

07 年度 卒業論文

# 破産と再生の経済評価

慶應義塾大学 経済学部  
石橋研究会 第 8 期生

武石 悠希

## はしがき

企業会計では企業は将来に向かって永久に存続すると仮定されている。しかし、現実的にすべての企業が永久に存続して事業活動を展開できるわけではない。事実、戦後からバブル期にかけては、日本経済の発展、企業の大規模化、競争の激化とともに企業の倒産件数も増加の一途を辿ってきた。そして近年ではそごうが民事再生法を、NOVA が破産法を適用するなど、大型倒産が目立つようになってきた。また、ダイエーやカネボウのように、倒産には至っていないが、財政破綻に陥った企業の再建問題も新聞紙上を賑わせている。

経済学の視点から見れば、倒産した企業を清算して財産の分配を公正に行うことや、収益力があるにもかかわらず何らかの原因で倒産してしまった企業を早期に再生させることは望ましいことである。逆に言えば、倒産した企業をそのまま放置しておく、倒産企業の財政状態はますます悪化し、連鎖倒産を招くなど、経済に大きな悪影響を与えてしまう。このような事態を回避するためには、適切な倒産処理制度の構築が不可欠であるが、現状の制度においては必ずしも経済的に適切な処理がなされているとはいえない。では、はたして最適な倒産処理制度というものは構築できるのであろうか。本論文では、主に倒産処理制度に焦点を当てて、倒産という問題を経済的な視点から分析する。

## 目次

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 序章                        | 1  |
| 第1章 企業の倒産と倒産処理制度          | 3  |
| 1.1 倒産の意義と倒産処理の必要性        | 3  |
| 1.2 日本の倒産処理制度             | 3  |
| 1.3 日本の倒産処理の現状            | 8  |
| 第2章 倒産原因と倒産確率             | 10 |
| 2.1 分析手法                  | 10 |
| 2.2 サンプルデータ               | 10 |
| 2.3 推定結果                  | 12 |
| 2.4 各企業の倒産確率              | 14 |
| 2.5 まとめ                   | 15 |
| 第3章 破産法制度の経済分析 —政府の視点から—  | 16 |
| 3.1 理論上の最適な破産法制度          | 16 |
| 3.2 日本の現行法との比較            | 25 |
| 第4章 企業再生のメカニズム —債権者の視点から— | 27 |
| 4.1 経営者インセンティブと効率性        | 27 |
| 4.2 経営者交代                 | 31 |
| 4.3 まとめ                   | 36 |
| 第5章 企業再生の実際               | 38 |
| 5.1 企業再生の手法               | 38 |
| 5.2 ケーススタディ               | 41 |
| 第6章 結論                    | 48 |
| 参考文献                      | 49 |

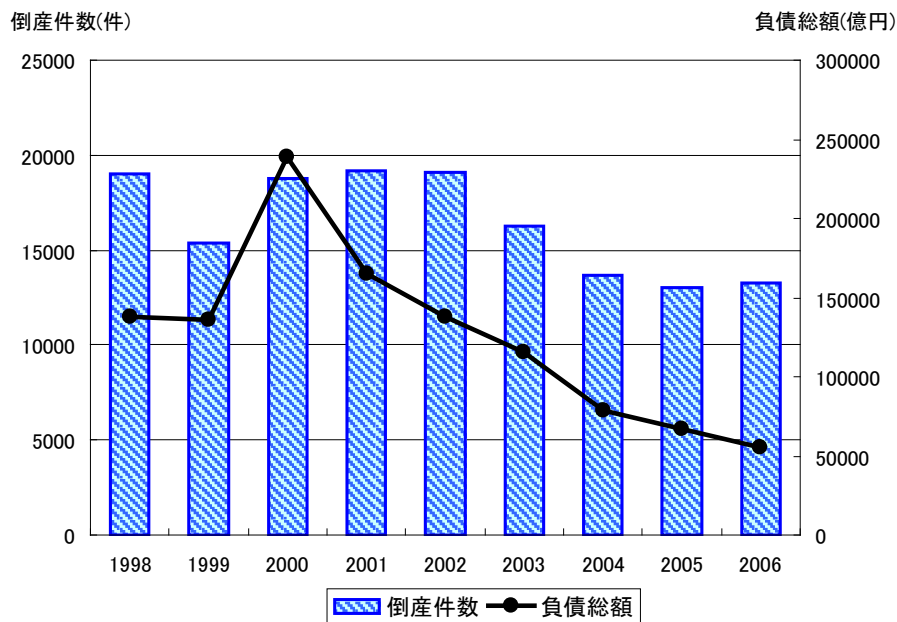
## 序章

近年、倒産処理制度の抜本的な改正が進められてきた。2000年に民事再生法が施行され、2003年には会社更生法の大幅な改正が行われ、2005年に抜本的な改正の最後を飾る破産法の改正が行われた。そのような大幅な改正が行われた理由の一つには、20世紀後半からの倒産件数の増加がある。最近の日本における倒産件数と倒産した企業の負債総額は図1のとおりであり、昨今は景気の回復に伴って倒産件数は減少傾向にあるが、2000年ごろは倒産件数と負債総額ともかなり高い水準にあった。

このように、倒産件数および負債総額が非常に高い水準にあったにもかかわらず、近年の倒産処理法の抜本的な改正を行うまで、破産法や会社更生法といった倒産処理の方法はほとんど見直されることがなかった。特に会社更生法については、制定された1952年以降、2003年の大幅改正まで、小さな改正が2回しかなく、さらに適用件数についても他の処理手続に比べて極端に少なかったため、その目的を果たしていなかったのではないだろうか。

企業の破綻を早期に適切に処理するのは、政府から見ても、債権者から見ても、すべての利害関係者にとって必要なことである。そこで以下では、適切な倒産処理制度とはいかなるものかということを中心として研究を行う。

図1 日本における倒産件数と負債総額の推移



出所：東京商工リサーチ「全国企業倒産白書」

まず第1章と第2章では、倒産の概要として、倒産の意義や倒産処理制度についての日本の現状を紹介し、さらに、企業が倒産にいたる原因について計量経済学を用いて分析し、各企業の倒産確率の推定を行う。

第3章と第4章においては、本論文の主目的である、倒産企業が経済的に効率的な結果を実現するにはどのように倒産処理制度を整えたらよいかということについて、主に経営者インセンティブに主眼を置いて理論分析を行う。

第3章では、政府の視点から、清算型の法的整理であり倒産処理法制度の基本法である破産法に焦点を当てて、経営者の適切な努力水準を引き出すための法整備について分析を行い、事前的な効率性を達成するための理論的な破産法制度を紹介し、日本の現行制度との比較をする。

第4章では、債権者の視点から倒産処理の経済分析を行う。ここでは経営者インセンティブと効率性について、事後的な非効率性が事前の効率性をもたらすことを示す。さらに、倒産企業における経営者交代について、債権者の絶対的優先権が侵害されることの非効率性について契約理論を用いて分析する。

最後に第5章においては、企業再生の現実について、企業再生の手法を紹介し、総合スーパー事業を営む企業であるマイカルとダイエーの実例を用いてケーススタディを行う。

## 第1章 企業の倒産と倒産処理制度

本章では倒産の意義や各種法令等の基本的な事項などを紹介し、日本の現行制度について述べるとともに、それらがどのように適用されているかについて論じる。

### 1.1 倒産の意義と倒産処理の必要性

倒産とは債務者が経済的に破綻して債務の支払いが困難になった状態のことであり、具体的には手形や小切手の不渡りを出したときや、破産・民事再生・会社更生・特別清算の各種法的手続き開始の申立てがあった場合に倒産したと言われる。倒産とはすなわち破産ではなく、倒産したからといって必ずしも企業自体が消滅するわけではない。倒産をすると、企業を消滅させる清算か、リストラ策などを実行して企業を存続させる再生かという選択肢が存在する。

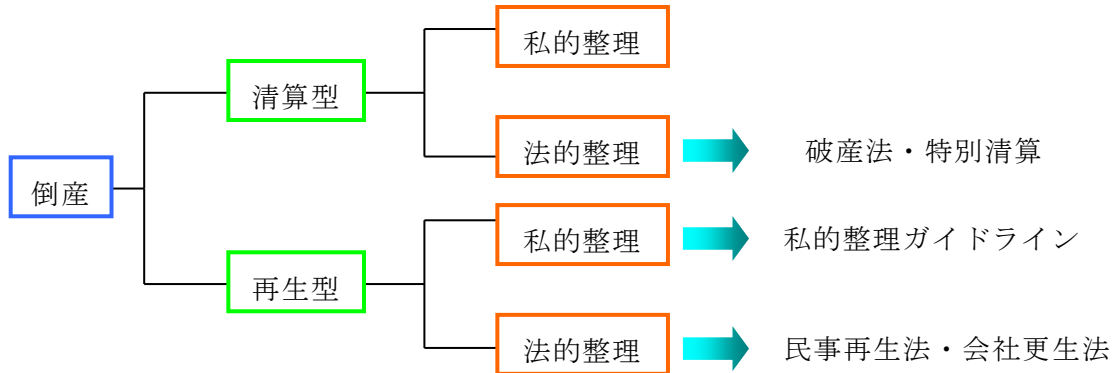
債務者が倒産状態に陥った場合にそのまま放置しておく、債権者は自己の債権をわれ先に優先的に回収しようとし、その結果債権者間の公平性が保たれなくなったり、企業が再建した場合よりも回収額が少なかったりしてしまう囚人のジレンマが発生してしまう。債務者としてもそのような状態で経済活動を続けられれば、さらに財政状態は悪化し再起が不可能となる。また債務者の取引先などにも影響を与え、連鎖倒産を引き起こすなど、経済全体に悪影響を及ぼしてしまう。そこで、このような状態に陥った企業を早期に処理するために、倒産処理制度が必要となる。

倒産処理の方法には、債権者・債務者間で任意に協議して債務者の財産関係を処理する私的整理と、法規制や裁判所の監督によって財産関係を処理する法的整理がある。当然、私的整理は法的拘束力を持たず、法的整理は法的拘束力を持つ。また倒産処理方法は、まったく別の観点から倒産処理手続き完了後に企業が消滅する清算型と手続き完了後にも企業が存続する再生型とに分けられる。

### 1.2 日本の倒産処理制度

日本の倒産処理制度には、法的整理かつ清算型のものには破産法と会社法の特別清算手続きがあり、法的整理かつ再生型のものには民事再生法と会社更生法がある。また、私的整理に関するものとして「私的整理に関するガイドライン」がある。このガイドラインは法的拘束力を持たない紳士協定であり、遵守しなくても罰則が課されたりするわけではない。これらの関係を図示したものが図 1-1 である。以下で、各手続きについて簡単に紹介する。

図 1-1 日本の倒産処理制度



### 1.2.1 破産法

破産とは、債務者が経済的に破綻した場合にその財産関係を清算し、すべての債権者に公平な弁済をするとともに、債務者の経済生活の再生の機会の確保を図ることを目的とする裁判上の手続きをいい(破産法 1 条)、その手続について定めたものが破産法である。破産は倒産処理の最後の受け皿であり、他の法的手続で成功しない場合にはすべて破産手続きによって処理されることが予定されている。

債務者に支払不能などの破産手続開始の原因があるときに、債務者は裁判所に破産手続開始の申立てをすることができ、手形の不渡り等の支払停止があれば支払い不能と推定され、さらに、合名会社および合資会社を除く法人については債務超過も破産原因とされる。裁判所による破産手続開始の決定があると、債務者企業は財産に関する一切の管理処分権を失い、裁判所に選任された破産管財人が管理処分権をもつ。破産開始の決定があると債権者は個別の権利行使が禁止されるが、抵当権等を有する別除権者については別除権を行使して優先的に弁済を受けることができる。また、破産手続きの途中で民事再生法や会社更生法の手続きに移行することもできる。

破産手続には債権者間の公平性・公正性を十分に確保できるというメリットがあるが、反対に、会社財産の大部分が別除権者と租税債権等に対して優先的に弁済されるため一般の破産債権者の取り分はごくわずかとなってしまい、債務者の事業が継続不可能になる、時間と費用がかかるというデメリットもある。

### 1.2.2 特別清算手続

特別清算とは、通常清算中の株式会社につき、その清算の遂行に著しい支障を来す

事情がある場合、または債務超過の疑いがある場合に開始される裁判上の特別の清算手続で、会社法 510 条以下に規定されている。この手続は、たとえ上記の場合であっても破産手続を申立てするのは過剰な場合があり、逆に、通常の清算手続では利害関係者の保護が十分に図られない場合があるということから規定された。

特別清算の対象は清算中の、しかも株式会社に限定されている。つまり、株式会社であっても、存続中の会社が特別清算を申立てしようとする場合には、まず株主総会において会社解散の決議を経て清算手続に入る必要がある。このため、比較的解散の決議をしやすい小規模会社や同族会社で利用されるのが一般的である。

特別清算は債権者、清算人、監査役、株主が申立てを行うことができ、このうち、清算人については、会社に債務超過の疑いがあるときは特別清算の申立てをすることが義務となる。

特別清算手続においては、破産手続と違い、清算人が会社財産の換価等を行い、債権者に債権の一部免除等の内容を定めた協定案を作成し、裁判所へ提出する。この協定案は債権者の同意が必要であり、同意が得られない場合には破産手続に移行する。

特別清算のメリットとしては、破産法より簡便であり、破産法に比べて、破産管財人などの裁判所の積極的介入がないため主力債権者の指導の下で手続を行えるという点が挙げられ、反対にデメリットとしては、株式会社だけしか利用できない点、清算人作成の協定案に関する債権者集会の特別多数決および裁判所の認可が必要であるため、実務上利用が困難であるという点が挙げられる。

### 1.2.3 民事再生法

民事再生とは経済的に窮境にある債務者が、債権者の多数の同意を得、かつ、裁判所の認可を受けた再生計画を定めること等により、債務の弁済と事業または経済生活の再生とを図る裁判上の手続をいう(民事再生法 1 条)。従来は和議法でこの目的を達成しようとしていたが、実情に合わないという理由で和議法は廃止され、平成 12 年に民事再生法が施行された。なお、民事再生法はすべての会社、特殊法人、個人が対象となり、外国法人であっても利用することができる。また、民事再生法の特色の一つとして、再生債務者は再生手続が開始されても原則として業務執行権等を失わない、DIP (Debtor In Possession) 型の手続が採用されている。

再生手続は債務者あるいは債権者の申立てによって開始され、申立ての要件である開始原因は和議法より緩和されており、破産原因の事実が発生していなくても、それが生じるおそれがあることや、弁済期にある債務を事業の継続に著しい支障を来す



ことなく弁済することができないという事情があれば足りる。また、裁判所の申立棄却事由についても、再生計画案の作成もしくは可決の見込み、又は再生計画の認可の見込みがないことが明らかでなければ棄却事由にあたらぬ。

再生手続の開始後は、再生債権者は原則として再生債務者の作成する再生計画によらなければ弁済は受けられなくなるが、別除権については原則として制限を受けない。再生債務者の作成する再生計画は基本的に債権者集会の決議での同意が必要であり、可決すれば公告し、効力が生じる。反対に否決されれば、原則として破産手続に移行する。

民事再生法のメリットとしては、株式会社でない会社も利用でき、さらに、個人、学校、医療法人なども申し立てができるという点、経営者の交代も株主の交代もないという点が挙げられ、デメリットとしては、債務者企業は公告義務があり、財政破綻の可能性を債権者全員に知られることによって信用不安が表面化するという点である。

#### 1.2.4 会社更生法

会社更生とは、窮境にあるが再建の見込みのある株式会社につき、更生計画の策定およびその遂行に関する手続きを定めること等により、債権者、株主その他の利害関係人の利害を適切に調整し、もって当該株式会社の事業の維持更生を図ることを目的とする制度をいう(会社更生法 1 条)。同じ再生型の法的な倒産処理手続である民事再生手続に比べて、会社の更生を図るための強力な手続が設けられており、民事再生法よりも大型な案件に対して効力を発揮する。

会社更生手続は破産原因の事実が生じるおそれがある場合、弁済期にある債務を弁済すれば事業の継続に著しい支障を来すおそれがある場合に、原則として債務者企業が申立てを行う。申立ての後、裁判所による手続開始決定がなされる前に、債権者の個別的な権利行使は禁止され、民事再生法とは違い、経営者の事業経営権も失われる。債権者の権利行使が禁止されるのは、通常申立てから開始決定まで時間を要するので、その間に債権者が債権引き上げをして会社の財産が流出するのを防ぐためである。

手続の開始決定がなされると裁判所によって管財人が選任され、この管財人が経営権、財産の管理処分権を有し、従来の経営者はそれらの権利を失う。さらに、債権については、通常の更生債権のみならず、更生担保権も原則として弁済が禁止され、更生手続による以外のすべての債務の支払いが停止される。

更生計画を作成できるのは、管財人、株主、更生会社、届出をした更生債権者等で

あり、このうち、管財人については作成・提出の義務がある。更生計画には4つのタイプがあり、現在の会社を同一の法人格のまま存続させて事業を維持継続する方法と、新会社設立、合併、分割、株式交換、株式移転等により更生させる場合で、法人格を変える方法、第三者に営業を譲渡し、更生会社としての事業継続は断念する方法、更生会社の事業の全部を廃止する方法がある。更生計画案は通常、関係人集会の決議が必要であり、基本的に株主に議決権はない。裁判所による更生計画の認可の決定があった場合には、管財人は速やかに更生計画を実行しなければならない。

会社更生法のメリットは、巨大化した株式会社の維持更生に有効であることであり、デメリットは、株式会社しか対象でないこと、手続きが大掛かりであり、費用と時間がかかるということである。

民事再生法と会社更生法の違いは、主に、適用対象の範囲、コスト、手続中の経営権、担保権の権利行使という点であらわれている。まず、民事再生法は、株式会社に限られず、特殊法人、個人に対しても適用でき、時間とコストがあまりかからず、申立て前の経営者が申立て後も経営権を保持し、さらに手続き中も原則として担保権の行使は自由に行うことが出来る。これに対して、会社更生法は、適用対象は株式会社に限定され、民事再生法に比べて時間もコストも多くなり、経営権も従来の経営者から裁判所が選任した管財人に交代し、さらに、通常債権と同様に、担保権の行使も出来なくなる。

#### 1.2.5 私的整理に関するガイドライン

私的整理に関するガイドラインは金融界、産業界および弁護士等を中心に作成された、私的整理を公平かつ迅速に行うための指針となるものであって、紳士協定であり、法律ではない。よって法的拘束力はなく、関係者がガイドラインを遵守しなくても何らかの罰則が課されたりするわけではない。しかし、このガイドラインは、債権者、債務者双方にとっての企業の価値を最大にするのに役立つ有力なツールである。

通常、債権債務を処理する場合に対象となる債権者の範囲は、営業取引の債権者のみであるケースや、金融機関のみが債権者であるケースなど、さまざまであるが、このガイドラインが対象としているのは、成立経緯からもわかるとおり、金融機関が債権者となるケースであり、再生型の手続きである。

逆に、適用対象となる債務者企業も限定されており、事業価値があり重要な事業部門で営業利益を計上しているなど、再建の可能性のある企業がその対象であり、倒産を先送りにしたいためにこのガイドラインを適用することは出来ない。

ガイドラインを適用した場合の手続きの流れは、まず債務者が主要債権者に対して、私的整理の申し出を行い、ガイドラインを適用することの同意を得る。同意を得られたら債務者である企業と主要債権者が、各債権者に対して債権の個別の行使禁止などを通知する。その後、第1回債権者会議と第2回債権者会議を経て、再建計画案が債権者に対して提出され、債権者全員の同意が得られれば再建計画が実行される。債権者全員の同意が得られなければ私的整理手続きは終了し、法的整理を申し立てるなど、適切な措置をとらなければならない。なお、再建計画案において債権者の債権放棄を要請する場合には、債務者企業の経営者は原則として退任しなければならない。

私的整理に関するガイドラインを適用することのメリットは、簡便・迅速であり、自由に協議可能で、さらに、法的整理とは違って公告しないため秘密保持性が保たれるという点で、デメリットは、再建計画案の成立には原則として債権者全員の同意が必要であり、それを得ることは通常困難であるという点である。

### 1.3 日本の倒産処理の現状

以上で各種倒産処理手続きについて簡単に紹介した。では実際にどのような手続きが多く利用されているのか。表1-1は、各種法的手続きの申立て件数を表している。

表 1-1 各種法的整理の申立て件数

| 年    | 会社更生法 | 民事再生法 | 破産   | 特別清算 | 法的整理合計 |
|------|-------|-------|------|------|--------|
| 2001 | 27    | 906   | 4027 | 245  | 5205   |
| 2002 | 61    | 878   | 5418 | 246  | 6603   |
| 2003 | 46    | 819   | 5436 | 228  | 6529   |
| 2004 | 38    | 588   | 5349 | 258  | 6233   |
| 2005 | 20    | 560   | 6191 | 320  | 7091   |
| 2006 | 6     | 532   | 7289 | 358  | 8185   |

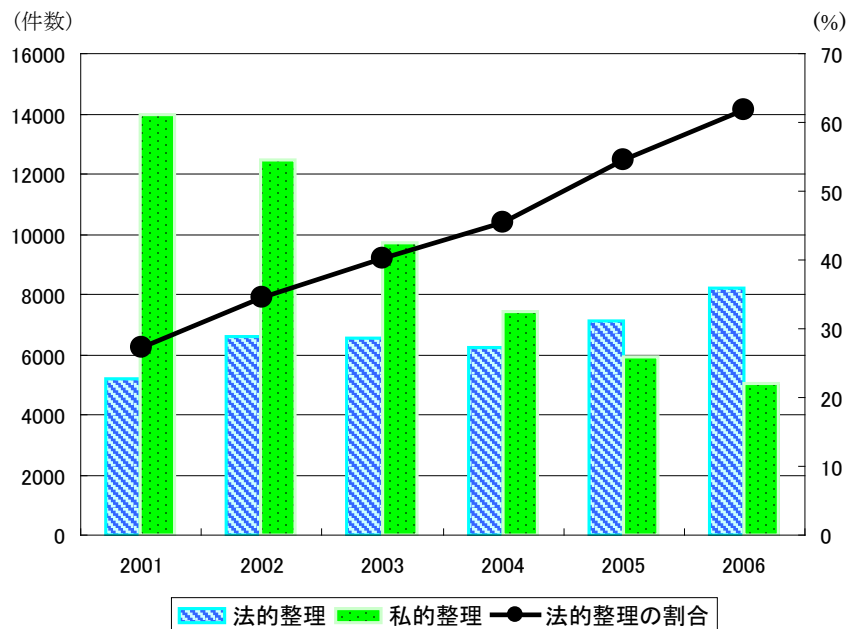
出所：東京商工リサーチ「全国企業倒産白書」

表1-1から、破産法が圧倒的に多く、逆に会社更生法は極端に少ないことがわかる。破産法の適用が多いのは、上述のとおり、他の法的整理で合意を得られない場合はすべて破産法で処理されるためであると思われる。また、会社更生法の適用が少ないのは、会社更生法が株式会社にしか適用することができず、費用も時間もかかり、さら

に債権者が大幅な債権カットを要求されるということが原因であろう。

また、表 1-1 から法的整理の件数が年々増加傾向にあることも見て取れる。法的整理・私的整理の件数と、倒産件数に占める法的整理の割合の年々の推移は図 1-2 のようになっている。この図から、近年私的整理の件数が大幅に減少しており、法的整理の件数も徐々に増加し、その結果、法的整理の占める割合が急激に高くなってきていることがわかる。図 1-2 では、2006 年における法的整理の占める割合が 60%を超えているが、しかし、私的整理は統計上そのすべてを把握できるものではないため、実際には私的整理の件数のほうが多いと言われている。

図 1-2 法的整理・私的整理の件数の推移



出所：東京商工リサーチ「全国企業倒産白書」

## 第2章 倒産原因と倒産確率

第1章では倒産処理の現行制度を紹介した。本章においては、そもそも企業が倒産にいたる原因について、計量経済学を用いて分析し、どのような要因が企業の倒産の兆候として適切であるかを示す。

### 2.1 分析手法

企業が倒産する要因としては、景気などの外的な要因と、企業の財務状態や経営者の放漫経営などの内的な要因が考えられる。しかし倒産確率を推定する上で外的な要因はある時点である地域に存在するすべての企業に共通するものであるし、それを個別企業ごとに認識するのは困難であり、さらにデータの入手可能性、数値化などにも問題がある。そこで本章では、どのような要因が企業の倒産を引き起こしているかについて、個別企業ごとの内的な要因のみを用いて、個別企業ごとの倒産確率の推定をする。

倒産確率を推定する方法にはさまざまな方法がなされてきたが、ここでは、リスク要因を数値化したものと倒産確率を関数によって結びつけることによって推定を行う方法を用いる。つまり、 $p$ を倒産確率、 $z$ をリスク要因を数値化したもの、 $g$ をリスク要因を数値化したものと倒産確率を結びつける関数とすると、倒産確率  $p$  は、当然

$$p = g(z) \quad (2.1)$$

というように推定される。ここで、 $g(z)$ が線形関数であると仮定して通常の方法で推定を行うと、倒産確率  $p$  がマイナスの値や1より大きい値になりうる。よって、(2.1)式において  $g$  が具体的にどのような関数で表現されるのかが問題となる。

そこで本論文では、先行研究にならいロジット・モデルを用いる。つまり、関数  $g$  を

$$g(z) = \frac{e^z}{1 + e^z}$$

として推定を行う。

### 2.2 サンプルデータ

まず、各リスク要因としての財務指標は、収益性の指標、短期安全性の指標、長期安全性の指標を用いる。

収益性の指標としては ROA (当期純利益/資産)と売上高純金利負担率((支払利息－受取利息)/売上高)を用いる。ROA は企業全体の資産効率を表す指標であり、ROA が倒産確率に影響を与えていると認められればさらに売上高利益率(当期純利益/売上高)と総資本回転率(売上高/資産)に分解して推定をする。ROA に類似した指標として ROE (当期純利益/自己資本)があるが、ROE は自己資本がマイナスになるような倒産リスクの高い企業の収益性はうまく表現できないため用いない。また、売上高純金利負担率は企業の金利負担を純額で捉え、実質的な金融費用の負担率を示すものである。短期安全性の指標としては、流動比率(流動資産/流動負債)を用いる。流動比率とは、1 年以内に支払義務が発生する流動負債と 1 年以内に現金化する流動資産とを対比して、企業の短期的な支払能力を表す指標である。最後に長期安全性の指標としては、負債/資産を用いる。

上記の指標の中で、高いほど健全な指標は ROA と流動比率であり、低いほど健全な指標は売上高純金利負担率と負債/資産である。

次に、サンプル企業は、倒産企業については 2000 年から 2006 年の間に倒産した製造業の上場企業 27 社を用い、非倒産企業については 2006 年に存続し、上場している製造業 121 社を用いる。年度や業種をある程度固定したのは外的な要因をできるだけ回避するためである。また、各財務指標の計算の基礎となる数値は倒産企業については倒産直前の個別財務諸表の値を、非倒産企業については 2006 年度の個別財務諸表の値を用いている。

各指標の平均値などの基本統計量は表 2-1 のとおりである。

表 2-1 各指標の基本統計量

(1) ROA(%)

|       | 平均     | 中央値    | 標準偏差  | 最大値   | 最小値     |
|-------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 倒産企業  | -30.49 | -13.20 | 50.58 | 12.73 | -244.73 |
| 非倒産企業 | 3.84   | 3.25   | 5.62  | 19.77 | -31.76  |

(2) 売上高純金利負担率

|       | 平均    | 中央値   | 標準偏差 | 最大値  | 最小値    |
|-------|-------|-------|------|------|--------|
| 倒産企業  | 1.85  | 1.71  | 2.50 | 6.36 | -6.40  |
| 非倒産企業 | -0.53 | -0.03 | 2.27 | 1.43 | -21.25 |

### (3) 流動比率(%)

|       | 平均     | 中央値    | 標準偏差   | 最大値    | 最小値   |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 倒産企業  | 114.88 | 65.47  | 150.25 | 659.15 | 0.63  |
| 非倒産企業 | 173.70 | 142.01 | 99.33  | 662.68 | 67.59 |

### (4) 負債/資産(%)

|       | 平均    | 中央値   | 標準偏差  | 最大値    | 最小値   |
|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 倒産企業  | 86.01 | 88.92 | 23.80 | 129.18 | 36.55 |
| 非倒産企業 | 49.98 | 51.64 | 13.34 | 91.21  | 13.55 |

出所：各企業の有価証券報告書より作成

これらの指標のうち、倒産企業と非倒産企業との間で値に差があれば各指標は倒産企業と非倒産企業とを判別する指標となり、倒産確率に影響を与えているといえることができる。そこで、各指標について平均値の差の検定を行う。平均値の差の検定は、倒産企業と非倒産企業の分散が等しければt検定を、分散が等しくなければウェルチの検定を行うため、まずは分散が等しいかどうかの検定を行う。

等分散か否かの検定を行ったところ、1%有意水準で分散には差があるという結果になったのはROA、流動比率、負債/資産であり、分散には差がないという結果になったのは売上高純金利負担率である。よって、ROAと流動比率、負債/資産についてはウェルチの検定を、売上高純金利負担率についてはt検定を行う。

平均値の差の検定を行ったところ、ROAと売上高純金利負担率、負債/資産については1%有意水準で倒産企業の平均値と非倒産企業の平均値には差があり、流動比率については、10%有意水準で両者には差があるという結果になった。

## 2.3 推定結果

以上から、これらの指標は倒産確率に影響を与えているといえるため、これらの指標を用いてTSPを使い、ロジスティック回帰を行ったところ、結果は次のようになった。なお、被説明変数は倒産企業を1、非倒産企業を0としている。

$$p = \frac{e^z}{1 + e^z}$$

$$z = -9.256 - 0.107ROA + 1.272SI + 0.0076LR + 0.091LA$$

$$(-3.37)^{***} \quad (-1.89)^* \quad (2.25)^{**} \quad (1.42) \quad (2.80)^{***}$$

$$Scaled - R^2 = 0.679 \quad \text{的中率} = 0.946$$

括弧内は t 値で、\*\*\*なら 1%で、\*\*なら 5%で、\*なら 10%で有意であることを示している。また、SI は売上高純金利負担率、LR は流動比率、LA は負債/資産である。

推定式のあてはまりは  $Scaled - R^2$  をみても的中率をみてもかなり良いことがわかり、よく説明しているといえる。ここでの中率とは、倒産企業のうち  $p \geq 0.5$  である企業数と非倒産企業のうち  $p \leq 0.5$  である企業数の合計が、全企業数に占める割合である。

各係数の符号条件は ROA と売上高純金利負担率(SI)、負債/資産(LA)については理論と一致し、さらにこれらの係数についても統計的に有意であり、倒産確率に影響を与えていることがわかる。しかし、流動比率(LR)については、符号は理論と逆になり、さらに係数も統計的に有意ではないという結果になった。これは先の平均値の差の検定からもわかるように、流動比率については他の変数に比べて倒産企業と非倒産企業の判別にあまり影響を及ぼしていないからであると思われる。

次に、上記の推定式において ROA が有意であると確認されたので、ROA を売上高利益率と総資本回転率に分解して推定しなおすと、以下ようになる。

$$p = \frac{e^z}{1 + e^z}$$

$$z = -8.936 - 0.051ROS - 1.387CT + 1.339SI + 0.0076LR + 0.102LA$$

$$(-3.21)^{***} \quad (-1.66)^* \quad (-0.78) \quad (2.48)^{**} \quad (1.56) \quad (3.14)^{***}$$

$$Scaled - R^2 = 0.688 \quad \text{的中率} = 0.959$$

括弧内は t 値で、\*\*\*なら 1%で、\*\*なら 5%で、\*なら 10%で有意であることを示している。また、ROS は売上高利益率、CT は総資本回転率、SI は売上高純金利負担率、LR は流動比率、LA は負債/資産である。

この推定から、倒産確率に影響を与えているのは、ROA のうち、総資本回転率ではなく、売上高利益率であることがわかる。よって、資本を効率的に使用しているかどうかよりも収益性が高いか低いかのほうが倒産と関係がある。

最後に、各指標が 1 単位増加すると倒産確率が何%上下するかという各指標の限界効果は表 2-2 のとおりである。



表 2-2 各指標の限界効果

|      | 売上高利益率 | 総資本回転率 | 売上高純金利負担率 | 流動比率  | 負債/資産 |
|------|--------|--------|-----------|-------|-------|
| 限界効果 | -0.196 | -5.282 | 5.200     | 0.029 | 0.388 |

#### 2.4 各企業の倒産確率

前節での推定結果から、各指標に各企業の実数値を代入すると、各企業の個別的な倒産確率が求められる。まずは、倒産企業と非倒産企業に大別して、倒産確率の分布を見てみると表 2-3 のようになる。

表 2-3 倒産確率の分布

|             | 倒産企業 | 非倒産企業 |
|-------------|------|-------|
| 倒産確率が 90%以上 | 16 社 | 1 社   |
| 50%以上 90%未満 | 6 社  | 0 社   |
| 10%以上 50%未満 | 3 社  | 13 社  |
| 10%未満       | 2 社  | 107 社 |

表 2-3 から倒産企業については 1 年以内に倒産する確率が 50%以上である会社の割合が 8 割を超え、非倒産企業については、倒産確率が 90%以上である 1 社を除き、すべて倒産確率が 50%未満となった。これらから、このモデルにおいて、倒産確率が 50%を超える企業については、相当程度高い確率で倒産することがわかる。

では、具体的な個別企業の倒産確率はどうであろうか。表 2-4 では比較的有名であると思われる非倒産企業について倒産確率を算定した。

表 2-4 各企業の 1 年以内の倒産確率

| 企業名   | 倒産確率(%) | 企業名    | 倒産確率(%) |
|-------|---------|--------|---------|
| 新日本製鐵 | 1.95    | 東芝     | 0.37    |
| 神戸製鋼所 | 8.77    | 京セラ    | 0.01    |
| 三菱重工業 | 6.04    | 松下電工   | 1.11    |
| 川崎重工業 | 0.92    | トヨタ自動車 | 0.18    |
| 日産自動車 | 0.99    | 日立製作所  | 0.07    |
| スズキ   | 0.61    | ダイハツ工業 | 0.96    |

表 2-4 に記載した企業はいずれも大企業であり、上述のように、このモデルで 50% を超えるとかなり高い確率で倒産するということを考えてみても、これらすべての会社において 1 年以内の倒産確率は相当程度低い水準となっている。

## 2.5 まとめ

本章では、実際の財務データを用いて倒産確率を推定してきた。今回用いたモデルにおいては倒産の外的要因を全く無視しており、さらに内的要因にしてみてもそのすべてを考慮したわけではなく、たとえば企業の生産性などはモデルに組み込んではいない。そのため、今回のこの推定結果で倒産を確実に予測することは到底不可能である。

しかし、このモデルにおいて有意となった ROA、売上高純金利負担率、負債/資産については、少なくとも製造業においては、相当程度確実に倒産確率に影響を与えているといえる。なかでも、倒産企業のうち債務超過に陥っている会社はすべて倒産確率が 95% を超えていたということを考えると、負債/資産は倒産の兆候をあらわす良い指標であるといえるであろう。

### 第3章 破産法制度の経済分析－政府の視点から－

第1章において、日本の現在の倒産処理法制度について紹介した。それらはいずれも、当初の法律から改正が重ねられ、そのたびに弁護士や法学者等の専門家による検討がなされてきたはずである。しかし、そのような法律は必ずしも経済学的に望ましいとはいえないかもしれない。そこで本章では、第1節で効率的な帰結を招くような法制度について、特に経営者の事前のインセンティブに焦点を当てて、Berkovitch, Israel and Zender (1998) のモデルを用いた理論的な分析をする。事前の効率性を追及するのは、法律には事後的に公平・公正な結果をもたらす機能はもちろん、事前の効率性を達成する機能もそなえるべきであるからである。次に、第2節ではそのような理論上の破産法と、日本の現行の破産法をはじめとした各種制度について比較を行う。

#### 3.1 理論上の最適な法制度

##### 3.1.1 モデル設定

時点は time 0, time 1, time 2 があり、time 0 において、経営者が外部投資家と投資に必要な投資額  $I$  について契約する。この契約は負債契約であり、額面金額  $F$  の返済義務のある契約を締結する。契約が締結されたら、経営者は努力水準  $e$  を決定する。高い努力水準は企業価値を高めるが、その分だけ私的費用がかかり、努力の費用は  $\psi(e)$  ( $\psi' > 0, \psi'' > 0$ ) である。次に time 1 において経営者と投資家は最終的なキャッシュフローのシグナル  $\tilde{y}$  を観察し、経営者は会社を清算するか、元の契約の下で事業を継続するか、あるいは新しい契約を結びなおすかを決定する。会社が清算されると、清算価値は即実現し、債権者に契約に基づいて債務の弁済がなされる。最後に time 2 において、会社が継続していれば最終的なキャッシュフロー  $y$  が実現し、投資家に契約に基づいて収益が分配される。モデルの簡単な流れは図 3-1 のとおりである。

time 1 におけるシグナル  $\tilde{y}$  は努力水準に依存し、

$$\tilde{y}(e) = \alpha e + \tilde{\varepsilon} \quad (\alpha > 0) \quad (3.1)$$

であらわされる。 $\tilde{\varepsilon}$  は不確実性要因であり、確率分布関数  $G(\varepsilon)$ 、確率密度関数  $g(\varepsilon)$  にしたがって、 $\tilde{\varepsilon} \in [-\infty, \infty]$  とする。



は  $\alpha e + \varepsilon$  だけのキャッシュを得る。一方 region 1 において、経営者は企業を存続させてキャッシュフローを得るよりも清算したほうが得られる利得が大きくなるので、清算する。このとき経営者は清算価値  $L$  と留保賃金  $w$  を得る。よって、投資プロジェクトに投資した場合の経営者の期待利得は

$$\Pi^*(e) = \int_{-\infty}^{\varepsilon_1(e)} (L+w)g(e)d\varepsilon + \int_{\varepsilon_1(e)}^{\infty} (\alpha e + \varepsilon)g(\varepsilon)d\varepsilon - \psi(e) - I \quad (3.2)$$

となる。

$\Pi^*(e)$  を最大にする努力水準を  $e^*$  とすると、経営者がプロジェクトに投資するためには  $\Pi^*(e^*) > w$  が必要であり、これは常に成り立つとする。 $\Pi^*(e)$  を最大にするための一階の条件は、(3.2)より

$$(1 - G(\varepsilon_1(e^*)))\alpha - \psi'(e^*) = 0 \quad (3.3)$$

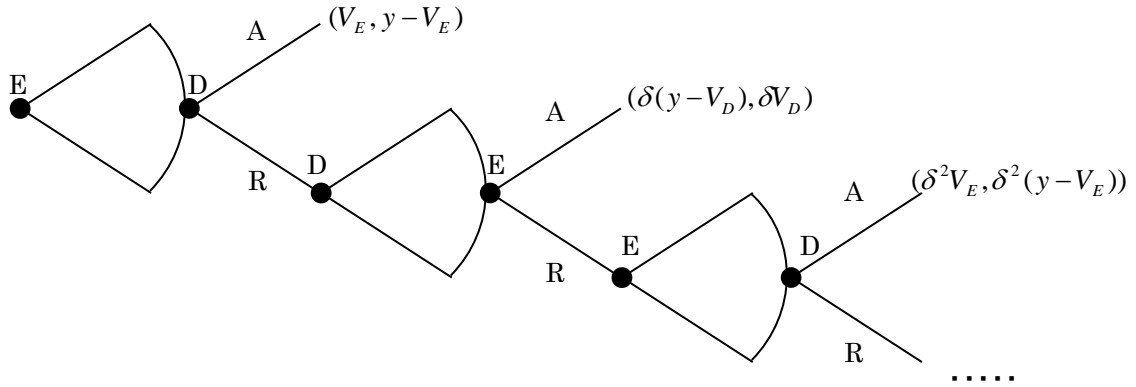
である。(3.3)の第1項は努力水準を1単位大きくしたときの限界的な企業価値の期待増加分であり、第2項は努力の限界費用である。これらが等しいときにファーストベストの努力水準  $e^*$  が達成される。

### 3.1.3 負債で資金調達している場合

経営者が投資資金を十分に有していない場合、外部投資家と負債契約を締結して資金を調達する必要がある。この場合は上記のようなファーストベストの努力水準が常に達成されるとは限らない。負債で調達する場合には、返済義務が生じるので time 1 において外部投資家と再交渉するオプションが追加される。ファーストベストが達成できない原因はこの再交渉にある。

経営者が投資家と再交渉しようとして投資家が拒否すれば、経営者は清算するか当初の契約の下で事業を継続する。投資家が受け入れれば、負債の額面金額について、経営者が最初に提案する交渉ゲームが開始される。プレイヤーは相手の提案に対して受け入れる(A)か拒否する(R)かを選択し、受け入れられれば新しい契約に更新される。拒否されれば、次は拒否したプレイヤーが提案し、受け入れられるまで繰り返して提案していく。投資から実現する収益  $y$  について、経営者(E)が要求する額を  $V_E$ 、投資家(D)が要求する額を  $V_D$  とし、経営者が最初に提案する。割引因子が  $\delta(0 \leq \delta \leq 1)$  であるとする、このゲームの木は図 3-2 のようになる。

図 3-2 交渉ゲームのゲームツリー



図において、E は経営者、D は外部投資家、A は受け入れる戦略、R は拒否する戦略を表している。また、利得は(経営者, 投資家)の順である。

上述のとおり、region 1 では、会社は経済的に存続不可能であり、債務不履行も生じているため、清算されるのが効率的である。よって経営者による再交渉は行われず、経営者は  $w$  だけの留保賃金を獲得する。

また、region 3 では、会社は経済的に存続可能であり、さらに実現するキャッシュフローで負債の全額を返済できるため、投資家は経営者による債権放棄の交渉には応じない。よって契約更改は起こらず、その結果、経営者は収益から負債の返済額を引いた  $y - F$  だけの利得を得る。

一方、region 2 においては、債務不履行が生じ、経営者は確実に留保賃金の  $w$  だけ手に入れるために企業を清算するインセンティブがある。この結果、投資家には清算価値の  $L$  だけ返済される。しかし、契約が更改され、企業が存続すれば得られるキャッシュフローは  $L + w \leq y \leq F + w$  の範囲であり、投資家は清算価値以上の価値が得られるため、region 2 においては再交渉が行われ、その結果得られる経営者の利得を求める必要がある。

まずは両プレイヤーの外部オプションを考慮せずに考える。図 3-2 のゲームを解いて、部分ゲーム完全均衡を求めると、

$$V_E = \gamma y \quad (3.4)$$

$$\delta V_D = (1 - \gamma)y \quad (3.5)$$

となる。 $\gamma = 1/(1 + \delta)$  であり、(3.4) から明らかなおおりに、 $\gamma$  が大きければ大きいほど経

営者の取り分は大きくなるため、 $\gamma$ は経営者の交渉力をあらわしている。

次に外部オプションを考慮した場合に拡張する。外部オプションを考慮すると、経営者は最低でも  $w$  の留保賃金が得られ、投資家は最低でも  $L$  の清算価値を得られる。まず経営者の利得から考えると、 $\gamma$  が大きいとき経営者は、(3.4)より再交渉の結果得られた  $\gamma y$  を得られるが、再交渉の結果投資家に残る価値が  $L$  以下である場合は、投資家は交渉に応じない。そのため最低でも清算価値の分は投資家に与えなければならない。

次に投資家について考えると、投資家の交渉力が十分大きいときには、(3.5)より、再交渉の結果  $(1-\gamma)y$  を得られるが、再交渉の結果経営者に残る価値が  $w$  以下である場合には、経営者は交渉に応じないため、最低でも留保賃金の分は経営者に与えなければならない。

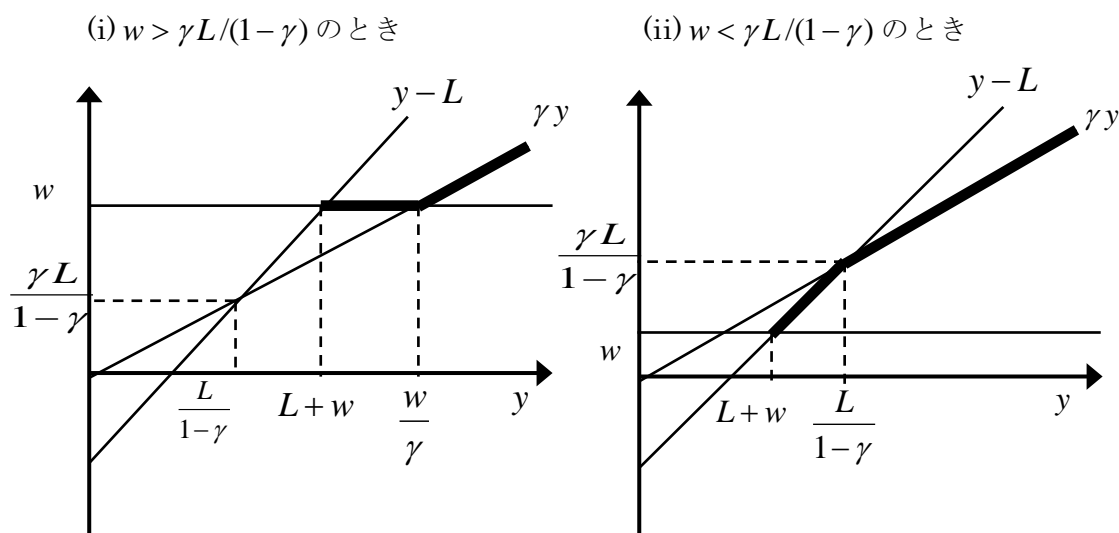
これらを考慮したうえで region 2 における経営者と投資家の利得を表現すると、

$$V_E = \max\{\min\{y-L, \gamma y\}, w\} \quad (3.6)$$

$$\delta V_D = \max\{\min\{y-w, (1-\gamma)y\}, L\} \quad (3.7)$$

となる。また、経営者の利得をグラフにすると(3.6)から、図 3-3 の太線部分になる。

図 3-3 経営者の利得



以上から、経営者は region 1 においては  $w$ , region 2 においては  $V_E$ , region 3 においては  $y-F$  の利得を得るので、経営者の期待利得は

$$\Pi^U(e) = \int_{-\infty}^{\varepsilon_1(e)} wg(\varepsilon)d\varepsilon + \int_{\varepsilon_1(e)}^{\varepsilon_2(e,F)} V_E g(\varepsilon)d\varepsilon + \int_{\varepsilon_2(e,F)}^{\infty} (y-F)g(\varepsilon)d\varepsilon - \psi(e) \quad (3.8)$$

となり、この期待利得を最大にする努力水準を選択する。

これらより、以下の命題が得られる。

命題 1.  $\gamma^c = (w+F-L)/(w+F)$  とすると、

- (1)  $\gamma < \gamma^c$  のとき、経営者の選択する努力水準はファーストベストのときよりも小さくなる。
- (2)  $\gamma \geq \gamma^c$  かつ  $g(\varepsilon_2) = 0$  のとき、経営者の選択する努力水準はファーストベストの水準と同じになる。

証明

(3.6)および図 3-3 より、region 2 における経営者の利得は、 $\gamma$  の値によって、 $V_E = w$  の場合と、 $V_E = \gamma y$  の場合と、 $V_E = y-L$  の場合に分けられる。

まず、 $V_E = w$  となるのは、 $w > \gamma L/(1-\gamma)$  かつ、 $L+w < y < w/\gamma$  のときであり、これらを  $\gamma$  について整理すると、 $0 < \gamma < w/y$  となる。

次に、 $V_E = \gamma y$  となるのは、 $w > \gamma L/(1-\gamma)$  かつ、 $w/\gamma < y < F+w$  のとき、あるいは  $w < \gamma L/(1-\gamma)$  かつ、 $L/(1-\gamma) < y < F+w$  のときであり、これらをそれぞれ  $\gamma$  について整理すると、 $w/y < \gamma < w/(L+w)$  あるいは  $w/(L+w) < \gamma < 1-L/y$  となるので、 $V_E = \gamma y$  となるのは  $w/y < \gamma < 1-L/y$  のときである。

最後に、 $V_E = y-L$  となるのは、 $w < \gamma L/(1-\gamma)$  かつ、 $L+w < y < L/(1-\gamma)$  のときであり、 $\gamma$  について整理すると、 $1-L/y < \gamma < 1$  となる。

よって、region 2 における経営者の利得  $V_E$  は、

$$V_E = \begin{cases} w & \text{if } 0 < \gamma < w/y \\ \gamma y & \text{if } w/y < \gamma < 1-L/y \\ y-L & \text{if } 1-L/y < \gamma < 1 \end{cases}$$

となる。



①まず  $\gamma < \gamma^c$  のときを考える。

i)  $\gamma < w/(L+w)$  のとき

このときは図 3-3(i)より、 $V_E = w$ あるいは $V_E = \gamma y$ である。ここで、 $w = \gamma y$ となるような  $\varepsilon$  を  $\varepsilon_w$  とすると、 $\varepsilon_w = w/\gamma - \alpha e$  となり、(3.8)式の第 2 項は

$$\int_{\varepsilon_1}^{\varepsilon_w} w g(\varepsilon) d\varepsilon + \int_{\varepsilon_w}^{\varepsilon_2} \gamma y g(\varepsilon) d\varepsilon$$

とかける。これを(3.8)式の第 2 項に代入して 1 階の条件を求めると、

$$[G(\varepsilon_2) - G(\varepsilon_w)]\gamma\alpha + (1 - G(\varepsilon_2))\alpha + \alpha g(\varepsilon_2)[w - \gamma(F+w)] - \psi' = 0 \quad (3.9)$$

となる。 $w - \gamma(F+w) < 0$ であるから、(3.9)式の左辺第 3 項はマイナスであり、よって(3.3)式の左辺と比べると、(3.9)式の左辺のほうが小さくなる。 $\psi'' > 0$ なので、 $\gamma < w/(L+w)$ のときは努力水準が過小となる。

ii)  $w/(L+w) < \gamma < \gamma^c$  のとき

このときは、図 3-3(ii)より、 $V_E = \gamma y$ あるいは $V_E = y - L$ である。ここで、 $\gamma y = y - L$ となるような  $\varepsilon$  を  $\varepsilon^s$  とすると、 $\varepsilon^s = L/(1-\gamma) - \alpha e$  となり、(3.8)式の第 2 項は

$$\int_{\varepsilon_1}^{\varepsilon^s} (y-L)g(\varepsilon)d\varepsilon + \int_{\varepsilon^s}^{\varepsilon_2} \gamma y g(\varepsilon)d\varepsilon$$

とかける。これと(3.8)式より、1 階の条件は、

$$[G(\varepsilon_2) - G(\varepsilon^s)]\gamma\alpha + (1 - G(\varepsilon_2))\alpha + \alpha g(\varepsilon_2)[w - \gamma(F+w)] - \psi' = 0 \quad (3.10)$$

となる。これは、i)と同様の理由によりファーストベストのときに比べて過小努力になる。

②次に、 $\gamma \geq \gamma^c$  の場合を考える。region 2 の範囲は、 $L+w < y < F+w$ であり、図 3-3(ii)より、 $L/(1-\gamma) = F+w$ のときは region 2 における利得は $V_E = y - L$ となる。このときの経営者の利得を最大にするための 1 階の条件は、

$$[1 - G(\varepsilon_1)]\alpha + \alpha g(\varepsilon_2)(L - F) - \psi' = 0 \quad (3.11)$$

となる。 $g(\varepsilon_2) = 0$ のとき、(3.11)式の左辺と(3.3)式の左辺は等しくなる。よって  $\gamma \geq \gamma^c$  のときは、 $g(\varepsilon_2) = 0$ と仮定するとファーストベストの努力水準を達成することができ

る。

(q.e.d.)

### 3.1.3 破産法によるファーストベストの達成

命題 1 より、経営者の努力水準を最適な水準とするためには、経営者にある程度強い交渉力を持たせなければならず、それは法律で規制する必要があり、さらに **region 2** において経営者が自分の努力による価値の増加分をすべて受け取る、つまり経営者の利得が  $V_E = y - L$  となることが必要となる。投資家の外部オプションを  $\lambda$  とすると、以下の命題が導かれる。

命題 2. (1)  $\gamma^* \geq \gamma^C, \lambda^* = L$

(2) だれかが破産を申請し、他がそれに拒否した場合、裁判所は当初の契約を履行させる

と破産法に規定してあるとの仮定の下で、ファーストベストな努力水準  $e^*$  を達成できる均衡は以下ようになる。

経営者の戦略： **region 1** なら辞任、 **region 2** なら破産申請、 **region 3** なら継続する。

投資家の戦略：経営者が確実に  $e^*$  を選択しているとの信念の下で、 **region 3** ならもし経営者から破産申請されれば拒否し、 **region 2** なら契約について再交渉し、 **region 1** なら経営者から  $L$  以上の提案をされない限り再交渉を拒否する。

証明

経営者の戦略と、投資家の信念を所与とすると、投資家の最適戦略は、 **region 2** でのみ交渉するというものとなることは明らかである。よって、上記の投資家の戦略と信念を所与としたときに経営者の戦略は最適なものとなっていることを示す。 **region 1** では、経営者は企業を清算して留保賃金  $w$  を得ることがもっとも利得が高くなる。次に **region 2** では、投資家と再交渉することがもっとも利得が高くなり、  $\gamma^* \geq \gamma^C$  であるため、経営者の利得は  $y - L$  となる。 **region 3** においては、投資家が拒否するため再交渉できなく、さらに **region 3** においては  $y - F > w$  であるため、辞任するインセンティブもない。よって、このとき経営者は事業を継続し、  $y - F$  の利得を得る。命題 2 の経営者と投資家の戦略の下で、経営者の期待利得は

$$\Pi^B(e) = \int_{-\infty}^{\varepsilon_1(e)} wg(\varepsilon)d\varepsilon + \int_{\varepsilon_1(e)}^{\varepsilon_2(e,F)} (y-L)g(\varepsilon)d\varepsilon + \int_{\varepsilon_2(e,F)}^{\infty} (y-F)g(\varepsilon)d\varepsilon - \psi(e) \quad (3.12)$$

となるが、(3.12)式は(3.8)式において  $V_E = y - L$  とおいたものと同一であり、命題 1 より、ファーストベストな努力水準  $e^*$  を達成することができる。

(q.e.d.)

### 3.1.4 破産法の構築

命題 2 においては(1)  $\gamma^* \geq \gamma^C$ ,  $\lambda^* = L$ , かつ(2)だれかが破産を申請し、他がそれに拒否した場合、裁判所は当初の契約を履行させると破産法に規定していると抽象的に仮定したが、それでは具体的にどのような規定がされていれば命題 2 における均衡を達成できるのであろうか。この点、Berkovitch, Israel and Zender (1998) はひとつの例として、オークションにより倒産企業を処理する方法を提案しており、それを紹介する。

命題 3. 以下の規定の下で、ファーストベストが達成される。

- (1) 投資家に、経営者による破産申請に対しての拒否権を与え、拒否権を行使すれば裁判所の監督の下で当初の契約どおりに履行される。
- (2) 投資家が拒否権を行使しなければ、経営者と、当該投資家を除く外部の入札者(以下、入札者とする)で、会社に対しての入札価格封印のセカンドプライスオークションが実施される。
- (3) オークションからの収益は当初の契約に従って分配される。

証明

まず、債務不履行が生じない region 3 では、投資家も経営者も均衡の戦略を選択し、企業が存続するため問題とはならない。債務不履行に陥るのは region 1 と region 2 であり、その場合において、投資家は破産申請を認容する。region 1 においては、経営者は破産申請し、投資家は企業を存続させると清算価値以上の価値を手に入れることができないため、投資家は破産を容認する。region 2 においても債務不履行が生じているため経営者は破産を申請する。ここで、投資家が拒否権を行使すれば、当初の契約どおりに履行されてしまい、投資家は拒否権の行使によって便益を得ることが出来ない。よって、region 2 において、投資家は破産の適用を容認する。以上より、region

3 では企業が存続し、region 1 および region 2 においては、経営者が破産申請し、投資家は拒否権を行使せず、認容する。

region 1 と region 2 においては破産法の申請がされて認容されるため、セカンドプライスオークションが実施される。セカンドプライスオークションでは、各プレイヤーが自分の評価額を入札する戦略が弱支配戦略であるため、経営者と入札者はそのように行動する。経営者の弱支配戦略は、region 1 においては  $L$  であり、region 2 においては  $y-w$  である。これに対して入札者は region 1 であれば  $L$  を入札することが弱支配戦略となるが、region 2 であれば勝つには最低でも  $y-w$  の支払いをする必要があるが、 $y-w$  の支払いをすると、入札者は損失を被ってしまうので、入札額は  $L$  にとどまる。よって、入札者は region 1 においても region 2 においても  $L$  だけ入札する。このとき region 1 においては企業が清算され、region 2 においては経営者が勝って  $L$  を支払うため、経営者の利得は  $y-L$  となり、命題 1 よりファーストベストが達成される。

(q.e.d.)

### 3.2 日本の現行法との比較

命題 1 および命題 2 より、経営者に最適な努力水準を選択させるには、経営者に対して破綻時に比較的強めの権力を与えることが必要であることがわかった。では、実際の日本の法制度は経営者の権力についてどのように規定しているのか。ここでは破産法だけではなく、特別清算手続や民事再生法、会社更生法についても検討する。

破産法の場合は、破産手続の開始決定があると裁判所が破産管財人を選任し、破産管財人が破産手続きを遂行するため、経営者の業務執行権は消滅する。これは、破産手続は債権者のための手続であり、公平・公正な財産の分配を目標とするためである。また破産手続き上の組織として債権者集会を開催して債権者の意向も反映できるため、破産手続においては経営者および債務者企業に対して権力は与えられていないと解することができる。

特別清算手続は、会社法に規定する清算手続の一部であり、申立てを行った債務者が申請後も手続を遂行する。申立て後は裁判所の監督下で清算手続を行うが、経営者が交代させられることはなく、破産法に比べて経営者に対して比較的大きな権力が与えられているといえる。しかし清算人の作成する手続計画案について債権者集会での同意が必要であるため、債権者に比べると経営者の権力は弱いといえる。

次に再生型の手続である民事再生法の場合は、原則として DIP 型の手続であるため、

通常、民事再生手続の開始後も経営者は交代させられない。ただし、裁判所の監督が緩い反面、債権者の権力が大きくなっている。これは、債権者集会による再生計画案の承認が必要であることや、担保権付きの債権は再生手続中にも行使することができる点にあらわれている。

最後に、会社更生法の場合は破産法と同様に、会社更生手続の開始決定があると、経営者は業務執行権を失い、裁判所選任の管財人が財産の管理・処分を行い、業務を執行する。さらに、更生手続中の権利行使は禁止されているため、債権者側の権力についても制限が厳しいものとなっている。

以上のように日本の現行制度においては、経営者に対して権力はあまり与えられておらず、理論分析で示したファーストベストを達成するのは難しいと考えられる。これは倒産処理の制度は債権者保護、公正性や公平性、事後的な効率性を重視しているからであり、経営者インセンティブの観点からの事前的な効率性はあまり考慮に入られていない。ただし、命題 2 における「当初の契約」が破産法による破産手続であると考えれば、法的整理および私的整理が中止となった場合に適用されるのが破産法であるため、この点は理論と整合的であるといえる。

## 第4章 企業再生のメカニズム－債権者の視点から－

第3章では企業の倒産の問題を、経営者インセンティブを引き出すための法制度の構築という、主に規制当局、つまり政府の視点で分析した。本章においては、倒産時における経営者インセンティブの付与を主眼として、債権者の立場から企業の倒産・再生を分析する。

### 4.1 経営者インセンティブと効率性

企業が倒産に陥り、再生型の私的整理あるいは会社更生法や民事再生法を適用しようとする、経営者は会社の経営再建策を債権者集会に提出し、その承認を得る必要がある。経営再建策は、債権者の数が比較的少数で債権者同士が協調している場合には債権者集会において合意が得やすいが、債権者の数が多く債権者同士の利害が対立している場合には承認を得ることは困難になってしまう。その結果経営再建策が実行に移されないという協調の失敗の問題が生じる。

このような協調の失敗が生じる具体的な原因としては、クレジット・ラン、債権放棄の必要性、債権者間での優先権の違いなどが挙げられる。

クレジット・ランとは、ある債権者が債権回収しようとし、それを実行すると企業の資金不足が深刻となる場合に、債権者は自分の債権を我先に回収しようとして債権引き上げに走ってしまうということであり、その結果、債権者間で利害が対立して協調の失敗が生じてしまう。

債権放棄の必要性については、企業を再建するときには債権のカットが必要な場合、どの債権者の債権を放棄するのかについて合意が得られず、結果、協調の失敗が生じてしまう。

最後に債権者間での優先権の違いについては、債権回収について債権者間で優劣が存在する場合に、優先度の高い債権者は現在の残余財産で債権を優先的に回収できるため、経営再建策についてはローリスク・ローリターンなものを望むが、優先度の低い債権者は残余財産で債権を回収できる可能性が低いため、ハイリスク・ハイリターンな経営再建策の実行を望み、優先権の違う債権者間で利害が対立し、協調の失敗が生じてしまう。

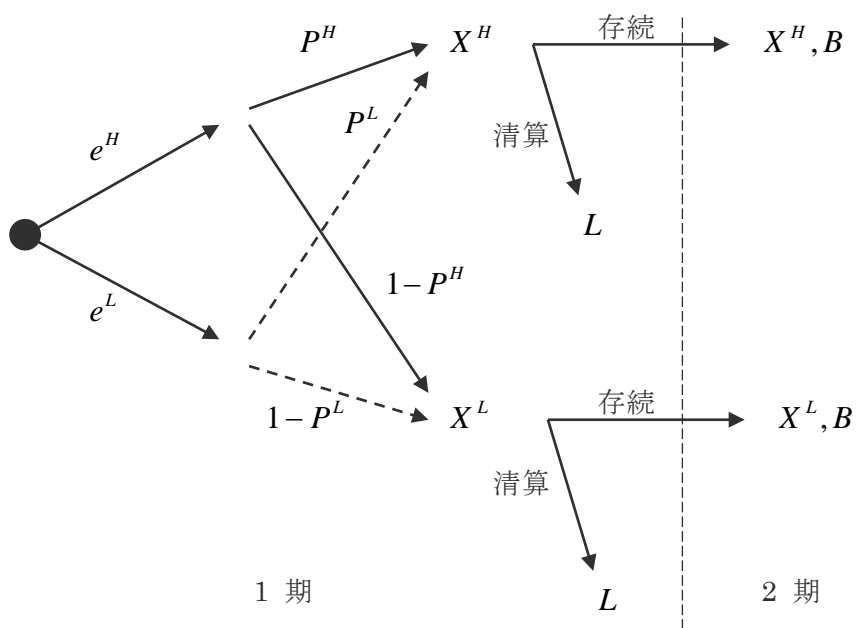
しかし企業の再生を考える上で重要なのは、このような協調の失敗による事後的な非効率性がむしろ事前の効率性をもたらすことがあるということである。この点柳川(2006)のモデルを用いて分析を行う。

#### 4.1.1 モデルの設定

プレイヤーは経営者と債権者であり、2 期間モデルを考える。1 期のはじめに経営者は自分の努力水準を決定する。選択できる努力水準は高い努力( $e^H$ )か低い努力( $e^L$ )かであり、高い努力水準を選択すると経営者に私的コスト  $C$  がかかり、低い努力水準だと私的コストはかからない。 $e^H$  を選べば確率  $P^H$  で 1 期、2 期ともに収益  $X^H$  が得られ、確率  $(1-P^H)$  で 1 期、2 期ともに  $X^L$  が得られる。 $e^L$  を選択すれば、確率  $P^L$  ( $P^H > P^L$ ) で 1 期、2 期ともに  $X^H$  が得られ、確率  $(1-P^L)$  で 1 期、2 期ともに  $X^L$  が得られる。また、1 期末には企業を存続させるか清算させるかのオプションがあり、これはその時点で経営権をもっているプレイヤーが決定でき、清算すれば  $L$  ( $X^L > L$ ) の清算価値が得られる。また、存続すると経営者は私的便益  $B$  が得られる。このモデルを図で表すと図 4-1 のようになる。

ここで企業は債権者と 1 期末に  $X^L$  以上の支払いが必要である契約を締結しているとする。つまり  $X^L$  が実現すれば 1 期末に債務不履行に陥ってしまう。柳川 (2006) によると、企業金融の理論では債務不履行は経営権の移転を意味するので、 $X^L$  が実現すれば経営権が経営者から債権者に移転し、債権者が存続か清算かを決定するものとする。

図 4-1 モデル



このモデルにおいては、 $X^L$ が実現した場合、 $X^L > L$ であるため、債権者は存続を決定したほうが事後的な効率性は確保され、合理的な意思決定であるといえる。しかし、この決定によって常に企業が存続してしまうと、事前の効率性が損なわれてしまう。

ここで、 $X^L$ が実現した場合企業は確率 $q$ で清算され、確率 $(1-q)$ で事後的効率性基準に基づいて清算か存続かの決定が行われるとする。事後的効率性基準に基づいて決定がなされるとは、債権者にとって回収額の多い存続が選ばれることを意味する。つまり確率 $q$ で清算され確率 $(1-q)$ で存続する。

#### 4.1.2 完全に効率性基準で清算・存続の決定がなされる場合( $q=0$ の場合)

上述のように債権者にとって回収額が最大となるのは存続を選択した場合であり、常に企業は存続されるものとする。このときの経営者のインセンティブ制約は

$$P^H B + (1 - P^H)B - C \geq P^L B + (1 - P^L)B \quad (4.1)$$

となり、(4.1)の右辺は常に正であるため参加制約は考慮に入れる必要はない。(4.1)を整理すると、

$$B - C \geq B \quad (4.2)$$

となり、(4.2)は当然満たされない。つまり、完全に効率性基準で決定がなされた場合には経営者の高い努力水準を引き出すことはできない。これは努力水準やプロジェクトの成否に関係なく経営者は私的便益 $B$ が得られるからである。

この場合の経済全体の利得は、

$$P^L(2X^H + B) + (1 - P^L)(2X^L + B) \quad (4.3)$$

となる。

#### 4.1.3 確率 $q$ で清算される場合

今度は $X^L$ が実現した場合に清算される可能性がある場合を考えてみる。この場合、 $X^L$ が実現すると確率 $q$ で清算されるので、経営者のインセンティブ制約は

$$P^H B + (1 - P^H)(1 - q)B - C \geq P^L B + (1 - P^L)(1 - q)B \quad (4.4)$$

となる。つまり $X^L$ であると確率 $q$ で私的便益 $B$ が得られなくなる。(4.4)を $q$ につい



て整理すると、

$$q \geq \frac{C}{(P^H - P^L)B} \quad (4.5)$$

となる。つまり経営者のインセンティブを引き出すという意味では、かなりの確率で清算されたほうが良いということになる。しかし清算される確率が高いということはそれだけ非効率な決定がなされる可能性が高いため、経営者の高い努力を引き出せたとしても全体の利得が低下してしまうおそれがある。そのため全体の利得も考慮する必要がある。確率  $q$  で清算される場合の全体の利得は

$$P^H(2X^H + B) + (1 - P^H)(1 - q)(2X^L + B) + (1 - P^H)q(X^L + L) - C \quad (4.6)$$

となる。

$q$  が(4.5)の条件を満たし、さらに(4.3)より(4.6)のほうが大きいという条件を満たせば、経営者の高い努力水準を引き出すことができ、さらに高い利得も実現できる。このような条件を求めると、 $q$  がある上限  $q^*$  を超えない範囲のとき、つまり、

$$q^* \geq q \geq \frac{C}{(P^H - P^L)B} \quad \left( q^* = \frac{2(P^H - P^L)(X^H - X^L) - C}{(1 - P^L)(X^L + B - L)} \right) \quad (4.7)$$

のとき、経営者の高い努力水準かつ高い利得を実現することができる

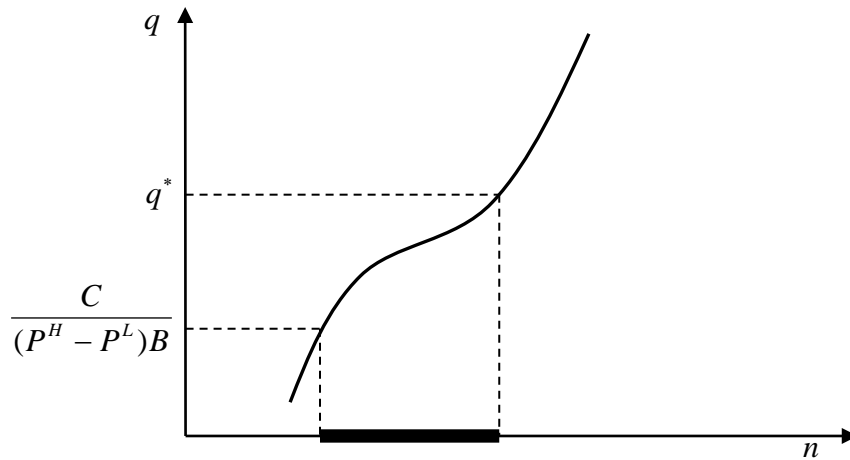
#### 4.1.3 最適な債権者数の決定

では清算確率  $q$  はどのようにして決定したらよいのだろうか。債権者の数が増えると協調の失敗が発生しやすくなり、債権者間の合意が得られない可能性が高くなる。債権者間の合意が得られないと原則として清算されるので、清算される確率が高くなる。よって、清算確率  $q$  は債権者の数を通して間接的にコントロール可能であるといえる。そこで  $n$  を債権者数とすると、 $q$  は

$$q = q(n), \quad q' > 0 \quad (4.8)$$

とかける。(4.7)および(4.8)より、経営者のインセンティブを引き出し、かつ高い利得を実現できるのは図 4-2 における太線部分の債権者数である。

図 4-2 最適な債権者数



このモデルからわかることは、一般には債権者数が少ないほうが債権者集会の合意が得やすく、望ましいとされているが、図 4-2 では、ある程度の債権者の数は必要であることを示している。つまり、協調しやすいほうが常に望ましいとは限らない。これは、 $q$ がある程度大きいことによって経営者に対して事前のインセンティブを与えることができるからである。このようにあえて事後的な非効率の可能性も示唆しておくことで、経営者のインセンティブを引き出し、全体の利得を増加させることができる。

#### 4.2 経営者交代

柳川 (2006) によると、理論上は、企業が債務不履行に陥り法的整理に持ち込まれると、経営権が経営者から債権者に移動する。債権者が経営権を持つと、自分の回収額を最大にしようとして怠慢な経営者を交代させたりすることができ、このようなことが経営者にとっては厳しいものとなるため、経営者に事前のインセンティブが与えられる。理論上では法的整理はこのような機能を持っているが、現実には理論とは違い、債権者にそこまで大きな権限が与えられているわけではない。民事再生法が基本的に DIP 型の手続きであることを考えると、経営者を交代させたい場合、債権者は会社更生法を申立てする必要がある。しかし、会社更生法を適用すると、債権者は大幅な債権カットを迫られ、その結果絶対的優先権の侵害 (absolute priority rule violation) という問題が発生する。ここで絶対的優先権の侵害とは、債権者は本来株主等よりも優先的に債権の弁済を受けることができる権利を有しているが、会社更生法の適用に

より債権額を大幅に減額され、結果としてそのような権利を侵害されているということである。以下ではこの絶対的優先権の侵害によって、経営者の交代の決定や、債権者の貸し出し行動にどのような影響を与えるかについて、柳川（2006）のモデルを用いて分析する。

#### 4.2.1 モデル設定

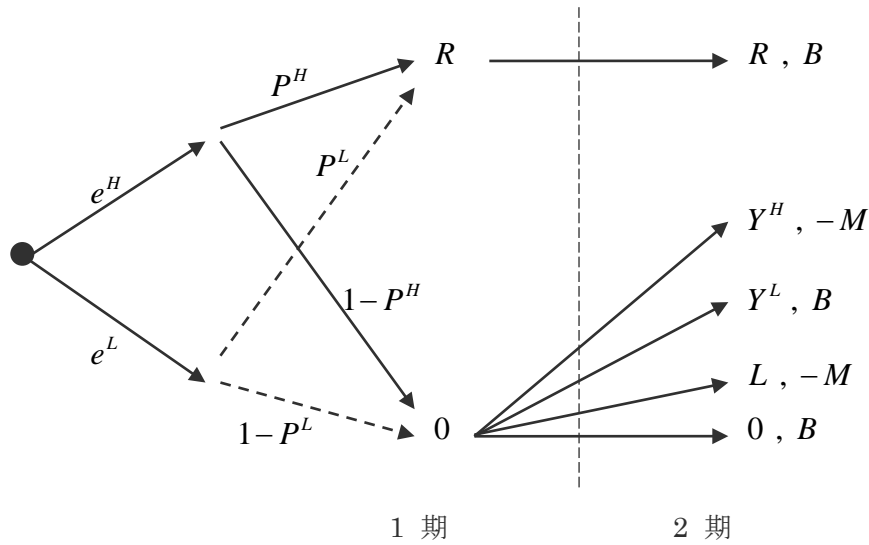
前節と同じように2期間モデルを考える。まず第1期の最初に経営者は努力水準を決定する。高い努力水準( $e^H$ )を選べば私的費用  $C$  がかかり、低い努力水準( $e^L$ )を選べば私的費用はかからない。 $e^H$ を選べば確率  $P^H$  で1期、2期ともに収益  $R$  が得られ、確率  $(1-P^H)$  で1期、2期ともに収益は0となる。 $e^L$ を選択すれば、確率  $P^L$  ( $P^H > P^L$ ) で1期、2期ともに  $R$  が得られ、確率  $(1-P^L)$  で1期は収益0となる。1期において収益0となった場合には1期末においてオプションが存在し、そのまま存続させるか、清算させるか、経営者交代はせずにリストラ策を実行するか、経営者を交代させてリストラ策を実行するかを選択することができる。そのまま存続した場合には収益は0のままであり、清算させた場合には清算価値  $L$  が得られ、現経営者でリストラを実行した場合には  $Y^L$ 、新経営者でリストラを実行した場合には  $Y^H$  が得られる。これらの大小関係は、 $0 < L < Y^L < Y^H < R$  であり、債権者としては新経営者でリストラ策を実行すると一番利得が大きくなる。しかし、経営者を交代させるには会社更生法を用いる必要があり、会社更生法だと債権カットを要請されるので、その点に注意すると常に新経営者でリストラ策を実行できるわけではない。

企業が2期まで存続した場合には経営者は私的便益  $B$  を得ることができ、清算されたり交代されたりすると私的便益は  $-M$  となる。以上を図示すると図4-3のようになる。また、1期末に経営者に対して賃金が支払われ、収益  $R$  が実現すると経営者に対して賃金  $W$  が支払われ、収益が0であると、賃金は支払われない。

#### 4.2.2 絶対的優先権の侵害がない場合

この場合は、債務者が債務不履行に陥ると債権者が理論どおりの権限を持ち、債権者が経営権を有することとなる。上述のとおり、債権者にとっては新経営者でリストラ策を実行する方法によると回収額が最大となるので、その方法を選択する。

図 4-3 モデルの流れ



新経営者でリストラ策実行を選んだ場合、私的整理を用いると債権者の利得は  $Y^H$  で、現経営者の利得は  $-M$  である。法的整理は私的整理に比べてコストがかかるので、そのコストを  $\delta$  とすると、法的整理の場合の債権者の利得は  $Y^H - \delta$  であり、現経営者の利得は  $-M - \delta$  である。よって私的整理のほうが双方ともに利得が高いため、債権者は法的整理を脅しとして用いて、私的整理で経営者交代を実現する。

以上から、この場合の経営者のインセンティブ制約は

$$P^H(W + B) + (1 - P^H)(-M) - C \geq P^L(W + B) + (1 - P^L)(-M) \quad (4.9)$$

となる。また参加制約は

$$P^H(W + B) + (1 - P^H)(-M) - C \geq 0 \quad (4.10)$$

となる。(4.9)の右辺が正であれば参加制約は不要となり、ここでは私的便益  $B$  が十分大きく(4.10)は満たされていると仮定する。そこで(4.9)を  $W$  について整理すると、

$$W \geq \frac{C}{P^H - P^L} - B - M \quad (4.11)$$

となる。(4.11)において  $B$  や  $M$  が大きいと賃金がマイナスになってしまうが、賃金は正であるので、最適な賃金  $W^*$  は

$$W^* = \max \left\{ \frac{C}{P^H - P^L} - B - M, 0 \right\} \quad (4.12)$$

とかける。また、このときの債権者の期待最大受取額は

$$\begin{aligned} G^* &= P^H(R - W^* + R) + (1 - P^H)(0 + Y^H) \\ &= P^H(2R - W^*) + (1 - P^H)Y^H \end{aligned} \quad (4.13)$$

となる。つまり、債権者はこの金額までなら企業に貸し出すことができる。

#### 4.2.3 絶対的優先権の侵害がある場合

この場合は理論とは違い債務不履行時に債権者に大きな権限はない。そこで、債権者が経営者を交代させたいのであれば債権者は会社更生法を申立てする必要がある。しかし会社更生法を適用すると債権額が大幅に減額してしまう。ここでは、カットされたあとの債権額を  $d$  とすると、会社更生法によって  $L < d < Y^L$  まで債権を減額させられるものとする。こうなると、もはや債権者には経営者を交代させるために会社更生法を用いて収益  $Y^H$  を実現させるインセンティブが大幅に低下する。なぜなら、たとえ経営者を交代させて  $Y^H$  を実現させたとしても  $d$  以上は返済を受けることはできなく、さらに現経営者でリストラを実行すれば  $Y^L$  が得られるからである。

ただし、債権者が会社更生法を脅しとして用いて私的整理で経営者の交代を目指す可能性もある。このとき、債権者の威嚇点を  $d$ 、経営者の威嚇点を  $-M$  としたナッシュ交渉解で私的整理が達成される。新経営者でリストラを行った場合には全体として  $Y^H - M$  だけの利得が得られ、ナッシュ交渉解においては、これから各プレイヤーの威嚇点の利得を引いたものを等分するから、債権者の取り分は

$$\frac{Y^H - M - (d - M)}{2} + d = \frac{Y^H + d}{2} \quad (4.14)$$

となる。また、経営者の取り分は、

$$\frac{Y^H - M - (d - M)}{2} - M = \frac{Y^H - d}{2} - M \quad (4.15)$$

となる。これは要するに、債権者から経営者に対して  $(Y^H - d)/2$  だけ退職金などの形で移転して、より高い能力を持った経営者に交代させる私的整理である。(4.14)より、

$$Y^L \geq \frac{Y^H + d}{2} \quad (4.16)$$

のとき、経営者交代がないほうが債権者にとっては望ましいものとなる。

以下では、絶対的優先権の侵害がない場合との比較上、(4.16)は成立しているとし、経営者交代は起こらないと仮定する。この場合の経営者のインセンティブ制約は、

$$P^H(W+B) + (1-P^H)B - C \geq P^L(W+B) + (1-P^L)B \quad (4.17)$$

であり、参加制約は、

$$P^H(W+B) + (1-P^H)B - C \geq 0 \quad (4.18)$$

である。ここで、(4.17)の右辺は常に正であるため、参加制約を考慮に入れる必要はない。(4.17)を賃金 $W$ について整理すると、

$$W \geq \frac{C}{P^H - P^L} \quad (4.19)$$

とかける。均衡においてインセンティブ制約は等号で成立するため、絶対的優先権の侵害があるときの経営者の賃金 $W^{**}$ は、

$$W^{**} = \frac{C}{P^H - P^L} \quad (4.20)$$

となる。また絶対的優先権の侵害があるときの債権者の期待最大受取額 $G^{**}$ は、

$$\begin{aligned} G^{**} &= P^H(R - W^{**} + R) + (1 - P^H)(0 + Y^L) \\ &= P^H(2R - W^{**}) + (1 - P^H)Y^L \end{aligned} \quad (4.21)$$

となる。

#### 4.2.4 絶対的優先権の侵害の与えている影響

(4.13)および(4.21)より、 $G^* > G^{**}$ となることがわかる。つまり、絶対的優先権の侵害がない場合の方が債権者の期待受取額は大きくなり、その分だけ企業に対して貸し出せる金額が増加する。

$G^* > G^{**}$ となる理由は二つあり、まず $W^* < W^{**}$ であること、つまり絶対的優先権

の侵害がない場合のほうが、ある場合に比べて経営者に対して支払う賃金が少なくてもよいからである。絶対的優先権の侵害がない場合には、業績が低いと債権者による経営者交代が起こる。経営者が交代させられると経営者は私的損失を被るため、そのことがインセンティブとなって、賃金でインセンティブ付けをする必要がなくなる。その結果、絶対的優先権の侵害がない場合にはインセンティブとしての賃金は少なくてもよいということになる。一方、絶対的優先権の侵害がある場合には、業績が低い場合であっても経営者交代が起こらず、経営者は私的損失を被ることがなくなるため、私的損失がインセンティブとして働かなくなる。よって経営者に対するインセンティブ付けとして、賃金を多くする必要が生じるのである。

$G^* > G^{**}$ となるもうひとつの理由は、実現する収益の差である。絶対的優先権の侵害がない場合には経営者交代が起こるため、企業は $Y^H$ の収益を得ることが出来るが、絶対的優先権の侵害がある場合には経営者交代が起こらないため、 $Y^L$ しか収益を得られない。

以上から、会社更生法が存在する下では、存在しない場合に比べて債権者からの貸出金額が少なくなるといえる。これはつまり、会社更生法の下ではたとえ正味現在価値が正であるような投資プロジェクトを債務者企業が持っていたとしても、その投資額 $I$ が $G^* > I > G^{**}$ の範囲にある場合には投資が実行されず、過少投資の問題が生じてしまうということである。

### 4.3 まとめ

本章では債権者の立場からの視点で企業の倒産処理の問題を分析してきた。まず第1節では、経営者にインセンティブを与え、かつ利得を最大にするには、今回用いたモデルにおいてはある程度の確率で清算されたほうが望ましいということを示した。清算される確率をコントロールすることができる変数は債権者数であり、理論上は一定数の債権者が必要であると結論付けた。しかしこれは一般に言われているように、債権者数が少ないほうが私的整理が成立しやすく望ましいという考え方とは結びつかないものである。この点、現実はどうになっているのかについて、第5章の事例研究でも触れることにする。

第2節では絶対的優先権の侵害と経営者交代について述べた。このモデルにおいては、法的整理において絶対的優先権が侵害されるような制度が存在すると、債権者は経営者を交代させるインセンティブがなくなり、私的整理で再生を行おうとする。日本の現行制度の中で、絶対的優先権が侵害される再生型の手続きは会社更生法のみで

あるが、第1章で示した各種手続きの申立て件数を見ればわかるとおり、民事再生法と比べて会社更生法で企業再生を目指す企業は相当少ない。理論上は、絶対的優先権の侵害が制度上存在しないほうが、存在する場合に比べて経済的に望ましい。しかし、そうだとって会社更生法にまったく有用性がないわけではない。規模が大きくなり、権利義務関係が複雑となった会社では、債権者間の利害が対立し、民事再生法では収拾がつかなくなる場合がある。そのような場合には強力な法的整理である会社更生法で再生を進めていく必要がある。この点も、第5章のマイカルの事例で、会社更生法の有用性について触れることにする。



## 第 5 章 企業再生の実際

第 3 章および第 4 章においては理論的に倒産処理制度や債権者の行動が経営者インセンティブに与える影響を分析した。しかし、それらはあくまでも理論上のものであり、現実には当てはまらないものであるかもしれない。そこで本章においては主に企業の再生に焦点を当て、実際に破綻した企業の例を用いて現実の企業再生を分析する。まず第 1 節では企業を再生させるための再生手法を紹介し、第 2 節では総合スーパー事業を展開しているマイカルとダイエーの例を紹介する。

### 5.1 企業再生の手法

企業の再生手法には大きく分けて業務リストラクチャリング、財務リストラクチャリング、事業リストラクチャリングの 3 つの方法がある。企業の業績が下降傾向であるなどの状態の場合に、比較的早期に行われるのが業務リストラクチャリングである。これは企業の収益力の回復を目的として行われ、具体的な方法としては売上原価の削減、人件費の削減、事業所の統廃合などがある。業務リストラクチャリングを行ったにもかかわらず、業績が回復せず、さらに財政破綻の可能性が高くなってきた場合に行われるのが財務リストラクチャリングである。財務リストラクチャリングの主な目的は金融機関や投資家に対する信用力の回復であり、具体的な方法としては、株主割当や第三者割当などの資本増強や、債務免除などの負債を削減する方法、さらには負債を削減し、かつ資本を増強する DES (Debt Equity Swap) などの方法がある。業務リストラクチャリングおよび財務リストラクチャリングを行っても業績が回復せず、抜本的な改革が必要となる場合に行われるのが事業リストラクチャリングである。具体的な方法としては、不採算部門の廃止や子会社の清算、M&A や会社分割などの組織・事業再編行為がある。

また企業再生について理論的な先行研究も多数存在するが、例えば Gertner and Sharfstein (1991) によると社債権者や株主による再生よりも銀行主導の再生の方が効率的であると述べているが、柳川 (2006) によると株主による再生が効率的であると述べており、仮定の設定により結論がまったく異なったものになってしまうため、本論文では再生手法に関する理論分析は行わない。

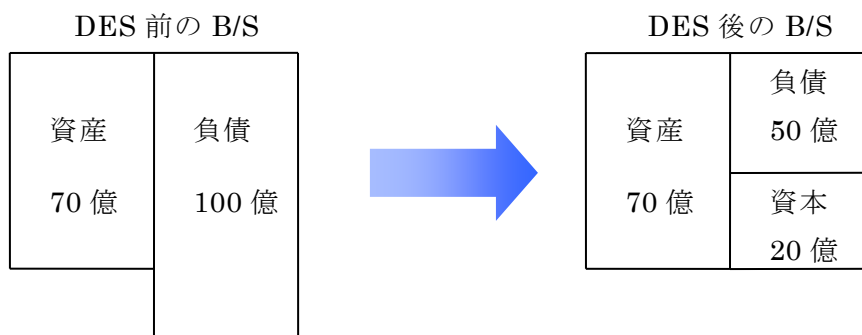
以下では具体的な再生手法として DES、制度としての手法である DIP ファイナンス、さらに企業再生を行う機関である企業再生ファンドと産業再生機構について紹介する。

### 5.1.1 DES

DESとは負債と株式の交換であり、債務の株式化などと呼ばれている。DESは財務リストラクチャリングであり、多額の負債を整理して貸借対照表を改善する目的で行われる。

ではDESをすることによってどのような効果があるのか。ここで、ある企業に対して銀行が100億円貸し出しを行っており、債務者企業は資産を70億円保有し、債務超過の状態にあるとする。債務者企業が銀行に対して債務免除とDESを要請し、その結果30億円の債務免除と20億円のDESが実行されれば、図5-1のように企業の財政状態は著しく改善される。

図 5-1 DESによる貸借対照表(B/S)の改善例



DESによる債務者企業側の効果は、DESを行った株式部分については返済義務がなくなり、さらにその分の金利の支払いも不要となるため、資金繰りが楽になる。そして上記の例からわかるとおり、債務免除と組み合わせることによって貸借対照表が大幅に改善される。

一方、貸し手側の効果としては、債務者企業が再生に成功して利益を獲得するようになれば配当を得ることができるようになるという点と、債務者企業が公開会社であれば、市場で株式を売却することによって売却収入を得て、投下資金を回収できるという点が挙げられる。

このようにDESには多くのメリットがあり、欧米では企業再生の際にさかんに利用されている。日本においては、現行の制度上、銀行が国内事業会社の株式のうち5%(保険会社は10%)を超えて保有してはならないという銀行法や独占禁止法による規制があり、あまり利用されていなかった。しかし、近年では無議決権株式であれば

5%を超えて保有してもよいなど、制限が緩和され活発的に行われるようになり、今後さらなる規制の緩和が求められている。

### 5.1.2 DIP ファイナンス

DIP ファイナンスとは狭義には、再生手続きを申し立てた後、債務者がその後も継続して経営者の地位を占有する場合に、当該債務者に対して行われる融資のことである。一方、日本における DIP ファイナンスとは、民事再生手続き及び会社更生手続きを申し立てた後に、当該企業に対して行われる融資のことをいう。

再生型の法的整理を申し立てた企業はその後も事業を継続しなければならず、そのための運転資金の確保が必要となる。また、債務者企業に商品を納入している仕入業者としても、売上債権の回収見込みがなければ商品を売り上げず、債務者企業は在庫不足に陥ってしまう可能性がある。このような理由から、企業再生を円滑に行うために DIP ファイナンスが制度として担保されている必要がある。そこで米国においては、DIP ファイナンスの融資額は超優先債権に分類され、ほぼ確実に債権額を回収できるため、銀行側としても融資をしやすくなっている。一方で、日本においては共益債権に分類され、一般の債権よりは優先度が高いものの、租税債権や労働債権に比べれば劣後的であり、担保権が付された債権と同程度の優先度である。よって、現在では DIP ファイナンスの債権を米国と同様に超優先債権に分類されるべきであるということがいわれている。

DIP ファイナンスに積極的な国内金融機関には、日本政策投資銀行やおおぞら銀行、東京スター銀行などがある。

### 5.1.3 企業再生ファンド

企業再生ファンドとは、プライベートエクイティファンドの中で、主な投資対象が経営不振企業であるファンドである。ここでプライベートエクイティファンドとは、株式を上場していない企業を主に投資対象として株式を取得し、企業を支援して株式価値を高め、その後株式公開や他社への売却により利益を得る投資ファンドである。

まず企業再生ファンドは、ファンド運営会社による設立や機関投資家の出資などにより設立される。その後、投資先である経営不振企業を探して投資を行い、株式を取得する。そうすることによって企業再生ファンドは経営不振企業の経営に関与することができるようになり、企業再生計画を実行した結果、再生が成功して企業価値が高くなれば企業再生ファンドの所有する株式を市場に売却することによって利益を獲得

するという仕組みになっている。

#### 5.1.4 産業再生機構

企業再生ファンドはあくまでも民間の再生機関であるが、政府系の再生機関もあり、それが産業再生機構である。産業再生機構は不良債権の処理および円滑な私的整理の遂行を目的として 2003 年 4 月に設立され、2007 年 3 月に対象事業者への支援がすべて終了し、清算された。

産業再生機構は支援先企業に対する債権のうち、メインバンク以外の債権者が保有する債権について買い取りを行い、その結果、債権者が産業再生機構とメインバンクのみとなって債権者数が減少し、私的整理が成立しやすくなる。また、メインバンク以外が保有する支援先企業に対する不良債権の処理も行われることになる。債権を買い取った後、産業再生機構は DES などを行って支援先企業の経営に関与し、再生を進めていくことになる。

## 5.2 ケーススタディ

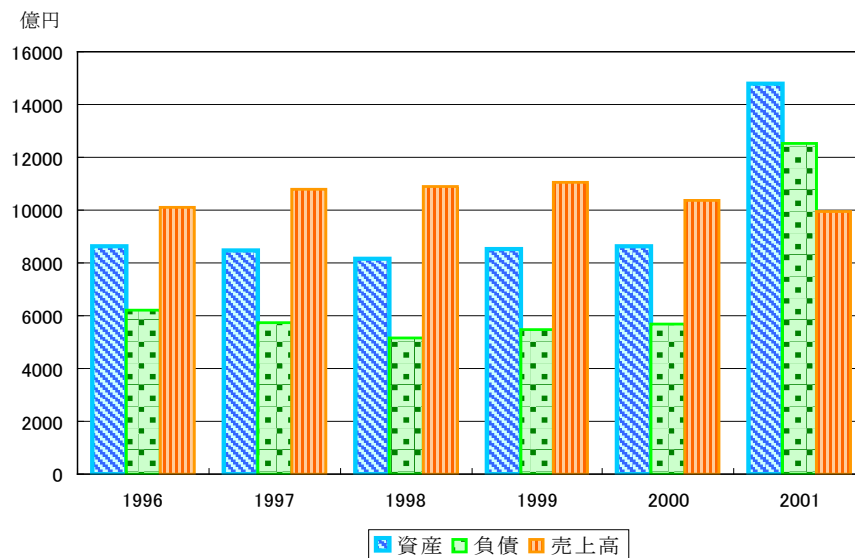
本節では総合スーパー事業を展開するマイカルとダイエーの例を用いて、実際に前節のような手法がどのように企業再生で使われているのか、法的整理と私的整理はどのような場合にどちらが適合するのか、民事再生法と会社更生法のどちらを適用すべきであるかということ进行分析する。

### 5.2.1 マイカルの事例

マイカルは 1963 年にヤマト小林商店、セルフハトヤ、岡本商店、エルピスの 4 社が企業合併したことによりニチイとして設立され、総合スーパー事業を全国的に展開しながら業務を拡大し、1976 年には東京、名古屋、大阪の各証券取引所 1 部に上場した。多角化も積極的に進め、破綻前には連結売上高が 1 兆円を超え、ダイエー、イトーヨーカ堂、イオンに次いで業界第 4 位の企業であった。

しかし、多角化を過剰に進めた結果、過大投資となり、多額の負債を抱えることとなり、このことがマイカルの破綻原因となった。図 5-2 はマイカルが破綻にいたる前までの資産、負債、売上高の推移を表している。図によるとマイカルは債務超過には陥っていないが、資産および負債が 2001 年に急激に増加していることがわかる。これに伴って売上高が伸びていけば問題はないが、売上高は 2000 年と比べるとむしろ減少していることから、やはり財務的に問題があることがわかる。

図 5-2 マイカルの個別ベースの財務状態の推移



出所：有価証券報告書より作成

こうして破綻に至ったマイカルは、会社更生法の申請を視野に入れて、第一勧業銀行（現みずほ銀行）に対して DIP ファイナンスの要請を行った。第一勧業銀行側としても、会社更生法は民事再生法より強力であり、債権者による申請後の債権引き上げができなく、追加融資額の回収可能性が高いため、積極的な姿勢を見せていた。しかしその後の取締役会で社長が解任され、新しい社長は破綻の早期解決を目標に掲げ、民事再生法を選択した。なぜ民事再生法を選択したかについての本当の理由はいまだ明らかにされていない。

その後、2001年9月4日に民事再生法を申請して手続きが開始されたが、これはマイカルにとって厳しいものであった。まず第一勧業銀行が、予定されていた会社更生法ではなく民事再生法をマイカルが申し立てたということで、金融支援を渋るようになった。また、マイカルに商品を納入する仕入先としても、マイカルの資金が少ない状態では売上債権の回収が困難であるということで、約7割がマイカルに対する納入を見合わせ、この時期のマイカルの店舗の商品陳列棚には何も置かれていないという状態も発生してしまい、深刻な商品不足に陥ってしまった。さらに、マイカルの発行する社債が相次いでデフォルトになったことにより、投資家や金融機関に対する信用不安がいつそう広がり、さらに資金繰りが苦しくなっていた。

この資金繰りを乗り切り、さらに取引先に対する信用を回復するために、マイカルは DIP ファイナンスを利用した。まず大和証券 SMBC を通して同年9月28日に同社

の特定目的会社であるトリコ・グローバル・インベストメントから 100 億円の DIP ファイナンスを受け、10 月 5 日におおぞら銀行からも 100 億円の融資を受け、直ちにトリコ・グローバル・インベストメントに対する返済に充てている。これは、同社の DIP ファイナンスの金利が相当程度に高かったからではないかと言われている。その後も 10 月 19 日には日本政策投資銀行に対して 100 億円のコミットメントラインを設定し、実際に 40 億円引き出している。コミットメントラインとは、企業と銀行が予め契約した期間・融資枠内で、企業の請求によって銀行が融資を実行することをコミットするという契約である。さらに 10 月 26 日には日本ジーエムシー・コマーシャル・モゲージから 200 億円の融資を受け、そのうち 100 億円をおおぞら銀行の返済に充てている。このように、DIP ファイナンスを行ったわけであるが、マイカルの資金繰りは綱渡り状態であり、いつ二次破綻してもおかしくない状態であった。

マイカルは DIP ファイナンスを申請しながら、同時に民事再生法から会社更生法への移行を視野に入れてのスポンサー探しも同時並行的に行っていた。スポンサーとは、経営破綻企業に対して資金・人的な援助を行う企業のことであり、マイカルの場合は最終的にイオンに決定した。さらに、イオンがスポンサーとなり、強力な法的手続きである会社更生法の申請もするというこで、以前は貸し出しを渋っていた第一勧業銀行も金融支援を表明した。このようにして、マイカルは 2001 年 11 月 22 日に東京地方裁判所に会社更生法の適用を申し立て、民事再生手続きは中止された。

マイカルが認可を受けた更生計画の内容は、まずマイカルの関係会社 8 社をマイカル本体に吸収合併し、債権債務関係を整理した。そしてマイカルの既存の株主は責任を取って 100%減資を行い、スポンサーであるイオンが新しい資本金 200 億円の全額を出資し、マイカルはイオンの完全子会社となった。さらに債権者がマイカルに対して保有する債権については、メインバンクであるみずほフィナンシャルグループは約 2,760 億円の債権放棄を行い、残りの一般更生債権の額とそれに応じた弁済率は表 5-1 のとおりである。このような更生計画が遂行され、マイカルは 2012 年に手続きが終結する予定であったが、予定よりも 7 年早く、2005 年末に表 5-1 に記載する全額の債務を弁済し終え、会社更生手続きが終了している。その後、2006 年中に破綻後初となる新規出店を行い、現在ではイオンの完全子会社としてイオンの連結売上高の 10%以上を占めており、イオンの業績に貢献している。このように、マイカルの場合は企業再生が成功したといえるのではないだろうか。

表 5-1 マイカルの一般債権者の弁済率

| 一般更生債権の額           | 弁済率   | 一般更生債権の額           | 弁済率  |
|--------------------|-------|--------------------|------|
| 30 万円以下            | 全額    | 2,000 万円超 20 億円以下  | 5%   |
| 30 万円超 100 万円以下    | 30 万円 | 20 億円超 100 億円以下    | 4%   |
| 100 万円超 2,000 万円以下 | 30%   | 100 億円超 1,000 億円以下 | 3%   |
|                    |       | 1,000 億円超          | 1.5% |

出所：日本経済新聞 2003/10/01 朝刊より作成

### 5.2.2 民事再生法と会社更生法の選択

マイカルは再生の途中で民事再生法から会社更生法へ移行している。第 4 章の理論分析では会社更生法の有用性を見出すことが出来なかったが、現実にはどのような場合に民事再生法が適合し、そしてどのような場合に会社更生法が適合するのであるのか。

マイカルの場合は、その保有する不動産について、借入金や社債の担保が付されているものが多かった。民事再生法によると再生手続中に行使が禁止されるのは主に一般債権のみであり、担保付の債権は別除権として扱われ、その行使は自由に行うことができるのが原則である。そのため各関係者間の調整が困難となり、さらに再生手続外で自由に権利行使することができるため、公平・公正性および透明性が確保できなくなる可能性が高い。よって、保有資産について担保が多く設定されていると、民事再生法での再建は困難なものとなってしまう。また第 1 章および第 4 章でも述べたとおり、マイカルのように上場しているような大企業の場合は、通常権利関係が複雑となるため、より強力な手続きである会社更生法を用いるべきである。

### 5.2.3 ダイエーの事例

ダイエーは 1957 年に大栄薬品工業として設立され、その後小売業として全国展開し、1972 年には小売業界で売上高が 1 位となり、1980 年には小売業で初めて売上高が 1 兆円を超し、小売業以外にもホテル、金融、プロ野球など多角化を進めて成長をしてきた。

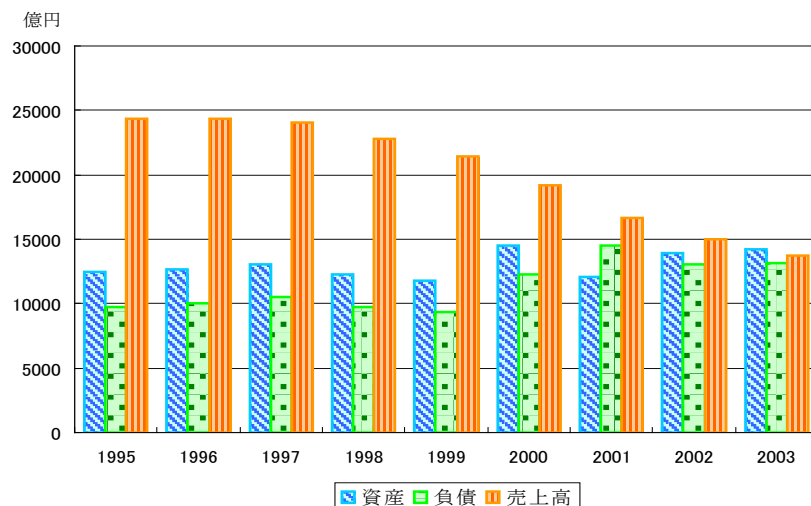
しかし、1990 年代後半に入ると総合スーパー産業自体の規模が縮小し始めた。2000 年に入ると、同じ総合スーパー事業を展開する長崎屋が破綻し、さらに 2001 年にはマイカルも破綻した。そして、それ以前から経営が悪化していたダイエーが次のターゲットとして注目を浴びることとなる。また、関西地区に多く出店していたダイエー

は、阪神大震災によって多額の損失を被り、これもダイエーの経営危機を悪化させる原因となった。

このように外部環境が悪化していた中で本業の不振をカバーするために積極的に多角化を行い、その結果過剰資産や過剰債務など財政状態に問題が生じてきた。しかし、この問題に対して抜本的な改革はなされず、このことがダイエーが破綻に追い込まれた一番の原因であると言われている。

図 5-3 は 1990 年代後半から産業再生機構の支援が決定する前までのダイエーの財務状態の推移を表している。数値を見ても、阪神大震災のあった 1995 年から売上高が大幅に減少し始め、2003 年の売上高は 1995 年のおおよそ 50%にまで落ち込んでいる。また、財政状態を見ると、2001 年には負債が資産を超える債務超過が発生しており、かなりの危機にあったことがわかる。

図 5-3 ダイエーの個別ベースの財務状態の推移



出所：有価証券報告書より作成

このような危機の中、2000年にダイエーは新再生3ヵ年計画を発表した。その内容は、人員の削減、赤字店舗の閉鎖、主力4行（東海、三和、住友、富士）による金融支援などであったが、有利子負債の削減はうまくいかず、より抜本的な改革案が求められ、その結果2002年に新3ヵ年計画を発表した。

新3ヵ年計画の内容は、財務面においては主力3行（UFJ、三井住友、富士）による1,700億円の債務免除と2,300億円のDESを行い、普通株の99%を減資する。一方事業面においては、収益力の回復を目標に掲げ、全国の赤字店舗60店の閉鎖、正



社員 5,000 人の削減などの内容であった。

しかし、新 3 ヶ年計画を実施したにもかかわらず、業績は回復せず、2003 年 2 月期の営業利益および経常利益は目標を多きく下回ることとなった。2 度にわたる再建計画の失敗の後、2003 年半ばに 3 回目の金融支援が検討されるようになったが、UFJ、三井住友、みずほコーポレートの主力 3 行および金融庁は、ダイエーを再建させるには抜本的な改革が必要であるとして、産業再生機構の支援を希求し、ダイエー側としても主力 3 行による金融支援がなければ再建は不可能であると判断し、産業再生機構に支援を要請することとなった。そして 2004 年 12 月 28 日に産業再生機構による支援が決定した。これにより主力 3 行の金融支援も決定し、3 行合計で 4,050 億円の債権放棄と、1,920 億円の優先株式の償却を行った。産業再生機構の支援としては、関係金融機関がダイエーに対して保有している債権 3,940 億円を買い取り、ダイエーに対して 100 億円の現物出資と 400 億円の DES を行った。その対価としてダイエーの議決権割合の 33.67%にあたる株式を取得し、ダイエーの経営に関与して再生を進めていった。

その後、2005 年に丸紅と投資ファンドのアドバンテッジパートナーズがスポンサーとして決定し、2006 年には産業再生機構の保有する 33.67%の株式は丸紅に譲渡されることとなり、さらに 2007 年にはイオンと資本・業務提携を行った。このように、マイカルの場合とは違い、ダイエーは未だに再建がなされている途中であり、今後の動向が注目される。

#### 5.2.4 私的整理と法的整理の選択

以上でマイカルとダイエーの二つの企業再生の事例を紹介した。両者はともに総合スーパー事業を展開しているが、マイカルは法的整理を申し立て、ダイエーは私的整理で再建を目指した。ダイエーが私的整理を選択した理由のひとつに、日本経済に与える影響があまりにも大きいというものがあるが、ここでは私的整理と法的整理の違いについて、マイカルとダイエーの財政状態に視点を当てて比較する。

表 5-2 は両社の現金及び預金と社債、借入金の 2001 年 2 月末の残高である。この表から、マイカルは手持ちの現金と借入金が非常に少なく、逆に社債が多額であることがわかる。ダイエーの資産規模はマイカルの約 2 倍であるが、そのことを考慮に入れても、両社には明確な違いがあるといえる。

ここで、社債が市場取引であり、借入金は金融機関との相対取引であることを考えると、借入金に比べて社債の方が当初の契約の変更は困難である。よって私的整理を

行うためには社債をすべて償還できる程度の現金及び預金が必要となる。私的整理を選択したダイエーの場合は、現金及び預金で社債を償還することができ、残るのは借入金となるため、金融機関と交渉を行うのみで私的整理を成立させることができる。しかしマイカルの場合は、現金及び預金の5倍以上の社債が存在していたため、償還することができず、もし私的整理を計画していたとしてもその成立は困難であっただろう。

最後に、第4章で分析した債権者数と企業再生の問題について考えてみる。マイカルとダイエーの事例の場合、社債の残高が多額であるマイカルのほうが債権者数は多いと考えられ、マイカルは企業再生に成功したといえる。一方債権者数が少ないと考えられるダイエーは、未だ成果は不明であるが、長期にわたって手続きが行われており、再生に成功したとはいえない状況である。ダイエーの再建問題が長引いた理由のひとつに、創業者への権限集中によって外部から企業の状況を把握するのが困難であったというものがある。そのような状態では、債権者は経営者に対して適切なインセンティブを与えることが出来なかったのではないか。よって、両社の事例においては、第4章の理論とおよそ整合的であるといえるであろう。

表 5-2 マイカルとダイエーの連結ベースにおける財政状態

|        | マイカル(2001年2月末) | ダイエー(2001年2月末) |
|--------|----------------|----------------|
| 現金及び預金 | 672 億円         | 4560 億円        |
| 社債     | 3516 億円        | 600 億円         |
| 借入金    | 7629 億円        | 2 兆 4396 億円    |

出所：有価証券報告書より作成

## 第6章 結論

本論文では企業の倒産に関して、倒産の原因や、最適な倒産処理システムの研究を行ってきた。

倒産の原因について分析した結果、倒産直前の企業の財務諸表からでも十分に倒産の兆候を知ることができた。これはつまり、一般の投資家であっても財務諸表上の数値を見ればある程度倒産の兆候を把握することができ、それだけ財務諸表は重要なものであり、信頼性に足るものでなければならないということである。

経済理論的には、主に政府と債権者の立場からの倒産処理を分析し、それらは一貫して経営者に対してどのようにインセンティブ付けをして事前の効率性を達成するかということに主眼が置かれていた。分析結果によると、破綻時に経営者に対して権力を付与したり、事後的な非効率性を示唆したりすることで経営者に対してインセンティブを与えることができ、効率的な帰結を達成できるということがわかった。

しかし、現行の制度においてはそのようなシステムを採用してはいない。これは、倒産処理制度の構築には、経済的な視点のみではなく、公正・公平性や社会的慣習も考慮に入れる必要があるからである。しかし、だからといって経済的な分析が全く不要なわけではなく、Aghion, Hart and Moore (1992) が提案した倒産処理プロセスが、現実の法制度を作成する過程で考慮に入れられているなど、効率的な倒産処理制度を確立する上で当然に経済的な視点も重要である。倒産の問題にはさまざまな利害関係者が存在し、最適な倒産処理制度を構築することは非常に難しいことであるが、経済環境等に適合するように、常に改正していくことが望まれる。

最後に、現行の民事再生法および会社更生法、私的整理に関するガイドラインにおいては、再生計画の作成や、再生プロセスについては規定しているが、実際に再生計画が行われた後の収益性などの情報開示については何ら規定しておらず、再生後の企業がどうなったかを知るのには難しい状態である。この点、債権者や投資家の保護を考えるのであれば、情報公開に関する法規制を設けるべきである。

## 参考文献

- 伊藤真 (2006), 「倒産法」 弘文堂.
- 岩城秀樹・木島正明・小守林克哉 (1998), 「財務データを用いた倒産確率の推定」『南山経営研究』, **13**, 159-167.
- 許斐義信 (2005), 「ケースブック 企業再生」 中央経済社.
- 藤原総一郎 (2003), 「早わかり企業再生」 日本経済新聞社.
- 柳川範之 (2006), 「法と企業行動の経済分析」 日本経済新聞社.
- 山本和彦 (2003), 「倒産処理法入門」 有斐閣.
- Aghion, P., O. Hart, and J. Moore, (1992), “The Economics of Bankruptcy Reform,” *Journal of Law, Economics and Organization*, **8**, 523-546.
- Berkovitch, E., R. Israel and J. Zender, (1998), “The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations,” *Journal of Financial Quantitative Analysis*, **33**, 441-464.
- Gertner, R., and D. Sharfstein, (1991), “A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law,” *Journal of Finance*, **45**, 1189-1222.
- ダイエーホームページ <http://www.daiei.co.jp/>
- マイカルホームページ <http://www.mycal.co.jp/index.html>

## あとがき

一度破綻した企業が復活するということが経済的に良いことなのか、なぜ破綻した企業を復活させないといけないのか、破綻した企業はすべて清算させて消滅させればよいのではないかということに疑問を持ち、卒業論文のテーマとした。

実際に研究を終えてみて、以上の疑問には答えられたと思う。そして企業再生は一国の経済を左右する問題であり、経済環境に適合した倒産処理制度の構築は政府が積極的に行わなければならないということも知れた。

企業破産・再生についての問題には本論文で研究したこと以外にもさまざまなものがある。たとえば倒産するかどうかの意思決定や経営権の移転、再生手法に関する経済学的な分析、資本構成などである。特に、経営者の視点からの企業再生の問題については今回触れることができなかった。しかし、この点は今後社会に出たときに身をもって体験できたらいいと思う。

最後に、本論文の作成において指導教官である石橋孝次先生に大変お世話になり、熱心に指導してくださったことに対して感謝の意を表明して本論文を終えることとする。