債務の株式化

債務の株式化

債権者と債務者が合意の上で、債権者の債券を株式に交換するという仕組みがデット・エクイティ・スワップと呼ばれています。専門家からも利用できる一つのスキームだと紹介されることが多いです。ただ、私が見るとところ、過剰債務というものが何であるかということも余りはっきりしないし、デット・エクイティ・スワップのどういう機能によって再建されているのかというのもうまくはっきりしていないと考えております。
債務の株式化—経済学の視点から—

（議論の対象と論点）

デット・エクイティ・スワップは、現金振替型と言われているものと、現物出資型と呼ばれているもののがございます（資料3ページ）。ここで後者を念頭に置いて議論いたしますが、前者であることも議論を本質的に変わりません。念頭に置くのは後者、つまり債券を現物出資して株式に換えていくという形式のものです。

御紹介にもございましたが、法学者の間では、いろいろな点が論点になっているのですが、債券および株式の交換に当たって振込価額を券面額にするのか、それとも現時点での市場の評価額にするのかという観点、それとも法学者あるいは実務家の人たちは、券面額をとる方が多いようですが、東京大学の藤田教授の法学者である実務家の人たちは、私どもの資料に「あわせて、DESの役割を論議する」と書いておりますが、今回は「あわせて」のほうを書いております。これがもう一つ重要な役割を持つのかどうかという問題もお話したいと思いますが、それと共によき論理をどのように理解すべきか、そういった問題があるのでないかと指摘しています。
ことを議論していきたいと思います。

藤田先生の主張が非常に重要な意味を持っているため、

問題を解決していく。これがデット・オーバー・ハンングの

というスキームが使われるのだろうという議論があります。

この議論を突き詰めていくと、結局はデット・オーバー・ハンングの問題を解決するためにデット・オーバー・ハンングという問題が生じません。そういう意味で、

有利発行類似の問題

まず、有利発行類似の問題についてお話しします。

藤田先生の例では、ある企業が株式を一億株発行しています。現在の株価は、一〇〇円です。それとは別に、二カ月後に満期が来る債券を全部で三〇〇〇万円、額面で三〇億円発行しています。藤田先生の例では細かく書かれていないのですが、次のような状況を考えます。

企業は株式の価値を張る主張が正しければ、何もデット・オーバー・ハンングという問題は生じません。そういう意味で、

『主な結論』

デット・オーバー・ハンングとは何かについて、

後ほどお話しますが、デット・オーバー・ハンングの

問題を解決していく。それがデット・オーバー・ハンングの

というスキームが使われるのだろうという議論があります。

この議論を突き詰めていくと、結局はデット・オーバー・ハンングの問題を解決するためにデット・オーバー・ハンングという問題が生じません。そういう意味で、

有利発行類似の問題

まず、有利発行類似の問題についてお話しします。

藤田先生の例では、ある企業が株式を一億株発行しています。現在の株価は、一〇〇円です。それとは別に、二カ月後に満期が来る債券を全部で三〇〇〇万円、額面で三〇億円発行しています。藤田先生の例では細かく書かれていないのですが、次のような状況を考えます。

企業は株式の価値を張る主張が正しければ、何もデット・オーバー・ハンングという問題は生じません。そういう意味で、

有利発行類似の問題

まず、有利発行類似の問題についてお話しします。

藤田先生の例では、ある企業が株式を一億株発行しています。現在の株価は、一〇〇円です。それとは別に、二カ月後に満期が来る債券を全部で三〇〇〇万円、額面で三〇億円発行しています。藤田先生の例では細かく書かれていないのですが、次のような状況を考えます。

企業は株式の価値を張る主張が正しければ、何もデット・オーバー・ハンングという問題は生じません。そういう意味で、
債務の株式化—経済学の視点から—

債務の株式化

まず、先ほどの言葉を思い出しましょう。割引債で利益がゼロであるが、なぜ三〇〇億円が二〇〇億円になるのかというと、債務不履行の可能性があるからです。企業価値は、株式価値と債券の市場価値を加えたものです。したがいまして、この企業の企業価値は、二〇〇億円で債券の時価あるいは市場評価額が一〇〇億円です。したがって、この状況を考えます。

藤右先生は、次のような二つの状況を比較します。（資料6ページ）ケース1では、額面でデット・エクイティ・スワップを実施します。すなわち、株式を発行することになります。デット・エクイティ・スワップを用い債券と交換により株式を債権者に与えます。これで、券面額でデット・エクイティ・スワップをやったケースです。

ケース2では、債券の時価が二〇〇億円なので、新株を発行して二〇〇億円を資金調達します。その二〇〇億円で債券を全部買い入れて債券を消費してしまいます。この場合に重要なのは、資金調達のために発行している株式数が二〇〇〇万株であることです。ケース1の場合は三〇〇〇万株を債権者に与えました。ケース2の場合は二〇〇〇万株を発行して二〇〇億円の資金を調達しました。こういう違いがあります。

この結果、資本構成が変わることになります。この結果、企業価値の総額が変わるかもしれませんが、これはV億円とします。そうすると、ケース1とケース2で株価はどうなるでしょうか。

ケース1では一億三〇〇〇万株ですので、V億円カウントします。
円を一億〇〇〇万円で割りますと、一・三分の
V円が株価になります。

ケース2では、V円を一・二分のV円になります。
一・三分の一では、一・三分のV円が大きな
額で、株価は一・二分のV円になります。
・ケース1とケース2とでは、既存の株主に
とってどちらか有利かというと、ケース2のほうが
有利です。ケース2では、一・二分のV円とい
う株価がつくのに対して、ケース1のように株価
額でドット・エクイティ・スワップをするとき、そ
れより安くなってしまいます。

これを藤田先生は有利発行類似の問題と呼ん
で、券面額でのデット・エクイティ・スワップは
株主の利益を損なうことなく主張されています。
こままで、よろしいでしょうか。

資料6ページのケース2では、市場価値は二〇
円であり、二〇円円で債券を全部買い取ることに
いっています。しかし、債務不履行の可能性があ
ることにいたします。
藤田先生は、法学関係の先生の中では圧倒的に経済学ができる先生で、普通の経済学者よりも間違いないのはかにできます。ですから、実は藤田先生の議論は経済学の直感でもあるのです。経済学者が聞くと、この藤田先生の議論は「それは違います。当たり前だよね」というのが普通の反応なので、この場合だけちょっと違っています。適切ではない議論になっています。

藤田先生の例は少し複雑なので、もう少し簡単なケースを考えました（資料9ページ）。Fというのが割引債の額面で、「○○」としてしょう。Xというのは割引債の満期が来る時点での企業価値、ここでは「ペイ・オフ」と書いてあります。これが企業価値といっても構いません。二つの状態がって、ある状態では四〇に変わり、ある状態では四〇にしかなりません。株主と債権者のがこの一〇・四〇の二つの様々な割合で受け取るかといううえ、債権者に優先権があるんですが、株式には有限責任というもののあって、企業のペイオフを全部渡せば、それ以上の責任は負う必要がないということです。したがいまして、Dというのが債権者の受け取った価格、価格、仮にDが四〇であるとすると、この時に企業の状態では四〇しかもらえない、株主は、上の状態では四〇という残余がありますが、下の状態ではゼロになります。

二分の一の確率で下、二分の一の確率でゼロで起こることを仮定します。そうしますと、株主は、二分の一の確率で二〇、二分の一の確率でゼロで起こるという確率で起こるから、それぞれのペイオフは、一〇〇と四〇ですので、債権者の受け取る事項を仮定します。
証券レビュー 第54巻第8号

それぞれの二分の一を足すと、債券の価値は七〇にな
ります。ですから、この例でも、額面と市場の評
価額は異なるということになります。額面
が一〇ですから、額面一当たりに直すと〇・
七。この〇・七を債券の市場価格と呼ぶことにし
ましょう。

藤田先生の例ですと、この債券を七〇で買い取
ることができるという話だったのです。しかし、
〇・五では買えません。これを説明します（資料10
ページ）。

仮に一〇〇のうちの半分の五〇だけ買うことに
します。市場価格〇・七で買えるとすれば、全部
で〇・〇になりますが、半分なら三五で買えるで
しょうか。買えないのです。

なぜ買えないのか。企業が買い取った残りは五
〇です。その五〇の債券の市場価格が幾らになる
かを考えてみましょう。この五〇は株式に優先し
ますので、上の状態では五〇、下の状態では四〇
になります。そうしますと、残った五〇の債券の
市場価格は、五〇と四〇の二分の一ずつ、つまり
四五になります。四五ということは、額面一単位
当たりに直すと〇・九です。先ほどは〇・七でし
た。しかし、半分買おうすると、残った債券の
市場価格は〇・九で、全体では五〇×〇・九で四
五となります。

よく考えていたのだたいのは、企業が買おうと
いうことは、〇・七で企業が買おうとしても、
残った五〇は〇・九の価値があるわけですから、
〇・七では誰も売らないということになります。
残った債券と同じ価格を超えないと、企業
は買い取ることができません。この場合は、
〇・七×五〇の三五ではなく、〇・九×五〇の四
債務の株式化—経済学の視点から—

五でないと買うことができないということになります。

次に、全部買うという状況はちょっとわかりにくいので、九九％買うことになる資料11ページ。そうすると、残るのは額面だけです。

○○のうち九九は企業が買い取ります。残る一○のデフォルトの可能性はゼロになります。残るの返済されるからです。このため、残った一の市場価格は額面に一致します。

先ほどの議論をそのまま当てはめますと、企業先ほど同様の議論ができますので、結局、企業が、つまり発行体が、自分が発行している債券、しかもそれは債務不履行の可能性がある債券で、そのために額面からディスカウントされて売られているような債券を全て買い上げると注意しなければいけないのは、発行体でないところが購入するときに、ディスカウントされた価値になるという点です。発行体ではなく第三者が購入するときは七〇で買い取りことができます。

そういったところ、藤田先生の議論は修正しなければいけないということになり、資料12ページ。

資料6ページのケース2のように、二〇億円の金曜達ではだめなのです。額面でしか買いえないの金調達ではだめなのです。額面でしか買いえないのでそれでは三〇〇〇万株の株式を発行する必要が出てきま

修正

す。
このように修正しますと、ケース1とケース2で株価は同じ結果になります。券面額でデット・エクイティ・スワップをしても、ケース2のようにエクイティ・スワップをしても、ケーブル株主の利益は全く変わりません。したがって、券面額でデット・エクイティ・スワップをやったからと、有利発行と類似の問題は起きないということがなります。これが、ここでの議論です。

一 徳ト・オーバー・ハンゲ

これだけだと藤田先生の議論は間違っていま
すで終ってしまうのですが、実は重要な問題が
隠されています。この藤田先生の議論が正しくあ
いは、そもそもデット・エクイティ・スワップとい
うスキームを企業再建の仕組みとして利用してい
くという発想自身が意味のないものになってしまいました。
証券レビュー 第54巻第8号

二〇よりも大きなわけです。この投資をすることが
ようって、債権者に投資の価値以上のものを与え
ます。株主の価値は一〇から二〇に増えたように見え
ますが、投資のために二〇の資金を提供していま
すから、二〇マイナス二〇で五になってしまいま
す。つまり、投資をしなければ一〇だった価値
が、投資をしたために五に下がってしまいますが、
その結果、債券の価値は、株式の価値はどうなる
でしょうか。株式は五〇とゼロの二分の一〇が
あります。債権者の価値は、一〇と九〇の二
分の一ですから九五です。債権の価値は、この投
資をしたおかげで九五に増えるのです。この九五
と七〇の差の二五は、実は投資そのものの利益、
と七〇の差の二五は、実は投資そのものの利益、
いまますか。
債務の株式化—経済学の視点から—
三、債務の株式化の機能

債務の株式化の機能についてお話します（資料17ページ）。最初に言いましたように、債務の株式化は、過剰債務に陥っている企業が企業再建をすると多いようです。そういう説解の多くは、デット・エクイティ・スワップさえすれば企業は再建される、あるいは持続価値を獲得することができるとも言える。ときに一つの目新しい論点を提案するもので、原理的には倒産がなくなります。したがって倒産コストが節約できる、その分だけ企業価値が高まるという議論です。

第四に、デット・オーバーハングの解消。私はこれがポイントだと思っています。
債務の株式化—経済学の視点から—

債務の株式化が資本コストに微妙な影響を与え、その可能性が高いわけではありません。しかし、どちらかというと、タックス・シールドの問題もあるため、法人税を考えると、デットの減少は資本コストを高めるかもしれないです。資本コストが低下するかどうかは、明示的なく議論をしないと何とも言えないのではないでしょうか。デット・エクイテイ・スワップを債権放棄と混同している可能性もあります。債権を放棄すればブラスになるのは間違いないでしょう。

また、財務体質が改善されるという点も、よく考えてみると、借金は不健全でしょうし、債券といえないので、借金ですよい、だから、借金がなくなると健全になって、企業も再建できるんじゃないでしょうか。しかし、というあまり論理的правленは考えない発想でいないかと思っています。

倒産コストが節約できるという主張もあるデフォルトの可能性がなくなりますから正しけに見え、このような企業は、債券がなくなっても長続きでき、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある、あるいは、債務の株式化の本質はデット・オーバーハングの解消にあり、企業の再建の可能性がある。
四、デット・オーバーハングとD（デット・オーバーハングとDES）

E

S

こうした理解のもとに、デット・オーバーハングとデット・エクイティ・スワップについて考え

証券レビュー 第54巻第8号
私論は、私が考えた。す
〇プワス・テッよに交すまり〇はのがまっないさく倒っは価主。

債務の株式化—経済学の視点から—

てっよに交すまり〇はのがまっないさく倒っは価主、

前合の場面の、と提案します。
このページのテキストは以下の通りです。

証券レビュー 第54巻第8号

（問題点）

問題は、交渉がそんなに簡単ではないことです。

一方、OTC市場における株主と債権者の交渉においても、一つだけだったら交渉もできるかもしれませんが、株主はたくさんいるし、債権者もたくさんいます。そういう場合にはどうするのかという問題があります。

さらに、株主と債権者の交渉においても、株主の利潤のためを交渉するのかという問題もあります。ですから、これはあくまで原理的な話をしているのでから、これはあくまで原理的な話をしております。

（券面額によるDES）

券面額によるDES、ディット・エクイティ・スワップについての基本との認識のもと、さまざまな状況を想定して、ディット・エクイティ・スワップを使い勝手のよい仕組みにすることにしようと、私が考えているのは、私のもんだと考えています。これについては考えております。

資料20ページを参照のことです。

（付録）

資料13ページのデッ・オーバーハングの場合を思い出してください。この場合も、投資を実行するのに資金が必要です。
債務の株式化—経済学の視点から—

すると株主から債権者に利益を与えることになり、
しかしその資料14ページのDを見ていただけなら
わかりますように、額面価格が下り着いたので
なら、一〇は節約されています。券面額でデット・
エクイティ・スワップをやる、そのような
投資をするだけよりもさらに悪いという意味で
はなしく一〇を与えるということに対応してい
ます。つまり、券面額でのデット・エクイティ・
スワップのほうが、さらに悪いのです。

「さらに悪い」というのは、何もしないで単に
投資をするだけよりもさらに悪いという意味で
持って株券を渡し、投資を行なうという状況

す。券面額でのデット・エクイティ・スワップを
使って株券を渡し、投資を行なうという状況

は、デット・エクイティ・スワップをやらずに債
券は債券のまま残しておいて投資を実行するとき

が、券面額でデット・エクイティ・スワップ

場合も、デット・エクイティ・スワップをやらずに投資をする場合も、先ほどの例でわかりますよ
うに、正の価値を持つ投資が行われる可能性が
十分あります（資料22ページ）。

では、正の価値を持つ投資が行われる可能性が
あるのはどのくらいでしょうか。券面額でデッ
ト・エクイティ・スワップを使わずに債券を残したまま投資を実行したほうが、まだた

債券の現在価値の投資を行うことができる

も、デット・エクイティ・スワップを使う

くの正の現在価値の投資を行うことができる

す。つまり、それだけ券面額によるデット・エク

イティ・スワップというのは役に立たないという

ことです。券面額によるデット・エクイティ・ス
ワップを使うくらいならば、そういうスキームは
は議のいいばすいう投通普わ使そよ使プッワし正論議私ままれさ用採、はスィテトの額券すままいうプ・テイ・デのとき利株らちどのすの。

にこうえ失まま合な益利の、でし議をにまま券にずプもな、はワス・イエス・ト、も証の額ジやにず使、ばららるうと大利のうる性可でない少証、次に違者ヴァフラトいっておまえして。

たなきは益の主株がほとたましししっし資に単にわ使
債務の株式化—経済学の視点から—

債務の株式化—経済学の視点から—

まず、債権者が債権を株式化しようとするとき、債権者の利益を損なうことになるが、株式の価値が高い場合、債権者の利益を損なうことになる。

しかし、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なうことになるが、債権者の利益を損なすこと
過と定義せざるを得ないと思います。したがっ
て、実質的な債務超過の状況において、株式にオプション価値があるといえ
るかいないかという問題が随伴します。投資プ
ロジェクトを除外して考えた場合、実質的に債務
超過であり、オプション価値ゼロ、株式価値が
ゼロになったとしても、投資プロジェクトを考
える話は変わってきます。デット・エクイティ・ス
ワップの議論が可能になります。従って、明らかに
面額はいくらい。債権者が主張できるのは額面で
はなく現在の市場価値であれば、債権者の価
格は企業が所有している投資前の資産価値です。
それを基準にして、交渉が可能であるならば、新しい
投資からの利益を半分ずつに分けるようなデッ
ト・エクイティ・スワップをやるべきでしょう。

二番目は、よく見える主張です（資料2ページ）。
債券の市場価値と額面価値が乖離するのでは、まだ
満期が来る前だからであり、満期が来て、その時
点で弁済しなければならないのであれば、券面で
評価する以外にはいかせます。債権者は額面
価格を受けることができるからというと、そうではなく
て、受け取れるのは、企業の流動価値です。企業
持っている資産の受け取り分であって、それは額面よりも多い
ないという事は当然起こり得ます。

そういう状況で、将来の持続価値のために、私
債務の株式化—経済学の視点から—

五、まとめ

以上が、今日用意した報告の全てです。先に藤田先生の論文を発表したが、これは資金の増加額であり、実際の資本の増加額を示しています。したがって、この論文は経済学的には間違っています。さらに藤田先生の論文が正しいということは、デット・オーバーハングという問題を解決するスキームであることが示されます。
債務の株式化—経済学の視点から—

しまかったが、銀行なり第三者が購入する限り、理論的には少なくとも二〇億円で買うことができるです。

このため、デッド・エクイティ・スワップの一つの活用方法としては、十分な資金のある金融機関が、発行企業の債券を買い取って、唯一の債権者として企業と交渉するという仕組みを考えることによって解決できるのではないかと考えています。ただ、金融機関は企業の株式をた取れるわけではないのですから、まさにおっしゃった通りのことによって、かなりのことであるデッド・エクイティ・スワップでできるのではないかという希望を持っています。

大前常務理事
いかがでございますでしょう。御質問があれば、お願いしていきます。
いしいたいと思います。
それでは、若干時間はございますが、これ以上御質問がないようございますので、以上をもちまして本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。
改めてまして、倉澤先生、どうもありがとうございます。

（拍手）
この報告は、倉澤資成・小林稔「債務の株式化」
（二〇一四）未公表をもとにしている。

この講演は、平成二六年七月十四日に開催されました。
債務の株式化—経済学の視点から—

倉澤 資成 氏

略歴

・1969年3月 早稲田大学理工学部数学科卒業
・1973年3月 早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了
・1973年4月−1974年3月 財団法人国民経済研究協会研究員
・1974年4月−1975年3月 横浜国立大学経済学部専任講師
・1975年4月−1988年3月 横浜国立大学経済学部助教授
・1988年4月−1999年3月 横浜国立大学経済学部教授
・1999年4月−2012年3月 横浜国立大学大学院国際社会科学研究科教授
・2006年4月−2012年3月 京都大学経営管理大学院客員教授
・2012年4月 横浜国立大学経済学部名誉教授
・2014年4月 就実大学経営学部特任教授