

## 第V章

---

### 金融危機と企業①

— 倒産処理

## はじめに

### 1 通貨危機と金融危機

これまでは通貨危機に関してみてきた。一方、アジア通貨危機にみまわれた諸国の多くでは、銀行やその他の金融機関への取付け騒ぎや経営破綻が相次いだ。こうした現象を**金融危機**と言う。金融危機と通貨危機の関係はどうなっているのだろうか。

一般的には、通貨危機にもなって金融危機が発生するとは言えない。しかし、アジア通貨危機の場合は、通貨危機の発生と前後して深刻な金融危機が発生した。これには、金融機関や一般の企業が資金を海外から調達していたことが、大きな背景となった。つまり、外貨建ての借金が多かったということだ。通貨危機により為替相場が下落すると、借金の負担は大きくなる。通貨危機の最悪期には、通貨価値が二分の一以下に下落したので、借金の負担は二倍以上となった計算である。なかでも、インドネシアは通貨価値が六分の一にまで下落したので、借金が六倍になったわけである（第1章表2参照）。金融機関にせ

よ一般企業にせよ、これほど借金が一気に増大したときには、経営破綻しないほうがおかしいといえよう。

金融機関が直接、海外から借金を行っていた場合には、これは、直接的に金融危機を引き起こすきっかけとなった。一般の企業が直接、海外から借金を行っていた場合には、まず、これらの企業の経営破綻が起こった。こうした企業に対して、国内の金融機関も貸出を行っていたとすると、それは不良債権になった。これは、国内金融機関の収益を悪化させ、やはり金融危機の要因となった。

すでに説明したように、アジア通貨危機のきっかけは海外からの資金流入が急速に反転したことにある。海外からの資金流入というのは直接投資や株式投資を除けば、ほとんどが海外からの借金であった(第三章図8参照)。これらのほとんどが外貨建てであったので、その存在が金融危機の背景にもなっていたことがわかる。

要するに、通貨危機と金融危機は本来は別の現象であるが、アジア通貨危機に際しては資本の流出入という共通する要因をきっかけや背景にして引き起こされたとまとめることができるだろう。また、両者の関係については、あくまで仮説にすぎないが第三章で紹介した複数均衡の枠組みでの説明がありうる。コラム①で説明したので興味のある読者は参

照されたい。

アジアの金融危機は通貨危機と共通の要因（資金流出入）を背景として起こった

コラム  
①

複数均衡と通貨危機、金融危機

やや大胆な仮説に基づいて考えることになるが、通貨危機と金融危機を共通の枠組みのなかで同時に説明することも可能である。それは、第Ⅲ章で紹介した複数均衡の一種として説明することである。この場合も、海外の投資家の予想と予想に基づく行動が鍵となる。考えられる均衡は以下の二つである。

- (1) 投資家は危機を予想して資金を引き揚げる → 通貨危機が起こる → 金融危機を併発する → 当初の予想は現実のものとなる
  - (2) 投資家は危機が起こらないと予想し、資金を引き揚げない → 通貨危機も金融危機も起こらない → 当初の予想は正しかったと確かめられる
- いずれの均衡が成立しても、投資家の当初の予想は正しかったことが事後的には確認されることになる。

ところで、この説明では金融危機が起こることは複数均衡の必須の条件ではない。通

貨危機の発生可能性があるだけでも複数均衡の可能性を指摘するには十分である。ただ、金融危機を併発した場合のほうが、均衡①（危機の発生）において資金を引き揚げなかった投資家の受ける損失が大きくなるという違いがあるだろう。

これは大多数の投資家の予想と異なる予想をした場合のペナルティが大きくなることを意味するので、個々の投資家はますます他の投資家の将来予想を気にしながら行動することになるだろう。このことは、複数均衡という状況をより成立しやすくする要因となるだろう。

しかし、すでに説明したように複数均衡が存在することの証明は難しいので、以上の説明は現時点ではあくまでも一つの仮説にすぎない。

## 2 金融危機の後遺症は長引きやすい

通貨危機による打撃自体は比較的早期に回復可能であるのに対して、金融危機の後遺症は長く残る傾向がある。アジア諸国も、今では、経済成長や国際収支の面では、通貨危機の打撃から回復したようにみえる（第II章の表6や図5をもう一度、参照してもらいたい）。一方、国内の金融機関の健全性や不良債権の大きさからみると、金融危機の後遺症はあいかかわらず深刻である。表13、表14は通貨危機後の一九九八年と九九年の状況を示している。

表13 不良債権の総貸出に占める比率（不良債権比率）

(%)

	マレーシア		韓 国		タ イ	
	1998.10月	1999.6月	1998.12月	1999.6月	1998.12月	1999.9月
商 業 銀 行	13.0	12.8	7.4	8.7	42.9	44.6
マーチャントバンク	30.6	31.6	20.0	11.9		
その他金融機関	26.8	23.9	13.1	14.5	70.2	62.3
資産管理会社	100.0	100.0	100.0	100.0		
全 金 融 機 関	19.7	21.2	16.8	19.2	45.0	45.3

(出所) 世界銀行[1999], *Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000*, Table 3.2.

表14 不良債権比率（インドネシアの場合）

(%)

	1996.3月	1997.3月	1998.3月	1999.3月
商業銀行全体	10.6	9.3	19.8	58.7
国 営 銀 行	16.6	14.2	24.2	47.5
民間外為銀行	4.0	4.4	12.8	76.9
民間非外為銀行	14.7	16.5	19.9	38.9
地方開発銀行	18.5	13.9	15.8	17.0
合 併 銀 行	7.4	7.7	25.3	64.6
外 国 銀 行	2.8	2.7	24.4	49.9

(出所) 武田美紀 [2000] 「インドネシアの銀行・企業再構築」  
 (国宗浩三編『金融と企業の再構築——アジアの経験』  
 アジア経済研究所)。

九九年のほうを中心にとみると、韓国では金融機関の総貸出の約一九%が不良債権である。これは韓国のGDPの約二七%に相当する。同じ数字を国ごとに拾っていくと、マレーシアでは総貸出の二〇%、同国GDPの三〇%、タイは四五%および六〇%、インドネシアは五〇%以上および二五%となる。ただし、インドネシアの数字は銀行の不良債権のみに関するものである。また、マレーシアは明示的な金融危機は回避したが、不良債権問題には直面することになった。

金融危機の後遺症がやっかいな問題であることは、日本でも経験済みである。わが国では一九八〇年代後半のバブル経済のときに銀行が土地を担保に企業に貸し付けた融資が、バブルの崩壊とともに焦げつき不良債権となった。九〇年代初頭にバブル経済は崩壊し、それから十年近くが経った。その間には、景気は何回も回復局面をむかえたにもかかわらず、不良債権問題は残りつづけ、九七年からの平成不況の原因となったと言われている。このように、金融危機の後遺症は、処理に失敗すると長く残りつづけることがありうる。それでは、こうした後遺症は、なぜ問題なのだろうか？ どのような対策がありうるのだろうか。その善し悪しは、どういう基準で考えればよいのか。本章以降では、そうした問題を考察したい。

章タイトルからもわかるとおり、本章と次の第VI章では一般企業の問題を中心に検討し、最後の第VII章では銀行の問題を中心に検討する。例えば、不良債権の増大は、不良債権の貸し手の側からみると、「銀行の問題」であると言えるだろう。その際には、不良債権の増大が銀行の収益性に深刻な影響を与えることが最大の関心事となる。そして、銀行の健全性が損なわれると国全体の経済にも悪影響を与える。特に、決済システムの中核をなしている銀行が破綻し、それが他の銀行に連鎖していくといった事態が発生すると、経済全体の正常な機能が保てなくなる。また、経営不振の銀行は、貸出をひかえるようになるかもしれない。いわゆる「貸し渋り」である。これが、健全な企業の資金繰りにも影響を与えることになる、やはり景気悪化の原因となる。

一方、不良債権の増大を借り手の観点からみると、「企業の問題」ととらえることができる。返済に困難をきたすほどの過剰な借入が企業行動になんらかの歪みを生じるとすれば、ひいては経済全体へ悪影響を及ぼすことも考えられるだろう。

そして、ある意味では企業の問題は銀行の問題よりも厄介である。それは、第一に、銀行など貸し手の数は少ないのに対し、借り手の数は非常に多いということだ。これら一つ一つに対して、政府が対応することは不可能である。第二に、借り手企業の側に一生懸命



働く動機がなくなつてしまつて「借り洩り」が起こる可能性もある。金融機関などの貸し手の側が起こす「貸し洩り」に関して言えば、政府系金融機関が代役を務めるなど、対応のしようがある。しかし、借り洩りの解消は、より難しいだろう。馬を水飲み場まで連れて行くこと（＝貸し洩りの解消）はできても、飲む気のない馬に水を飲ませること（＝借り洩りの解消）は難しいだろう。われわれ日本人が最近経験したことでも、長銀や日債銀といった金融機関の破綻処理に関しては、大騒ぎではあつたが、なんとか目途がついた。これは銀行の問題であつた。しかし、ほつとした矢先に、出てきたのが「そごう」の破綻やゼネコンの経営危機など、不良債権の借り手側である一般企業の問題であつた。

以上のように本書では金融危機の後遺症を「銀行の問題」と「企業の問題」に大きく二分して扱うことにする。この章と次の第VI章では、まず、「企業の問題」に焦点を当て、過剰な債務をかかえた企業がとりがちである問題行動とそれへの対策、倒産処理のあり方などを考える。最後の第VII章では、「銀行の問題」に焦点を当てて、銀行への資本注入や銀行のかかえる不良債権の処理などの対策について検討する。

「企業の問題」を先に検討するのは、ある意味では銀行も企業の一つであるから、「銀

行の問題」を考える際には、企業の問題の考察から援用できる考え方があからだ。銀行の問題には、それに加えて銀行のみに関係する特殊性もあるので、そういう意味でも、銀行の問題は企業の後に考察するのがよいだろう。

さて、次の第1節では、まず、借り手の「動機の歪み」とそれから派生する企業の問題行動について考えることから始めよう。

## 第1節 借り手の動機（インセンティブ）の歪み

### 1 借金の効用と不効用

借金を背負うということには、借り手の動機に対して良い影響を与える場合と悪い影響を与える場合がある。まず、がんばれば十分に返済可能な程度であれば、借金は良い動機づけの効果をもっている。それは、無駄づかいを減らす効果である。例えば、予定外の収入があったときに、借金のない人であれば、それは不必要なものへの支出にまわしてしま

うかもしれない。借金のある人ならば、無駄づかいせずに、元利の返済や繰り上げ返済にまわすかもしれない。

一方で、どんなにがんばっても返せそうにないほど大きな借金には、悪い動機づけ効果がある。一つの可能性は、単純に「やる気を失う」という効果である。もう一つの可能性は、「二か八か博打を打つ」気持ちが生える、という効果である。博打とは、成功する可能性は非常に低い、成功したときには大もうけできるといふ行為のことである（これを「ハイリスク・ハイリターン」ともいう）。もし、成功すれば借金地獄から抜け出せることができるのに対して、失敗しても借金が増えるだけである。すでに、返せないほどの借金があるものにとつては、後者は大した問題ではない。ようするに、過大な借金は債務者を「捨て鉢にする」効果ももつ。

ここまですると、借金もお酒と同じで、ほどほどならば良い効果をもつが、過ぎると悪い効果をもつ。

ほどほどの借金は無駄づかいを防ぐ効果をもつ

過大な借金は、「やる気をなくす」か「捨て鉢にする」効果をもつ

さて、同じことをもう少し難しく言い換えてみよう。まず、上で見た良い動機づけ効果（無駄づかいをなくす）は、「フリーキャッシュフロー仮説」という考え方である。先に第二章第4節では（狭義の）企業統治（コーポレート・ガバナンス）とは、いかにして一般株主が経営者を管理監督するか、という問題のことであると説明した。この企業統治をうまく行う一つの手段が、企業に借金をさせることだというのが、「フリーキャッシュフロー仮説」である。フリーキャッシュフローとは、企業が自由に処分できる資金のことを指すが、（適度な）借金があるときには、これは少なくなる。一般株主の経営者に対する監督（つまり企業統治）が不十分な場合には、経営者はフリーキャッシュフローを自分の個人的な利益のために流用しようとする動機が働く。借金は元利払いという形でフリーキャッシュフローを減らすので、そうした問題を起こしにくくするというのである。借金をかかえる人のほうが無駄づかいしないですむ、という理屈である。

これは、わが家の家計を省みても実感のある説明である。わが家では数年前に住宅ローンを組んでマイホームを購入したのだが、購入前と後では、無駄づかいが減った。

毎月毎月、ローン支払いという形で余裕資金が強制的に消えていくので、使うようがないのだ。しかし、このローン支払いはマイホームへの投資を繰延べ払いしているわけだか

ら、ローン完済の後には、ちゃんと資産が残るようになっていく。もともと、昨今のよう  
に地価が下落すると困るのだが（涙）、それは別の問題である。

フリーキャッシュフロー仮説⇨借金が無駄づかいを防ぐという考え方

悪い動機づけ効果は、「デット・オーバーハング」と「再生のための賭け (gambling for resurrection)」と呼ばれる現象である。一つずつ見ていくことにしよう。

「デット・オーバーハング」は、企業全体としては過大な借金をかかえてはいるが、事業の一部は健全であり、そこだけ切り離せば十分に有望な投資機会をかかえている場合に問題となる。

例えば、バブルのときに本業以外の不動産投機に手を出して大きな借金をかかえたが、本業は黒字である企業を思い浮かべてもらおうとよい。ところが、この企業が有望な本業に  
関係する新規設備投資を必要としたときに、誰も資金を用立てようとするものがない、  
という問題が生じる。なぜなら、新規投資によって本業の利益が増大しても、それは既存  
の借金返済のために使われることが明らかだからである。新規資金を用立てた新規の債権

者に対しては、既存の債務への元利返済を行った後でないと支払いがなされないだろう。よって、事業は有望なものであつても、この企業は新規資金を借り入れることが困難になる。

このように、大きな借金をかかえた人がやる気を失うのと同じように、企業も有望な事業を拡大しようとしなくなるのが「デット・オーバーハング」である。(ただし、個人の例と少し異なるのだが、やる気をなくすのは企業自体ではなく、この企業への新規資金の提供者のほうである)。

ところで、有望な事業が実施されないということは、社会全体にとつても損失となる。したがつて、なんらかの対策が必要である。

デット・オーバーハングは過大な債務の存在により、有望な事業が実施されなくなる(資金調達)が難しくなるから

次に「再生のための賭け」であるが、これは一種のモラル・ハザードである。モラル・ハザードは自分の行動の結果、発生するリスクを自分が背負わないで済むときに起こる

(第II章第5節参照)。

今の場合には債務者は一か八かの賭けが失敗したときのリスクを負わないことがモラル・ハザードの原因となる。一か八かの賭けが失敗した場合の追加的な損失は、結局は債権者の負担となるからだ。

過大な債務をかかえ込んでいる債務者としては、一か八かの賭けを行わずに現状を維持していても、いずれは資産を債権者に差し押さえられることになる。一方、一か八かの賭けを行って、それが失敗した場合にも、差し押さえられる資産の額は低くなるが、差し押さえられることに変わりはない。資産の価値が劣化したとしても、そのために損をするのは債権者のほうである。反対に、(その可能性はきわめて低い)一か八かの賭けが成功した場合には債務を返済できるかもしれない。よって、このような状況に追い込まれた債務者には、危険な一か八かの賭けを行う誘因が十分にある。

個人でも、重債務者になると、なけなしの収入を博打につき込んで一発当てようと企てたり、犯罪というリスクを犯してでも大金をせしめようとしはじめる。なぜなら、真面目に働いたとしても借金を返せる見込みは、ほとんどないからである。それよりは、リスクは大きくても成功したときには大きな収益が得られる行為に賭けてみたくなるのである。

バブル崩壊後の日本企業でも、こういった現象は多く見られた。例えば、損失の「飛ばし」行為も、この理屈を少し応用することで説明できる。「飛ばし」とは、子会社などの関連企業に、土地や有価証券などを市場価格よりも高く売りつけることにより、見かけ上の利益を作り出し、赤字隠しをすることである。飛ばしを行ったからといって、現状が改善されるわけではない。むしろ、そのために（売買手数料や税金などの）余分な費用を負担しなければならぬ。だから、これは高収益でさえなく、リスクのみ大きい行為である。しかし、「飛ばし」で損失隠しをしている間に、突然、景気が良くなるとか、大もうけの取引が転がり込んでくるとかの僥倖があるかもしれない。そういう方が一の幸運に賭けて、問題の先延ばしを行っているとするれば、これも「再生のための賭け」の一変種であると言えよう。

もちろん、「再生のための賭け」が運よく成功したときには、債務の返済も可能になり、再生がかなうことになるだろう。しかし、多くの場合は失敗に終わるはずで、傷口をさらに広げる結果になるだろう。そもそも「リスクが高いこと」の意味は、「あまり起こりそうにないこと」ということだからだ。したがって、「再生のための賭け」は平均的に考えると資源を浪費する行為である。つまり、経済全体の観点に立ったときには、望ましくな



い行為である。

再生のための賭け || 過大な債務の存在により、収益は高いがリスクも大きい  
無茶な行為を起こすこと

以上、見てきたように過大な借金は借り手の動機を歪め、借り手企業の問題行動を引き起こし、ひいては経済全体の効率性を損なう。経済の活力や柔軟性を失わせる原因ともなるだろう。それでは、これらの問題への対応策として、どのようなことが考えられるかを、次に考えよう。

## 2 対応策

まず、「デット・オーバーハング」であるが、その解消には、「事業の分離」、「追い貸し」、「債権放棄」の三つの方法が考えられる。<sup>(2)</sup>「事業の分離」は、有望な本業だけを切り離して、そこにだけ新規資金を導入することである。「追い貸し」は既存の債権者が新規事業の資

金用立てても行うことである。「債権放棄」は既存の債権者が債権の一部を切り捨てることである。

三つのうち最もわかりやすいのは「事業の分離」であろう。有望な事業だけ切り離して独立させれば、新規資金調達は容易に行えるだろう。しかし、そう簡単に切り離しができるかどうかは問題である。例えば、設備や土地が他の事業部門と共有されていたり、既存債権の担保に供されているかもしれない。また、会社分割の手続きに大きな費用がかかるかもしれない。また、既存の債権者が、有望な事業部門の分離に反対するかもしれない。

こうした問題への対応としては、外部の企業家に売却してしまうのも一策である。その売却益を既存債務の返済にあてることにすれば、既存債権者も満足するだろう。あるいは、日本でも最近はやりのプロジェクト・ファイナンスや証券化の手法を用いるのもよい。これらの手法では、その事業部門に限定して、事業実施による現金収支（キャッシュフロー）を裏づけにした資金調達を行うのでデット・オーバー・ハンゲ対策として有効である。

現実の経済社会でも、業績悪化した企業が、優良事業部門だけを売却して借入金を圧縮するという現象は、非常によく見られる。これは、その企業のことだけ考えると、損をしているようにもみえるが、社会全体にとっては有益なことである。優良事業部門は「デッ

ト・オーバーハング」の重圧から解放されて、事業拡大のための資金調達も容易になるだろう。また、プロジェクト・ファイナンスや証券化といった手法の利用可能性は国により異なるが、今後はより広く普及することが期待されている。

なお、いずれの方法も、法制度や税制度のありようが深く関係してくる。例えば、売却した場合の課税や手続きの煩雑さは、他の企業家への売却という手段を採用しにくくするだろう。同様に、プロジェクト・ファイナンスや証券化に際してもどのような課税が行われるか、また、新規資金提供者や証券の買い手の権利がどの程度保証されているのが重要となる。

デット・オーバーハングの対策Ⅰ—事業の分離

★しかし、税制、法制度面での整備が必要である。

「追い貸し」も有効な方法である。なぜかという追い貸しの場合には、既存の債権者と新規資金提供者が同一となるので、新規資金により実行された投資の収益が既存債務の返済にまわされようが、新規借入への返済にまわされようが、債権者の利害に相違はない

からだ。

しかし、この方法が利用できるのは、既存の債権者の数が少ないときのみである。債権者が複数存在する場合には、全員が追い貸しをしないと不公平が生じる。なぜなら、追い貸しに応じた債権者が損をして、応じなかった債権者が得をする関係になっているからだ。したがって、追い貸しをするかどうかに関して、債権者の間での交渉が必要となる。しかし、この交渉はなかなかまとまらないだろう。特に、債権者の数が多い場合には、自分は努力せずに他の債権者の努力に期待するという「ただ乗り」(フリー・ライダー)の問題が交渉の大きな障害になる。また、言うまでもないことだが、既存の債権者が追い貸しに必要な資金を持っていることが大前提であるのだが、債権者の数が多いと資金が不足するものも出てくるだろう。

現実の経済社会では、「追い貸し」という手段は、借り手が小規模な企業で、貸し手となる金融機関の数が非常に少ない場合には、よく利用されているのではないかと思われる。しかし、実際にどの程度、利用されているかはよくわからない。外部のものから見ると、通常の貸出と区別するのが難しいからだ。

また、追い貸しはデット・オーバー・ハングへの対策としてではなく、貸し手側の都合で

行われる場合もあるので注意が必要だ。例えば、貸し手金融機関が不良債権を隠す手段として返済の見込みがない借り手に対して「追い貸し」を行う可能性がある。これは、損失の「飛ばし」に類似する行為であり、もちろん経済全体にとってもよくない不健全な行為である（ただし、これは今検討している借り手側の問題行動ではなく、貸し手側の問題行動である）。

デット・オーバーハングの対策2 Ⅱ 追い貸し

★しかし、債権者の数が多いときには難がある。また、不良債権隠しのための追い貸しは有害な行為である。

最後に、既存の債権者による「債権放棄」も有効である。それにより既存債務への元利返済に問題がなくなれば、デット・オーバーハングの原因が消滅するからだ。しかし、この方法にも「ただ乗り」問題がつきまとう。先の追い貸しと同様、債権者の数が多いときには難がある。

日本では、最近「そごう」への債権放棄の問題が大騒ぎになった。これは、世論の批判

により撤回され、結局は法的な処理を行う（民事再生法）ことになったが、メインバンクの興銀による当初の提案では、大口の債権者が債権放棄し、小口の債権者には放棄を求めないというものであった。この場合、小口債権者は大口債権者の債権放棄に「ただ乗り」できるという関係にあった。こうした提案をせざるを得なかった理由としては、数の多い小口債権者の同意をいちいち求めるには、大変な手間暇がかかるということがあった。それを考えれば、小口債権者の「ただ乗り」を許容するのもやむないことだとの判断があったのだろう。

このように「ただ乗り」の問題があるものの、債権放棄という方法は、現実の経済社会でもよく見られる解決方法である。

ところで、追い貸しの場合と同じように、貸し手側にも問題行動が発生している場合には、やはり不良債権隠しに悪用される可能性がある。債権放棄の場合には、貸し手側の損失が表面化するので、その分は追い貸しよりもましではある。しかし、債権放棄しても最終的には借り手の事業が行き詰まることを見越している場合には、債権放棄しても残る債権の部分に関して不良債権隠しに相当する（ちなみに、これはデット・オーバー・ハンゲが問題ではないのに債権放棄していることになる）。

デット・オーバーハングの対策3—債権放棄

★しかし、債権者の数が多いときには、交渉が大変である。また、追い貸しよりはマシではあるものの不良債権隠しに利用される可能性は残る。

最後に「再生のための賭け」はモラル・ハザードの一種であるから、対策としては債務者への監視の強化が必要である。また、企業の財務状態が相当に悪化しているはずなので、この企業を存続させるべきか清算するべきかの判断も必要となってくる。

結局、基本的には本格的な倒産処理を開始するしかないだろう。例えば、破産の申し立てが認められると、企業経営は破産管財人の手に委ねられ、債務者の勝手な行動は認められなくなる。その上で、企業の資産や債務の額を精査し、存続か清算かを判断することになる。

実は、デット・オーバーハングのところで見たと債権放棄などの諸方策を実施することも、広い意味では「倒産処理」だと言うことができる。しかし、いずれも企業の存続を認めた上でのものであった。それと比べると、ここでは企業の存続の是非も含めて検討する必要があるという点で、より本格的な倒産処理が必要だと言えるだろう。

倒産処理については、より詳しく解説する必要があるので、節を改めて、次節にてじっくりと考察を加えることにしたい。

「再生のための賭け」への対策Ⅱ本格的な倒産処理の開始

★企業の存続の可否も検討課題となる。

## 第2節 倒産処理

### 1 倒産と破産

ここでは、倒産という言葉ができるだけ広くとらえることとする。負債が資産を上回ったり（Ⅱ債務超過）、債務の元利支払いが止まったり（債務不履行、またはデフォルト）すると、銀行取引停止になったり、裁判所に訴えられたりする。あるいは、債務者のほうから破産や会社更正手続きの申請がなされる場合もある。



また、法的な手続きをとらない場合でも、銀行など債権者と借り手企業の間で私的な倒産処理が行われる場合もある。その場合、どこまでを倒産処理として考えるかはやや曖昧なところがある。例えば、第1節でみたデット・オーバーハングへの対応においては、ほとんどの場合、債権者と債務者の私的な交渉が必要であるが、これを倒産処理に含めるかどうかは微妙なところである。しかし、本書では、こうした交渉も一種の私的倒産処理であるとみなすこととして説明を続けることにしたい。

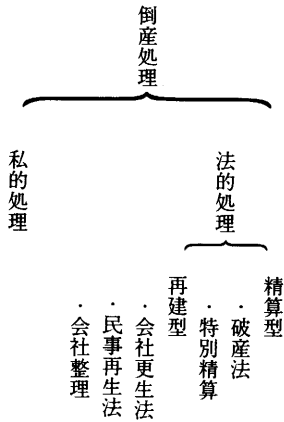
ところで、設立直後の若い企業では、将来の収益はかなり見込めるが、金融資産や物的資産の蓄積は少なく、財務諸表上は債務超過の状態となる場合がある。これは、倒産とは区別する。将来的に期待できる収益を勘定に入れれば企業の価値がマイナスになっているとは言えないからだ。

簡単にまとめると、倒産とは次のような状態だと言える。

倒産＝債務不履行や債務超過（およびその恐れ）により事業が行き詰まり、債権者等との間で、企業の清算あるは再建に関する交渉が必要となった状態。

★交渉が法的な手続きか、私的なものかは問わない。

そして、倒産した企業の清算または再建を進める過程のことを倒産処理と呼ぶことにする。倒産処理は、例えば日本に関しては左の図のように整理することができる。<sup>(3)</sup>



ところで、倒産と非常によく似た言葉に破産がある。日常用語としては、いずれもほぼ同じ意味として使われることも多い。しかし、「破産法」という法律が存在し、その際の手続きが決まっているので、破産という言葉のほうが、より限定的な意味をもっている。倒産しても、その後の手続きとしては、事業を再建する方向で処理を行うか、事業を清算

する方向で手続きを行うか、二通りの手続きがあり得る。しかし、「破産法」は基本的には清算型の法的手続き④なので、破産と言った場合には事業を清算するという意味あいを強くもつことになる。

そこで、この本でも、「破産」という言葉は、破産法に従って清算型の手続きがとられる場合に限定して使うこととし、より広い意味では「倒産」という言葉を使うことにしたい。当然のことだが、倒産処理の問題は、一国の法制度のあり方と深くかかわっている。したがって、国が異なり法制度や慣行が異なると、微妙な差が出てくるものである。本書のようにアジアにおける金融危機の問題と関連して考える場合には、この点は注意しておく必要があるだろう（コラム②参照）。

とは言うものの、大まかな倒産処理の理念型に関しては、かなり共通性がある。そこで、ここでは倒産処理の基本的考え方や大まかな流れを考えることにする。

## インドネシアの新破産法

「インドネシアでは、銀行が返済の滞る債権の回収を行うための法的な整備が整っていないため、政府は一九九八年四月に新破産法を制定し、これにより企業の債権債務の処理問題を迅速、公正に解決する法的な基盤が整った。

しかし、新破産法の運用は、債権者に有利な内容で運用され、外国債権者による破産提訴が却下されるケースが目立つ。このため、破産法の公正な運用がなされていないと批判されている。

新破産法には、日本の会社更正法のような担保権を制限する形での再建型倒産処理は規定されていない。そのため法の運用が債権者側の利益を重視する再建型に近い形ではなされると思われる。債権者が勝訴すれば、債権者側は株式取引の停止や資産差し押さえという最悪の事態に陥る。通貨危機以降インドネシアのほとんどの企業が債務をかかえ、企業再建の努力を行うなかで、破産宣告が多発されることは、インドネシア経済の回復をさらに遅らせると危惧される。これが、裁判所が破産を宣告することに慎重な姿勢をとる理由のひとつと思われる。つまり、インドネシアでは債務企業を法的に処理する際の、清算型の破産法は不十分ながらも整ったものの、再建型の法律が整備されていない。したがって、再建型のスキームを充実させるなど債務企業の再建のための手段の整備が必要となる。

現時点では破産法の改定などは行われていないが、IMFと政府は二〇〇〇年三月に債務再編手続きを規定する「債務・企業再編法」の制定について合意するなど、企業再構築のための制度の整備は進んでいる。

一方、政府は法廷外で債務再建をはかるスキームとしてINDRAとジャカルタイニシアチブを設定している。(武田美紀「二〇〇〇」)「インドネシアの銀行・企業再構築」国宗浩三編「金融と企業の再構築——アジアの経験」アジア経済研究所より引用)

このように、国によつては法制度の整備そのものが問題となる。さらに、法律ができてその運用が適切に行われるかなどの問題も解決しないといけないこともわかる。また、最後の一文は、法制度の不備により私的な倒産処理に過剰な負担がかかる可能性を示唆するものである。

## 2 倒産処理の社会的意義

企業の社会的な存在意義は、有用な財やサービスを生産することにある。例えば、性能の良い車や便利な家電製品はわれわれの生活を豊かにする。インターネットへの接続サービスや必要な日用雑貨がいつでも買える場を提供する小売りサービスなども、社会的に有用なサービスを提供している。

ところで、企業の提供する財やサービスが有用か有用でないかを大まかに判断するには、その企業が儲かっているかどうかをみればよい。だいたいにおいて、経営不振の企業が提供する財やサービスは、消費者にそっぽを向かれています。そして、あまり有用だとは判断されない財やサービスを提供している企業は淘汰されていくことになる。そうした企業が淘汰されることにより、もつと有用な財・サービスを提供する企業が発展したり、新たに生まれてくる余地ができる。

このように考えると、倒産処理の一つの意義は、淘汰されつつある企業に対して引導を渡すことにあると言えるだろう。

しかし、倒産処理では、企業を清算して消滅させることだけが選択されるわけではない。企業の再建を選択し、適切な処置を講じて企業の有用性を回復することをめざすことも多い。これが、倒産処理の二つ目の意義である。

そして、清算するべきか再建するべきかを正しく選択することができるような倒産処理が、よい倒産処理のシステムだと言える。この点を次に考える。

倒産処理の社会的意義は、

- (1) 有用性の低下した企業に引導を渡すこと（清算）、および
- (2) 有用性を回復すること（再建）、である。

★どちらの選択が望ましいかを正しく判断できることが大切である。

### 3 企業を再建するか清算するか判断

企業を清算することによるメリットは、企業がそれまで利用していた土地や設備などの企業資産を解放して、別の経済主体が利用できるようにすることである。こうしたメリットの大きさはかる指標は、土地や設備などを売却した場合の売却代金である。もしも土地や設備が高く売却できるとすれば、それは別の経済主体がこれらの資産を利用することのメリットを高く評価しているということを意味するからだ。

企業を清算して資産を売却したときの収益総額を「清算価値」というが、これが企業を清算することによるメリットの金銭的表現であると言える。

一方、企業を再建することによるメリットは、経営再建後の企業が再び有用な財やサービスを生産するようになることである。これは、再建後の企業が、どれだけ儲けられるようになるかによつてはかられる。ただし、実際に再建策を実行してみないとわからないところがあるので、あくまで予想される儲けということにならざるを得ない。再建後の企業が、每期每期どれだけの現金収支をあげるかを予想して、足し合わせたものを企業の「**存続価値**」という。(ただし、将来の現金収支は一定の方法で割り引いて計算される<sup>5)</sup>。そのようにして計算されるものを「**現在割引価値**」あるいは「**割引価値**」という)

ちなみに、前節で見たデット・オーバー・ハンダや「再生のための賭け」といった問題により企業の有用性が損なわれている場合には、倒産処理に際して、これらの問題行動が起らないようにすることによつて企業の「**存続価値**」を高めることができるだろう。

このように「**存続価値**」は再建策の善し悪しによつて変化するという点が大きな特徴である。

さて、理想的な倒産処理は、清算するメリットと再建するメリットを比べて、より大きいほうを選択するものでなくてはならない。つまり、前述の「**清算価値**」と「**存続価値**」



を比べて、清算価値が大きいときには清算を、存続価値が大きいときには再建を選択するような倒産処理が望ましいということになる。

「清算価値」…企業資産を売却したときの総額

「存続価値」…再建後の企業が生み出す現金収支の総額（現在割引価値）

清算価値 ∨ 存続価値 ↓ 企業の清算が望ましい

清算価値 ∧ 存続価値 ↓ 企業の再建が望ましい

#### 4 望ましい倒産処理への障害

ところが現実には、こうした理念どおりの倒産処理が行われるとは限らない。二つの可能性が指摘できる。第一に、倒産処理自体が清算価値や存続価値を減少させてしまう可能性である。第二に、清算と再建の判断を誤る可能性である。順番に見ていこう。

一般に、倒産処理に時間がかかるほど、優良な顧客や有能な社員の流出が起これば企業の

存続価値を大きく損なうことにつながる<sup>6)</sup>（こうした現象を「金融的困窮」Financial distress と言う）。

一方、清算価値が変化する可能性もある。例えば、債務企業の経営者による企業資産の意図的な散逸などが行われると清算価値が減少する。これも、倒産処理に時間がかかるほど起こりやすくなる。具体的には、経営者による企業資産の持ち逃げや、交渉において有利な地位を得るための脅し（コラム③参照）、再生のための賭けに類する行為、などにより清算価値が減少する可能性がある。清算価値を低めることは、清算から逃れるための一つの有効な手段であるから（前述したように清算価値へ存続価値の場合には企業を存続させることが合理的になる）、債務者による意図的な資産価値破壊が起こりうるのである。

いずれにしても速やかな倒産処理が望まれる。しかし、倒産処理はなかなか円滑には進まないものである。例えば、複数の債権者の間に情報の非対称性があるような場合には、債権者間の意見の相違を埋めるためだけに多大の時間と費用がかかる可能性が出てくる。

倒産処理における障害Ⅰ

処理がもたつく ↓ 「存続価値」「清算価値」が劣化する

次に、清算と再建の判断を誤る場合を考える。その原因はいくつか考えられるが、こゝでも第一にあげられるのが情報の非対称性である。例えば、企業の実情をよく知っているのは、これまで企業を運営してきた経営者である。債権者や裁判官は経営者よりも少ない（あるいは不確かな）情報しかもたない。しかし、経営者は本当の企業の実情を債権者や裁判官に対して教えようとはしないだろう。経営者には、自らの経営失敗を隠そうとする誘因や、企業を再建するという決定が出やすいように有利な情報だけを教えようとする誘因があるからだ。逆に、そうした経営者の誘因があることを知っているので、経営者が本当のことを言っても、債権者や裁判官は信用しないかもしれない。いずれにしても、倒産処理において情報が十分に利用されないために誤った判断が下される可能性がある。

第二に、債権者が複数存在し、かつ、その間に優先・劣後の関係がある場合である。優先・劣後とは、債権を回収する権利に順番があることを意味している。先に回収する権利をもっている債権者を優先債権者といい、その後<sup>7</sup>に回収する権利をもっているものを劣後債権者という。両者の間に利害の対立が発生する可能性がある。すなわち、優先債権者は企業の清算を選択する傾向が強くなるのに対し、劣後債権者は企業の再建を選択する傾向が強くなる。なぜなら、優先債権者は清算したときの取り分が劣後債権者よりも多くなる

からだ。両者の力関係のあり方によっては、本来の望ましきとは関係なく清算・再建の判断が下される可能性がある。

#### 倒産処理における障害2

企業を再建するか清算するかを判断を誤る

- (1) 情報の非対称性 ↓ 正しく判断できない
- (2) 優先債権者と劣後債権者の間の利害対立

このように、実際の倒産処理にはさまざまな障害がある。もちろん、裁判のための費用や交渉のために割く人員の人件費など直接的な費用がこれに加わることになる。

倒産処理は一種の交渉であると考えられる。そして、交渉というものは、なかなかまとまらないものである。倒産処理に多くの障害があるのも当然と言えよう(コラム③参照)。

コラム  
③

情報の非対称性、利害対立、機会主義的行動、交渉費用

読者のなかには、法的な倒産処理までも含めて交渉ととらえることに違和感をもつ方もいるかもしれない。法的処理は一定の決まった手続きに従う定型的過程であり、交渉の余地は少ないと思うかもしれない。特に、裁判ともなると、一定の基準により結果が導かれる過程だとみるかもしれない。

しかし、よく考えると倒産処理には交渉の要素が非常に多く含まれていることがわかる。すでに見たように、複数の債権者同士の間での合意を得る過程は交渉と呼んでよいだろう。倒産企業の清算を行うか再建を行うかに関しての判断、再建するときには、どのような再建策を採用するかといった判断が必要になってくるが、それぞれの債権者のもつ企業に関する情報の量が異なるだろうし、利害も食い違うだろう。したがって、個々の債権者は他者の行動から情報を読みとったり、自分の利害を通すための戦略的行動をとったりするだろう。

また、債務者の側もけっして受動的に行動するだけとは限らない。自らのもつ情報上の優位を最大限利用して、有利な条件を得ようと戦略的ふるまう可能性も高い。

このように、倒産処理を情報の非対称性がある下での交渉事ととらえるならば、倒産処理にまつわる障害は、「交渉費用」という概念として一括りにして見ることができよう。（これは、倒産処理に限らず一般的な交渉ごとに関しても言えることである）

倒産処理は「交渉」による解決である

交渉には費用がかかる（交渉費用）↓うまくいかない可能性

そして、交渉費用には単純なものと、そうでないものがある。まず、単純なものとしては、情報収集や交渉自体のためにかかる人件費その他の金銭的なものがあげられる。

より複雑な交渉費用としては、利害関係者同士の駆け引きによって発生するものが考えられる。交渉に関係する人々（企業）のなかに、利害の対立があり、これにより個々の関係者が機会主義的な行動をとろうとする誘因、動機が生まれることが問題になる。**機会主義的行動 (opportunistic behavior)** とは、自分の利益を増大させる機会 (opportunity) があれば、なにをおいても（他者の利益を損なっても）まずその機会を利用し尽くそうとする行動様式のことである。

こうした動機の発生によって、交渉を進めることが困難になったり、極端な場合には交渉そのものが成立しなくなる可能性がある。こうした費用を直接観測することは難しいが、単純な交渉費用と同様に交渉を阻害する要因となる。

例えば、債権者が多数存在するときに、そのうちの誰か一人が債務者との交渉費用を負担し、それ以外の債権者は費用をまったく負担せずに、交渉結果に「ただ乗り」するという事態がありうる。「ただ乗り」という行為は機会主義的行動である。しかし、そういうことが最初から予想できるので、みんなが「ただ乗り」しようと考えれば、誰も

交渉の労をとろうとするものは現れない。したがって、交渉そのものが始まらない。

また、例えば、先ほどの「デット・オーバー・ハンダ」の解決方法の一つとしての「債権放棄」に関連して言うと、ある債権者が債権放棄してくれば、他の債権者は得をすることになる（これも、ただ乗りという機会主義的行動の一種である）。みんながそう考えれば、誰も率先して債権放棄しようとするものは現れない。

ただし、機会主義的行動がやつかいなことになるのは、他人の考えていることや状況に関して完全に知ることができない、という情報の非対称性があるからだ。例えば、債務者との交渉がすべての債権者にとって有益なことであるということが誰の目にも明らかであるならば、交渉の労をとる債権者に対して、そうではない債権者たちが、その費用を分担して補償すればよい。しかし、「ただ乗り」という機会主義的行動をとろうとする債権者は、「自分は交渉の必要はないと考えるので、費用分担はしない」と主張するだろう。そして、誰かが根負けして交渉を開始するのを待たう。そして、いったん交渉がまとまってしまえば、「債権者は平等に扱われるべきだ」と主張することによって、交渉の成果に「ただ乗り」することができるようになる。このようにして、自らは交渉費用を負担せずに交渉結果の便益にありつくことができる。

こうした主張が可能となるのは、情報の非対称性があつて、債権者たちが状況を同じように把握することができないからである。このため、交渉の必要がないと主張する人たちが、実は機会主義者なのか、本当にそう思っているのかを区別できなくなるのである。逆に、機会主義的行動をとっていることが、誰の目にも明らかであれば、なんら

の制裁を加えることも可能となるだろう。つまり、情報の非対称性がなければ、機会主義的行動を防止することは容易になると考えられる。

もちろん、債権者だけではなく、機会主義的行動は債務者側にも発生する。例えば、債務を負っている企業の経営者は、企業価値を破壊する行動をとることができる。これを「脅し」にして、債務取り立てを回避することを試みるかもしれない。ここでも、情報の非対称性が関係してくる。例えば、企業価値の破壊とまではいかなくても、債務企業は「債務交渉が始まるとお得意さまや納入業者などが動揺して、上向きかけた業績も再び悪化します。そうなれば、返せるものも返せなくなりますよ。」と主張することができる。しかし、債権者側からは、正直な債務者が本当のことを言っているか、機会主義的な債務者が「脅し」をかけているのかを区別することが難しい（情報の非対称性による）。このように、情報の非対称性があると機会主義的な行動が成立しやすくなる。

交渉費用…①交通費や人件費など目に見える単純なもの

②情報の非対称性や利害の対立に関係する費用（左図参照）





## 5 対応策

以上のような観点から、倒産処理を円滑に行うために望ましい政策を考えよう。

### (1) 交渉の枠組みを整える

まず、合理的な交渉ルールを定め、守らせることが考えられる。例えば、破産法の制定や改善である。破産法は法的な交渉のルールを定めるものであるからだ。この他に、破産法に限らず、倒産に関連する法制度の整備、また、裁判制度の改善や司法関係者の教育、訓練なども含まれる。

ただし、政策で直接に左右することができるのは、公的な（法的な）交渉のルールだけである。私的な交渉に関してのルールは、政府が定めるわけにはいかない。しかし、公的なルールを定めることは、私的な交渉に対しても間接的な影響を与える効果があると考えられる。なぜなら、もし裁判に持ち込んだとしたら、どのような結果が予想されるかが、ある程度わかる場合には、それが、私的交渉の出発点になるからだ。したがって、公的な

ルールをきちんと定めることは、間接的にせよ私的交渉に対しても良い影響を与えることが期待できる。

法制度が未整備な途上国においては、倒産法制度を整備することから始めなければならぬ場合も多い。先のコラム②で見たように、インドネシアでは通貨危機後に新破産法が制定された。その他には、タイでも同じように新破産法が危機後に制定されている。このように、法制度の整備はたいへん初歩的なことのようにではあるが、途上国では重要度は高い。

途上国における法制度の整備に関しては、先進国における制度を参考にすることができらるだろう。しかし、どのような機会主義的行動が大きな障害になるかは、その国の人々の行動様式の差によって異なる可能性もある。先進国の法体系を参考にするとしても、自国の特殊性に合わせて手直しする必要もあるだろう。この点の例に関しては、コラム④を参照してもらいたい。

コラム  
④

アジア通貨危機後の法制度改革について

「さて、東アジアのいくつかの国では、米国法を模範とした倒産法制度改革が実施された。ところが、深尾・森田「一九九七」深尾「一九九九」は、米国型の倒産法制度は日米欧のなかでは、最も債務者である企業経営者に寛容であるという問題を指摘している。

また、池尾・瀬下「一九九九」では、米国型破産法制度が裁判官の裁量に大きく依存しがちである点および、その弊害を指摘している。倒産法制度が確定することは、民間の債務交渉にも影響を与える。それは、「破産法制の存在は私的交渉を行う際の出発点を与えるものである」からだ。したがって、日本においては、「裁判官の裁量の余地が

政策上、倒産処理のための交渉の枠組みを整える

交渉ルールの確定（破産法の整備など）、裁判制度の改善、司法関係者の養成、育成など

★公的な（法律上の）処理の枠組み整備は私的処理にも良い影響をもつ。

★人々の行動様式が異なれば、最適な交渉枠組みは違ってくるだろう。

かなり小さくなっている点が重要」である。それにより「裁判官が判決において下す配分……に關して合意が得られやすく、それを出發点とした交渉が比較的容易に行える」ことになる。これに対して、「米國においては、……裁判に訴えたときの結果が裁判官の裁量に大きく依存しており……私的な処理の弊害になると考えられる」(「池尾・瀬下」一九九九)からの引用)。

實際、タイやインドネシアでは新破産法にもとづいて、すでにいくつかの判決が出ているが、①債務者側に有利な判決が多い、②裁判官の裁量が大きく結果が予想しがたい、などの批判が強くなってきた。これらは、当該國の政府の責任として批判されることが多いのだが、モデルとした米國の倒産法制度そのものにも内包されている問題点なのである。したがって、今後は、日本および欧州などの倒産制度体系にも学び、修正を行っていくことが望ましいといえるのではないだろうか。

一九九九年夏に筆者が行った現地調査では、倒産制度の改革にあたって、日本の法律なども参考にしようとしたが、言語の問題や専門家の支援などの不足により十分ではなかった、結局は、最も情報の得やすかった米國法を中心的に参考にせざるをえなかった、とのタイの専門家からの証言があった。こういった技術的な側面での日本からの支援を強化することも必要だろう。」

(以上は、国宗浩三「二〇〇〇」『東アジアの金融と企業の再構築』(国宗浩三編『金融と企業の再構築——アジアの経験』アジア経済研究所よりの引用)

\*なお引用文中の参考文献は次のとおりである

深尾光洋 「一九九九」『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房。  
深尾光洋・森田泰子 「一九九七」『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。

池尾和人・瀬下博之 「一九九九」『日本における企業破綻処理の制度的枠組み』  
(三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会)。

(2) 情報の非対称性への対応

情報の非対称性を小さくすることが、可能であれば望ましい。これは、機会主義的な行動を減らし、交渉を促進するだろう(コラム③参照)。しかし、簡単なことではない。

具体的には、会計基準などの強化や上場企業の情報開示義務の強化などがあげられるだろう(財務諸表の作成と公表など)。それでも、これらを誠実に行うかどうかは企業側にかかっている。限界はある。先進国でさえ、財務諸表のごまかしの例は多い。

こうした方策は、最近はやりの「企業統治の改善」と言われる政策とほぼ対応するものである。<sup>(8)</sup>アジア通貨危機後にIMFや世界銀行などの国際機関によって必要性が強調され、いくつかの国々では改善がなされつつある分野である。

政策2…情報の非対称性を小さくする

企業会計基準の強化、企業情報の開示義務の強化など（企業統治の改善）

(3) 政府による不良債権の買取りと最終的処理

それでは、もつと直接的に、すべての不良債権を政府が買い取って債権者に代わって債務者との交渉を行うという方法はどうか？ 通常の経済環境では、政府がこのような役割を果たすことは考えもしないだろう。要するに、こうした対応は問題がきわめて大きく、民間部門のみに解決を任せておくことができないと政府が判断した場合の、やや特例的な方策であると言える。

例えば、通貨危機後の一部のアジア諸国では、金融部門がかかえる不良債権総額があまりにも巨額となったこともあり、政府による不良債権一括処理という政策が検討されることになったのである。実際に、表15に示したようにインドネシア、韓国、マレーシアでは不良債権の多くが政府が設立した資産管理会社（日本で言えば整理回収機構のような機関）に移管されている。

もちろん、買取り価格は簿価ではなく、適正な時価（の推定）に基づいて行うべきであ

表15 資産管理会社への不良債権移管の状況

(%)

	インドネシア	韓国	マレーシア	タイ
資産管理会社へ移管された不良債権の比率（全金融機関）	60.5	43.6	27.1	6.3
計算の時点	1999.9月	1999.9月	1999.12月	1999.12月

(出所) 世界銀行 [2000], *East Asia: Recovery and Beyond*, Table 4.3 より筆者計算。

ることは言うまでもない（そうでなければ、債権者に根拠のない補助金を与えるのと同じになる）。それでも、この政策の評価は難しい。良い点と悪い点があるからだ。

問題点は、やはり情報の非対称性にある。政府のほうがもともと債権者よりも債務者に関する情報を少ししか持っていないだろう。そうだとすると、政府よりも債権者のほうが債務交渉に適任であることになる。

一方、良い点もある。一つは、悪質な債務者に対して警察や裁判所などと連携して圧力を加えることが可能だという点である。これは、民間の債権者よりも政府のほうが得意な分野である。

第二に、金融危機により銀行経営の健全性が損なわれている場合には、銀行に任せても適切な不良債権処理が行われない可能性がある。例えば、先にデット・オーバー・ハンゲへの対応策のところでも書いたように、追い貸しや債権放棄が銀行の都合によって、不良債権隠しのために利用される危険性がある。こうしたことは、銀行経営

の動機が歪められている場合に特に起こりやすい。

第三に、債権者の数を減らすことができるという点である。すべての債権者から債権を買い取ることができたなら、政府が唯一の債権者ということになるが、これは、少なくとも債権者相互の利害の対立を解消する。(ただし、これは理屈上は、政府でなくてもできるとだろうという反論がありうる。例えば、民間の債権者どうしで新しい機関を共同で作って、そこに債権を買い取らせるとかの方法である)

折衷的な方法としては、不良債権のなかでも劣化の進んでいる債権(例えば、回収不能債権)については、政府の設立した債権回収機構が買い取り、それ以外の優良度の高いものについては、銀行の自主的な処理に任せるといやり方がある。劣化の激しい不良債権は、銀行自身が適切な管理に失敗した債権であり、銀行から切り離すことによって失われる価値も大きくはないだろうと考えられる。一方、あまり劣化していない不良債権の管理に際しては、銀行が持っている個別債務者の情報が有用であり、銀行自身に管理させることのメリットも大きいと考えられるからである。実際にインドネシアでは、そのような方針で不良債権買取りが行われた。しかし、表16に見るように、政府による不良債権買取りの戦略に関しては、アジア諸国間でもかなりのばらつきがあることがわかる。



(なお、第Ⅶ章でも不良債権を別機関に移すことの意義を、銀行の問題という観点から考える。  
二九四～二九六ページ参照)

政策3..政府による一元的な不良債権処理

債権管理会社を政府が設立して、民間の不良債権を買い取る

★適切な価格で不良債権を買い取ること。

★比較的優良な債権は債権者自身に管理させたほうがよい場合もある。

(4) 民間債務交渉の促進・仲介

倒産処理には法的なものもあれば、私的に進められるものもある。倒産が大規模なもので利害関係者の数が多くなるほど、法的な処理でなくては收拾がつかなくなる傾向があるが、逆に利害関係者の少ない小規模な倒産処理は私的に行うほうが効率的である傾向がある。また、債務企業の再建可能性の高い場合のほうが、そうでない場合に比べて利害関係者間の自発的合意が得られやすく私的処理に向いていると言えるだろう。

いくつかのアジア諸国では、通貨危機以後に政府が特別の機関を設立して民間債務交渉

表 16 政府設立の資産管理への不良債権集約の方法

	インドネシア	韓 国	マレーシア	タイ
銀行に有利な買取り価格か？	YES	当初は買戻し条件つきで、優遇価格での買取りを行った。1998年2月より市場価格での買取りの方向へ	外部の会計士が価格を査定する	政府は資産管理会社を設立せず
買い取る不良債権のタイプ	最悪の分類のみ	特定の方針なし	500万リンギ以上の大口債権で、ほとんどが不動産または株式の担保つきのもの	

(出所) 世界銀行 [2000], *East Asia: Recovery and Beyond*, Table 4.5 より抜粋。

を促進するための仲介役を務めるような政策を行っている。もつとも、政府がわざわざ民間債務交渉に関与するのは、前項の政府による不良債権処理と同様、大規模な金融危機の後処理などに際してのみの特例的な措置であると言える。

こうした仲介が、本当に民間の債務交渉にかかわる交渉費用を引き下げることができるとすれば、有効な政策だと言えるだろう。しかし、それを測定することは難しいので、この政策の有効性を判断するのも難しい。

例えば、タイでは民間債務再編促進委員会(CDRAC)と呼ばれる調停委員会が設置され、その仲介の下、数字上は多くの

民間債務交渉が実施されている。これは、銀行の不良債権比率を低下させることに一定の寄与があったとされている。しかし、こうして合意された企業の再建計画が誠実に実行されるかどうかまでには、政府は関与しないということもあり、合意成立後に再び債務不履行などの問題を引き起こす事例も多いという。

また、債権者である銀行など金融機関の側には交渉成立した債権に関しては不良債権ではないとみなしてよいという交渉促進のためのインセンティブを与えたために、再建策の実行可能性に疑問があっても安易に合意する傾向があった。つまり、問題の先延ばしのため、の隠れ蓑として機能している側面があると言われている。特に、銀行の経営状態がおかしく銀行の動機も歪んでいるときに、こうした問題行動が起こりやすくなる。したがって、第七章で見えるような銀行の再建策を先行して早急に実施することにより、銀行行動を正常化した上で民間債務交渉を促進するほうがよいと言えるだろう。

その他には、マレーシアでは企業債務再建委員会（CDRC）、インドネシアではジャカルタ・イニシアティブと呼ばれる政府による調停委員会が設置されている。また、韓国では、政府の強い影響力の下、債権銀行団が形成され民間債務交渉が進められている。

政策4…政府による民間債務交渉の仲介

政策の評価は難しい。

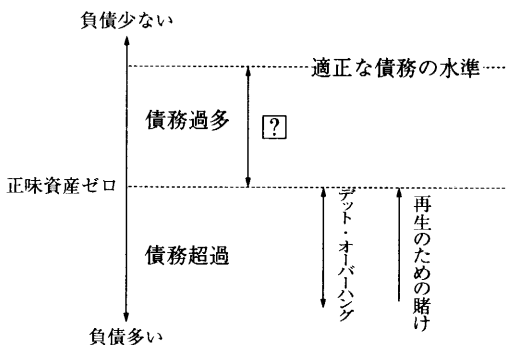
特に、貸し手である銀行の経営動機の歪みに注意が必要。よって、銀行の経営再建策が先行することが望ましい。

まとめ

ここで、本章の内容を簡単にまとめておこう。企業の問題に関しては、次の第VI章でも扱うので、ここでのまとめは中間的なものである。次章の最後で、もう一度、最終的なまとめを行うことにする。

本章では、債務が過大になり企業の財務が悪化すると企業経営の動機が歪みはじめることを指摘した。これに従い、さまざまな問題行動が発生するが、それが経済全体に悪影響を与える。こうした問題に対して、どのような対応策があるかも、それぞれの箇所でも考えた。

図12 企業財務の悪化と問題行動



(出所) 筆者作成。

まず、問題行動についてまとめておこう。図12は、企業財務が悪化してくるにつれて、どのような問題行動が発生するかを示したものである。本章でみた「デット・オーバーハング」や「再生のための賭け」という問題行動は企業財務の悪化度が高い状態に対応すると考えられる。

一方、この図では「？」と示してある問題行動は、債務過多ではあるが債務超過にはいたっていない企業に関連するものである。これは次の第VI章で考察する課題であるから、ここでは伏せておこう。次章のまとめにおいて、これも含めて、もう一度、同じような図を示すことになる。

次に、問題行動が経済に与える悪影響であるが、「デット・オーバーハング」と「再生のための賭け」では、対照的である。前者が過小な投資という悪影響をもつのに対し、後者は過剰な投資を引

く、問題行動が経済に与える悪影響であるが、「デット・オーバーハング」と「再生のための賭け」では、対照的である。前者が過小な投資という悪影響をもつのに対し、後者は過剰な投資を引

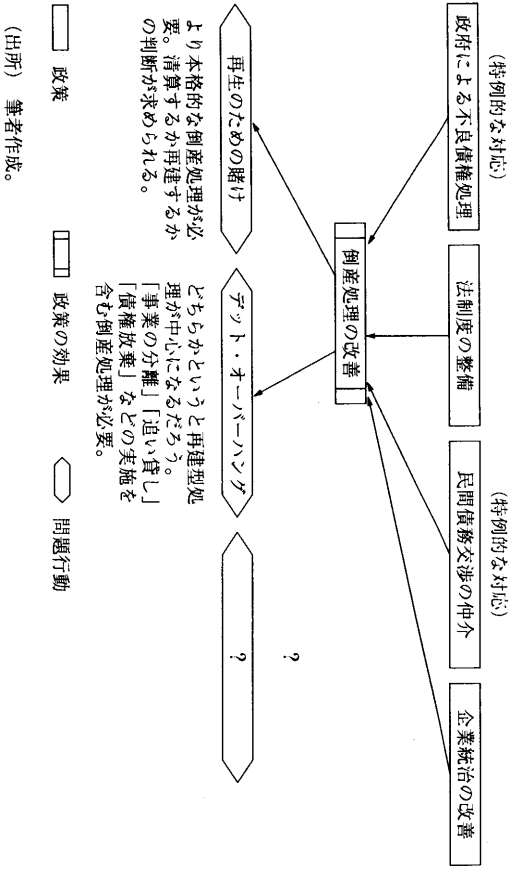
き起こす。

しかし、いずれも社会全体の観点からみると経済の非効率化をまねくという点では共通している。有望な投資機会があるのに投資が行われない（デット・オーバーハング）のは、投資のための資源を有効に利用できなかったということである。一方、無謀な投資を行ってしまふ（再生のための賭け）のは、投資のための資源を無駄づかいすることである。共に非効率的な投資資源の利用と言えるだろう。

最後に、対応策については、図13にまとめたので参照してもらいたい。

ここでは、デット・オーバーハングに対する対策も広い意味での倒産処理であることみなして表記した。したがって、本章で検討した企業の問題行動への対処は「倒産処理を改善すること」とまとめることができるだろう。そして、それには第2節第5項で見た四つの政策が有効である。（四つの政策を図13では「法制度の整備」「企業統治の改善」「政府による不良債権処理」「民間債務交渉の仲介」という表現で代表させた）

なお、図13において右下の部分に空白があり「？」印となっている。問題行動としても右端は「？」になっている。これらは、次の第VI章で詳しく検討した後に、次章の最後のまとめにおいて改めて書き入れることにしよう。



注 (1)

不良債権とは、元本や利子の支払いが止まったり、止まりそうになっている貸出のことである。ただし、その基準は国ごとに異なる。また、債権の劣化の度合いに応じて複数の分類に分けられる。

(2) これは池尾和人『現代の金融入門』筑摩書房、ちくま新書〇九三、一九九六年、を参考とした。

(3) ここでは、宗田親彦編『やさしい倒産法』法学書院、一九九〇年、を参考とした。

(4) ただし、破産手続きの途中で再建をめざした法的手続きに移行することは可能である。

(5) 将来の現金収支は、今の現金収支よりも低くみなす。具体的には、その期間の利子率＋一で割ることにより将来の現金収支の現在割引価値を計算する。

(6) また、前述したように再建策の善し悪しによっても存続価値は大きく変化する可能性もある。

(7) 例えば、劣後債という社債は通常の社債よりの債権回収の権利が劣後するような社債である。

(8) 企業統治に関しては第Ⅱ章で述べたように、通貨危機の原因とするのは無理がある。しかし、金融危機への事後的な対応としては、企業統治の改善は必要な政策となる。