

企業のライフサイクルと株式価値、企業価値、経済成長

～ 起業・ベンチャー、事業再生の視点から～

第二特別調査室 おの しんいち
小野 伸一

1. はじめに

一国の経済力の代表的な指標であるGDPは、生産面からみれば、さまざまな付加価値の合計であり、資本主義国家においてその成長の鍵を握っているのは、民間企業の付加価値の増大である。

このような付加価値の増大は、企業が獲得する利益（ネットのキャッシュフロー）によりもたらされる。そして、経済学的には、企業が将来的に獲得するキャッシュフローをDCF法（ディスカунティッド・キャッシュフロー・メソッド）により現在価値に割り引いたものが企業価値であるから¹、企業価値が増大していけば、結果的に経済成長や雇用の拡大も実現していくことになる。もともと企業価値はミクロの概念であるが、このような企業価値を集計した全体としての企業価値が増大することで、経済成長や雇用の拡大も実現していくと考えられるのである。したがって、一国の経済の繁栄のために、企業価値の増大のプロセスを検討してみることは意味のあることである。そして、一般に企業価値は、資金調達面からみれば、負債価値＋株式価値（デット＋エクイティ）から成り立っており、このうち企業価値増大の鍵を握っているのは株式価値の増大である²。

なお、いわゆる「キャピタルゲイン」はGDPには含まれないから、株式価値、ひいては企業価値の増大とGDPは直接関係しないのではないかとの反論があるかもしれない。この点については以下のように考えられるだろう。すなわち、確かに株式価値の増大をもたらす将来キャッシュフローの増大は、直ちに「現在のGDP」を増やすことはないかもしれないが、「将来のGDP」の増大をもたらすことは間違いない。したがって、中長期的に（時間軸を入れて）考えれば、株式価値、企業価値とGDPは相関関係を有することになるといってよいのである。

他方、一般に企業は、経営者の寿命や組織の効率性の問題などから、「収穫逦減の法則」から逃れることは難しく、無限に成長するものというよりはむしろ「栄枯盛衰」のある存在と考えられている。すなわち、企業には、生まれ、育ち、衰退し、再生さ

¹ 現在価値に割り引く（時間的な）割引率としては、一般に資金調達コストの加重平均、すなわち負債コスト（金利）と株式コスト（期待収益率）を加重平均したコストが用いられる。これはWACC（Weighted Average Cost of Capital、ワック）といわれる。期待収益率については後述。

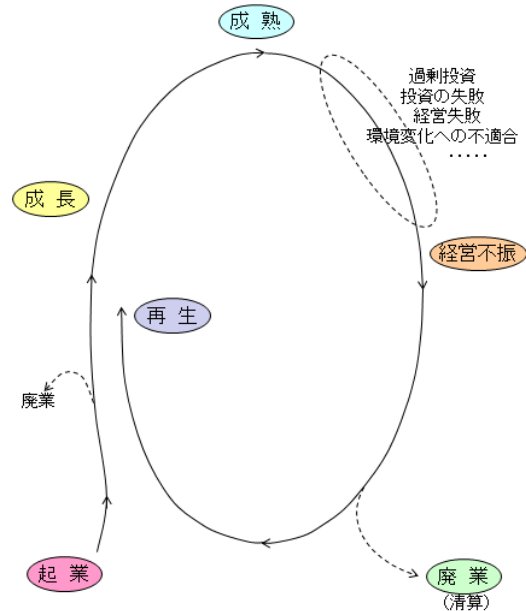
² 株式価値は株価と同じではなく、上場企業などではむしろ乖離することが一般的であり、区別して考える必要がある。

れるというライフサイクルがあり、この過程において廃業してしまうこともある（図1）。したがって、企業価値の増大を考える上では、起業数を増加させるとともに、成長力や復元（再生）力を高めることにより、ライフサイクルの良循環を実現することが重要であると考えられる。

しかるに、現在の日本は、企業の開業率と廃業率の逆転現象や企業数、IPO³数の減少傾向が継続しており、このままでは経済の縮小＝マイナスのスパイラルさえ懸念される状況にある。2008年版中小企業白書によれば、2004～06年に、企業数ベース（個人企業を含む）でみて、開業率5.1%、廃業率6.2%であり（図2）、企業の絶対数も06年には420万社まで減少している（図3）。また、従来、100～200社の間で推移していた年間当たりIPO数も、2008年には49社に激減した（図4）。

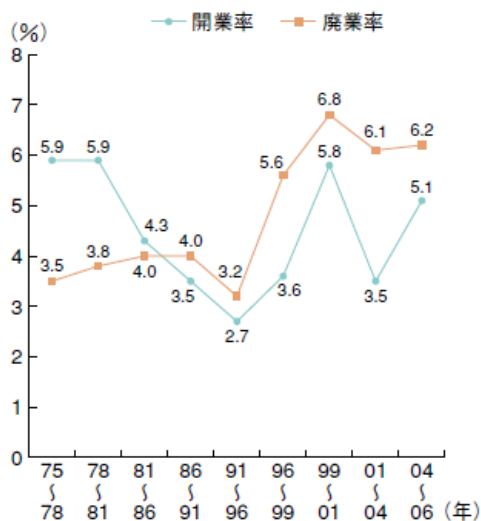
このような状況が克服され、起業、成長、再生の良循環が形成されていくことの必要性は、口で言うことはたやすいが、実際にはそう簡単なことではない。そこで必要なことは、このようなプロセスの理解者、共感者が増え、実際にチャレンジする人々（起業家／企業家）が増えていくことではないかと考えられる。したがって、ここではま

図1 企業のライフサイクル



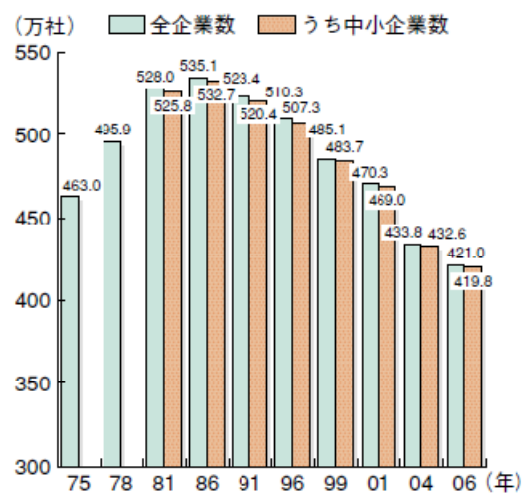
（出所）筆者作成

図2 企業の開廃業率（企業数ベース）の推移



（出所）2008年版中小企業白書（経済産業省）

図3 企業数の推移

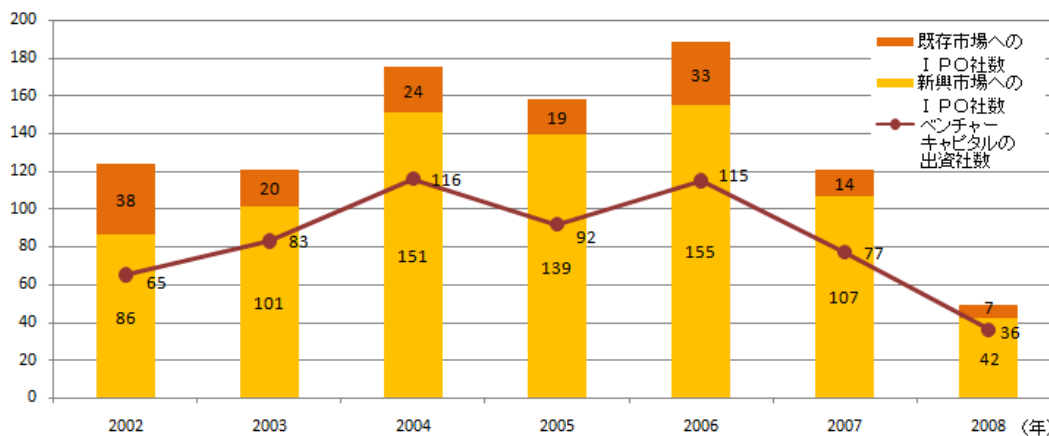


（出所）2008年版中小企業白書（経済産業省）

³ IPOはイニシャル・パブリック・オファリングの略で、株式上場のことである。

ず理解の一助となるべく、起業や成長、再生のプロセスとは具体的にどのようなものであり、株式価値や企業価値の増大はどのようにしてもたらされるものかについて、ベンチャー企業のモデル例を示すことで考えてみたい⁴。

図4 IPO社数の推移



(出所) 2008年ベンチャービジネスの回顧と展望 (財団法人 ベンチャーエンタープライズセンターベンチャービジネス動向調査研究会 平成21年1月)

2. 企業の設立・成長プロセスの株価、株式価値、企業価値

(1) 会社の設立

あるエンジニア (A氏とする) が仲間と一緒に独立して高齢者用の生活支援ロボットを製造販売するベンチャー企業 (B社とする) を立ち上げたとする。技術力を生かした自立作業支援ロボットと家事対応ロボットである。A氏自身が社長となり、1,000万円を出資して株式会社を設立したとする。このとき、発行株式数が200株だったとすれば、株価は5万円になる。

設立したB社が営業を開始したとする。その際、資本金の1,000万円だけでは足りないので、さらに銀行から1,000万円借入れ、工場スペースを借り、生産設備を購入し、人を雇い、原材料を購入して生産を始めたとする。

このときの株価、株式価値についてはどのように考えればよいだろうか。

前提として、販売が順調で、1年目で1,000万円の売上があったとする。売上から原材料費や社員の給与、設備の減価償却費 (実際に現金は出ていかないが会計上控除する) などを支払った残りが営業利益である。いま、営業利益が200万円だったとする。ここから金利などを支払ったものが経常利益になり、経常利益から法人税などを支払ったものが当期利益 (純利益) になる。簡単のため、ここでは100万円の当期利益があったとする。

⁴ 企業のライフサイクル分析については、橘木俊詔・安田武彦編『企業の一生の経済学』(ナカニシヤ出版 2006.12)、日本中小企業学会論集26『中小企業のライフサイクル』(同友館 2007.8)など参照。ただし、本稿のような株式や株式価値に焦点を当てた分析は行われていない。

(2) 利益を配当する場合の株価、株式価値

この当期利益の処分方法との関連で株価、株式価値を考えてみる。まず、当期利益がすべて配当されるとする。このとき、100万円を発行株式数の200株で割れば、一株につき5,000円配当されることになる。5万円の株価に対して配当割合は10%である。

ここで一定の仮定をおくことにする。すなわち、B社が毎年100万円の利益を生み続け、毎年配当を行うとする。このとき、株主は一株当たり5,000円を毎年配当としてもらうことになる。

このような株式の価値はどうなるだろうか。これは簡単な公式を用いて求めることができる。一般に、ある一定額のキャッシュが支払われ続ける資産の現在価値は、無限等比級数の和の公式、すなわち、

$$a + ar + ar^2 + \dots = \text{初項} / 1 - \text{公比} = a / 1 - r \quad (0 < r < 1)$$

を用いて計算すると(導出プロセスは省略)

毎年の支払額 / 支払率(期待割引率)

であらわすことができる。

上の例では支払率が10%であるから、この株式の現在価値、すなわち株式価値は5,000円 / 0.1 = 5万円ということになり、もとの株価と一致する。つまり、もとの株価と同じだけの価値があることになる。

(3) 期待収益率による株式価値の変化

上の例ではたまたま株価と株式価値が一致したが、もちろん常にそうなるわけではない。ここでポイントになるのは、「株主への支払率は、株主からみれば期待収益率であり、株式価値は期待収益率で割り引いて計算される」という点である。期待収益率というのは、その資産がどの程度のリターンをもたらせば投資家が投資したいと思うかという収益率のことである。株式はリスクがあるので、安全資産の金利と同じ収益率では株主(投資家)は保有しようと思わず、何がしかのプレミアムが必要になるのである⁵。

期待収益率は、投資家の判断によって変化する。上の例のように10%であれば株式の現在価値は5万円になるが、期待収益率が変化すれば株式の現在価値も変化するようになる。たとえば、投資家が事業のリスクが大きいと判断し、より大きなプレミアムを求め、期待収益率が20%だったとすれば、そのときの株式の現在価値は5,000円 / 0.2 = 2.5万円となりもとの株価5万円より小さくなる。同じリターンでリスクが大きければ、株式価値は小さくなるわけである。反対に、投資家がB社の事業には余りリスクがないと判断してプレミアムが小さく、期待収益率が5%だとすれば、一株の価値は5,000円 / 0.05 = 10万円となり、もとの株価5万円より大きくなる。同じリターンでリスクが小さいので、株式価値は大きくなるわけである。このように、投資家

⁵ このプレミアムはエクイティ・リスク・プレミアムといわれ、理論的に導出が可能であるが、ここでは説明は省略する。

の性向、期待収益率によって、最初の払込時の株価とその後の株式価値は異なる値になってくる。

では、B社が毎年100万円の当期利益を生み続けるとして、これを配当せずにそのまま内部留保しておいたらどうなるだろうか。このときは、配当という形で資金拠出者に分配される果実はないが、留保される利益は最終的には株主に帰属すべきものと考えられるから⁶、結局、毎年100万円(10%)ずつ「株主価値」、すなわち株式価値が増大していくと考えられる。このとき現在価値としての株式価値は、上の公式により、 $100 \text{ 万円} / 0.1 = 1,000 \text{ 万円}$ になる。一株当たりによれば5万円で、やはりもとの株価と同じ価値になる。

(4) 利益を再投資する場合の株価、株式価値

次に、B社の当期利益100万円を株主に配当せず、生産量の増大や質の向上のための設備投資に利用するとしたら、株価、株式価値はどうなるだろうか。この場合は、株主は配当を得ることができないが、追加的な投資により売上が増大し、利益も増大していくとすれば、むしろ配当する場合以上に株式価値が増加する可能性が生じることになる。

たとえば、設備投資により毎年5%利益が増加するとし、支払率(期待収益率)は同じ10%だとして、株式価値を考えてみる。一般に、得られる利益が毎年一定の成長率で増えていく資産の現在価値は、利益が変わらない場合と同様に公式を用いて(導出プロセスは省略)

当初利益額 / (期待収益率 - 成長率)

で計算できる。いまのケースに当てはめると、 $100 \text{ 万円} / 0.1 - 0.05 = 2,000 \text{ 万円}$ となり、一株当たりによれば10万円となる。すなわち、同じ期待収益率のもとで、株式価値が5万円から10万円に増加することになる。これは妥当な株価は10万円だということでもあり、配当しない方がむしろ株式価値が増加することになっている。

これは、配当せずに留保した分を設備投資に回すことにより売上が増大し、将来的な利益が増加することによりもたらされた結果であると考えられる。つまり、企業利益の将来的な成長が株式の現在価値の増大を生むのである。利益の増加率によって現在価値も異なってくるが、算出式(当初利益額 / (期待収益率 - 成長率))からわかるとおり、利益が多少とも増加し成長率がプラスとなるかぎり、株式の価値も5万円から増加していく。すなわち、利益の増加率が高まることは、株式価値、企業価値の増大、ひいては経済成長率や雇用の増大をもたらすことになるのである。

なお、上述の株式価値の計算方法は、基本的に「配当割引モデル」といわれている考え方であるが、将来の獲得利益の割引現在価値を算出しているという意味では、DCF法の考え方と同じである。一般にDCF法における将来キャッシュフローには、

⁶ 留保利益の株主への帰属については異論もあり得るが、ここでは深入りしないこととする。留保利益の性格を巡る議論については、江川雅子『株主を重視しない経営』(日本経済新聞出版社 2008.1) p285-90で紹介されている。

金利分も含まれているので、金融債権者の取り分(金利)を含む企業価値が計算され、そこから負債を引いて株式価値が計算されることになるのに対し、上述例の利益は、通常の企業会計ルールに基づき、債権者への金利を支払った後の利益であり、債権者の取り分が明示的には計算されていないという違いはあるが、その他、本質的なところは同じである。

3. 上場プロセスの株価、株式価値、企業価値

(1) IPO時の株価

B社は順調に成長して利益が拡大し、事業内容に関心のあるベンチャーキャピタルからの出資も得て、IPOを目指すところまで来たとする。このときの株式価値、上場価格についてはどう考えればよいだろうか。これは実際にIPOを担当する主幹事証券会社などが直面する課題である。

考え方の基本はやはりDCF法であり、これは非上場企業でも上場企業でも変わりはない。すなわち、将来的に獲得するフリーキャッシュフローの割引現在価値から企業価値を計算し、ここから負債を引いて株式価値を計算することになる⁷。

(2) 企業価値の算出方法

ただ、ベンチャー企業のような高成長企業の場合には、IPO段階でも成長途上であることが多く、将来キャッシュフローを高い確度で予測することは必ずしも容易ではない。また、一般に上場企業の株価は、当該企業の企業価値のみによって決まってくるのではなく、その業界の動向や市況などの影響を受ける。したがって、IPO時の株価も、たとえば類似業種の上場企業が株式市場でどのように評価されているかといったことに影響されることになる。そこで、IPO時の株価については、類似の上場企業において、キャッシュフローや利益と株価の関係がどうなっているかについても考慮されることが多い。たとえば、類似企業のEBITDA倍率(イービットディーイー・マルチプル)といわれる、金利や税金、減価償却費などを控除する前の、企業の「素の実力」ともいえる利益(EBITDA)で企業価値を割った倍率(企業価値/EBITDA)を用いて、

企業価値(当該企業) = EBITDA(当該企業) × EBITDA倍率(類似企業)
というように計算されることになる⁸。企業価値のかわりに株式価値(時価総額)や債権価値(負債額)が使われることもある。また、EBITDAではなく類似業種・企業のPER(株価収益率; 株価/一株当たり利益)が用いられることもある。

なお、企業価値の算出方法としては、この他に、バランスシート上の純資産を基準とする純資産法もある⁹。純資産法は算出が容易であることから、実務的には利用しや

⁷ DCF法により企業価値を算出する方法は「インカム・アプローチ」といわれる。

⁸ 類似業種・企業のEBITDA倍率などにより企業価値を算出する方法は「マーケット・アプローチ」といわれる。

⁹ 純資産法により企業価値を算出する方法は「コスト・アプローチ」といわれる。

すい方法といえるが、そもそも企業価値（株式価値）と純資産は異なる概念であることに注意する必要がある。たとえば、高収益でバランスシートが軽いベンチャー企業などでは、企業価値（株式価値）を純資産ではかると、過少評価になってしまう場合があるだろう。

E B I T D Aを使う場合には、上述のように企業価値を計算し、これから負債（債権価値）を控除して株式価値を算出する。たとえば、ある会社のE B I T D Aが1億円、業種平均のE B I T D A倍率が7倍¹⁰だとすれば、企業価値は7億円と計算され、負債が5億円あるとすれば株式価値は2億円となる。そして株式発行数が1万株であれば、妥当な株価は2億円÷1万株=2万円と計算される。

なお、このようにして算出される株価は、実際には、特定値で出すよりは一定の幅（レンジ）で示すことが一般的である。複数の手法、たとえばD C F法とE B I T D A倍率法を併用してレンジの重なった部分を採用するといったことも行われる。

（参考）ブックビルディングによる価格決定

ところで、実際の公開株価（時価総額）を算定するときには、このようにして算出された価格（フェアバリューという）から一定のディスカウントが行われることが一般的である。これはI P Oディスカウントと呼ばれ、上場当初は流動性の制約が発生するため、また主幹事証券会社としてすべての株式を売却するためディスカウントされる。ディスカウント幅は上場市場によって、また経済環境によっても異なるが、ほぼ10%～30%位のようなものである。このディスカウントにより、一般に公開株価は、本来の株式価値から導かれる価格より低く設定されることになる（株式価値が低下しているわけではない点に注意）。

その後、主幹事証券会社は機関投資家やアナリストに事前説明を行い、価格帯の仮条件を決定し公表する。市場の暫定的な評価を参考にするわけである。そして、この仮条件を機関投資家などに提示し、どの程度購入されるか需要を積み上げていく。これをブックビルディングという。ブックビルディングをふまえて主幹事証券会社は公開価格を決定し、公表することになる。

なお、従来、公開価格の決定はブックビルディング方式ではなく入札方式で行われていたが、これだと価格が高くなりすぎて公開直後に株価が急落してしまう事例も発生したことから、1997年の制度変更でブックビルディング方式も選択可能となった。しかし、ブックビルディング方式でも同じ懸念がないわけではなく、結局、株式価値や企業価値をできるだけ客観的かつ冷静に評価しようとする投資家の姿勢が重要になる。

（3）上場株価の算出

ここで、B社の例で実際に株価を計算してみる。前提として、市場の拡大、需要の

¹⁰ 一般に健全な企業の企業価値は、E B I T D Aの5～7倍程度と考えられることから（例外もある）ここでは、あり得べきE B I T D A倍率を7倍とした。

増大により会社が順調に発展し、資本金は大幅増資により 10 億円（発行株式数 2 万株 × 5 万円）、売上高は 200 億円、当期利益も 10 億円となり、E B I T D A は 20 億円だったとする。他方で借入金も増加して 100 億円となり、さらなる資金調達のために上場を決めたとする。そして、D C F 法で算出した株式価値のレンジが 140 億～180 億円であったとする。

上場している類似企業の平均レンジが、たとえば、株式時価総額 / E B I T D A が 4～8 倍だとすると、当該企業の想定時価総額は、20 億円 × 4～8 倍 = 80～160 億円となり、D C F 法と重複する範囲をとると 140 億～160 億円となる。つまり 150 億円 ± 10 億円というように想定時価総額が算出されることになる。

ここから 20% の I P O ディスカウントが行われるとすると、実際の時価総額は、112 億～128 億円（120 億円 ± 8 億円）となる。売却株式数が、既存株式のうち 1 万株と新株公募 2 万株、合計 3 万株で、株式総数が 4 万株だとすると、一株 28 万～32 万円となる。これをもとに機関投資家などに説明し、ブックビルディングにより価格が決定されるが、もし需要が堅調であれば上限の 32 万円というように決定される。

新規公募株については、株数を増やせば株価は下がり、減らせば反対に上がるので、妥当な株価を念頭におきながら発行規模を決定することになる。上の例でもし新規公募が 1 万株だったとすれば、売却株式数は 2 万株で株式総数は 3 万株となり、株価は一株 37 万～43 万円に上昇する。

ところで、A 社長にももとの株価 5 万円を権利行使価格とするストックオプションが付与されているとすれば、この権利を行使することで、一株当たり、株価が 30 万円であれば 25 万円（30 万円 - 5 万円）、40 万円であれば 35 万円の（課税前）所得を得ることができる。これはいわゆる創業者利得であり、上場し、将来キャッシュフローが的確に株価に反映されることによりもたらされる正当な対価であるといえる。

なお、上場株価は、証券会社がマーケットの声をふまえて決定した価格であるとはいえ、一度上場されてしまえば、さまざまな投資家の判断や経済情勢などで価格が日々変動することになる。ただし、中長期的には、株価は、株式価値が反映された価格水準を中心として推移することになると考えられる¹¹。

4．事業再生プロセスの株価、株式価値、企業価値

（1）再生の手法

B 社は I P O 後、しばらく業績は順調で、株価も 50 万円を超えて推移していたが、その後、技術開発に行き詰まり、また見通しを誤った過大な設備投資を行ったことで赤字となり、累損がかさんで、実質的な債務超過に陥ってしまったとする¹²。

このようなときに考えられる一つの方法は、民事再生法や会社更生法などの法的再

¹¹ 「中心として推移する」としたのは、以下のような考え方からである。すなわち、企業価値は将来キャッシュフローがベースとなっている以上、一定の不確実性があり、中長期的にみても変動する性格のものである。したがって、中長期的な株価が株式価値水準になるということ自体は間違いではないにせよ、変動がなくなることはないと考えられるのである。

¹² 過剰投資による過剰債務の発生は、窮境に陥った企業の多くに共通してみられる特徴である。

生（法的整理）を活用することである。裁判所の関与のもと、再建が可能と判断されれば、金融債権のみならず営業債権（商事債権）を含め一律にカットされ、再出発することになる。しかし、取引先などがもっている営業債権もカットされるということは、時として会社の対外的な信用を傷つけ、再生に支障をもたらすことになる。上場会社であれば証券取引所の規則上、上場廃止を余儀なくされることにもなる。

そこで、法的再生によらない再建策として考えられるものに私的再生（私的整理）がある。「私的」という意味は裁判所が関与しないということであり、財務や事業のデューデリジェンス（詳細調査）をふまえ、営業債権には手をつけず、金融債権者、すなわち当該事業者に融資しているメインバンクなどの金融機関が中心となって事業者とともに再生計画をつくり、実施していく。当該事業者と銀行などの合意により、金融債権を一部カットして負債を軽減する場合もある。これだと、営業債権はそのままなので取引先との関係に影響を与えずに過剰債務を削減することができ、事業再生の可能性を高めることができる。ただし、私的再生には公的な強制力はないので、当事者間で合意ができなければ成立せず、法的再生などによるしかない。私的再生の代表例は、私的整理ガイドライン¹³にもとづく再生や、産業再生機構¹⁴、RCC（整理回収機構）、中小企業再生支援協議会、事業再生ADR¹⁵、さらには今年の第171回国会で設置が決まった企業再生支援機構による再生などである。

（2）再生プロセスの株価、株式価値の考え方

B社は、金融機関の理解が得られ、私的再生を選択することになったとする。このようなケースでの株価や株式価値はどのように考えればよいだろうか。

まず、株式というのは請求権として債権に劣後する存在であり、原則として配当可能な利益がなければ配当してもらえないし、残余財産の分配についても、債権が回収された後でなければ分配してもらえない。債務超過に陥っているような会社では債権もすべては回収できないから、まして株式への分配は考えられない。したがって、その時点での株式価値はゼロと考えざるを得ない。

ただし、このような場合でも、株式は上場されていればさまざまな思惑で取引されるので、株価は、業績不振が伝えられれば低迷するだろうが、ゼロになる可能性は小さい。再生されるかもしれないという期待感を市場が先取りして価格がつくこともあるだろう。しかし、何の手も打たなければ株式価値はゼロであることに変わりはない。

¹³ 私的整理ガイドラインは、2001年に、政府の緊急経済対策において金融機関の不良債権処理の原則の確立や企業の再建の円滑化が掲げられたことを受けて、各界の有識者を委員とする研究会（私的整理に関するガイドライン研究会；高木新二郎座長）で検討され、公表されたものであり、私的再生手法による金融債権者と債務者の調整手続きなどが定められている。

¹⁴ 産業再生機構の活動については、拙稿「産業再生機構の活動を振り返って」『E S P』No.422（JUNE 2007）参照。

¹⁵ 事業再生ADR（Alternative Dispute Resolution；裁判外紛争解決手続）は、2007年の「産業活力再生特別措置法」改正によりできた制度であり、法務省の認証と経済産業省の認定を受けた特定認証ADR（事業再生ADR）が金融債権者と債務者の調整などを行う。事業再生実務家協会が第1号の事業再生ADRとなった（2008年11月）。

そしてこのような状況では、もはや会社は（法的にみて）株主のものだという原則も成り立ち難くなり、結局、企業価値は債権者価値と等しい、つまり会社はいわばメインバンクなど金融債権者の手中にあるということになる。

他方、私的再生が成立し、事業再生がプランニングされ、債権カットも行われ、実際に実行される段階になれば、状況は変わってくる。たとえば、事業デューデリジェンスを踏まえ、事業の「選択と集中」、つまり収益性や戦略性の観点から既存事業を評価し、将来性のある事業分野に資源を集中的に投入し、将来性が乏しい事業分野からは撤退するというような方針を確立し、実際にこれを実行していくことになれば、将来キャッシュフローが増大していく蓋然性が高まり、これにより企業価値が増大し、株式価値（株式の現在価値）がプラスになる素地ができてくる。加えてスポンサー（支援事業者）の支援があれば、シナジー効果が生まれ、さらに企業価値が増大することも期待できるようになり、経営体制の刷新やガバナンスの強化など再生の実行体制が担保されれば、再生の確実性もより高まっていく。そして、実際に再生の実効があれば、株式価値の増大が実現し、株価も上昇していくことになるのである。

（３）減資と株式消却

B社は、以下のようなスキームで再生する途を選択することになったとする。

すなわち、メインバンクと相談して選択と集中による再生を検討し、売上が伸び悩んでいる家事対応モデルの製造を中止し、今後需要増加が期待される自立作業支援モデルへの重点化をはかることとし、この計画にもとづいて銀行は100億円の有利子負債の一部放棄を行うこととした。また、スポンサーとして、ノウハウ、実績のある再生ファンド（Cファンドとする）が名乗りをあげ、設備投資に必要な資本（エクイティ）の供給を行うことを決定した。

さらに、既存の株式については、一部、減資と消却が行われることになった。減資というのは会計上の資本金を減少させることであり、実質的に債務超過であるような場合には、株式価値はゼロと考えるしかなく、プラスの資本金には意味がないから、合理的な考え方である。また、消却というのは株式を消滅させることであり、これにより発行済み株式数が減少する。100%消却すれば、既存の株式はすべて消滅することになる。消却は、株式が無価値になるような事態に陥った責任をその株主が負うということでもある。

なお、100%減資については、旧商法では、できるかどうか明文の規定がなく、実務上は株主全員が同意しないと困難であると考えられていたので、上場会社などでは事実上、不可能であったが、2006年に施行された新会社法では可能であることが明文化された。ただし、100%減資をすれば資本金がゼロになり、証券取引所の上場規則に抵触することになるから、上場会社では難しい。また、株式を100%消却すれば、既存の株主と新株主が完全に入れ替わることになり、B社のケースでいえば新株主はCファンドただ一人になるから、株式にまったく流動性がなくなってしまい、やはり上場規則に抵触することになる。

したがって、上場企業の場合には、規則に抵触しない範囲で減資、消却を行うか、あるいは上場廃止を選択して100%減資、100%消却も視野に入れて再生を期すかの選択を迫られることになる。B社はどちらにするか悩んだ末、上場廃止による信用毀損（レピュテーション・リスク）も考慮して、上場を維持したまま再生していく途を選択することにした。

（４）経営責任

オーナー企業家たるA社長は、保有株式（1万株とする）についてすべて消却するとともに、経営責任をとる観点から自ら退任を決意し、Cファンドの斡旋により、外部から新しい社長（CEO）が送り込まれることになった。新経営者は同業種の営業出身で、同種の製品や業界の事情に通じていた。生活支援ロボット事業の一層の発展のためには販売戦略にたけたトップが望ましいとの判断からである。A社長は会社の経営からは手を引き、顧問として指導にあたりながら「捲土重来」を期すことにした。

なお、特に中小企業の場合には、所有と経営が未分離であり、オーナー経営者が第一線を退いて本当に会社としてやっていけるかどうか問題があるのは事実である。他方、再生というのは本来、会社という器の再生ではなく事業の再生でなければならず、その確実性を高めるため、マネジメントの刷新が求められる場合も多い。所有と経営が未分離のままでは改革が進みにくいのである。したがって、経営責任のある経営者の交代が求められることも生じうる。もちろん、退任後は一切、経営に関わらないことまで求めるものではないし、経営者として有していた顧客との関係が引き続き大切な場合もある。しかし、特に債権放棄を含む再生の場合には、金融機関との関係からみても、少なくとも役員（取締役）としての立場からは退かなければならない場合が多いだろう。

（５）有利子負債の削減

B社の例では、有利子負債についてどれだけ削減が必要なのだろうか。この額の算出は、DCF法で考えることが基本である。すなわち、再生可能性の高い計画がつけられ、実行体制も担保されている場合には、将来的に、一定のキャッシュフローが得られる蓋然性が高いと考えられ、ある程度の確度をもって企業価値を計算することができる。IPOの場合には、企業が成長過程にあるので将来キャッシュフローの予測はなかなか難しかったが、再生の場合には、一定のビジネスの実績、取引先との間で構築された関係などがあるので、IPOの場合よりは容易であると考えられる。そして、このようにして計算された企業価値から、あり得べき債権の額を算出することができる。なお、実際には、既述のEBITDA倍率法や純資産法が併用されることもある。

もし、DCF法によりB社の企業価値が50億円と算出されたとすると、この企業価値を超える有利子負債については、将来的なキャッシュフローによる裏付けがなく、いつまでたっても返せるあてのない負債ということになるので、再生の可能性を高め

るためには、最低限、有利子負債の 100 億円を 50 億円まで削減する必要があることになる（図 5）。これはまた有利子負債の時価（価値）が 50 億円であるということも意味している。

なお、私的再生がスタートしたとき、仮に B 社の株価が下落して 10 万円になっていたとすれば、既存株式数が消却分（1 万株）を除いて 3 万株であれば、時価総額は 30 億円ということになる。しかし、企業価値が 50 億円で有利子負債が 50 億円だとすれば、株式価値は本来的にはゼロというしかないから、結果的に株式価値と株価が乖離することになる。これは実際に生じ得ることであり、特に窮境に陥った上場会社の株式は、さまざまな思惑で取引されることから、株価が必ずしも株式価値をあらわすものにはならないことが多いといえる。

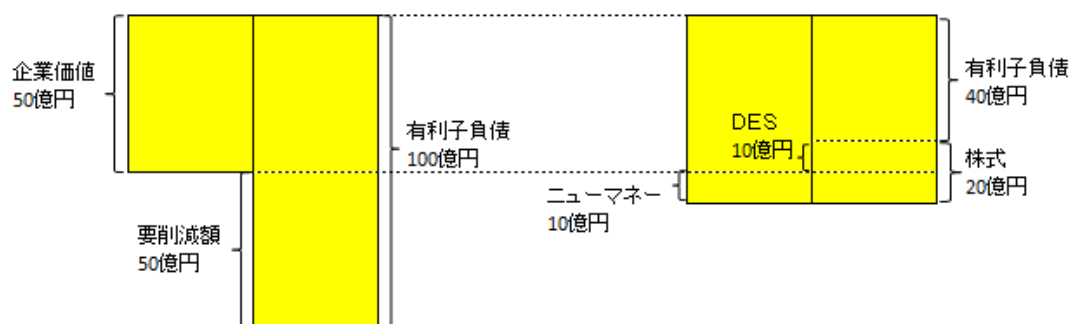
（6）エクイティの投入

B 社の再生にあたって、C ファンドが 10 億円のニューマネー（エクイティ）を投入したとする。これは第三者割当増資になる。C ファンドが 2 分の 1 の議決権の保有を目指すとするれば、既存の発行株式は 3 万株であるから、新規に 3 万株を引き受ければよいことになる。その際、株価は、10 億円 ÷ 3 万株 = 3.3 万円となり、市場価格が 10 万円だったとすれば、株主総会の承認を得て有利発行を行うことになる。

また、もし銀行が 50 億円の貸付債権のうち、10 億円について、負債の株式（優先株）への転換、すなわちデット・エクイティ・スワップ（DES）を行ったとすると、株式は計 20 億円、負債は 40 億円ということになる（図 6）。DES は一般に自己資本の充実や、債権を株式にかえることによる将来的なアップサイドのリターンの獲得などを目的に行われる。

図 5 有利子負債の削減

図 6 DES



（出所）図 5、図 6 ともに筆者作成

なお、DES について付言すると、一般に、将来キャッシュフローから計算される企業価値を上回る負債部分についてDESをしても、それは将来的に価値が実現する見込みがない部分ということになるから、理屈の上では、株式価値はいつまでたってもゼロと考えざるを得ない。つまりそのようなDESは本来、望ましくないものと考え

えられる。他方、上の例のように企業価値の範囲内でDESを行うのであれば、プラスの株式価値が認められることになり、DESの意味があることになる。ただし、企業価値は実際には幅をもって算出されることが多いので、保守的に見積もった企業価値を超える債権部分について、アップサイドのリターン獲得の機会をねらってDESにより株式にかえてもっておくことは、必ずしも不合理ではないと考えられる。

いずれにせよ、再生が軌道に乗り、獲得するキャッシュフローが増大して業績が上向き、他方で有利子負債が返済により減少していけば、株式価値は着実に増大し、低迷していた株価も上昇していくことになる。B社の例でいえば、10万円まで下がった株価が、かつての好調時の50万円、さらにそれ以上へと上昇していくことも期待されるようになる。そして、再生の過程で減少していた企業価値も反転し、再生前の水準を超えて増大していくことが期待されるようになるのである。A氏も将来、新しい製品開発に成功し、また社長に返り咲くことがあるかもしれない。会社が生き物である所以である。

5. おわりに

以上、企業のライフサイクルのモデル例により、株価と株式価値の違いや、株式価値は如何に生まれ、増大するか、そして企業価値は如何に増大していくかについて説明を試みた。いうまでもなくこのようなライフサイクルは、力強く繰り返されれば繰り返されるほど、全体としてみたときの企業価値が増大し、経済成長や雇用の拡大が実現していく。これを人のレベルでとらえれば、起業家が増え、IPOを目指すベンチャー企業家が増え、さらに窮境に陥っても真剣に再生に取り組み、復活を遂げる企業家が増えれば増えるほど、企業価値は増大し、経済成長や雇用の拡大が実現していくことになるのである。

【参考文献】

Esme Faerber, *All About Stocks : The Easy Way to Get Started*, Third Edition, McGraw-Hill, 2007

Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Fourth Edition, John Wiley & Sons, 2007

William N. Goetzmann, Roger G. Ibbotson, *The Equity Risk Premium*, Oxford University Press, 2006

Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, Vol.7, No.1., Mar. 1952, p77-91

William F. Sharpe, "Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, Volume 19 Issue 3, Sep. 1964, p425-442

Stuart Slatter, David Lovett, *Corporate Turnaround*, Penguin Books, 1999

McKinsey & Company Inc., *Valuation : Measuring and Managing the Value of*

Companies, (マッキンゼー・アンド・カンパニー『企業価値評価』(第4版上下) 本田桂子監訳 ダイアモンド社 2006.3)

Harry Markowitz, *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investment*, (ハリー・M・マーコビッツ『ポートフォリオ選択論 効率的な分散投資法』鈴木雪夫監訳 東洋経済新報社 1969.5)

Paul Gompers, Josh Lerner, *The Venture Capital Cycle*, (P.ゴンパース、J.ラーナー『ベンチャーキャピタル・サイクル: ファンド設立から投資回収までの本質的理解』吉田和男監訳 シュプリンガー・フェアラーク東京 2002.12)

産業再生機構『事業再生の実践』第 巻～ 巻(商事法務 2006.10)

高木新二郎『事業再生 会社が破綻する前に』(岩波新書 2006.1)

田中亀雄他編『私的整理ガイドラインの実務』(金融財政事情研究会 2007.3)