS) を事業法人についても自己資本として算入可能になっている。

示の改正を公表し、13年3月31日から適用される。この告示では自己資本の取扱いに変更があり、

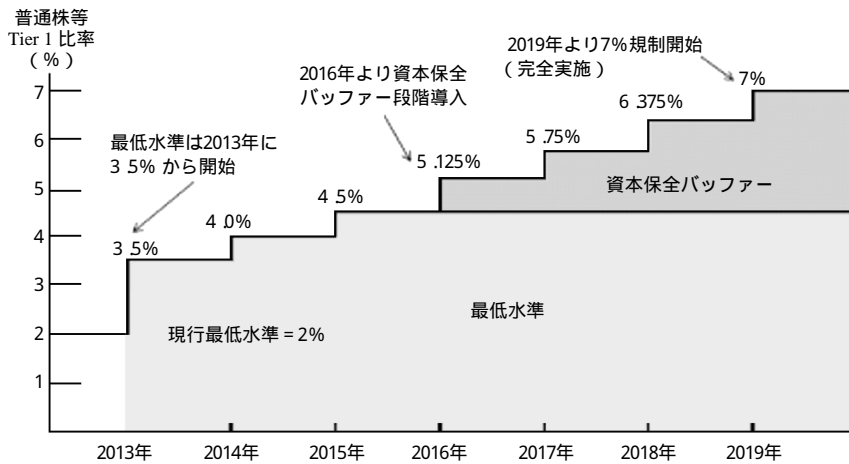
- ・パーゼル の基本的項目・補完的項目・準補完的項目のうち、準補完的項目を廃止、
- ・基本的項目 (Tier 1) を、going concern base (事業継続ベース) の自己資本とし、「コア Tier1 (普通株式等 Tier 1。狭義の中核的自己資本、common equity)」と「その他 Tier 1」とする、
- ・「コア Tier1 (普通株式等 Tier 1)」は、普通株式とその新株予約権、内部留保、その他の包括利益累計額 (段階的に算入) およびその他公表準備金。公的資金に該当する部分は経過措置により 2018 年 3 月 31 日まで算入可能であるが、普通株転換権付優先株は「その他 Tier 1」へ算入、
- ・「その他 Tier 1」は、優先株、ステップ・アップなしの優先出資証券は条件次第で算入不可、ステップ・アップ付の優先出資証券は算入不可、
- ・補完的項目 (Tier 2) は、gone concern base (破綻時を想定したベース) の自己資本とし、劣後債・劣後ローン (初回コール日までが 5 年以上) を含むが、初回コール日までが 5 年未満の劣後債・劣後ローンは算入不可、という扱いとなる。

(図2) パーゼル における自己資本の量の強化



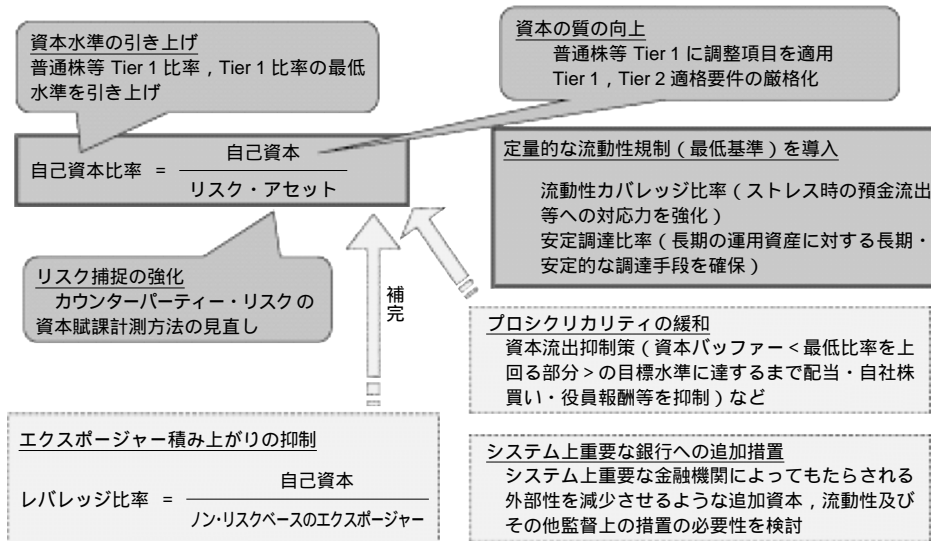
(出所) 金融庁ホームページ。

(図3) バーゼル の段階適用



(出所) 金融庁ホームページ。

(図4) バーゼル の全体像



(出所) 金融庁ホームページ。

「コア Tier 1 (普通株式等 Tier 1)」は, 不測の事態による損失吸収力が高いので重視され, 段階的に措置される。2013 年 3 月期に 3.5%, 2014 年 3 月期に 4%, 2019 年には 4.5% が要請される。「その他 Tier 1」を加えた「Tier 1」は 2014 年 3 月期に 4.5%, 2019 年には 6% が要請される。「Tier 1」プラス

「Tier 2」の総資本については現行基準の8%で変わらない。

バーゼルでは、新たに「資本保全バッファ capital conservation buffer」が導入され、金融・経済のストレス期において損失の吸収に使用できる資本のバッファの保有を要請され、2016年から段階的に導入される(16年に0.625%で、19年に2.5%。図2および図3)。上記の水準が達成されていれば、この「資本保全バッファ」が未達であっても国際的な活動は可能であるが、配当・賞与などの利益分配の制限が厳格化されることによって、経営者の短期的利益追求を目指す過度のリスクテイクを抑制する効果を持つ¹³⁾。

このようにバーゼルⅢにおいて、負債性資本が重視されている点で、変わることはない。また、自己資本比率は金融行政上、早期是正措置などに活用されている¹⁴⁾。

以上のように、金融機関については、資本性借入(劣後ローン、負債性資本)を自己資本に算入するルールが整備・確立されてきたのである。

13) このほか、マクロブレードンス政策の観点から、「カウンターシクリカルな資本バッファ counter cyclical buffer」が求められる。これは従来の金融規制は、好況時に自己資本比率規制基準を容易にクリアできることから、金融機関がより大きなリスクテイクを取り、景気を過熱する効果があった。逆に不況期には自己資本比率規制基準を満たすためにリスク回避行動を取り、景気悪化に拍車を架けるという悪循環を惹起するというプロシクリカリティ(景気増幅効果)を持っていた。このプロシクリカリティの抑制のために、好況時により高い自己資本を保有するようにするのが、「カウンターシクリカルな資本バッファ」である。トータルの信用供与が対GDP比の長期トレンドから乖離する時など、当該国が過度の信用拡張と判断した場合に、「資本保全的バッファ」に上乗せで最大2.5%が課せられる。みずほ証券バーゼル研究会[2012]第4章を参照。

14) 銀行経営の健全性を促すため、自己資本比率という客観的な基準を用いて、その水準に応じて金融庁は必要な是正措置を発動できることとなっている。

自己資本比率の水準		発動措置
国際統一基準	国内基準	
8%以上	4%以上	-
4%以上8%未満	2%以上4%未満	経営改善計画の提出・実施命令
2%以上4%未満	1%以上2%未満	配当の禁止・抑制、総資産の圧縮・増加の抑制
0%以上2%未満	0%以上1%未満	大幅な業務の縮小、合併または銀行業の廃止
0%未満	0%未満	業務の全部または一部停止命令

4. 資本金借入金 (DDS) の活用

[4.1] 『金融検査マニュアル』の運用の明確化

(1) 2004年6月の改訂：資金的劣後ローンの新規規定

2003年7月の『新しい中小企業金融の法務に関する研究会報告書』を受けた形で、04年2月26日に『金融検査マニュアル別冊〔中小企業編〕』の改訂が行なわれ、中小企業の債務の擬似エクイティ部分を資金的劣後ローンに転換した場合 (DDS) の取扱いについて新設の規定を明示した。同報告に記載されたように ([2.3] 参照)、資本調達手段が限られている中小・零細企業においては、事業の基盤となっている資金的性格の資金が債務の形で調達されていることが多い (擬似エクイティ的融資)。このような状況を踏まえて、金融機関が、中小・零細企業向けの要注意先債権 (要管理先への債権を含む) を、債務者の経営改善計画の一環として資金的劣後ローンに転換している場合には、債務者区分等の判断において、当該資金的劣後ローンを資本とみなすことができることとする。すなわち、

「7. 資金的劣後ローンの取扱い」

(1) 金融機関の中小・零細企業向けの要注意先債権 (要管理先への債権を含む) で、貸出債権の全部または一部を債務者の経営改善計画の一環として、原則として以下の要件の全てを満たす貸出金 (「資金的劣後ローン」) に転換している場合には、債務者区分等の判断において、下記 (2)¹⁵⁾ を満たすことを条件として当該資金的劣後ローンを当該債務者の資本とみなすことができる。なお、資金的劣後ローンへの転換は、合理的かつ実現可能性が高い経営改善計画¹⁶⁾ と一体として行われることが必要である。」

であり、その条件として、

15) 「下記の (2)」とは、「資金的劣後ローンを資本とみなすに際しては、金融機関において当該資金的劣後ローンの引当につき、その特性を勘案し、例えば市場価格のない株式の評価方法を踏まえて算出する等、会計ルールに基づいた適切な引当を行うこととする。なお、企業会計基準委員会又は日本公認会計士協会において引当のルールが明確化された場合には、当該ルールに則り取扱うものとする。」である。

16) 「合理的かつ実現可能性が高い経営改善計画」(以下、「合実計画」と略す) とは、信用リスク検査用マニュアル別表 1.(3) の経営改善計画等に関する規定を満たす計画とする。なお、経営改善計画の進捗状況が計画を大幅に下回っている場合には、「合実計画」とは取り扱わない。

「 資本的劣後ローンについての契約が、金融機関と債務者との間で双方合意の上、締結されていること

契約内容に、原則として以下の全ての条件を付していること

イ．資本的劣後ローンの返済（デフォルトによらない）については、資本的劣後ローンへの転換時に存在する他の全ての債権及び計画に新たに発生することが予定されている貸出債権が完済された後に償還が開始すること¹⁷⁾

ロ．債務者にデフォルトが生じた場合、金融機関の資本的劣後ローンの請求権の効力は、他の全ての債権が弁済された後に生ずること

ハ．債務者が金融機関に対して財務状況の開示を約していること及び、金融機関が債務者のキャッシュフローに対して一定の関与ができる権利を有していること

ニ．資本的劣後ローンがハ．その他の約定違反により、期限の利益を喪失した場合には、債務者が当該金融機関に有する全ての債務について、期限の利益を喪失すること」

が示されている。さらに、

「資本的劣後ローンに転換された部分が貸出条件緩和債権（要管理債権）に該当する場合であっても、当該債権の残債及び当該債務者に対するその他の債権については、信用リスク検査用マニュアルの規定にかかわらず、これらをあらかじめ要管理先に対する債権として扱うことはしないものとする。」と規定した。

（２） 2008 年 3 月の改訂：「准資本型資本的劣後ローン」の導入

2008 年 2 月 20 日の「年度末に向けた中小企業対策に関する関係閣僚による会合」において取り纏められた「年度末に向けた中小企業対策について」を踏まえ、中小企業金融の円滑化、とりわけ中小企業の自己資本充実策拡大の一助とする観点から、資産査定における債務者区分の検討の際、債務者の実態的な財務内容の把握にあたり、十分な資本的性質が認められる借入金とは資本とみなすことができる旨、検査マニュアルに記載することとなった。具体的には、08

17) 経営改善計画が達成され、債務者の業況が良好となり、かつ、資本的劣後ローンを資本と見なさなくても財務内容に特に問題がない場合には、債務者のオプションにより早期償還することができる旨の条項を設けることは差し支えない。

年度に創設される中小企業金融公庫の「挑戦支援資本強化特例制度（資本的劣後ローン）」のような十分な資本性が認められる借入金を資本とみなすことが可能になった。『金融検査マニュアル』の「資産査定管理態勢の確認検査用チェックリスト 別表1自己査定」（「1. 債権の分類方法」「3）債務者区分」）の「自己査定結果の正確性の検証」の部分に、「債務者区分は、債務者の実態的な財務内容、資金繰り、収益力等により、その返済能力を検討し、債務者に対する貸出条件及びその履行状況を確認の上、業種等の特性を踏まえ、事業の継続性と収益性の見通し、キャッシュ・フローによる債務償還能力、経営改善計画等の妥当性、金融機関等の支援状況等を総合的に勘案し判断するものである。」という記述があるが、この注記として「「債務者の実態的な財務内容」の把握にあたり、十分な資本的性質が認められる借入金は、負債ではなく資本とみなすことができることに留意する。」という記述が追加された。

前述のように、『金融検査マニュアル別冊〔中小企業編〕』には、借入金であっても、金融検査上は資本として取り扱うことができる「資本性借入金」について記載されていたが、2008年3月「十分な資本的性質が認められる借入金」は、資産査定において資本とみなされる、こととして『金融検査マニュアル』本体が改訂されたものである¹⁸⁾。

この点について、「金融検査マニュアルに関するよくあるご質問 (FAQ)」の追加について（2008年4月1日公表）では、「十分な資本的性質が認められる借入金」とはどのようなものか、に対して「債務者の財務内容の把握、評価は、財務諸表の数字といった形式にとらわれず、実態的に行う必要があります。このため、例えば、償還条件や金利等の貸出条件が資本に準じる借入金については、十分な資本的性質が認められる借入金として当該借入金を資本と見做した上で債務者区分の検討を行うことになります。なお、本取扱いはいくまでも借入金の実態的な性質に着目したものであり、債務者の属性（債務者区分や企

18) 『金融検査マニュアル〔中小企業編〕』に規定された資本的劣後ローンを「早期経営改善特例型」といい、「金融検査マニュアル 別表1自己査定」の注記による「十分な資本的性質が認められる借入金」を「准資本金」資本的劣後ローンと区別している。これは2008年10月の『金融検査マニュアル 資産査定管理態勢の確認検査用チェックリスト 別表2償却・引当』や『金融検査マニュアル別冊〔中小企業編〕』で明記された。「早期経営改善特例型」は金融機関の企業・事業再生への取組を積極的に評価する観点から経営改善計画の一環として要注意先債権が『マニュアル別冊』の要件充足が前提となる一方、「准資本金」は借入金の実態的な性質によるもので、『別冊』の要件充足とは無関係である。両者の目的・哲学が異なるものと理解すべきであり、適用対象の借入金の範囲も異なる。

業の規模等)や資金使途等により制限されるものではありません。」と記載している。かつ、中小企業金融公庫の「挑戦支援資本強化特例制度」については、劣後ローンであることに加えて、15年の期限一括償還であり、償還条件が長期である、赤字の場合には利子負担がほとんど生じない等配当に準じた金利設定である、という資本に準じた商品設計となっていることから、この制度に係る負債はこれを資本と見做して、債務者区分の検討を行なうことが適当、としている(具体的には、償還まで相当の期間(5年以上)を有する負債については、残高の100%を資本と見做し、残存期間が5年未満の負債については、1年毎に20%ずつ資本と見做す部分を逡減させる取扱いとする)。

このように、財務内容が悪化し、経営難の状態にある中小企業等の経営改善を図るに当り、「十分な資本的性質が認められる借入金」を資本とみなすことにより、財務内容を改善させた上で、業況の改善に取り組むことが効果的と考えられる上、これにより当該中小企業の経営改善可能性が高まる(債務者区分がランクアップする)ことは、金融機関等による追加的な資金供給を容易にすると考えられるのである。

(3) 2008年10月の改訂：中小企業再生支援協議会版「資本的借入金」等

前項のように、「十分な資本的性質が認められる借入金」は資産査定において資本とみなすことができる旨の『金融検査マニュアル』本体の改訂が実施されたが、規定上は新規融資、既存融資からの条件変更(DDS)のいずれであっても資本とみなすことが可能である。しかし、金融機関等の間で新規融資のみを対象としているとの受け止めが見られたことから、『金融検査マニュアル』において、既存融資からの条件変更であっても資本とみなせる旨、明確に記載した。また、『金融検査マニュアル』等の記載で、「早期経営改善特例型」・「准資本型の資本型劣後ローン」という表現で区別されるようになった。

新規融資で経営難の状態にある中小企業に対する「十分な資本的性質が認められる借入金」を実行することは、貸し手にとってリスクが大きく(回収可能性が低い)、容易には貸し手が見つからないという問題がある。しかし、既存融資からの条件変更については、貸し手が新たな資金を供給する必要はなく、また条件変更により経営改善の可能性が高まれば、経営難の状態を放置するよりもむしろリスクは小さくなる(回収可能性は高まる)と考えられる。したがって、既存融資を「十分な資本的性質が認められる借入金」へと条件変更した

場合、当該借入金を資本とみなすことを明確化することを通して、金融機関における対応を促し、中小企業等の自己資本充実を通じた経営改善を支援することになる¹⁹⁾。

「早期経営改善特例型」および「准資本金型」資本的劣後ローンに転換された部分が貸出条件緩和債権（要管理債権）に該当する場合であっても、当該債権の残債及び当該債務者に対するその他の債権については、これらをあらかじめ要管理先に対する債権として扱うことはしないものとする。これらの債権については、それらが貸出条件緩和債権に該当するか否かを『中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針』に沿って判断するものとする。

この改訂に伴い、中小企業再生支援協議会において、「十分な資本的性質が認められる借入金を」用いた再生支援手法が導入されること等を踏まえ、中小企業再生支援協議会版「資本的借入金」も同様の扱いになった。中小企業再生支援協議会版「資本的借入金」は、劣後ローンで、かつ 15 年の期限一括償還であり、償還条件が長期である、条件変更後 5 年間及び 5 年目以降に赤字の場合、利子負担がほとんど生じない等配当に準じた金利設定である、という資本に準じた商品設計となっている。

（４） 2011 年 11 月の改訂：「准資本金型資本的劣後ローン」の活用促進

2011 年 11 月 22 日に『金融検査マニュアル』における『十分な資本的性質が認められる借入金（資本性借入金）』の運用の明確化が金融庁から発表された。東日本大震災や急激な円高の影響を受け、財務内容が悪化した中小企業が増加している状況下で、資本不足により銀行からの資金調達に支障が生ずることから、資本の充実策が必要になってきた。2011 年 11 月改定では、貸出条件が明確でなく、銀行が積極的に利用しているとはいえないことから、「資本性借入金」の積極的な活用を促進するための改正が行なわれた（図 5）。

これによると、「十分な資本的性質が認められる借入金（資本性借入金）」について、「資本と見なすことができる条件」は、

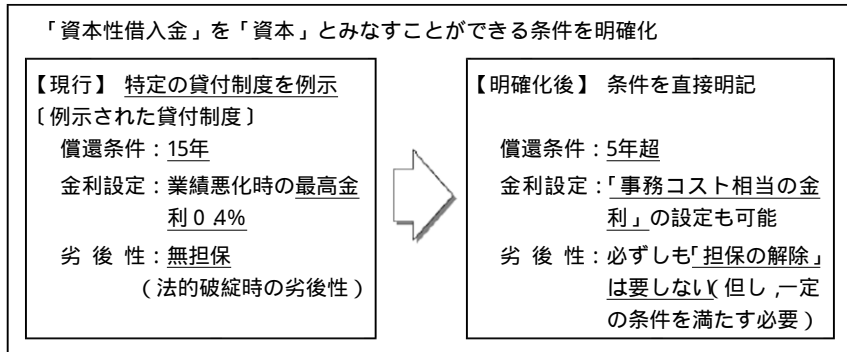
・償還条件：5 年超（原則として長期間償還不要な状態であること、期限一

19) パーゼル の信用リスク・アセット上では、金融機関の保有する「十分な資本的性質が認められる借入金」は「貸出」の扱いで、標準的手法の場合リスク・ウエイトは 75%。2008 年 4 月 1 日および同年 10 月 3 日の「金融検査マニュアルに関するよくあるご質問 (FAQ)」による。

金融インフラの新たな手法としての資本性借入 (DDS)

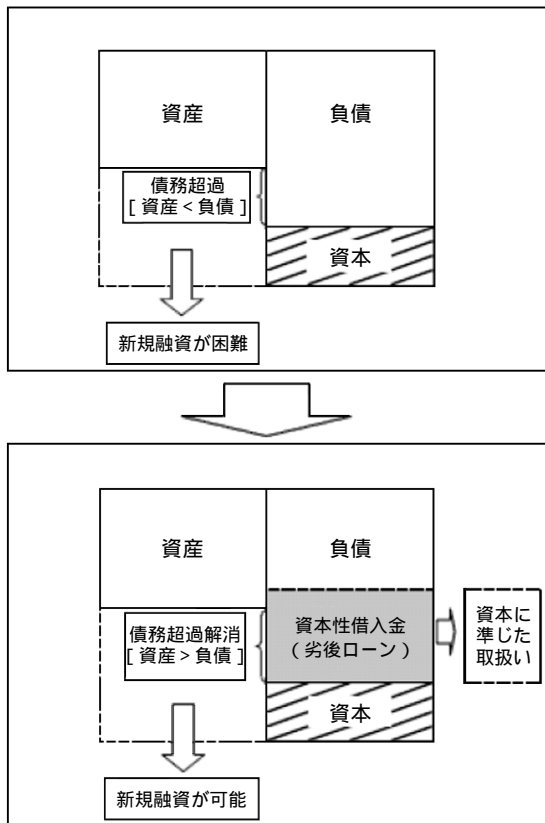
(図5)

【金融検査マニュアルの運用明確化】



「資本性借入金」による効果

【中小企業の貸借対照表 (B/S)】



(出所) 金融庁ホームページ。

括償還が原則),

- ・金利設定：事務コスト相当の金利の設定も可能（原則として配当可能利益に応じた金利設定であること，具体的には，業績連動型が原則。赤字の場合には利子負担が殆んど生じないことが必要で，その場合，株式の株主管理コストに準じた事務コスト相当の金利であれば，利子負担がほとんど生じないものとして，「十分な資本的性質が認められる借入金」と判断される），
- ・劣後性：必ずしも担保の解除は要しない（但し，一定の条件を満たす必要。原則として，法的破綻時の劣後性が確保されていることが必要。そのため，基本的には担保付借入金は，「十分な資本的性質が認められる借入金」には該当しない），

である。しかし，既存の担保付借入金から転換する場合等のように，担保解除を行なうことが事実上困難で，法的破綻時の劣後性を確保できないような場合には，他の債権に先んじて回収を行なわないことを契約するなどによって，少なくとも法的破綻に到るまでの間，他の債権に先んじて回収しない仕組みが備わっていれば，担保付借入金であっても，「十分な資本的性質が認められる借入金」と「看做して差し支えないとして扱われる。

「資本性借入金」の効果として挙げられるのは，

- ・資金繰りの改善効果（長期の期限一括償還が基本であり，資金繰りが緩和される。業績連動型の金利設定が基本であり，業況悪化時は金利が低くなる），
- ・金融機関からの新規融資の容易化効果（「資本性借入金」を資本と見なすことで，財務内容が改善されることから，新規融資が受け易くなる），

である。このように「資本性借入金」を資本とみなした上で新規の融資を受け，事業の収益性を回復していくことが，目的となっている。東日本大震災や円高等によって資本不足に直面している中小企業でも，資本充実が図られることになり，将来性や経営改善の見通しがある場合には大いに活用されることが期待される。いずれにせよ，「資本性借入金」の活用は資本不足に直面している企業のバランスシートの改善と経営改善に繋がる効果を持っている。

2012年8月10日に金融庁が公表した地域金融機関全体の「資本性借入金」の活用件数を見ると，10年度において61件であったが，11年11月『金融検査マニュアル』の運用の明確化を図ったこと等により，11年度には，85件に

金融インフラの新たな手法としての資本性借入（DDS）

（表 3） 資本性借入金の活用状況について
（2012 年 7 月実施の各金融機関に対するアンケート調査の回答を集計）

	2010年度 実績	2011年度 実績	2010年度からの 伸び率	2012年度（注 1） 実績・予定	2010年度からの 伸び率
地域金融機関	61 件 （4 件）	85 件 （28 件）	39% （7 倍）	409 件 （85 件）	6.7 倍 （21.3 倍）
地域銀行（注 2）	41 件 （3 件）	69 件 （25 件）	68% （8.3 倍）	224 件 （56 件）	5.5 倍 （18.7 倍）
信金・信組（注 2）	20 件 （1 件）	16 件 （3 件）	20% （3 倍）	185 件 （29 件）	9.3 倍 （29 倍）

	2011年度内訳				2012年度内訳（注 1）			
	4～6月 実績	7～9月 実績	10～12月 実績	1～3月 実績	4～6月 実績	7～9月 予定	10～12月 予定	1～3月 予定
地域金融機関	9 件 （2 件）	20 件 （3 件）	13 件 （6 件）	43 件 （17 件）	14 件 （4 件）	395 件 （81 件）		
地域銀行（注 2）	5 件 （2 件）	17 件 （3 件）	8 件 （3 件）	39 件 （17 件）	8 件 （3 件）	216 件 （53 件）		
信金・信組（注 2）	4 件 （0 件）	3 件 （0 件）	5 件 （3 件）	4 件 （0 件）	6 件 （1 件）	179 件 （28 件）		

「資本性借入金の積極的活用について」の公表は、
2011 年 11 月。

- （注 1） 2012 年度は、各金融機関からの回答において、検討中とされているものを含み、今後、変動があり得る。
- （注 2） 「地域銀行」は、地方銀行（全国地方銀行協会加盟行）64 行、第二地方銀行（第二地方銀行協会加盟行）42 行、埼玉りそな銀行の合計。「信金・信組」は、信用金庫 271 金庫、信用組合 158 組合の合計。
- （注 3） 括弧内は、被災地（青森、岩手、宮城、福島、茨城の 5 県）に本店が所在する金融機関の合計。
- （出所） 金融庁ホームページ。

増加し、12 年度においては、今後の予定も含め、409 件（2010 年度に比べて 6.7 倍の増加）の活用が見込まれている（表 3）。

〔4.2〕 中小企業金融円滑化法との関連

（1） 中小企業金融円滑化法の成立

2009 年 12 月に中小企業や住宅ローンの借り手が金融機関に返済負担の軽減を申し入れた際に、できる限り貸付条件の変更等を行なうよう努めること等を内容とする中小企業金融円滑化法が成立した。2008 年秋以降の世界金融危機・景気低迷による中小企業の資金繰り悪化等への対応策として、09 年 12 月に約 2 年間の時限立法として施行された。しかし、当初の期限を迎えても中小企業の業況・資金繰りは依然として厳しいことから、2 度の延長を経て、13 年 3

月末までを最終の期限としたものである。

中小企業金融円滑化法では、中小企業から申し込みがあった場合には貸出条件の変更を努力義務（強制ではない）とし、金融機関サイドも体制整備と実施状況等の開示とそれらの行政当局への報告（罰則付き）と、行政による公表を求めるものであった。更なる支援措置として信用保証制度の充実等も加えられたほか、検査・監督上の措置にも改定がなされた。重要な点は、条件変更等を行なっても、不良債権に該当しない要件を従来に比べて拡充したことである。

「実現可能性の高い抜本的な経営再建計画」（以下、「実抜計画」と略す）に沿った金融支援の実施により経営再建が開始されている場合には、当該経営再建計画に基づく貸出金は貸出条件緩和債権には該当しないという取扱いが2008年11月に明確化された。「抜本的な」とは概ね3年後の当該債務者の債務者区分が正常先となることである。ただし、債務者企業の規模または事業の特質を考慮した合理的な期間の延長を排除せず、『金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕』では「その進捗状況が概ね1年以上順調に進捗している場合には、その計画は実現可能性の高い計画であると判断して差し支えない」として期限の扱いが緩和された²⁰⁾。

「実抜計画」を策定していない場合であっても、貸出条件の変更を行なった日から最長1年以内に当該経営再建計画を策定する見込みがあるときには、その日から最長1年間は貸出条件緩和債権には該当しないことになった。この「当該経営再建計画を策定する見込みがあるとき」とは、銀行と債務者との間で合意には到っていないが、債務者の経営再建のための資源等（例えば、売却可能な資産、削減可能な経費、新商品の開発計画、販路拡大の見込み）が存在することを確認でき、かつ、債務者に経営再建計画を策定する意思がある場合とされた。中小・零細企業等の場合、大企業と比較して経営改善に時間がかかることが多いことから、経営改善計画等に準ずる計画（「合理的かつ実現可能性の高い経営改善計画」。金融機関が作成した資料でも可）を「実抜計画」とみなしてよいとされた²¹⁾。ただし、経営改善計画の進捗状況が計画を大幅に下

20) 「実抜計画」には、中小企業再生支援協議会が策定支援した再生計画、産業復興相談センターが債権買取支援業務において策定支援した事業計画、事業再生ADR手続に従って決議された事業再生計画、株式会社企業再生支援機構が買取決定した事業者の事業再生計画、株式会社東日本大震災事業者再生支援機構が買取決定した事業者の事業再生計画も含まれる。

21) 技術的には、貸出条件緩和債権の判定に用いる「実抜計画」を、債務者区分のランクアップ（破綻懸念先 要注意先）の判定に用いる「合実計画」と同義としたものである（畑中

回っている場合には、「合実計画」とは取り扱わない。

さらに、今後の資産売却予定や諸経費の削減予定等がなくても、債務者の技術力、販売力や成長性等を総合的に勘案し、債務者の実態に即して金融機関が作成した経営改善に関する資料がある場合には、貸出条件緩和債権に該当しないことになった。いずれにしても、これらの措置は中小企業の資金繰りを緩和し、併せて金融機関にとっては不良債権の債務者区分ではなく正常先になるので、引当の必要が小さくなり、経営上メリットがある。

(2) 金融行政上の返済猶予措置

金融行政の中で、融資の返済猶予は、「貸出条件緩和債権」として規定されている。銀行法施行規則第19条の2(業務及び財産の状況に関する説明書類の縦覧等)は開示項目を規定し、第1項第五号の「ロ 貸出金のうち次に掲げるものの額及びその合計額」の中の、(4)において「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」を貸出条件緩和債権と規定している。貸出条件の変更等とは元本の返済猶予、返済期間の延長、旧債の借り換え、DES(デット・エクイティ・スワップ、債務の株式化)等債務の弁済負担の軽減を行なう全ての措置のことである。

この「貸出条件緩和債権(リスク債権)」は、2008年11月の改定前の『監督指針』(主要行等向けの総合的な監督指針、中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針、保険会社向けの総合的な監督指針)上は不良債権扱いになっていた。ただし、改定前の『監督指針』では「実抜計画」があれば、リスク債権とはしない扱いとなっていた。この「実抜計画」は概ね3年後に正常先になることが目安となっていたが、事務上は使い勝手が悪く、その活用度は低いものであった²²⁾。

そこでリーマン・ショック後の対策として2008年11月に中小企業向け融資

[2008] p. 14)

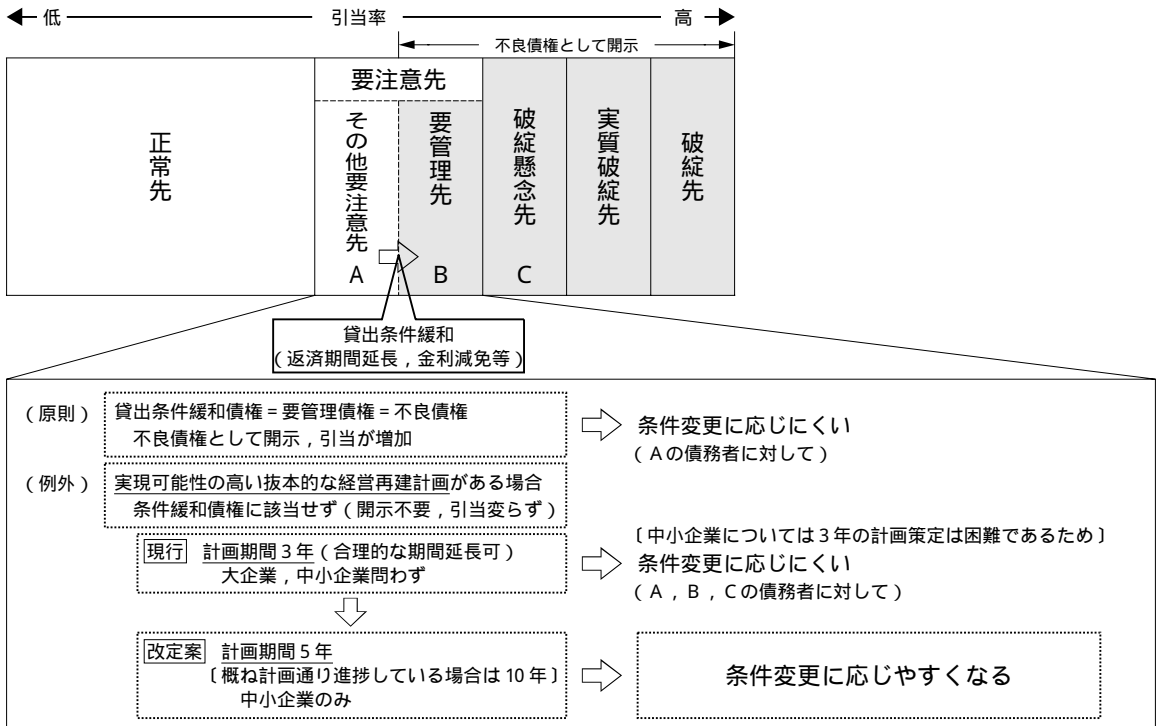
22) 「実現可能性の高い」とは、計画の実現に必要な関係者との同意が得られていること、計画における債権放棄などの支援の額が確定しており、当該計画を超える追加的支援が必要と見込まれる状況でないこと、計画における売上高、費用及び利益の予測等の想定が十分に厳しいものとなっていること、とされる。「抜本的な」とは、概ね3年(債務者企業の規模又は事業の特質を考慮した合理的な期間の延長を排除しない)後の当該債務者の債務者区分が正常先となることをいう。

の貸出条件緩和が円滑に行なわれるための措置が発出された。「貸出条件の緩和債権（リスク債権）」の取扱いの変更が、『監督指針』と『金融検査マニュアル別冊〔中小企業編〕』の改訂として2008年11月7日に実施されて、この変更は恒久措置とされた。これは、従来通り「実抜計画」があれば、「貸出条件緩和債権」でも正常先債権とみなす措置であるが、「実抜計画」の履行は概ね「3年」で経営改善し正常先になるという条件から、概ね「5年」に改定された。特に、経営改善が計画通りの進捗ならば最長10年の計画も可能となった。さらに、計画終了時に正常先にならなくても、自助努力によって事業の継続性を確保できる見通しがあれば、債務者区分は要注意先でも構わないこととされた。加えて、対象債権を「資本性劣後ローン（資本性借入金）」にすれば、リスク債権扱いにはしないこと、つまり資本扱いになることも重要な変更点である。整理すると、中小企業向け融資の貸出条件緩和が円滑に行なわれるための措置として、融資条件（貸出条件）の緩和を行なっても、「実現可能性の高い抜本的な経営再建計画」（実抜計画）があれば、貸出条件緩和債権には該当しないとの取扱いについて、金融機関がより柔軟に条件緩和に応じることができるような環境を整備したのが08年11月の改定であった（図6）。

『中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針』上は、抜本的な経営再建計画について「概ね3年後の債務者区分が正常先となること」を要件として記載していたものを、改定後に中小企業は経営改善に時間がかかるとの特質を踏まえ、「概ね3年」について企業の規模に応じた延長が認められる旨を記載し、その具体的な取扱いは『金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕』を参照すべき旨と記載した。また、『金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕』の改定で、中小企業については、上記の「概ね3年後に正常先」を「概ね5年（5年～10年で計画通りに進捗している場合を含む）後に正常先（計画終了後に自助努力により事業の継続性を確保できれば、要注意先であっても差し支えない）」に緩和した。

まとめると、金融機関の自己査定の債務者区分に「その他要注意」の中に「要管理債権」という不良債権として開示される貸出条件緩和債権を「要注意」にランクアップし、民事再生法の適用になっている企業も、今までは「破綻懸念先」だったものが、実抜計画さえあれば債務者区分が「その他要注意」になる。

(図6) 貸付条件緩和債権の見直しについて



(出所) 金融庁ホームページ。

(3) 金融円滑化法の有効性

金融円滑化法は、貸出条件緩和債権の取扱いを弾力化することによって推進されてきた。金融機関は努力義務の下、2012年3月までに申込件数313.4万件、実行件数289.4万件、実行率97.4%という円滑化を実施した。金額ベースでは、79.75兆円が貸出条件の変更等となった。これは民間金融機関の中小企業向け貸出額222.9兆円(11年12月末)の35.78%の水準である。ただし、マクロ的に見た中小企業向けの貸出は、08年12月末の237.8兆円から伸びているわけではなく、貸出増加の効果は薄い。他方、企業倒産件数の抑制、資金繰りの改善、借入難易度の容易化などといったプラスの評価材料もある。いずれにしても、中小企業の経営悪化、倒産の防止等に寄与したと整理できる。しかし、容易に貸出条件を緩和したため、中小企業の抜本的な経営改革に繋がらず、条件変更後の期限に再度変更することになったり、経営改善計画策定がない中小企業も多く、金融規律の確保(健全性の確保、モラル・ハザードの防止)に問題もある。

とはいえ、円滑化法だけで中小企業の景況が回復してきたわけではない。各種の景況判断 DI は上昇傾向にあるが、円高傾向が継続や内需の低迷などに加え、2011 年 3 月の東日本大震災によって大きく悪化したこともあり、回復のテンポは鈍化している。倒産件数の増加は対前期比で 10 年央から上昇傾向にあり、震災後の 11 年 5 月以降倒産件数自体が増加している。東京商工リサーチによると、12 年上半期、従業員 5 人未満の企業の倒産は、倒産件数全体の 70% を占め、過去 20 年で最悪を記録した。

円滑化法を利用した企業数は公表されていないが、1 社で複数の債権の条件変更を行ったり、再変更を申し出たりするケース（重複実行先）が多いため、利用企業数は約 30～40 万社といわれ、現在も約 30 万社が金融機関から返済猶予を受けている（『週刊金融財政事情』2012 年 5 月 14 日号（p. 6）、『日本経済新聞』12 年 8 月 6 日号）。利用企業のうち経営改善した企業は僅かで、抜本的な事業再生・転廃業等の支援が必要な企業数は 5～6 万社程度と見積もられ、これらの相当数は倒産予備軍となっている。円滑化法が終わると、全体の 1 割相当の約 3 万社が倒産する公算が大きいとの見方もある（『日本経済新聞』12 年 8 月 6 日号）。

円滑化法が施行された当初金融機関は経営改善計画書が無くてもほぼ無条件に条件変更を受け入れてきたが、2011 年 1 月金融庁から「貸付条件の変更等に際しては、金融規律も考慮し、実効性ある経営再建計画を策定・実行することが重要」との方針が出されて、再度の条件変更契約を行なう場合、経営改善計画の策定が必要になった。約 30 万社の円滑化法申請企業のうち、13 年 3 月の円滑化法終了にかけて再度の条件変更契約を取下げられる企業が続出するものと考えられる。さらに、経営改善計画書策定企業は 30%、簡易計画書のみが 50%、未策定が 20%（銀行担当者聞き取りによる報道）といわれ、計画書策定企業においては計画達成が求められことと、残りの 70% の企業は「実抜計画」の策定が急務となっている。

中小企業基盤整備機構が運営する「中小企業倒産防止共済制度」（経営セーフティ共済ともいう。「取引先の倒産」に伴う連鎖倒産から免れるよう、不測の事態に直面した中小企業に対し迅速に資金供与する共済制度）も利用が急増しており、2011 年度の新規加入件数は約 33,000 件で 15 年振りの高水準に達した。これは円滑化法終了を控えて、自衛手段として倒産防止共済に加入しているものと思われる。

さらに、問題になるのは円滑化法利用の企業のうち、約半分が信用保証協会の保証付きといわれ、緊急保証制度（08 年 10 月創設）とそれを引き継いだセーフティネット保証 5 号保証の残高が約 17 兆円ある。これは 100% 保証なので金融機関にとってリスクがなく、保証付き融資が増大したが、そもそも経営の安定に支障のある企業向けの保証なので、難しい対応となっている（債権放棄には厳格な要件が付く。DDS にするにも一端代位弁済の上、求償権を DDS に転換するため厳しい再生可能性要件が付く等）。

（４）円滑化法の出口戦略

2012 年 3 月 30 日、中小企業金融円滑化法を 1 年延長するための改正法案と企業再生支援機構法の支援決定期限を 1 年延長するための改正法案が成立した。これを受けて、4 月 20 日に「中小企業金融円滑化法の最終延長を踏まえた中小企業の経営支援のための政策パッケージ」が、内閣府・金融庁・中小企業庁によって公表された。この政策パッケージは中小企業の経営改善・事業再生の促進等を図るために取り組むべき施策の枠組みを提示している。その柱は、

- ・金融機関によるコンサルティング機能の一層の発揮
- ・企業再生支援機構および中小企業再生支援協議会の機能及び連携の強化
- ・その他経営改善・事業再生支援の環境整備

である。

円滑化法の出口戦略パッケージの根幹は、中小企業の経営改善・事業再生の促進で、特に中小企業の事業再生・業種転換等の支援の実効性の向上にある。現状の事業再生スキームを、数量ベースで見るとその効果は限定的である。前述のように、2012 年 3 月末までで、企業再生支援機構の対象案件は 28 件、中小企業再生支援協議会の相談件数・再生計画完了件数は 23,881 件・3,200 件である一方、貸出条件の変更等の状況は、2012 年 3 月末までで申込み件数・金額は 3,133,742 件・857,315 億円、実行件数・金額は 2,893,387 件・797,501 億円となっている。金融機関の中小企業向け貸出残高は、2011 年 12 月末で 222.9 兆円なので、貸出条件の変更額は貸出残高の 35.78% の規模になる。

これまでの事業再生の実現状況をみると、企業再生支援機構と中小企業再生支援協議会の対象件数が占める貸出条件変更に対する割合は、相談件数ベースで 0.76%、再生計画策定完了件数ベースで 0.11% である。極論すれば、事業再生の実績は、当面解決すべき貸出条件変更額に対して圧倒的に小さく、ネグ

リブルともいえる。したがって、企業再生支援機構と中小企業再生支援協議会の活動を格段に高めていくことが期待される。とはいえ、出口戦略の政策パッケージにある年間で3,000件程度の相談件数では、289万件の貸出債権変更件数の処理には900年超の期間を要することになる。対象企業数では30万社程度とされるので、それでも処理には100年規模の期間になる。両機関の有機的連携だけでは不十分で、金融機関が自立的に処理することが求められている。これこそリレーションシップ・バンキングの徹底である。

中小企業の再生には、法的整理（破産法，民事再生法，会社更生法などの法的手続に従って裁判所の管轄下で処理）と私的整理（法的手続によらずに債権者と債務者との自主的協議による処理）があり、それぞれ企業を解体する清算型と、事業継続を図る再建型に大別でき、後者が企業再生スキームとして用いられる。法的整理の難しさ（手続の柔軟性の無さ・時間や費用がかかる）から、私的整理として事業再生ファンドへの債権譲渡，会社分割方式による債権処理（第二会社方式），再生支援協議会等の関与による債務免除・条件変更，金融機関独自のコンサルティングなどが活用されてきた。これらに加えて，DDS（資本金性借入金，資本的劣後ローン），ABL（動産担保貸出）などにも注目が集まっている。特に，DDSの活用は，既存借入金の資本性借入金への変更は円滑化対象企業のバランスシートを改善し，新規融資の容易化等で経営改善計画等の策定に貢献するほか，金融機関の債務者区分のランクアップに繋がる効果を持つ。

重要なことは，DDSを活用する場合，事業再生に対しては有効である一方，安易に活用されると不良債権処理の先送りに繋がることである。金融機関は単なる延命策としてDDSを活用するのではなく，リレーションシップ・バンキングを深化・徹底すること，とりわけコンサルティング機能の発揮が出口戦略の根幹である。

5. むすび

ABL，電子記録債権，知的資産レポーティング等，中小企業金融のインフラが整備されてきたことには意義深いものがある。DDSについてもリレーションシップ・バンキングの徹底を図る上での環境整備・手法の多様化であり「過度の（不動産）担保・保証に依存しない」融資等を行なうことに繋がる。ただ

し、個人保証に典型のように十分には対応されていない課題もある。特に経営者本人の個人保証は、経営者責任の自覚や経営の規律付けに寄与するものとして活用されている。しかし、経営に一端失敗すると、復活・再興が困難になることもあり、再挑戦可能な代替的措置が必要な分野である。個人保証については、停止条件付の契約の導入が実効性を持つ。倒産を見越した資産隠し・粉飾決算などの不正発覚時にのみ保証責任を求める方式である。商工組合中央金庫や一部地域銀行に試行例があり、法制面の整備が喫緊の課題である²³⁾。

中小企業対策として活用されてきた信用保証制度にも課題が残る。従来、全部保証という 100% の債権保全を公的保証制度が担っていたが、モラル・ハザードを惹起することから、部分保証に移行したのが、2005 年 6 月の「信用補完制度のあり方に関する検討小委員会とりまとめ」を受けた方向性であった。いわゆる 07 年 10 月に導入された「責任共有制度」である。併せて保険料を段階的にすることで逆選択問題も解消しようとした²⁴⁾。

しかしながら、原油高、サブプライム問題、リーマン・ショックなどで中小企業対策として、景気対応緊急保証制度が 2008 年 10 月に導入され、100% 保証の措置となった。この制度は 11 年 3 月に終了したが（累計で 150 2 万件、27.17 兆円の保証承諾額、85 万社の利用。『中小企業白書 2011 年』第 2 - 1 - 1

23) フランスでは、過剰債務の制限、過大な保証義務の制限、保証人の保護が実施されてきた経緯がある（消費者法典等）。特に、代表者の個人保証について、個人事業者本人についても生活に必要な資産（居住用住宅等）は残すべきという考え方から、個人と事業の財産を分離する法制が整備されている（1994 年マデラン法、2003 年経済主導のための法律、2010 年 EIRL 法（有限責任個人事業者に関する法律）等）。これらは再起を容易にすることが立法趣旨といわれる。能登 [2008]、大沢 [2009] 参照。

24) 「信用補完制度のあり方に関する検討小委員会」（委員長は清成忠男氏）は、中小企業政策審議会基本政策部会の決定（2004 年 12 月）に基づき設置されたものである。全部保証の弊害が指摘されて久しく、従来金融機関の反対もあって、永年の懸案であった。日本銀行 [2002] は、「わが国の現行の信用保証制度（一般保証融資）は、一律一定の保証料率が採用されているため、信用リスクの高い中小企業者が信用保証協会の利用希望者として集中しているという指摘が聞かれる（逆選択）。また、金融機関の信用保証付き融資の判断が、信用保証協会の目標に沿って実施されているのか、信用保証協会の目標から逸脱して金融機関の自己利益を追求する行為なのか判断できないという議論が存在する（忽那憲治「中小企業金融と信用保証制度 改革の方向性」、信用保証協会トップセミナー資料、2001 年 2 月）。すなわち、金融機関は中小企業に関する私的情報を持つため、リスクが高いと判断すれば、プロパー融資ではなく保証付き融資とする（逆選択）。また、保証付き融資とすれば、協会によって 100% 代位弁済されるため、金融機関は融資先をモニターするインセンティブを失う可能性がある（モラル・ハザード）」と指摘していた (p. 32)。筆者は同検討小委員会の委員長代理として取纏めに当たった経緯があり、印象深いものがある。

図), 既存制度のセーフティネット保証として継続している。セーフティネット保証は, 中小企業信用保険法第2条第4項に規定された「特定中小企業者」に対して適用され, 取引先等の再生手続等の申請や事業活動の制限, 災害, 取引金融機関の破綻等により経営の安定に支障を生じている中小企業者について, 保証限度額の別枠化等を行なう制度である。同法第2条に8つの適用対象が規定されており, その第5号に「業況の悪化している業種」があつて, 対象は全国で一時ほぼ全業種が適用対象になり, 緊急保証制度の受け皿となっていた(100%保証は継続)。その実績は, 12年2月には15.15万件・2.27兆円である(『中小企業白書2012年』第1-1-18図)。このような100%保証は, 緊急措置とはいえ, モラル・ハザードを伴うもので, 責任共有制度への復帰が必要である。信用保証協会全体での全保証承諾残高は2012年6月末には33.6兆円であり, 民間の中小企業向け融資残高の約15%である。いずれにせよ, 公的な信用補完制度の役割を再認識する必要がある。中小企業金融のインフラとはいえないが, ファンド(投資事業組合による集団投資スキーム)などの検討も必要であるが, 今後の課題としたい。

本稿では, 専ら日本における制度的整備に関して考察を進めたが, DDSに関する理論・実証研究に関しては, バーゼル合意に到る過程で行なわれたのが初期のものである。これは金融機関の劣後債務発行が市場から受ける影響を検討するもので, 劣後債務のスプレッドと信用リスクプレミアムの関係を明らかにして, 市場規律の有効性等を明らかにしている(Avery et al. [1988], Gorton and Santomero [1990], Flannery and Sorescu [1996] 等)。その後の実証研究には, Covitz et al. [2004 (a)・(b)] 等があるほか, 日本での実証研究としては, Ito and Sasaki [2002], Hosono and Sakuragawa [2003], Baba et al. [2007] などがあることを指摘しておく。ただし, 金融機関の資金調達としての劣後ローンの研究に留まっている点が課題である。事業会社の劣後ローン(資本性借入)に関する実証研究は制度の普及の段階でもあり, データ面の整備を踏まえた上で, 今後の研究課題としたい。

〔参考文献〕

- Avery, R. B., Belton, T. and Goldberg, M., "Market Discipline in Regulating Bank Risk: New Evidence from Capital Markets," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 20 No. 4, Nov. 1998, pp. 597~610.
- Baba, N., Inada, M. and Maeda, Y., "Determinants of Subordinated Debt Issuance by Japanese Regional Banks," IMS Discussion Paper Series, Bank of Japan, 2007-E-3, Mar. 2007.
- Birchler, U. and Hancock, D., "What does the yield on subordinated bank debt measure?," Finance Economics Discussion Series (FEDS) Working Paper, No. 2004-19, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004.
- BIS, *Recent Innovations in International Banking*, BIS Report dated April 1986.
- Covitz, D. M., Hancock, D. and Kwast, M., "Market Discipline in Banking Reconsidered: The Roles of Funding Manager Decisions and Deposit Insurance Reform," Finance Economics Discussion Series (FEDS) Working Paper No. 2004-53, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 2004(a).
- , —— and ——, "A Reconsideration of the Risk Sensitivity of 12 U.S. Banking Organization Subordinated Debt Spreads: A Sample Selection Approach," FRBNY Economic Policy Review, Vol. 10 No. 2, Federal Reserve Bank of New York, 2004(b), pp. 73~92.
- and Harrison, P., "Do Banks Time Bond Issuance to Trigger Disclosure, Due Diligence, and Investor Scrutiny?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13 No. 3, July 2004, pp. 299~323.
- Flannery, M. J. and Sorescu, S., "Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields: 1983-1991," *Journal of Finance*, Vol. 51 Issue 4, Sep. 1996, pp. 1347~1377.
- Frame, S. and White, L., "Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?," Stern School of Business, New York Univ. Working Paper 2002/2-18.
- Frei, F., Harker, P. and Hunter, L., "Innovation in Retail Banking," Wharton Financial Institutions Center, Working Paper 97-48-B, Jan. 1998, pp. 1~44.
- Gorton, G. and Santomero, A., "Market Discipline and Bank Subordinated Debt," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 22 No. 1, Feb. 1990, pp. 119~128.
- Hancock, D. and Birchler, U., "What Does the Yield on Subordinated Bank Debt Measure?," Working Papers 2004-02, Swiss National Bank.
- Hosono, K. and Sakuragawa, M., "Soft Budgeting Problems in the Japanese Credit Market," Nagoya City University Discussion Papers in Economics, No. 345, 2003.
- Ito, T. and Sasaki, Y., "Impacts of the Basel Capital Standard on Japanese Banks' Behavior," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 16 Issue 3, Sep. 2002, pp. 372-397.
- Merton, R., "Financial innovation and economic performance," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4 No. 4, Winter 1992, pp. 12~22.
- Miller, M., "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21 No. 4, Dec. 1986, pp. 459~471.
- Ono, A., Sakai, K. and Uesugi, I., "The Effects of Collateral on Firm Performance," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 26 Issue 1, March 2012, pp. 84~109.
- Ono, A. and Uesugi, I., "The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan's SME Loan Market," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 41

- No. 5, August 2009, pp. 935~960.
- Tufano, P., "Financial Innovation," in Constantinides *et al.* (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Chap. 6, 2003, North Holland. (mimeo. June 16, 2002)
- Van Horne, J., "Of financial innovations and excesses," *Journal of Finance*, Vol. 40 Issue 3, July 1985, pp. 621~631.
- 畑中龍太郎「金融庁、「貸出条件緩和債権」を見直し。条件変更柔軟に应じられるよう監督指針と検査マニュアルを改定」『週刊 金融財政事情』2008年11月17日, pp. 10~14。
- 金融庁『新しい中小企業金融の法務に関する研究会報告書』2003年7月16日。
- 『中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律に基づく金融監督に関する指針』2009年12月。
- 『金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕』2012年1月。
- 『中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律に基づく金融監督に関する指針（コンサルティング機能の発揮にあたり金融機関が果たすべき具体的な役割）』2012年5月。
- 『中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針』2012年7月。
- 金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp/policy/>
- 孫崎亨『戦後史の正体』2012年8月, 創元社。
- みずほ証券パーゼル 研究会『詳解 パーゼル による新国際金融規制』中央経済社, 2012年2月。
- 村本孜『制度改革とリテール金融』有斐閣, 1994年6月。
- 「保証制度について」『月報 司法書士』No. 393, 2004年11月, pp. 57~61。
- 『リレーションシップ・バンキングと金融システム』東洋経済新報社, 2005年2月。
- 『リレーションシップ・バンキングと知的資産』金融財政事情研究会, 2010年12月。
- 「中小企業金融の円滑化へのインフラ整備 ソフト情報としての知的資産経営と電子記録債権」『商工金融』第62巻第1号, 2012年1月(a), pp. 3~15。
- 「イノベーションと金融 - 中小企業向け融資の金融インフラの整備 - 」『社会イノベーション研究』第7巻第2号, 2012年3月(b), pp. 1~28。
- 日本銀行（金融市場局金融市場課市場企画グループ）『中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書』2002年7月26日。
- （企画局）「金融イノベーションと金融法制」『日本銀行調査季報』2005年1月, pp. 92~117。
- 能登真規子「保証人の「過大な責任」 - フランス保証法における比例原則」『名古屋大学法政論集』第227号, 2008年12月, pp. 371~395。
- 大沢伸太郎「フランスにおける保証人の保護に関する法律の生成と展開（1）・（2）」『比較法学』第42巻第2号・第3号, 2009年1月・3月, pp. 47~90・25~73。
- 小野有人『新時代の中小企業論』東洋経済新報社, 2007年6月。
- ・植杉威一郎「リレーションシップ貸出における担保・保証の役割」『みずほ総研論集』2006年 号（1月）。
- 佐藤隆文編著『パーゼル と銀行監督 - 新しい自己資本比率規制』東洋経済新報社, 2007年4月。
- 鹿野嘉昭『日本の中小企業』東洋経済新報社, 2008年2月。

金融インフラの新たな手法としての資本性借入 (DDS)

筒井義郎・植村修一編『リレーションシップバンキングと地域金融』日本経済新聞社，2007年5月。

内田真人・大谷聡・川本卓司「情報技術革新と銀行業」日本銀行金融研究所，Discussion Paper No. 2000-J-16，2000年6月，pp. 1~64。

渡辺努・植杉威一郎編著『検証 中小企業金融』日本経済新聞社，2008年9月。

*) 教員特別研究助成「イノベーションの推進における政策と戦略との相互作用に関する総合的研究」の成果の一部である。