

## 債務の株式化：長谷工コーポレーションの成功事例

大坪，稔  
九州大学大学院経済学研究院：教授

<https://doi.org/10.15017/1806670>

---

出版情報：経済学研究. 83 (5/6), pp.1-17, 2017-03-31. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# 債務の株式化：長谷工コーポレーションの成功事例

大 坪 稔

## はじめに

債務の株式化はデッド・エクイティ・スワップ (Debt Equity Swap) ともよばれ、負債を当該企業の株式へ転換することを意味する。そのため、実施企業にとって負債の減少と株主資本の増加が同時に生じる、すなわち資本構成の大幅な変化をもたらす点で財務リストラクチャリング<sup>1)</sup>に属する。

債務の株式化を分析対象とした数少ない研究として Banerji (2008) と Hand (1989) がある<sup>2)</sup>。Banerji (2008) は経営者－投資家間で情報の非対称性が存在する状況のもとで、債務の株式化がシグナルの役割を果たすことを理論的に明らかにしている。具体的には、情報の非対称性が存在する状況のもとでは債務の株式化が当該企業の将来キャッシュフローに関する情報を債権者に伝えるシグナルとしての役割を果たすことを主張している。一方、Hand (1989) は債務の株式化を行う動機として、EPS (Earnings Per Share) の平準化と減債基金の制約の緩和の二つをあげ、前者が米国企業の動機として強いことを明らかにしている。ただし、Hand (1989) によれば、米国企業の債務の株式化は投資銀行が社債保有者から社債を買い集め、それを当該企業の株式と交換する。これは、後述するように日本企業がメインバンクをはじめとする金融機関との間で債務の株式化を実施するという点で、日本企業の債務の株式化とは大幅に異なる。貸し手が金融機関である場合、借り手企業には減債基金を設定する必要がない点や、メインバンクと借り手企業間の情報の非対称性が小さいと考えられる点で、少なくとも米国と日本の債務の株式化は異なるであろう。

本稿の目的は、どのような状況にある日本企業が債務の株式化を実施し、それが当該企業の経営改善に寄与したのか、についてケース・スタディを通じて明らかにすることである。債務の株式化は1990年代後半より実施に向けての議論が行われ、2000年以降日本企業によりその利用が始まっており、日本における歴史は比較的短い。そこで、はじめに債務の株式化の仕組み、日本企業における導入動向についてみてみる。そのうえで、2002年に債務の株式化を行った長谷工コーポレーション (以下、長谷工とよぶ) の事例についてみてみる。

---

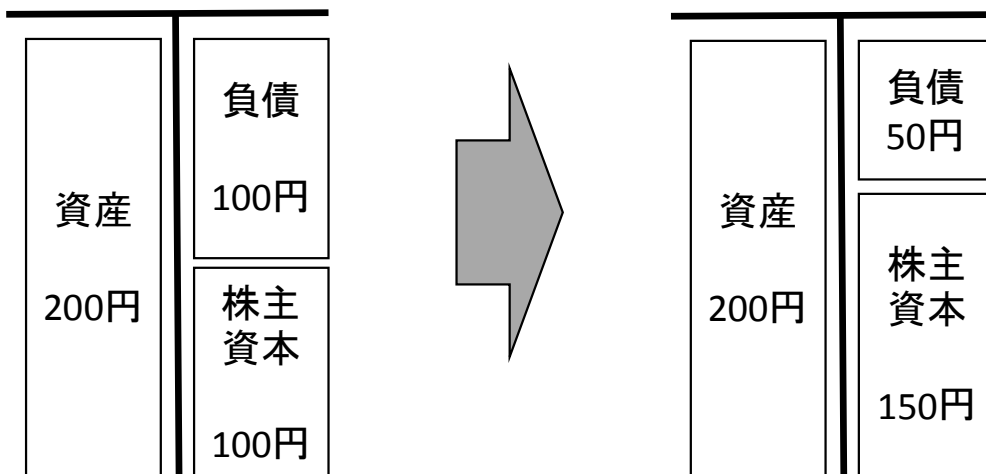
1) リストラクチャリングの種類については、大坪 (2005) を参照。

2) これ以外に、橋本 (1999) がある。

## 1. 債務の株式化の仕組み

債務の株式化は、その名の通り企業の債務、すなわち負債を当該企業の株式へ転換することを意味する。図1は債務の株式化の例を示している。ここでは、当初あった負債100円のうち、半分の50円を株式へ転換したため、実施後は株主資本が100円から150円に増加すると同時に負債は50円へ減少する。一方、資産のほうは債務の株式化によって影響を受けない。このように、債務の株式化は負債の減少と株主資本の増加を同時にもたらす点で資本構成を大幅に変化させる一方、当該企業の資産には何ら影響を与えない。債務の株式化を実施するためには、負債の提供者、すなわち社債保有者や銀行の同意を得る必要がある。なぜなら、資金の貸し手である債権者の立場にたてば、債務の株式化は企業に貸し付けている債権が株式へ変化する、すなわち債権者の資産内容を大きく変化させるためである。なお、図1の企業は、負債100円、株主資本額100円という状態であり、比較的健全な企業の例である。債務の株式化を行う企業が実際にはどのような経営状態にあるのかについてはつぎに説明する。

一般に、企業が負債を過度に利用した場合、債務不履行の可能性が高まる。そうなれば、取引先が信用取引に応じてくれない、あるいは取引そのものに応じなくなるかもしれない。また、従業員の新規採用に応じる人がいなくなったり、現在働いている従業員のモチベーションの低下や離職を引き起こしたりするかもしれない。顧客も倒産したらアフターサービスが受けられなくなるため、離れていくかもしれない。このように、債務不履行の可能性が高いということは企業経営上の様々な局面において支障をきたす。なによりも、新たに資金調達を行おうとした場合、負債であれ、株主資本であれ、資金提供者から高いコストを要求されるであろう。なぜなら、債務不履行を起こす可能性の低い企業と比べ、可能性が高い企業に対して資金提供者は相対的に高いコストを要求するためである。そのため、「何らかの理由」で負債を過度に利用した企業は、負債を迅速に減少させる必要性に迫られ、



出所) 筆者作成。

図1 債務の株式化の例

その一手段として債務の株式化が用いられるのである。

それでは、企業が過度に負債を利用してしまふ「何らかの理由」とはいったどのような理由であろうか？ 一般に考えられるのが、経営の悪化である。売上が次第に減少するなどの理由で業績が悪化した企業では事業活動を継続するうえで必要な資金が不足する。この資金不足を補うために外部資金を調達する必要性に迫られ、負債による資金調達を繰り返し、その結果として高負債比率の状態となる。通常、資金調達的手段としては株式発行も考えられるが、業績の悪化した企業は株価も低く、公募増資による資金調達を十分に実施することができない、あるいは実質的に実施することが困難となる。また、業績が悪化した企業では、当然、当期純利益も小さい、あるいはマイナスとなるため、内部留保による資金調達も困難となる。その結果、消去法として負債による資金調達が選択されるものの、企業経営の改善がなされない状況では、負債による資金調達が繰り返され、その結果として高負債比率の企業となる。

このように考えれば、債務の株式化を実施する企業は、健全な経営状態にある企業というよりも、業績悪化などの理由から高負債比率となった企業であることが多い。そうであれば、図1のような健全な企業が債務の株式化を実施するというよりも債務超過、あるいは債務超過に近い企業が債務の株式化を実施することになる。

高負債比率の企業が負債削減の一手段として債務の株式化を計画していたとしても、実施に際しては債権者の同意が必要となる。債務超過あるいはそれに近い企業に対し、債権者は自らの債権を株式へ転換することに同意するであろうか？ 通常、債務不履行の可能性が高い企業の株式は価値がほとんどないため、債権者としては自らの債権をほとんど価値のない株式へ転換することに反対するかもしれない。ただし、①当該企業が倒産すれば、債権者が実際に回収できる額が大幅に減少することが見込まれること、②債務の株式化により当該企業が当面、倒産を回避することができること、③長期的には業績が改善し、それにとまって株価の上昇が見込まれること、という条件があれば、債権者は「債権」の株式化に同意するであろう。

①については、一般に企業が倒産する場合、当該企業が所有する資産の売却価値は簿価よりもかなり低い場合が多く、従業員などへの支払いが優先されることから、債権者は貸付額を大幅に下回る額しか回収できない場合が多い。②については、債務の株式化により負債額が減少して債務超過が解消し、同時に利子の支払額も減少するのであれば、当面倒産を回避することは可能であろう。

最も難しいのは、③の長期的な業績の改善である。図1でも説明した通り、債務の株式化それ自体は企業の資産構成に影響を及ぼさない。したがって、実施企業にとって債務の株式化により②は達成可能であるものの、債務の株式化だけで③を達成することは困難である。もし、長期的な業績の改善が見込めないのであれば、株価は上昇しないため、債権者が受け取った株式の価値は低いままとなる。このような状況の企業に対し、債務の株式化の提案を受け入れる債権者はいないであろう。このように、③の長期的な業績の改善を達成するためには債務の株式化以外のリストラクチャリングを実施する必要があり、これがない場合は債権者から同意を得ることが難しく、その結果として債務の株式化自体の実施が困難となるであろう。

## 2. 日本企業における導入動向

日本企業が債務の株式化を積極的に導入するようになったのは2002年以降である。それまで債務の株式化の実施に向けて様々な議論が各方面でなされてきたが、ここでは債務の株式化の実施に強い影響を与えたであろう4つの出来事についてみてみる<sup>3)</sup>。

### 産業競争力会議

日本において、債務の株式化が注目されるようになったのは1999年の産業競争力会議であるといわれる<sup>4)</sup>。同会議は、当時の小渕内閣により首相直属の機関としてつくられており、官民が協力して経済システムの改革、企業経営の効率化などに取り組むことを目的としていた。そのため、メンバーとしては当時の小渕恵三総理大臣をはじめとして主要な閣僚が官側として、一方民側のメンバーとしてソニーの社長であった出井伸之氏、新日本製鐵の会長で経団連の会長でもあった今井敬氏などが参加した。この会議の第一回会議（1999年3月29日）において、過剰債務の状態ある企業を対象とした債務の株式化が提唱された。これを契機として、その後は様々な立場から債務の株式化に関する提案がなされたが、債務の株式化の主たる利害関係者が債務者である企業と銀行などの債権者であることから、両者が利用しやすいような制度の整備へ次第に焦点があてられるようになった。

### 産業再生法

1999年10月に施行された産業再生法（産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法）は、産業・企業の前向きな取組みを支援するため措置された制度であり、大きくは、(1) 認定事業者に対する税制、金融、会社法の特例等の優遇措置、(2) 産業革新機構、事業再生ADR、中小企業再生支援協議会、特定通常実施権登録に関する体制の整備、に大別される。このうち、(1)において、認定事業者が債務の株式化を実施する際の優遇措置として、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、優先株発行枠の拡大、などが認められるようになった。

図2は、同法が廃止される2014年までに債務の株式化を申請・認定された企業数を示している。2003年から2005年までの間に債務の株式化が積極的に実施されていることがわかる。同図からは明らかでないものの、これらの企業にはダイエー（2000年）、長谷工（2002年）、いすゞ自動車（2002年）など上場企業も多数含まれる。

### 券面額説

図1でみたように、債務の株式化は債権者が有する債権を当該企業の株式へ転換することを意味する。これを実施するにあたり、債権者を引受先とする第三者割当増資を実施し、債務者である企業が

3) 本節の大部分は、関（2002）と熊倉（2004）の内容によっている。

4) 関（2002）、2頁。

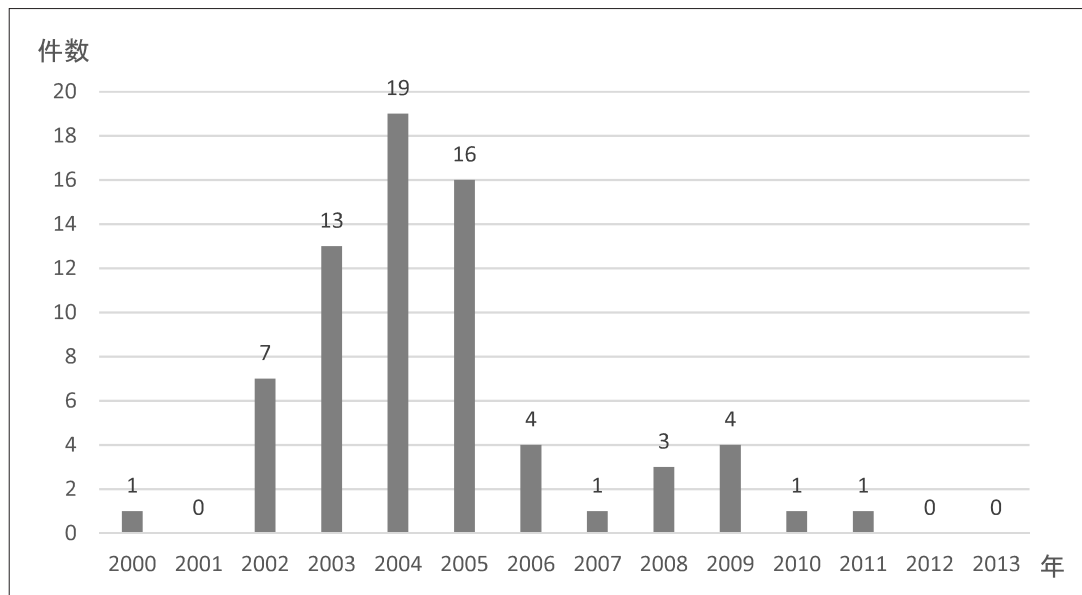


図2 産業再生法に基づく債務の株式化の実施件数

2003年3月末までは改正前産業再生法、それ以降は改正後産業再生法における認定数である。同法は2014年に廃止され、かわりに産業競争力強化法が施行されている。

出所) 経済産業省のホームページ ([http://www.meti.go.jp/policy/jigyousai/sei/sankatsuhou/nintei/past\\_result.html](http://www.meti.go.jp/policy/jigyousai/sei/sankatsuhou/nintei/past_result.html), 2016年3月25日) の「平成15年改正前の認定計画」および「平成15年改正後の認定計画」より筆者作成。

第三者割当増資を行なって得た資金をもちいて負債の返済を行う方法と債権者が所有する債権を債務企業へ現物出資する方法の二つの方法が考えられる。このうち、前者については債権者側が一時的に資金を準備する必要があるなどの問題があるため、後者の方法が実施されやすい。ただし、その場合、現物出資の対象となる債権を時価で評価するのか（評価額説）、それとも券面額、すなわち額面で評価するのか（券面額説）、という問題がある。

額面で評価する場合、債権の償還時に債権者が得られる金額が評価額となる。これに対し、時価で評価する場合、言葉の通りその時点の債権の価値が評価額となる。債権の時価は、金融市場の金利の変化や当該企業のデフォルトの可能性によって影響を受ける。金融市場の金利が上昇した場合、あるいは当該企業のデフォルトの可能性が高まった場合、債権の価値は低下する。

一般に、債権の額面と時価は株式の場合ほど乖離しない。両者があまり乖離していないのであれば、どちらで評価するのかはそれほど問題にならないかもしれない。しかしながら、債務の株式化を実施する企業は債務不履行の状態となっている、あるいはその可能性がかなり高い状態にある場合が多い。当然、このような企業の債権を時価で評価した場合、著しく額面を下回っている。その結果、現物出資を行う場合、債権者の債権をどちらで評価するのかは債権者と債務者の双方にとって重要な問題となる。

時価で評価することは、現在の価値で取引を行うという点で株主－債権者間の公平性という観点か

らは望ましいかもしれない。ただし、この場合、適切な債権価値の算定のために裁判所が任命する検査役による調査が必要とされ、これにより「検査役調査には期間数カ月、費用1,000万円近くを要することも珍しくない」<sup>5)</sup>とされる。さらに、債権者は債務の株式化に際して、額面と時価の差額部分については債権放棄を実施する必要が生じる。

これに対し、額面で評価する場合、これらの手続きがない点で期間も費用も大幅に削減可能となる。ただし、時価を大幅に上回る金額が現物出資の金額として用いられる点で、債務者である企業側の株主にとって不利な条件での増資となる。もっとも、債務の株式化が実施できなければ企業が倒産するような状況においては、株主にとって必ずしも不利な条件とは言えないかもしれない。

このように、債務の株式化に際しては債権の評価方法として時価と額面が考えられるが、2000年に東京地方裁判所が額面での評価、すなわち券面額説を採用することを明らかにした。これにより、容易に債務の株式化を行う条件が整備された。

### 銀行の株式保有規制

表1が示すように、従来、金融機関は独占禁止法第11条および銀行法第16条により、5%超の他企業の株式の取得や長期所有が禁止されてきた。債務の株式化の実施は金融機関による他企業の株式の所有比率を高めるため、債務の株式化により銀行が5%超の議決権の所有するようになる場合にはこの規制に抵触する可能性がある。

2001年、独占禁止法、銀行法ともに金融機関の株式所有については一部緩和された。具体的には、独占禁止法の場合、11条において銀行が5%超の他企業の議決権を有することは禁止しているものの、「ただし」の部分において「公正取引委員会の認可を受けた場合」という除外規定を設けている。公正取引委員会は、さきの産業再生法に基づく債務の株式化については5%ルールの対象外とした。同様に、銀行法においても速やかに処分することを条件に5%超の株式の所有が認められるようになった。この結

表1 金融機関の株式所有規制

#### 独占禁止法第11条 銀行又は保険会社の議決権保有の制限

銀行業又は保険業を営む会社は、他の国内の会社の議決権をその総株主の議決権の百分の五（保険業を営む会社にあつては、百分の十。次項において同じ。）を超えて有することとなる場合には、その議決権を取得し、又は保有してはならない。ただし、公正取引委員会規則で定めるところによりあらかじめ公正取引委員会の認可を受けた場合及び次の各号のいずれかに該当する場合は、この限りでない。

#### 銀行法第16条の三

銀行又はその子会社は、国内の会社（前条第一項第一号から第六号まで、第十一号、第十二号の二及び第十三号に掲げる会社（同項第十二号の二に掲げる会社にあつては、特別事業再生会社を除く。）並びに特別対象会社を除く。以下この条において同じ。）の議決権については、合算して、その基準議決権数（当該国内の会社の総株主等の議決権に百分の五を乗じて得た議決権の数をいう。以下この条において同じ。）を超える議決権を取得し、又は保有してはならない。

5) 熊倉 (2004) 78頁。

果、金融機関の5%という株式所有規制は、債務の株式化を実施するうえでの障害ではなくなった。

### 3. 長谷工の事例

以下では、債務の株式化を実施した企業として長谷工<sup>6)</sup>をとりあげ、同社がどのような状況のもとで債務の株式化を実施し、それにより同社の経営や業績<sup>7)</sup>がどのように変化したのか、についてみてみる。債権者が貸付先企業の債務の株式化に同意する条件として、①当該企業が倒産すれば、債権者が実際に回収できる額が大幅に減少することが見込まれること、②債務の株式化により当該企業が当面、倒産を回避することができること、③長期的には業績が改善し、それにとまって株価の上昇が見込まれること、が挙げられた。そこで、同社においてもこれらの条件が該当するののかについてみていく。図2からは明らかでないものの、産業再生法に基づき債務の株式化を実施した企業のうち、上場企業で最初に債務の株式化を実施し、かつ大規模(2,300億円)であったのはダイエー<sup>8)</sup>であり、同社を事例対象として取り上げるべきかもしれない。ただし、同社の場合、債務の株式化と同時に営業譲受や譲渡なども行っており、かならずしも債務の株式化のみを実施したわけではない。そこで、ダイエーと同年に同社につぐ規模(1,500億円)で債務の株式化を実施し、少なくとも実施した年にはそれ以外の主要な変化が見られなかった長谷工を分析対象とする。長谷工は実際には債務の株式化のみをリストラクチャリングとして実施したわけではない。同社は経営不振に陥ったのち、様々なリストラクチャリングを実施しており、これら一連のリストラクチャリングの一つとして債務の株式化を実施している。これについても以下でみていく。

#### 同社の成り立ち

表2は、長谷工の設立以降の状況を表している。同社は1937年に長谷川工務店として設立され、工場や事務所などの木造建築の建設を行っていた。その後、官公庁向けの工事やビルなどの建設を手掛けるようになり、さらに1957年には貸しビル業へ参入する。このように、事業内容を次第に拡大させつつ、1961年には大阪証券取引所へ、その翌年には東京証券取引所第二部へ、さらにその二年後には第一部へ上場する。その後、マンション事業への進出や海外進出を行いつつ、1988年には現在の社名となる。

#### バブル期

周知のように1980年代後半はバブル期と呼ばれ、株価と地価が急激に上昇し、消費拡大の影響を受けて日本企業の業績も好調であった。この時期、長谷工は地価が上昇していたこともあって不動産事

6) 本節の大部分は同社の社史である長谷工コーポレーション70年史編纂室(2007)による。

7) 以下、財務データについてはNEEDSフィナンシャルクエスツより得ている。

8) 経済産業省のホームページ

([http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaiei/sankatsuhou/nintei/past\\_result.html](http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaiei/sankatsuhou/nintei/past_result.html), 2016年3月25日)の「平成15年改正前の認定計画」



表2 長谷工の歴史

| 年    | 主な経営上の変化   | 事業内容の変遷           |
|------|--|-------------------|
| 1937 | 長谷川武彦が個人経営の「長谷川工務店」を創業   | 工場・事務所など木造建築工事を受注 |
| 1946 | 株式会社「長谷川工務店」へ改組  | 官公庁工事             |
| 1950 |  | ビル・工場建築           |
| 1957 |  | 貸しビル業へ進出          |
| 1961 | 大阪店頭市場に株式を公開<br>大阪証券取引所第二部へ上場  |                   |
| 1962 | 東京証券取引所第二部へ上場  |                   |
| 1965 | 東京証券取引所第一部へ上場  |                   |
| 1968 |  | マンション事業へ進出        |
| 1973 |  | 海外事業へ進出           |
| 1988 | 社名を現在の「長谷工コーポレーション」へ変更   | 事業の多角化を積極展開       |
| 1995 | 「長谷工グループ資産圧縮計画」発表<br>税引後当期純損失（連結）の発生   |                   |
| 1998 | 「長谷工グループ新再建計画」発表   | マンション関連事業へ特化      |
| 1999 | 「長谷工グループ新再建計画」合意<br>金融機関等32社と財務支援協定締結<br>金融機関32社から債務免除（442億円）を受ける<br>同金融機関32社を対象に第三者割当増資（396億円）を実施 |                   |
| 2000 | 債務免除（1,468億円）を受ける  |                   |
| 2001 | 債務免除（1,636億円）を受ける<br>減資を実施（1,130億円→539億円）  |                   |
| 2002 | 「中期3ヶ年計画（NUBI21）」発表<br>資本金減少（539億円→5億円）<br>株式併合（5株→1株）<br>債務の株式化（1,500億円）                          |                   |
| 2003 | 資本準備金減少（750億円）   |                   |
| 2004 | 無担保転換社債型新株予約権付社債300億円発行<br>金融機関の財務支援協定を解消  |                   |

出所) 長谷工コーポレーション70年史編纂室(2007)より、筆者作成。

業に目を向け、同事業へ本格的に参入すると同時に事業の多角化を積極的に行った。具体的には、クリエイティブ事業部を新設し、ホテルやリゾートマンションなどへ積極的に事業を展開した。さらに、この時期にはハワイでの複合リゾート施設をはじめとする大規模開発、ニューヨークやロサンゼルスでの高級コンドミニアム建設など海外事業についても積極的に拡大した。

この結果、この時期に同社の事業規模は急速に拡大した。表3は1979年から1991年までの同社の単独ベース<sup>9)</sup>の株主資本、負債とその合計額および売上高の推移を表している。売上高が緩やかに増加

9) 以下、特に説明がない限り、会計数値は単独のデータを用いている。

表3 事業規模の変化（1979-1991）

単位：百万円

| 年    | (1) 株主資本 | (2) 負債  | 総資産額<br>(1) + (2) | 売上高     |
|------|----------|---------|-------------------|---------|
| 1979 | 41,164   | 154,395 | 195,559           | 121,066 |
| 1980 | 64,577   | 231,303 | 295,880           | 161,112 |
| 1981 | 78,381   | 227,750 | 306,131           | 204,324 |
| 1982 | 103,116  | 241,269 | 344,385           | 227,587 |
| 1983 | 109,191  | 229,652 | 338,843           | 200,387 |
| 1984 | 111,268  | 261,837 | 373,105           | 193,375 |
| 1985 | 113,067  | 256,654 | 369,721           | 212,937 |
| 1986 | 115,095  | 296,072 | 411,167           | 248,493 |
| 1987 | 130,676  | 449,513 | 580,189           | 308,162 |
| 1988 | 175,112  | 610,562 | 785,674           | 267,875 |
| 1989 | 210,248  | 731,506 | 941,754           | 433,719 |
| 1990 | 281,569  | 816,310 | 1,097,879         | 489,040 |
| 1991 | 291,964  | 988,940 | 1,280,904         | 520,973 |

表4 ROA と支払利子額の推移  
(1979-1991)

| 年    | ROA    |       | 長谷工の<br>支払利子額 |
|------|--------|-------|---------------|
|      | 長谷工    | 業種平均  |               |
| 1979 | 9.020  |       | 3,497         |
| 1980 | 9.427  |       | 5,813         |
| 1981 | 10.501 |       | 5,428         |
| 1982 | 10.026 |       | 4,513         |
| 1983 | 7.230  |       | 6,769         |
| 1984 | 5.692  | 6.021 | 11,407        |
| 1985 | 7.160  | 5.302 | 16,209        |
| 1986 | 6.583  | 5.072 | 12,103        |
| 1987 | 5.481  | 4.899 | 11,397        |
| 1988 | 4.222  | 4.903 | 20,489        |
| 1989 | 5.188  | 5.136 | 21,137        |
| 1990 | 4.736  | 5.661 | 25,966        |
| 1991 | 4.381  | 6.247 | 28,680        |

注) 1983年以前の業種平均のROAの値については不明。

ROAの単位は%、支払利子額の単位は百万円。

しているのに対し、同社の総資産額は1987年以降急増している。株主資本と負債の変化に着目すると、1987年以降負債の金額が大きく増加していることがわかる。すなわち、バブル期に同社は負債による資金調達を積極的に実施することで急速な規模拡大を行ったのである。ただし、事業規模が急速に拡大しているのに対し、売上高の伸びは比較的緩やかである。このことは、規模を拡大させた割には売上高がそれほど増加しなかったことを意味しており、バブル期においてすら同社の収益性がそれほど高くなかったことを示唆している。

表4は、長谷工と建設業のROA（総資産事業利益率）および長谷工の支払利子額の推移を示している。同社のROAについては1981年をピークとしてその後は緩やかに減少しており、1988年以降はおおむね業種平均よりも低くなっている。これは、消費が好調であったバブル期においてすら同社の規模拡大が収益性の向上に寄与していないことを表している。一方、同社の支払利子額は1988年以降急増しており、バブル期に積極的に負債による資金調達を行ったためであると考えられる。このような負債を活用した積極的な事業拡大と収益性の低下は、バブル崩壊後の同社の経営に多大な影響を及ぼすことになる。

### バブル崩壊による業績悪化

1989年12月29日、証券取引所の大納会において日経平均株価が3万8,957円の史上最高値を記録したものの、翌年にはいと株価は総じて下落に転じ、その後は長期にわたり株式市場が低迷することと

表5 バブル崩壊後の収益・利益

| 年    | 売上高     | 営業利益・損失 | 単位：百万円          |
|------|---------|---------|-----------------|
|      |         |         | 税引後当期<br>純利益・損失 |
| 1991 | 520,973 | 43,077  | 14,019          |
| 1992 | 528,830 | 38,880  | 8,022           |
| 1993 | 519,751 | 30,361  | 5,322           |
| 1994 | 411,453 | 24,484  | 2,542           |
| 1995 | 392,277 | 23,120  | 1,281           |
| 1996 | 458,040 | -87,266 | -192,768        |
| 1997 | 391,093 | 11,885  | -8,707          |
| 1998 | 398,679 | 14,806  | 1,026           |
| 1999 | 368,066 | 17,434  | -44,177         |
| 2000 | 252,010 | 10,438  | 3,388           |

表6 ROAの推移(1992-2000)

| 年    | 長谷工     | 業種平均  |
|------|---------|-------|
| 1992 | 4.096   | 6.287 |
| 1993 | 3.125   | 5.662 |
| 1994 | 2.614   | 5.287 |
| 1995 | 2.436   | 4.613 |
| 1996 | -10.647 | 3.496 |
| 1997 | 2.133   | 3.603 |
| 1998 | 2.387   | 3.224 |
| 1999 | 2.981   | 3.186 |
| 2000 | 1.846   | 3.413 |

なる。一方、地価についても1990年の公定歩合の引き上げや不動産融資の総量規制の導入などを契機として下落に転じるようになる。このような株価と地価の大幅な下落によるバブル崩壊に対し、長谷工は当初「不況こそチャンス」と強気の方針<sup>10)</sup>を打ち出していた。しかしながら、持続的な地価下落や消費低迷の影響を受け、同社の業績も急速に悪化することとなる。

表5は90年代の同社の業績を示している。売上高がほぼ一貫して低下しており、同社の業績が長期にわたり悪化していったことがわかる。このような売上高の低下に伴い、営業利益および税引後当期純利益についても低下傾向にあり、特に96年以降は損失が生じるようになった。同様に、この時期は同社の収益性も一貫して低下した。表6は、90年代の同社と建設業のROAの推移を示している。同社の収益性がほぼ一貫して低下していること、またこの期間は業種平均を常に下回っていたことがわかる。また、表5および表6より1996年に特に業績が落ち込んでいる。それでは、なぜ1996年に同社の業績が極度に悪化したのであろうか？

### 長谷工グループ資産圧縮計画

バブル崩壊後の業績悪化に対し、同社は様々な施策を実施した。具体的には、不振の不動産事業の再編(1992年)、新卒採用を最小限に抑えるなど人員抑制の実施(1993年)、などを行っているが、なかでも1995年に「長谷工グループ資産圧縮計画」を計画・実施することで大規模な事業再編を試みた。この計画の目的は、主として保有不動産の売却と有利子負債の削減を実施することであった。

保有不動産の売却については、すべての不動産を外部へ一括売却することが困難なため、一部は受皿会社「エイチ・シー土地開発」へ一旦売却し、その後受皿会社が数年をかけて処分するという方針がとられた。その際、外部への売却については簿価1,445億円の不動産を710億円で、受皿会社への売却については簿価2,355億円の不動産を1,675億円で売却し、その際の販売費115億円を含めて合計1,530

10) 長谷工コーポレーション70年史編纂室(2007)、36頁。

表7 各事業部門の営業損益

単位：百万円

| 年    | 建設     | 不動産      | エンジニアリング | 賃貸及び管理 | ホテル    | 金融   |
|------|--------|----------|----------|--------|--------|------|
| 1991 | 23,323 | 23,390   | 1,282    | 586    |        |      |
| 1992 | 27,411 | 12,782   | 298      | 1,663  |        |      |
| 1993 | 21,464 | 3,676    | 444      | 1,652  |        |      |
| 1994 | 22,625 | 4,266    | 819      | 924    | -2,720 |      |
| 1995 | 19,381 | 1,006    | 1,783    | 298    | -2,771 |      |
| 1996 | 20,271 | -121,827 | 2,019    | 1,970  | -1,871 |      |
| 1997 | 16,090 | -31,592  | 2,831    | 752    | -2,159 | 565  |
| 1998 | 17,878 | 3,568    | -9,115   | 1,658  | -698   | 723  |
| 1999 | 21,280 | 1,971    | -9,823   | 1,572  | -246   | -734 |
| 2000 | 13,332 | -2,095   | 1,865    | 5,893  | -163   | 135  |
| 2001 | 19,474 | 325      | 2,158    | 3,761  | -248   | 544  |

1991年3月期より前のセグメント情報は有価証券報告書に存在せず。

これらの数値は、連結ベースの値である。

億円の損失の計上を予定していた。また、有利子負債の削減については、保有不動産の処分から得た資金を用いて単体の有利子負債を23%削減し、財務体質の改善を図ろうとした。この計画を実施した場合、1996年3月期には巨額の赤字が見込まれるものの、その後は黒字へ転換する予定であった。

これらの計画のうち、受け皿会社への売却は計画通りに実施され、また外部売却についても一部実施された。一方、有利子負債の削減については1兆3,705億円から1兆2,869億円へと9%程度削減された。また、これ以外にも計画の早期実施のために経営向上委員会の設置、早期退職者の募集などの人員縮小や配置転換を実施した。このように、保有不動産の売却とそれに伴う損失の発生が表5および表6でみたように1996年の同社の業績を一時的に悪化させたのである。ただし、実際の有利子負債の削減は9%程度であり、当初計画されていた23%からは程遠く、十分な負債の削減が行われたわけではなかった。

1996年における同社の業績悪化を事業部門別の業績という観点から確認したい。表7は連結ベースでの同社の事業の種類別セグメントの営業利益・損失を示している。1991年時点では同社の収益の大部分が建設事業と不動産事業から生み出されていたことがわかる。しかしながら、1992年以降急速に不動産事業の営業利益が減少し、1996年には1,218億円の営業損失が生じている。したがって、表5および表6の業績や収益性の悪化が主として不動産事業から生じていることがわかる。これは、長谷工が簿価を大幅に下回る価格で大量の不動産を売却したためであろう。その他の事業に着目すると、エンジニアリングやホテル事業では営業損失が比較的多くの年でみられるのに対し、賃貸及び管理については着実に営業利益を増加させている。

このように、バブル期の同社の主たる収益源は建設事業と不動産事業であったものの、このうち不動産事業についてはバブル崩壊後に業績が急速に悪化し、90年代における同社の低収益の原因となっ

たのである。そのため、1996年の「長谷工グループ資産圧縮計画」において保有不動産の売却を行い、一時的に巨額の損失を計上させつつ、その後の業績改善を図った。しかしながら、保有不動産の売却や有利子負債の削減が当初の計画通りに実施されたわけではなく、同社の業績もその後順調に回復したわけではない。

### 長谷工グループ新再建計画

1996年以降、「長谷工グループ資産圧縮計画」により保有不動産の売却と有利子負債の削減を行ったものの、当初の計画通りに実施することができなかった。その主たる理由は、地価のさらなる下落により保有不動産の売却が困難となり、そのために有利子負債の削減も当初の予定のように実施することができなくなったためである。このような状況に対して、1998年に同社は計画の継続を断念し、金融機関との交渉により現状の打開を図った。このことは、この時点で同社が自主再建を放棄したことを意味すると同時に金融機関との交渉の結果がその後の同社の存続を決定することを意味する。なお、この金融機関には当時、同社のメインバンクであった三井信託銀行、大和銀行、日本興業銀行が含まれていた。

1998年、同社は「長谷工グループ新再建計画」を公表し、翌年から実施した。ここでは主として本業収益の確保と財務体質の健全化が計画されていた。本業収益については、経営資源を同社の得意分野であるマンション関連事業へ集中させ、同時に海外事業をはじめとして低収益事業からの撤退・縮小などが計画された。また、財務体質の健全化については金融機関への債務免除と第三者割当増資の引受けを要請することであった。

### 各事業の変化

「長谷工グループ新再建計画」により、同社はマンション関連事業への経営資源の集中と低収益事業

表8 各事業部門の規模と割合

単位：百万円

| 年    | 建設      |     | 不動産     |     | エンジニアリング |    | 賃貸      |     | ホテル    |     | 金融・その他  |     | 合計        |      |
|------|---------|-----|---------|-----|----------|----|---------|-----|--------|-----|---------|-----|-----------|------|
| 1996 | 222,350 | 22% | 484,765 | 48% | 5,039    | 1% | 76,238  | 8%  | 63,873 | 6%  | 155,445 | 15% | 1,007,710 | 100% |
| 1997 | 215,109 | 23% | 452,789 | 48% | 4,821    | 1% | 82,229  | 9%  | 61,826 | 7%  | 130,047 | 14% | 946,821   | 100% |
| 1998 | 207,721 | 22% | 468,771 | 50% | 5,365    | 1% | 81,830  | 9%  | 60,027 | 6%  | 111,551 | 12% | 935,265   | 100% |
| 1999 | 135,149 | 16% | 476,886 | 57% | 3,004    | 0% | 25,617  | 3%  | 64,964 | 8%  | 125,925 | 15% | 831,545   | 100% |
| 2000 | 142,030 | 17% | 413,200 | 48% | 3,318    | 0% | 142,375 | 17% | 59,147 | 7%  | 93,785  | 11% | 853,855   | 100% |
| 2001 | 136,346 | 18% | 309,709 | 40% | 3,534    | 0% | 187,955 | 24% | 57,462 | 7%  | 81,997  | 11% | 777,003   | 100% |
| 2002 | 83,977  | 16% | 213,252 | 41% | 3,817    | 1% | 124,574 | 24% | 55,912 | 11% | 39,125  | 8%  | 520,657   | 100% |
| 2003 | 89,787  | 19% | 191,222 | 40% | 3,369    | 1% | 99,467  | 21% | 54,737 | 12% | 34,707  | 7%  | 473,289   | 100% |

1996年より前は資産に関するセグメント情報が有価証券報告書上に存在せず。

これらの数値は、連結ベースの値である。

からの撤退に着手したが、各事業の規模はどのように変化したのであろうか？表8は、1996年以降の連結ベースの各事業部門の資産額とその割合を示している。合計の数値より全体の事業規模を半分以下に縮小させていること、特に2000年前後より各事業部門の構成を大きく変化させていることがわかる。事業部門別に見た場合、建設事業は事業規模を半減させているものの、同社全体の規模も半減しているために全事業に占める割合は微減となっている。つぎに、2003年の不動産事業は1996年の約40%にあたる1,912億円に減少し、全体に占める割合も10%近く縮小させている。エンジニアリング事業は減少傾向にあるものの、同事業が全体に占める割合はそもそも1%程度と低い。これらの事業部門のなかで唯一事業規模も割合も増加しているのが賃貸事業である。同事業は、事業規模を拡大させると同時にその割合も8%から21%へと高めている。これは同社がマンションを用いた賃貸事業を拡大させたためであると思われる。最後に、ホテル事業と金融・その他事業はともに事業規模を縮小させているものの、ホテル事業はその割合を微増させたのに対し、金融・その他事業はその割合を半減させている。このような変化は、全体として事業規模を縮小させつつも、マンションの建設やマンションを用いた賃貸事業へ事業内容をシフトさせていったものと考えられる。

### 有利子負債の削減

長谷工は1999年に金融機関等32社と財務支援協定を締結し、2001年までに3回にわたり合計3,546億円の債務免除を受けたが、これは財務支援協定で決められた債務免除の限度額であった。同時に、同じ金融機関を引受先とした第三者割当増資を1999年に実施し、その後2001年には減資を行っている。このうち、2001年の減資については過去の欠損金である未処分損失610億円を資本準備金176億円などによって全額解消した。ただし2002年3月期の決算では新たに当期純損失が1,226億円生じたため、同社の欠損金がこの減資で一括されたわけではなかった。

表9は1991年以降の事業規模の変化を表している。1991年以降、資産合計が低下して2008年には1991年の三分の一にまで減少しており、この間、同社が事業規模を急激に縮小させていったことがわかる。また、2002年には株主資本がマイナスすなわち債

表9 事業規模の変化（1991-2008）

単位：百万円

| 年    | (1) 株主資本 | (2) 負債  | 総資産額<br>(1) + (2) | 売上高     |
|------|----------|---------|-------------------|---------|
| 1991 | 291,964  | 988,940 | 1,280,904         | 520,973 |
| 1992 | 295,357  | 937,767 | 1,233,124         | 528,830 |
| 1993 | 295,627  | 889,930 | 1,185,557         | 519,751 |
| 1994 | 294,475  | 837,661 | 1,132,136         | 411,453 |
| 1995 | 293,510  | 830,066 | 1,123,576         | 392,277 |
| 1996 | 99,668   | 692,966 | 792,634           | 458,040 |
| 1997 | 90,962   | 725,310 | 816,272           | 391,093 |
| 1998 | 91,987   | 715,556 | 807,543           | 398,679 |
| 1999 | 47,810   | 636,356 | 684,166           | 368,066 |
| 2000 | 90,806   | 899,934 | 990,740           | 252,010 |
| 2001 | 69,502   | 698,650 | 768,152           | 359,182 |
| 2002 | -91,548  | 637,948 | 546,400           | 348,950 |
| 2003 | 62,463   | 451,765 | 514,228           | 365,242 |
| 2004 | 71,396   | 419,238 | 490,634           | 371,936 |
| 2005 | 100,780  | 354,412 | 455,192           | 404,797 |
| 2006 | 102,903  | 351,553 | 454,456           | 489,669 |
| 2007 | 96,249   | 360,240 | 456,489           | 599,082 |
| 2008 | 92,597   | 340,042 | 432,639           | 600,688 |

表10 債務の株式化前後における負債・株主資本

|              | 単位：百万円   |         |
|--------------|----------|---------|
|              | 2002     | 2003    |
| 短期借入金・償還予定社債 | 15,612   | 6,599   |
| 転換社債         | 6,668    | 0       |
| 長期借入金        | 484,602  | 294,169 |
| その他負債        | 131,066  | 150,996 |
| 負債合計         | 637,948  | 451,764 |
| 資本金          | 53,931   | 75,499  |
| 資本準備（剰余）金    | 15,597   | 74,999  |
| 欠損金          | -161,042 | -87,986 |
| その他（自己株式等）   | -33      | -49     |
| 株主資本額        | 91,548   | 62,463  |

注) 2002年の株主資本額が各項目の合計と一致しないのは、四捨五入の影響によるものと思われる。

務超過となっているのは、先に述べた減資と新たに生じた損失によるものである。さらに、2000年に一時的に負債と株主資本がともに増加しているが、株主資本については1999年の第三者割当増資、負債については長期借入金の増加によるものである。

### 債務の株式化

1999年より始まった長谷工グループ新再建計画をより迅速に実施するため、2002年に新たに中期3ヶ年計画（通称、NUBI21）が策定・実施された。同計画の重要な柱の一つが財務体質の改善であり、そのための方策の一つが債務の株式化であった。

これは、金融機関が持つ同社への債権1,500億円とひきかえに同社の優先株（1,428億円）と普通株（72億円）を第三者割当増資により発行し、これを引き受けるというものであった。この増資により、資本金と資本準備金がそれぞれ750億円ずつ増加した。ただし、債務の株式化に先立ち、資本金を539億円から5億円へ減少させているため、実際の資本金の増加額は216億円（= 5 + 750 - 539）であった。表9がしめすように、これにより2003年3月期には債務超過が解消したのである。

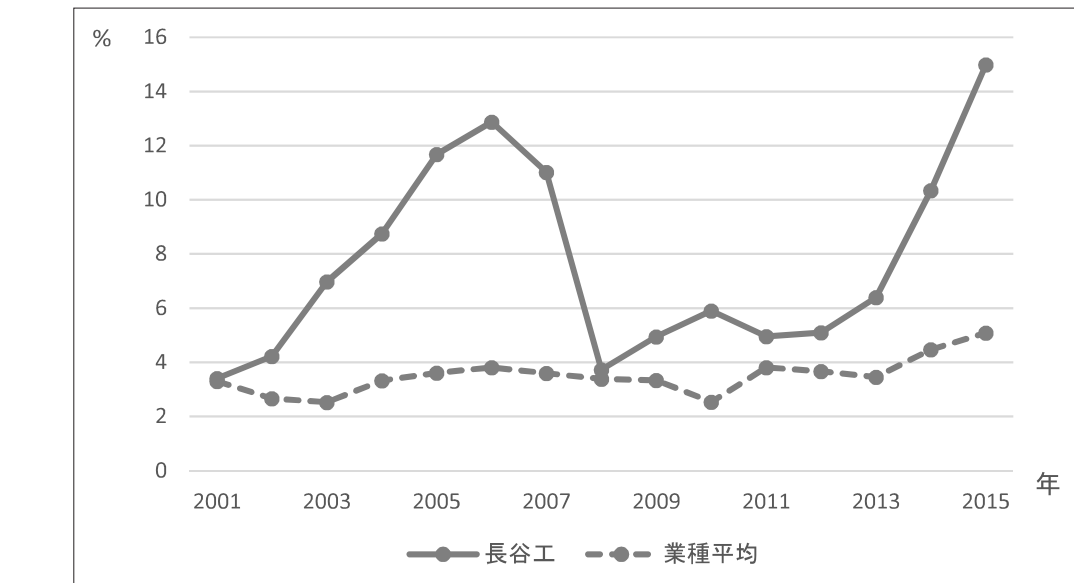


図3 ROAの推移 (2001-2015)



図4 株価の推移

注) 2002年の株式併合の影響を調整している。

るものと考えられる。その結果、欠損金は2003年も存在するものの株主資本自体はマイナスからプラスへ、すなわち債務超過が解消されたのである。

### その後の業績

表8でもみたように、同社は事業全体の規模を縮小させつつ、2000年前後を境として不動産事業を縮小させると同時にマンション関連事業へ経営資源を集中するようになった。同社の社史<sup>11)</sup>によれば、「マンション建設No.1企業の原点に立ち返り、全方位外交を敷き、真のカテゴリートップを目指す。そして再編・淘汰の荒波を乗り越える」とあるように、このような変化はその後も継続した。具体的には、2003年に長谷工エアネシスの子会社として設立し、この子会社に分譲マンションの管理を行う企業などを配置した。この結果、2000年前後を境として、同社の業績は改善する。

図3は、2001年以降の長谷工と建設業のROAの推移を表している。表6より、1990年代の同社のROAは低下傾向にあったのと同時に、業種平均と比較しても低かったが、同図より2001年以降は年ごとにばらつきはあるものの常に業種平均を上回っていることがわかる。このことは、2000年前後を境として同社の収益性が改善したことを示している。

11) 長谷工コーポレーション70年史編纂室 (2007)、84頁。



## 株価の推移

最後に、1990年以降の同社の株価の推移についてみておく。図4は、1990年から2005年までの株価の推移を示している。1990年には1,600円を超えていた株価は、2000年になるまで下落が続いていたことがわかる。同図において長谷工の株価の最安値は、2003年1月17日の8円であった。同社が本格的にリストラクチャリングを実施する1999年以降の株価は極めて低く、公募増資による株主資本の増加が見込めないことがわかる。しかしながら、株価は2004年前から上昇に転じており、同社の一連のリストラクチャリングが株式市場から次第に評価されるようになったことがうかがえる。

## 4. おわりに

ここでは、どのような企業が債務の株式化を実施するのか、について長谷工の事例についてみてきた。債務の株式化を実施するためには債権者の同意が必要となるが、その同意が得られる条件として、①当該企業が倒産すれば、債権者が実際に回収できる額が大幅に減少することが見込まれること、②債務の株式化により当該企業が当面、倒産を回避することができること、③長期的には業績が改善し、それにとまって株価の上昇が見込まれること、が挙げられ、これらの条件が長谷工のケースにおいて当てはまるのかについてみてきた。

同社は、もともとマンションなどの建設を行っていたものの、バブル期の地価上昇に乗じて不動産事業に本格的に参入し、規模を急速に拡大させた。この事業拡大は負債による資金調達で賄われたため、この時期に同社の負債比率も急上昇した。しかしながら、バブル崩壊後に地価が下落したことにより、保有不動産の資産価値が下落し、収益の悪化が顕在化するようになったのである。さらに、バブル期以降の高水準の負債比率による利子負担の増大が同社の収益を一層悪化させる一因となった。

これに対し、同社は保有不動産の売却と有利子負債の削減を中心とするリストラクチャリングを実施した。当初、「長谷工グループ資産圧縮計画」において保有不動産を売却し、その資金を有利子負債の削減に充てることで対処しようとしたものの、更なる地価の下落が保有不動産の売却を困難にし、同計画を十分に実施することができなかった。そこで、新たに策定した「長谷工グループ資産圧縮計画」において、マンション事業への経営資源の集中と有利子負債の削減が実施された。その際、有利子負債削減の一手段として用いられたのが債務の株式化なのである。2002年に実施された債務の株式化により、同社は前年に生じた債務超過の状態から脱することができたのであり、その後の利子負担を軽減させることができたのである。しかしながら、同社の業績をその後、順調に回復させたのは経営資源を同社の得意分野へ集中させたことにある。すなわち、同社はマンション関連事業を相対的に拡大させると同時に、海外事業をはじめとして低収益事業からの撤退・縮小を積極的に実施し、そのことがその後の業績回復をもたらしたのである。

したがって、長谷工では①については、同社の保有資産である土地の価格が大幅に下落したことにより、同社が倒産した場合には債権者の回収できる額は貸付額を大幅に下回っていたであろうことが予期される。また、②については債務の株式化により、同社の債務超過が解消されたのと同時に負債額

の大幅な減少により、一時的に倒産を回避することが可能となったと思われる。最後に、③については2000年前後を境に同社の得意分野であったマンション関連事業へ事業を集約することにより、その後の業績改善と株価の上昇を達成することができたのである。

このように、債務の株式化は債務超過の状態にある企業、あるいは極度に負債比率の高い企業においてドラスティックに負債を削減させ、株主資本を増加させる点で財務の健全化に寄与するものの、これだけで企業の業績改善がなされるわけではない。債務超過や高負債比率の原因となった事業の再編を実施せずして債務の株式化のみを実施したとしても、一時的な延命措置に過ぎず、早晚倒産を迎えるであろう。そのため、債務の株式化は長谷工でみた事業再編のようにそれ以外のリストラクチャリングとセットで用いられて、初めて経営改善に寄与することができるのである。

## 参考文献

- Banerji, S. (2008), "Asset sales and debt-equity swap under asymmetric information," *Economics Letters*, 99, pp.189-191.
- Hand, J.R.M. (1989), "Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain?" *The Accounting Review*, 64 (4), pp.587-624.
- 砂川伸幸 (2002), 『フィナンシャル・ディストレス・コストと負債のリストラクチャリング：債務免除と債務の株式化』証券アナリストジャーナル, 47-59頁.
- 大坪 稔 (2005), 『日本企業のリストラクチャリング — 純粋持株会社・分社化・カンパニー制と多角化 —』中央経済社.
- 関 雄太 (2002), 『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)』資本市場クォーターリー, 5 (4) 春号, 1-14頁.
- 熊倉修一 (2004), 『金融機関によるデット・エクイティ・スワップに関する若干の考察』武蔵大学論集, 51 (3・4), 71-86頁.
- 橋本基美 (1999), 『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, 2 (4) 春号, 1-10頁.
- 長谷工コーポレーション70年史編纂室 (2007) 『長谷工コーポレーション70年史 — 住まいのオンリーワン・グループを目指して —』大日本印刷, 1-119頁.

(本研究は日本学術振興会平成27年度～平成30年度科学研究費補助金 (基盤研究 (C)、課題番号：15K03605) の研究成果の一部である)

[九州大学大学院経済学研究院 教授]