

コラム：民間対外債務問題への一提案

1. 4つの原則に沿って考える

第1原則 企業活動を存続させるべきかどうかの判断が重要である。

企業活動(生産など)により正のキャッシュフローを生み出すことの出来る場合は、この企業活動は存続されるべきである。ここで、混乱しがちな点は、「企業活動の存続」と、「法人としての企業そのものの存続」の違いである。例えば、法人としての企業は消滅しても、残存する生産設備や従業員を有能な企業家に(適正な値段で)引き取ってもらえば良い場合がある。反対に、法人としての企業は残存可能な場合でも、特定の収益性を生まない事業部門は閉鎖が望ましい場合もある(すなわち、リストラである)。従って経済にとって本質的な問題は、特定の生産活動が正の価値を持っており、存続が望ましいどうか、という点である。

この観点から見ると、債務超過に陥った企業でも①企業活動の存続は望ましい場合と、②企業活動そのものの存続も望ましくない、という二つの場合がある。②の場合は、完全な清算作業(企業活動の停止)を行う必要がある。さらに①の場合は、債務削減などを通じて法人としての企業も存続させ再建を図る場合と、法人は清算し、生産設備や人員を別の企業に売却する場合に分けられる。ただし企業再建の場合も、(1)減資により既存株主が有限責任を果たす、(2)経営陣の退陣、(3)不正の追及などの措置が必要である。

第2原則 存続が合理的な企業でも、債務超過の状態に放置するべきではない。

債務超過の状態は、企業経営のインセンティブを大きく歪め、不正な行動を誘発する。従って、超過債務の状況は速やかに解消される必要がある。先延ばしすることにより状況が好転することはあり得ない。

第3原則 為替レート変動の不確実性を低下させることが重要となってくる。

これは、企業が外貨建てでの借入を行っている為に生じる特殊な問題である。為替レートの水準によって、企業の返済可能性が変化するために、企業処理の仕方の区別が難しくなる。

第4原則 情報の非対称性、インセンティブ整合性の問題からのチェックが必要。

それぞれの情報を持っている主体が、正しい情報を自ら開示することが一番得になるような仕組みを考えることが重要である。または、その行動を通じて、隠された情報が明らかになるような仕組みでも構わない。

また、全ての主体にとって、枠組みを受け入れることによる便益が存在しないといけない。枠組みを受け入れた形態を取りながら誠実に行動しないことが、最大の便益を得る方法になっているような主体が存在してはいけない。

以上の原則から、望ましい債務交渉を考えると、まず、債務返済に問題を抱える企業をタイプ別に分類することが肝要である。(1)返済可能(ソルベント)な企業(ただし、流動性の問題を抱えているもの)と、(2)返済不能(インソルベント)な企業に分けられることは当然だが、先の第1原則からは、(2)の中でも更にタイプ分けが必要となる。つまり、(2-1)完全な清算(企業活動の停止)が合理的なもの、(2-2)債務整理の上企業活動の存続が合理的なもの、である。それぞれのタイプに対して、以下の対応が望ましいと思われる。タイプ(1)は、リスクの後存続させる(債務削減は不要)。タイプ(2-1)は、(完全に)清算するが、タイプ(2-2)は、債務削減とリスクの後存続させる¹。

しかしこうしたタイプ分けには、第3原則で触れたように、為替レート水準の不確実性が障害となる。このため、政府が、今後の目標為替レート水準(以後、TRと略す)を示し、債務返済における為替リスクを負担することが正当化される。そして、第4原則は具体的なスキームの有効性をチェックする判断基準として考えれば良い。

これだけでは抽象的に過ぎるので、次にやや具体的な提案(例)を示したい。しかし、あくまで今後の議論の一助になることを目的としたものであり、かなり荒削りであるといふことはご容赦願いたい。

2. 提案(例)

表1は、上から下へフローチャートのように見て欲しい。ケース1があって、その途中からケース2が分岐する。また、ケース2の途中からケース3が分岐するという訳だ。全部で4つのケースに分かれるが、以下に簡単に解説する。

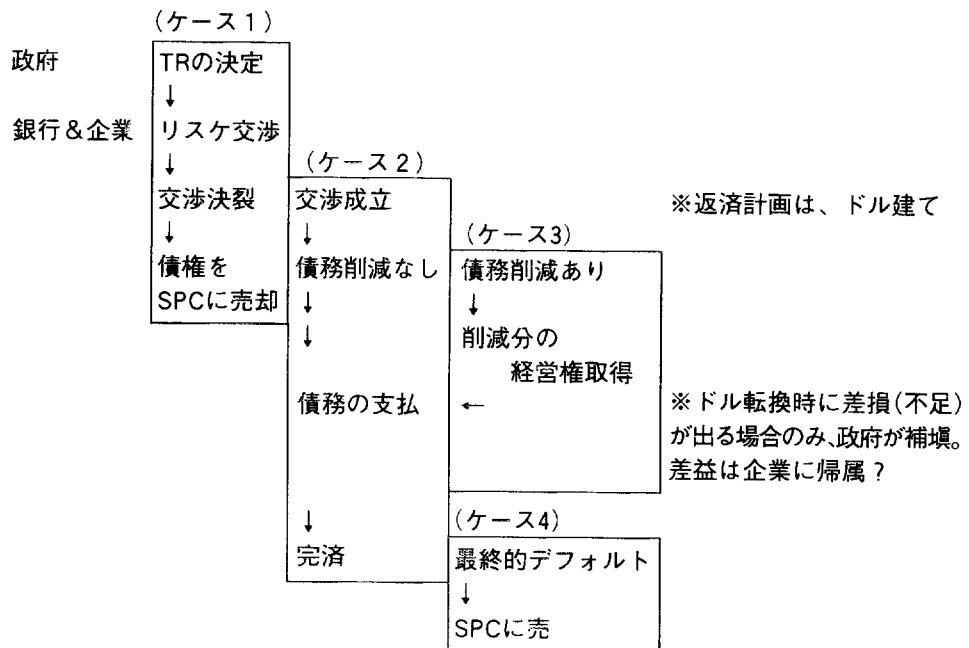
ケース1：タイプ(2-1)企業の運命

政府の設定したTR(目標為替水準)を前提として、債権者と交渉する。存続可能性がない企業であれば、交渉は決裂するだろう。従って、債権はSPCに売却され、最終処分(借り手企業の清算など)が行われる。

ケース2：タイプ(1)企業の運命

同様に、政府の設定したTRを前提として債権者と交渉する。この企業は返済能力が残っている企業なので、適当な期間の債務返済猶予(リスクスケジュール)が合理的である。リスクの条件に従い、返済を行う(政府はTRに従い為替リスクのみをカバーする)。

表1 民間債務処理の提案（例）



※TRは目標為替レート水準。政府は、この水準で企業の為替リスクを肩代わりする。
 ※SPCは、返済不能企業への債権を引受け最終処理（清算）するために設立される特別目的企業。

ケース3：タイプ(2-2)企業を想定

このタイプの企業は、債務軽減の後、企業活動は存続することが合理的である。従ってケース2とは、債務軽減が追加されるべき点という点で異なる。債務軽減にともなう適当なペナルティが必要である。また、債権者には見返りが必要。ここでは、債務株式交換(デット・エクイティ・スワップ)を使うこととする。その際に債務企業の株主には減資などのペナルティを負わせる。

ケース4：予想不可能な事態の発生により、返済不能になった場合を想定

ケース2やケース3の場合でも、返済途中において、予想していなかった事態により返済不能になる可能性が残る。こうした場合には、ただちにSPCへの売却と清算作業が始まるとする。これにより、誠実に債務を履行するインセンティブとする。

ところで、SPCの任務は、(1)適正な価格で債権を買い取ること、(2)債権の最終処理を厳正に行うこと(減資による株主責任追及、資産隠しの追求と不正の追及、清算手続きなど)、などである。こうしたことから、SPCの経営形態は、政府と外資(投資銀行など)による出資が望ましいだろう。外資は政府へアドバイスをを行うとともに、適正な価格付

けのノウハウを提供する。政府は会計基準、司法の強化、破産手続きの整備などを通じて、清算したときの価値を高めることが出来る。SPCは、こうした活動を通じて利益をあげることをめざすべきである。利益こそが、外資や政府が適正な行動をとるインセンティブとなるだろう。

3. 詳細を詰めるには、何がポイントになるか

スキームを整えるには、操作変数として、以下のようなものが考えられる。(1)リスケ後の債務返済のタイミングと適用TRの水準、(2)SPCへの債権売却価格(割引率)、(3)SPCの経営形態、資金調達方法など、(4)債務削減のルール、(5)為替差益を誰の取り分とするか、などである。全ての主体にとって、この枠組みを受け入れることが利益になるか?という観点からこれらの条件を確定していくことだ。

またいろいろと落とし穴もあるだろう。例えば、SPCによる清算作業が甘いものになるようだと、借り手企業が返済可能であるにも関わらずSPCによる処理を望んで、交渉をわざと拒否するかもしれない。またSPCの買い取り価格が高すぎる場合は、今度は貸し手銀行が借り手の返済可能性に関わらず、交渉よりもSPCへの売却を好む場合などが考えられる。従って、極めて慎重な検討が必要である。

4. INDRA (インドネシアの民間対外債務問題への対応) との違い

ところで、第3章でも見たように、インドネシアではINDRAのスキームが出来ている。上記の提案(例)で、TRを定めて政府が為替リスクを肩代わりする点などは、INDRAスキームと全く同じである。違いは、INDRAではケース2(リスケのみで返済可能となる企業)しか想定していないという点である。これでは、基本的に返済能力の残っている企業以外への処理は進みそうにない。また、交渉不成立の際のペナルティ(例えばSPCにより清算手続きが開始されるなど)がないために、返済可能な企業でもINDRAのスキームへの参加を望まない可能性もある。

(国宗浩三)

(注) _____

¹ 論理的には、企業は清算の上、債権者が生産設備を引き取って、自分で経営するという方法もある。しかし、債権者が外国銀行である場合は、この対応は難しいだろう。従って、既存の経営陣か企業関係者に経営を引き継がせるか、現地の別の企業家に資産を引き取ってもらうのが現実的である。後者の方法は「清算」と呼ぶべきかも知れないが、それも含めて、ここでは「存続させる」と表現する。