

# 劣後株式を利用したDES事例 —佐渡汽船における事業再生

澤 陽 男

（株式会社日本共創プラットフォーム  
執行役員／弁護士  
株式会社ときわヘルスケアサービス  
代表取締役社長）



## < 要 旨 >

弊社JPiXは窮境状況に陥った佐渡汽船のスポンサーとして出資し、その後ハンズオンで経営を行っている。同社は出資の時点でコロナショックの影響により大きな営業損失に陥っており、深刻な財務的問題、すなわち過剰債務、債務超過問題を抱えた。加えて、企業の「稼ぐ力」を強化していく必要があった。このような背景のもと、弊社からの支援の前提として、メインバンクである第四北越銀行からは債権の株式化（DES：Debt Equity Swap）という形での金融支援も行われた。

金融機関による金融支援の方法には様々なものがあり、DES以外にもリスケジュール、債権放棄といった手段も選択肢にある。それぞれの手法は、企業の状況や目的に応じて選択されるべきものであり、適切な手法の選択がその後の再建の成功につながる鍵となる。佐渡汽船のケースでは、DESを選択したものであるが、本稿では、他の選択肢との比較や、なぜDESを選択したのかの背景について解説する。

また、DESの対象となる株式については、優先株式が用いられる場合が多いが、佐渡汽船のケースにおいては、劣後株式を利用したという点に特徴がある。このような劣後株式については、事例も多くないために、劣後株式が用いられた背景であったり、その内容を紹介することで今後の事業再生実務の参考になれば幸いである。

目次

1. はじめに	(2) DESが適用される場面／金融支援の選択方法
2. デットとエクイティの特徴	(3) 佐渡汽船の事例への当てはめ
(1) 総論：資金調達方法	4. DESの設計
(2) デットファイナンスの特徴	(1) 総論
(3) エクイティファイナンスの特徴	(2) 優先株式の設計
(4) 財務諸表での説明	(3) 劣後株式の設計－佐渡汽船におけるDES事例の紹介
3. DESとその他の金融支援	5. おわりに
(1) DESとは	

## 1. はじめに

小職の所属する株式会社日本共創プラットフォーム（JPiX：Japan Platform of Industrial Transformation, Inc.）は、地域活性化、ローカル経済圏の生産性の改革をミッションに掲げ

ている投資・事業経営会社である。いわゆるPEファンドと異なり、EXITを前提としない「長期投資」を行うことを最大の特徴としている。弊社とPEファンドとの違いを一般化して説明すると図1の通りである。

図1 JPiXとPEファンドのビジネスモデル比較

	JPiX	PEファンド
投資期間	・投資期間は長期間 ・EXITを前提としない	・投資期間は3-5年でEXITが前提 ・投資期間を短くすることがファンドのパフォーマンスを向上
経営方針	・持続的な成長 ・長期目線での事業投資・人材投資を通じ事業の持続可能性を獲得	・短期的な収益改善 ・短期目線での施策（コストカット等）
経営人材	・ハンズオンでの経営支援 ・事業の閉塞感の打破	・ハンズオフ（取締役会参加中心）での経営支援
投資先企業にとってのメリット	・長期保有を通じた安心感（従業員・取引先へ）	・EXIT/転売の先行きの不安

（出所）筆者作成

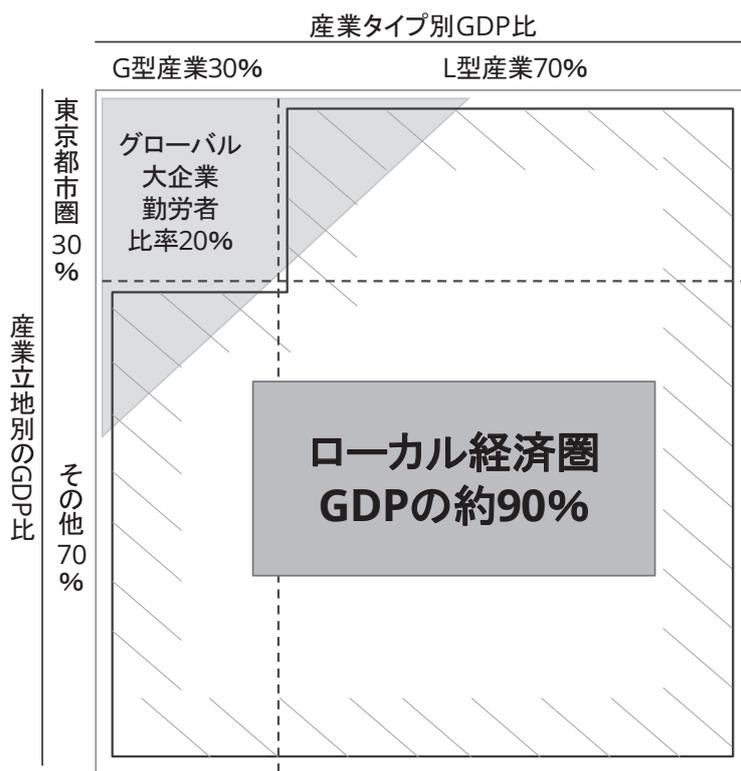
弊社が対象としているローカル経済圏とは、産業タイプとしてのグローバル型（G型）かローカル型（L型）かと、産業立地として東京都市圏かその他かの両方で判断している。G型産

業とはトヨタ自動車などのグローバル競争を戦う製造業が中心である一方で、L型産業とは地域密着型のサービス産業が中心である。世の中のイメージでは、日本経済全体のうちグローバ

ル大企業の比率が大きいと認識されがちであるが実はそこで働く勤労者は20%程度に過ぎず、日本経済の中心は既にL型産業にシフトしている（図2）。このような産業構造のサービス化は先進国共通の傾向であり、今後もこの傾向が続

くものと予想される。ところが、我が国は諸外国と比較して、このサービス産業の生産性が非常に低いことが指摘されている。そこで弊社としては、ローカル経済圏の生産性の向上をミッションとしている次第である。

図2 ローカル経済圏の位置づけ



弊社及び弊社親会社の株式会社経営共創基盤（IGPI）のグループでは、長らくこの領域における投資活動を行ってきたところ、その最大の実績が、本稿の主役でもある株式会社みちのりホールディングスである。みちのりホールディングスでは、公共交通事業を主たる領域として、長期投資及びその後の事業経営に携わっているものである。この経験から、ローカル産業の生産性向上には、長期の時間軸とハンズオンでの深い経営支援が必要である実感しており、上述の通り所謂PEファンドとは異なる長

期投資というアプローチをとっている。

そして、みちのりホールディングスは2022年3月に、新潟と佐渡島を結ぶ唯一の航路を運航する佐渡汽船株式会社に対して出資を完了し、それ以降経営を担っている。コロナ禍により移動が制限され、観光需要が蒸発した中、佐渡汽船は大きな赤字を計上し、大幅な債務超過に陥ったところ、弊社が第三者割当増資を受けること、メインバンクであった株式会社第四北越銀行が債権の株式化（デット・エクイティ・スワップ：Debt Equity Swap：DES）に応じ

ること等により支援を実施したものである。本稿はその株式の設計の特徴を紹介することにより、今後の事業再生実務の参考にしていただくことを目的とする。

なお、JPiXでは、公共交通領域をはじめとして、ヘルスケア領域、製造業あるいは食、観光といった領域について、積極的に投資を検討している。本稿を通じて少しでも弊社にご関心いただけるのであれば、是非お気軽にお問い合わせいただきたい。

## 2. デットとエクイティの特徴

### (1) 総論：資金調達方法

佐渡汽船の株式設計の詳細を説明する前段

として、デットとエクイティの基本的な特徴を説明する。企業が持続的な成長を維持し、事業を拡大するためには、適切な資金調達が不可欠である。この資金調達に関して、主に採用される方法は、デットとエクイティの2つである。

デットファイナンスは、銀行やその他の金融機関からの借り入れや社債の発行を通じて資金を調達する手法である。一方、エクイティファイナンスは、新規の株式を発行し、投資家から資金を調達する方法である。

それぞれの特徴と違いは以下の図3に示されるが、以下では更にそれぞれの特性を詳述する。

図3 デットとエクイティの比較

	デット	エクイティ
リスク ：企業が破綻した場合の返済順位	<ul style="list-style-type: none"> <li>元本の返済が約束される（元本返済の義務を負う）</li> <li>債権者に対して株主に優先的に返済</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>元本の返済は約束されていない（元本返済の義務はない）</li> <li>債権者全員に返済が終わった後でなければ、株主への分配はない</li> </ul>
リターン ：債権者の期待リターン（資本コスト）	<ul style="list-style-type: none"> <li>事前に決定された利息による返済があり、予め決まった金額で上限あり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>配当や株価の上昇によるリターンがあり、金額は決まっておらず上限は存在しない</li> </ul>
ガバナンス ：経営の方針や構造に対する影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>債権者は基本的に企業の経営に関与する権利がない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>役員を選任など、一定の重要な事項は株主総会での決議を経て決定</li> </ul>

(出所) 筆者作成

### (2) デットファイナンスの特徴

まずデットファイナンスの特徴、リスク、リターン、および企業のガバナンスへの影響について説明する。一言でいえば、デットは、資金提供者の視点で見れば、ローリスク・ローリターンの金融商品と評価できる。

#### ・リスクの特性

リスクについては、一定期間後に元本と利息の返済を受けることが約束されているという意味で確実性が高い。

また、最悪の場合のリスクは、企業の破綻や財政的危機が発生した際の返済順位である。企業が破綻すると、資産は売却され、その売

却額が債権者に分配される。通常、デットファイナンスによる資金提供者、すなわち債権者は、株主よりも先に返済される。これはデットが法的に返済の優先権が確立されているからである

#### ・リターンの特性

他方で、デットファイナンスを通じて資金を提供する債権者にとってのリターンは、予め決められた利息に限定される。債務者は、業績に関わらず定期的に元本と利息を支払う義務を負う。そして、債務者は予め合意された元本と利息を返済すれば、それ以上の責任を負わない。この性質から、デットは、リスクは相対的に低いといえるが、リターンも限定的といえる。

#### ・企業のガバナンスへの影響

さらに、デットとエクイティは、企業のガバナンス、つまり経営の方針や構造に与える影響が大きく異なる。債権者は原則として企業の経営に直接関与する権利を有しない。従って、デットファイナンスが企業のガバナンスに与える影響は限定的である。

### (3) エクイティファイナンスの特徴

次に「エクイティファイナンス」について説明する。デットファイナンスが一般にローリスク・ローリターンと評価されるのに対し、エクイティはハイリスク・ハイリターンの特性を持つ。

#### ・リスクの特性

まず具体的なリスクとしては、企業には投資

家からの資金の返済義務が存在せず、裏返して言えば投資家側には元本の確定的な回収の保証がない。加えて、企業の破綻が生じた際、エクイティファイナンスによる出資者に対しては、デットファイナンスの債権者全員の返済完了後まで資金分配は行われない。

#### ・リターンの特性

リターンの観点から見ると、投資家は企業の業績の良し悪しに応じて、利益（配当、株価上昇など）を享受する権利を有している。すなわち、エクイティの場合、その見返りとして企業は投資家（株主）に対して配当を支払うことが期待される。また、企業が成功すれば株価が上昇し、株主はその価格差によりリターンを得ることができる。

一般的にエクイティファイナンスの期待利回り（資本コスト）はデットファイナンスよりも高く、これはエクイティが持つハイリスクを反映したものである。一般的には、多くの銀行の借入利率が1%未満である中、エクイティの期待利回りは7%以上と言われている。

このような高い利回りが期待される理由は、株主が企業の最終的なリスクを負う存在であるためである。企業が利益を出せば配当として分配されるが、損失が出た場合は配当はでない。さらに、企業が破綻した場合には、上述のようにデットファイナンスの債権者が優先され、株主への返済は最後となるため、そのリスクは高い。このようなリスクを補償するために、エクイティファイナンスの資本コストは高く設定されるのである。

・企業のガバナンスへの影響

このように高いリスクがあることを反映してこのエクイティの投資家は、出資額に応じて企業の株式を有し、企業の経営や戦略に影響を与えることができる。具体的には、株主総会における議決権を通じて、経営陣の選任や重要な経営判断に影響を及ぼすことができる。

要するに、エクイティファイナンスはその特有のリスクを伴うが、その反面、企業の利益を共有し、企業の経営にも影響を与える権利を有するという特徴がある。

(4) 財務諸表での説明

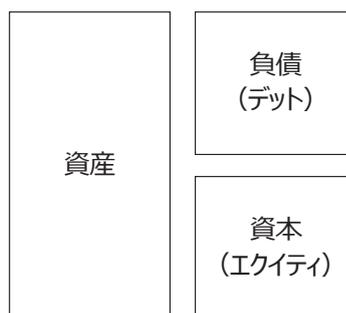
以上のデットとエクイティは財務諸表上でも異なる形で表現される。ここではそれぞれの方法がどのように財務諸表に反映されるかを説明する。

まず、バランスシート (BS) は、企業の資産、負債 (デット)、資本 (エクイティ) の状況を一定の時点で表示するものである。バランスシートの右側は、企業がどのように資金を調達したかを示している。

デットファイナンスを通じて調達した資金は、「負債」として右上に表示される。これには、銀行からの借入金や発行した債券などが含まれる。一方、エクイティファイナンスを通じて調達した資金は、「資本」として右下に表示される。これには、資本金や利益剰余金 (過去に得た利益で配当に使われなかった部分) が含まれる (図4)。

次に、損益計算書 (PL) は、一定期間内の企業の収益と費用を表示する。デットとエクイティは、この損益計算書上でも異なる位置に表

図4 BS項目における負債と資本



(出所) 筆者作成

示される。

デットファイナンスのコスト、つまり借入金の利息は、「営業外損益」として表示される。利息が計上されるのは下図5の通り株主への配当よりも上部に記載されている。デットの方がエクイティよりも優先されていることの表れともいえる。

一方、エクイティファイナンスのコスト、つまり株主への配当は、損益計算書の最下部に表示される。具体的には、「当期純利益」を算出した後に、「配当」が計上される (図5)。

図5 PL項目と各費目の帰属先

	売上	
-	原価	→仕入先/従業員
	売上総利益	
-	販管費 (うち給料)	→従業員
	営業利益	
-	利息等	→銀行 (デット)
	経常利益	
-	特別損益	
	税引前当期純利益	
-	税金	
	当期純利益	
-	配当	→株主 (エクイティ)
	内部留保	→株主 (エクイティ)

(出所) 筆者作成

### 3. DESとその他の金融支援

#### (1) DESとは

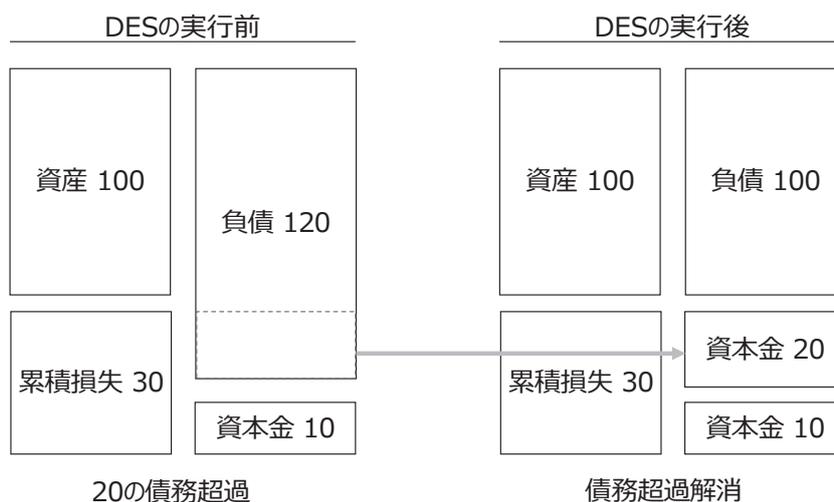
以上のような特徴を持つデット・エクイティであるが、企業の負債（デット）をその企業の株式（エクイティ）に変換する手法が用いられることがある。これを「デット・エクイティ・スワップ（Debt Equity Swap：DES）」という。

具体的にDESの適用を考える一例としては、企業が多額の借入金を抱え、その返済が困難になった場合である。債権者は、企業が倒産す

るとその債権は返ってこない可能性があるため、一定の損失を受け入れて企業の株式と交換することで、企業の再建に協力することがある。その結果、企業の負債は減少し、資本構成が改善される。

DESを実行することによるバランスシートは、具体的に下図6のように変更される。DES実行前は20億円の債務超過に陥っている状態であるが、債権が株式に代わることによって、債務超過が解消されていることが確認できる。

図6 DES実行によるバランスシートのイメージ



(出所) 筆者作成

#### (2) DESが適用される場面／金融支援の選択方法

上述の通り、DESは金融支援の一環であるが、金融支援選択の方法はDESに限られるものではない。DESの他にも、代表的なものとしてはリスケジュールと債権放棄が存在する。ここでは、金融支援の概要とそれぞれの金融支援を選択するポイントについて一般化して解説する。

#### ①リスケジュール

リスケジュールとは、債務者の返済能力に合わせて債務の返済期間や条件を見直す手法である。債権の基本的性質や債務者と債権者の間の基本的な関係性は維持される。

資金繰りが苦しくなった際に、金融機関に対する元金・利息への返済を止めることで資金が繋がり事業を継続することができる場合に選択される。短期的に収益力が低下したなどの事情

で将来的に収益の回復が見込めるのであれば、返済スケジュールを見直すことで急場をしのぐことができる。また、債務超過の金額が大きくなければその後黒字を計上していくことで債務超過を解消できる。具体的には、事業計画上、債務超過が5年以内に解消できるくらいの規模

感、すなわち計画上の5年分の累計利益が現状の債務超過額を超える水準であればリスクスケジュールのみで進められるケースもある（図7）。なお、この期間を5年とするのかもっと短く/長く設定するかについては事業特性や金融機関としてのスタンスによっても異なる。

図7 債務超過になったときに取り得る手段の比較

		有利子負債償還年数		
		10年以下	10年超	より過大
債務超過解消	5年以内	リスクスケジュール	DES/債権放棄	債権放棄
	5年超	DES/債権放棄	DES/債権放棄	債権放棄
	より過大	債権放棄	債権放棄	債権放棄

※年数については一つの目安であり事業特性や金融機関によって異なる  
(出所) 筆者作成

リスクスケジュールは、債権者側としては、元本が毀損することがないため、比較的債権者の同意を得られやすい手段ではある。逆に言えば、リスクスケジュールで済むのであればこれが望ましいと安易に考えがちのものである。しかしながら、一度悪循環に入った事業が復活することは容易なことではなく、構造的な赤字要因を解消できない場合においては、リスクスケジュール後に事業が回復せず、結局傷口が広がってしまうケースも珍しくはない。安易な先延ばしはゾンビ企業の温存にもつながるため、経済全体の視点からも望ましいものではない。その意味で、経営力・マネジメント力が不足しているようなケースにおいてはスポンサーによる支援を受けることが望ましいこともある。人口減少が続く地方企業においては特に単体での収益改善に限界を迎えており、マネジメント力に長けた企業体へ集約し、業界再編を促すべ

きことも多い。非上場企業の多いローカル経済圏においては、銀行によるデットガバナンスを機能させるべき領域でもあり、こうした機能を十二分に発揮していただくことも期待したい。

## ②DES

DESとは、上述のとおり、債権を株式に変換する手法である。

リスクスケジュールと同様に、資金繰りが苦しくなった際に、金融機関に対する元金・利息への返済を止めることで資金繰りが繋がり事業を継続することができる場合に選択されるが、元金の金額が事業収益に比して過大である際に検討される。具体的には、有利子負債償還年数が10年を超えるケース（有利子負債の対キャッシュフロー比率が概ね10倍を超えるケース）においては、有利子負債そのものの圧縮も考える必要が出てくる。また、債務超過の金額が拡

大していることによって、事業計画上5年以内に債務超過を解消できない場合には、DESを実施することで、債務超過の解消を図っていく(図7)。

ただし、債務者側からすれば、債権が株式に振り変わるため、元利金の返済義務を免れる一方で、あくまでも株式に転換されるにすぎないので上述の通り資本コストは発生する点には注意が必要である。

他方で、債権者側としては、債権放棄になるよりは、株式としての価値が残り、将来的な株価値の値上がり、配当への期待が残るため、後述の債権放棄よりも同意しやすい手法である。

また、債権者側からすれば、DESの実施により株主としての立場にもなるため、債務者との関係性が深くなる。それは、経営者への鈴付けとして一段踏み込んだ対応を取りたい場合に有効である。他方で、そのことは株主として今後も関与し続けることをも意味するため、責任を伴うものであることは留意が必要である。債権者として今後も支えることができない、そうしたリソースの投下を行うことができないと考えるのであれば無責任にDESを選択せず、債権放棄することによって損失を確定させ、別のところにリソースを投下する方がいいこともある。なお、佐渡汽船のケースにおいては、メインバンクである第四北越銀行からは、地域公共交通を支えるという強い意気込みを感じたところであり、地方企業を再建させる上では、覚悟を持った銀行による情熱的な支援も必要であると実感した点を付言したい。

### ③債権放棄

債権放棄とは、債権者が債権を放棄することによって、その債権を消却する手法である。債務者の返済困難や債権の回収が困難な場合に、債権者が一部または全部の債権を放棄することで、債務者の負担を軽減する。債権者は放棄した債権に関して一切の権利を失う。

財務的には上記同様に有利子負債償還年数10年超、債務超過解消5年以内といったケースにおいても抜本的な財務リストラクチャリングを目指して債権放棄が選択される場合もある。また、債務超過額がさらに過大であり、DESによって金融機関の債権を株式に振り替えるのみでは債務超過を解消できない場合、裏返して言えば金融債権以外の一般債権者(取引先など)の債権カットも必要となる場合にはDESを行うだけでは足りない。こうしたケースにおいては、債権放棄/債務免除を受けることによって債務超過を解消する(図7)。この場合、民事再生や会社更生などの法的手続が選択されることが一般的である。

ただし、民事再生や会社更生は、いわゆる「倒産」のイメージが強い手続であり、企業の信用力の毀損が大きい。例えば、縁起物のウェディング関連の事業などにおいては倒産してしまうと再建不可能なほどに事業が毀損してしまうことがあるため、法的手続を選択することが出来ないこともある。

### (3) 佐渡汽船の事例への当てはめ

#### ①佐渡汽船とは

「佐渡汽船」は、主に新潟県新潟市と佐渡市間を結ぶフェリーサービスを運営する企業で

ある。

この会社は1951年に設立され、新潟港から佐渡島への定期航路を運航している。その主な業務は、佐渡島への旅客や貨物の輸送で、新潟県の交通インフラとして大変重要な役割を果たしている。フェリーと高速船の2種類の船舶を運行し、それぞれが異なるニーズに対応している。

フェリーは、車や大きな貨物を運搬する能力があり、また、旅客が船内でリラックスしたり、食事を楽しんだりできる設備が整っている。一方、高速船は、より早く目的地に到着したい旅客向けで、フェリーよりも速い速度で運航する

が、車の輸送能力はなく、貨物の運搬量も限られている。

佐渡汽船は、佐渡島と本州を結ぶ重要なライフラインであり、観光客だけでなく、地元住民の日常生活にも不可欠な存在となっている。また、佐渡汽船地域の観光振興の中心的な存在でもある。

佐渡島は自然が豊かで、観光スポットも多く、歴史的な名所や美しいビーチ、ハイキングコースなどがある。そのため、佐渡汽船は観光客にとっても重要な交通手段となっている。また、佐渡島へのアクセスを提供することで、地域の経済や文化の発展にも寄与している。

図8 佐渡汽船のフェリーと高速船



(出所) 佐渡汽船HP

## ②佐渡汽船の窮境原因

このように地域の公共インフラとして非常に重要な佐渡汽船であるが、佐渡島内の人口減少や観光客の減少などの事業環境の変化により収益が悪化し、また、大型船舶投資により債務負担が増大していたため経営が苦しくなっていた。そこに、新型コロナウイルス感染症の影響により、観光客の予約キャンセル、ビジネス客及び佐渡市民の移動自粛による輸送量の大幅な

低迷が継続し、業績に大きな打撃を受けた。当時から現在に至るまでの財務状況は図9の通りであるが、2020年2月のコロナショック以降業績は悪化し、2020年12月期には▲25億円の、2021年12月期には▲17億円の当期純損失を計上し、債務超過額は22億円を超える水準にまで膨らんだ。

このような状況の中で、金融支援の選択に際して考慮した点は次の通りである。

図9 佐渡汽船の財務状況

決算年月	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12
売上高 (百万円)	11,942	11,477	7,691	8,079	10,090
経常利益・損失 (△) (百万円)	152	△419	△2,755	△1,745	360
当期純利益・損失 (△) (百万円)	106	△770	△2,547	△1,672	922
純資産額 (百万円)	2,468	1,701	△877	△2,203	1,479

(出所) 佐渡汽船有価証券報告書第161期

- ・ 資金繰り：当時、金融機関による元利金の返済のストップや、株主でもある佐渡市による増資により資金繰りを繋いでいた状況であるが、今後の成行での業績見込みは厳しく、更なる増資がなければ資金繰り破綻が懸念される状況。
- ・ 債務超過額水準：22億円という大きな債務超過額であり、コロナ前の2018年12月期の利益額である1億円を基準とすれば解消まで20年以上かかる水準。
- ・ 有利子負債額水準：2021年12月末の借入金は82億円という過大な水準であり、コロナ前の2018年のフリーキャッシュフローの約5億円を基準とすれば債務償還年数は15年を超える水準。

これらの財務状況に対して、単体での収益力の向上については限界が近づいていた。すなわち、コロナショックが直接的な引き金となっていたものの、それ以前から人口減少・観光客減少という外部要因、大型船舶投資の費用などの内部要因が重なり、事業収益力に課題がある状況であった。これは多くの地方企業が抱える

課題とも一致するものであろう。

そこで、スポンサーとしては、資金繰り、債務超過解消、有利子負債圧縮のためのフィナンシャルスポンサーが必要であることに加えて、本質的な収益力の改善を実現するための事業スポンサーが必要な状況であった。

また、メインバンクである第四北越銀行が地域の地銀として地域公共交通の佐渡汽船を支援することを力強く表明していただいた。他の債権者も存在する中ではあったが、結果として第四北越銀行1行によるDESに応じてくれたため他の債権者をまとめることが可能となった。

以上の要素を考慮した上で、金融支援の方法としてはDESを選択し、スポンサーとしては事業スポンサーとしてみちのりホールディングス（現在JPiXの100%子会社）を選定したものである。なお、DESやの内容については後述するものとする。

## 4. DESの設計

### (1) 総論

さて、話を一旦佐渡汽船からDESの一般論に戻すこととする。DESを行う際には、負債を普通株式に転換することも考えられるが、多くのケースでは種類株式が用いられる。そもそも種類株式とは、普通株式とは異なる特定の権利

や条件を持つ株式を指す。これは企業が特定の投資家や特定の目的のために発行するものである。

まず、DESの対象となる株式については、後述する優先株式を用いるケースがある。なぜならば、DESを実行するには債権者の同意が必要になるが、普通株式よりも有利な設計することによって債権者がDESに応じやすくすることができるからである。例えば、経済合理性を確保しやすくするために、高配当を確保することや、償還権を付けることで回収可能性を高めることなどである。

他方で、スポンサーが選定されるケースにおいては、スポンサーと支援する金融機関との間での優先順位の調整が行われ、新たにリスクを背負って参入するスポンサーが引き受けやすくするために、スポンサーの権利がDES対象の株式よりも優先されるような設計とされるケースもある。例えばスポンサーが普通株式を保有するケースにおいてはDESの対象となる株式について劣後株式を用いるケースである。佐渡汽船のケースはこちらに該当する。

具体的な種類株式の設計については、以下説明するものとする。

## (2) 優先株式の設計

まず優先株式について説明する。優先株式は、以下の特徴や機能を持つことが一般的である。なお、優先株式はメザンファイナンスの一種であるが、これはエクイティファイナンスとデットファイナンスの特性を併せ持つ特殊な資金調達方法である。その名称は建築の「メザニン（中間階）」から取られており、エクイティ

（株式）とデット（負債）の間に位置するという意味合いを持つ。

### ①議決権

優先株式は、議決権が無い、または限定的であることが多い。デットに近い設計を取る際には無議決権とする。このような構成にすることで、債務者からすれば経営権の希薄化を防ぐことができる。

他方で、一定条件が発生したときに議決権を付与することや、一定の事項についてのみ議決権を付与することなどによって、優先株主に対して、ガバナンス上の権限を付与するケースもある。これはデットよりも優先株式の方が大きいリスクを負担するからである。

### ②配当権

優先株式は普通株式よりも優先的に配当を受け取る権利を持つ。例えば5%の優先配当が認められる場合においては、優先株主に対する配当が行われた後でないと普通株主へは配当は行われない。

#### ・参加型・非参加型

この配当優先株は、参加型・非参加型に分かれる。参加型とは、優先株主に対して所定の配当を実施した後、普通株主に配当を実施する際に、優先株も普通株と同様に配当を受けられるものをいう。優先株主は優先配当分に加えて普通株式に対する配当分の両方を受け取ることができる。他方で、非参加型は普通株式に配当を実施する際には、優先株主は追加の配当を受けられない。

優先株の設計をよりデットに近い設計にする場合には、非参加型を選択することになる。すなわち非参加型の設計をとる場合に優先株主はアップサイドを享受することはできないということである。他方で、参加型の優先株の場合には普通株式に優先して配当を受けることができる上にアップサイドを享受することができるものであり、財産的価値が高い。

DESの対象となる株式については、一般的には非参加型の優先株式が設計されることが多い。

#### ・累積／非累積

配当優先株は、累積型・非累積型に分かれる。累積型とは、特定の年度の優先株主への配当額が所定の金額に満たない場合、未払い分を翌年度に繰り越して支払わなければならないものである。例えば5%の優先配当が定められている場合において、今期は1%分しか配当できない場合、翌期はその期における優先配当分の5%に加えて、前期における未払い分の4%の配当も実施しなければならないものである。他方で、非累積型の場合には翌年度以降に繰り越さない設計である。

デットに近い設計をする場合においては、累積型を取ることになる。また、後述の償還権・償還条項が定められている場合においては、累積型とすることによって早期の償還にインセンティブを付与するような設計とすることが考えられる。

他方で、再生フェーズにある企業にとって累積型の設計は負担が重く非累積型がとられるケースも多い。

### ③残余財産分配権

残余財産分配権とは、企業が清算される際に、すべての負債の支払いが終了した後、残りの財産が株主に分配される権利を指す。残余財産分配について優先的内容を定める場合にも、参加型・非参加型が存在するが、配当権と平行な形で設計されるケースが多い。

### ④償還に関する規定

#### ・償還権（取得請求権）：

種類株式には、特定の時期や条件下での株式の償還を定めるものもある。株主からすると会社に対して株式の取得を請求することができるという意味で取得請求権という。これにより、株主は一定の条件が満たされた際に、種類株式の買取を受けて株式の現金化を図ることができる。デットに近い設計にする場合においては、元本が返済されるものと同じように、償還権が定められている設計をとることになる。

#### ・償還義務（取得条項）：

会社が株主に対して償還を求めることができる設計をとることを認めるケースもある。デットにおいて期限前弁済が認められるように、償還条項を定めることによって、優先配当（デットでいえば金利）の負担から免れることができるようになる。

#### ・普通株式への転換権：

優先株式には、特定の時期や条件下で種類株式を普通株式に転換することを認めるものがある。上場会社においては普通株式への転換を認めることによって、その株式を市場で売却

をして現金化をすることを可能とする。企業側からすれば償還権が行使されるとキャッシュが流出してしまうため、普通株式への転換を認めることでそうした負担から免れることが可能と

なる。

以上を踏まえた典型的なDESにおける優先株の設計は下図10の通りである。

図10 典型的なDESにおける優先株の設計

	優先株	普通株
議決権	原則として議決権なし 経営の危機時期などに議決権を付与することもある	議決権あり
配当	普通株式に優先して配当が実施される	優先株への配当実施後でないと普通株への配当は実施されない
残余財産分配	普通株式に優先して残余財産の分配が実施される	優先株への分配実施後でないと普通株への残余財産の分配は認められない
償還に関する規定	優先株主に償還権が認められる。普通株式への転換権を認めることもある	償還権は認められない

(出所) 筆者作成

### (3) 劣後株式の設計—佐渡汽船におけるDES事例の紹介

次にDES実施時における劣後株式の設計の一例として、佐渡汽船の事例について紹介する。

#### ①佐渡汽船への支援内容・スキーム全体像

まず、佐渡汽船に対する支援内容の全体像を概観する。上述の通り、佐渡汽船は20億円超の債務超過状態にあり、また資金繰りについても苦慮している状況であった。既存の金融機関、株主による支援では限界を迎えており、スポンサーの選定が行われた。

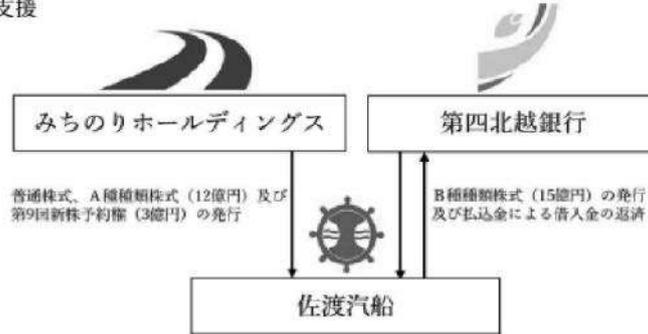
その結果、JPiXの100%子会社であるみちのりホールディングスは事業スポンサーに選定されたものである。弊社は所謂PEファンドと異なり、長期投資を行い、その後の事業経営をハンズオンで実施していくことに特徴がある。佐渡汽船及びメインバンクである第四北越銀行か

らは、この点を高く評価していただいたものと理解している。PEファンドのように短期的に経営に関与してEXITしてしまうことは望ましくないし、長期投資でないと人口減少下にある佐渡汽船の再建は実現できない。

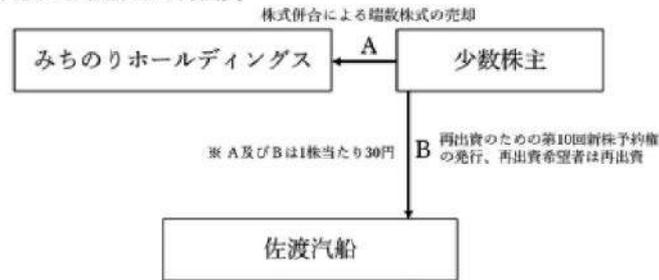
そして、第四北越銀行による15億円のDESによる金融支援を前提に、みちのりホールディングスにおいても最大15億円の出資による支援を実施することが決定されたものである(下図11①)。これにより、債務超過及び資金繰りの懸念を解消することが可能となった。また、株主を支援前の大株主である新潟県、佐渡市、第四北越銀行及び佐渡農業協同組合とみちのりホールディングスのみとする株主併合を実施し、上場廃止せざるを得ない形となった。少数株主には株主併合時の保有株式数を上限に、株式併合時に交付された金銭と同額で佐渡汽船に再出資いただくことで、引き続き佐渡汽船

図11 佐渡汽船への支援内容・スキーム全体像

① みちのりホールディングスの出資を通じた経営支援及び第四北越銀行の出資による金融支援



② 株式併合及び少数株主の再出資



(出所) 佐渡汽船IR資料「みちのりホールディングスの出資を通じた経営支援及び 第四北越銀行の出資による金融支援について」

の株主としてご支援いただく機会も設定したものである（下図11②）。

② DESの株式設計の基本方針

さて、佐渡汽船の債権において、DESの対象となる株式については、債権者でありDESを引き受けた第四北越銀行、新スポンサーのみちのりホールディングス、既存株主との間でのフェアなリスク分担を実現するべく、劣後株式が用いられた。

まず、新スポンサーであるみちのりホールディングスは新たにリスクを背負って佐渡汽船の経営に参画する立場である。大きなリスクを負担し、かつその後の再建に向けた大きな企業努力を果たすものであるから、アップサイドについてはまずは新スポンサーに帰属することが公平なリスク分担である。この点を第四北越銀行

をはじめとする債権者にはご理解いただいた。なお、JPiX、みちのりホールディングスが長期投資を行っていることから第四北越銀行としても劣後株式に応じていただけたものとも理解している。短期的にEXITするファンドであればEXIT時において、ファンドとDESに応じた金融機関との利害調整が必要になってしまうからである。

他方で、債権者と既存の株主との関係でいえば危機時期に陥っているということは株式価値が毀損しており、倒産すると株は無価値である。この点、佐渡汽船のケースでは、みちのりホールディングスに対する第三者割当増資により既存株主の株式は希薄化され、株主責任を果たしている形となっている。また、元々の大株主は県・市という自治体であるが、彼らは第三者割当増資への対応であったり、補助金であ

ったりの支援をしているところ、DESにより債権者が痛みを伴う中でも株主責任を果たしている状況だったともいえる。

### ③個別のDESの株式の内容

以上のことから、佐渡汽船のケースにおいては、DESの対象となる株式については劣後株式が用いられたものである。個別の株式の設計については図12に記載の通りである。

図12 佐渡汽船におけるDESの劣後株式の設計

	B種株式 (DES対象株式)	普通株
議決権	議決権なし	議決権あり
配当	利益剰余金の金額がスポンサーの出資金額に達した場合に配当が実施される。その状況になるまでは普通株式にしか配当が実施されず、配当が劣後	劣後株に優先して配当
残余財産分配	同上	劣後株に優先して残余財産分配
償還に関する規定	償還権なし 償還条項あり	償還権なし

(出所) 筆者作成

議決権については、スポンサーが新たにリスクを背負って支援するケースにおいては、当該スポンサーの経営の裁量を認めることで再建をスムーズに実現させることが合理的である。そのため、劣後株式に議決権は付与されないケースが多く、本件もその形がとられた。

配当権について、劣後株式の場合には、一定の状況になるまでは普通株式にしか配当が実施されず、配当が劣後され、一定の状況になった以降になって劣後株式に対する配当が実施される。佐渡汽船のケースでは、利益剰余金の金額がスポンサーの出資金額に達した場合になって初めて劣後株式への配当が実施されることとされている。これは、スポンサーの収益の獲得がある程度達成した以降に劣後株式への配当が実施されるという考え方をとったものである。また、この条件達成時の配当については利回り2%という水準に設定されている。

また、償還に関する条項について、劣後株式の設計においては、普通株式に償還権が認められていない以上は、劣後株式においても償還権が発生しない形が論理的な帰結といえる。他方で、佐渡汽船のケースにおいては、劣後株主に対する配当の実施の負担から免れるために償還条項が設定されている。債権者である第四北越銀行としては、償還される期待が生まれDESに協力しやすくなる一方で、債務者としては金利2%の負担を避けるためにリファイナンスや元本返済を実施することを可能とするスキームとなっているものである。

## 5. おわりに

劣後株式を用いた事業再建スキームについては、事例が多いわけではないものと認識している。ただ、今後の事業再生フェーズにおいてこうしたスキームが用いられることによって他

の案件でも事業再生が円滑に図られることとなれば幸いである。

さて、佐渡汽船においてはみちのりホールディングスの支援を受けて、グループ経営を徹底し、再建を図っている。

例えば、人事組織面では、まず佐渡汽船の再建のリーダーをみちのりグループである湘南モノレールの社長であった尾渡英生氏に託した。また、みちのりホールディングスにはIT関連メンバー、安全担当メンバーなどの領域毎のスペシャリストである「横串メンバー」が在籍しており、彼らが佐渡汽船にも入って改善活動を行っている。多くの地方企業においては、経営リソースが不足しているが、みちのりグループの力が活かされているといえる。

また、事業面では、みちのりホールディング

スによる支援以降、佐渡汽船では、みちのりグループと連携して、佐渡の自然、食、文化等の発掘や魅力づくり、マラソン、ロングライド、トライアスロン等のスポーツイベントの実施、カーボンニュートラル実現に向けた環境問題への取り組み、佐渡島内における二次交通の利便性向上に向けたオンデマンドシャトルサービスの社会実験や宿泊施設の拡充や多様化への取組等を通じて、佐渡等の魅力の向上、付加価値の向上に努めている。最近では、2023年8月に、佐渡島内の古民家をリノベートし、一棟貸しタイプの宿泊施設（名称：『佐渡古民家ステイ さどまり』）を開業している。

佐渡島はとても素敵な観光地であり是非訪れていただければ幸いである。