

## 特集／発展途上国の企業行動—契約論の視点から

### 企業破綻処理の非効率性—危機後のインドネシアの経験

佐藤百合

発展途上国では、財務破綻を起こした企業に対する破綻処理制度がしばしば未整備なことがある。不完全な制度の下では、清算されるべき破綻企業が存続したり、逆に存続する価値のある企業が清算されてしまったりする。こうした現象は、社会に非効率をもたらず。本稿では、アジア通貨危機後のインドネシアを例にとり、債権者が債務企業の破綻を処理する過程で社会的な非効率が生じたかどうかを検証してみたい。

#### ●政府主導の企業債務処理

危機後のインドネシアでは、多くの企業が財務破綻を起こし、債務の返済不能に陥った。企業債務には対外債務と国内債務があるが、国内債務に限定した場合、債権者として中心的な役割を担ったのは、政府が設立したインドネシア銀行再建庁（IBRA）であった。政府は、全銀行債権の五割にも達した不良債権を銀行部門からIBRAに移管させて銀行の再建を図った。IBRAは、移管されたそれらの銀行債権を、債務企業との交渉によって回収する任務にあたった。交渉の主な相手は、大規模な債

務を負う企業家で、彼らのほとんどは企業グループの所有経営者であった。

インドネシアの企業破綻処理制度の下で、政府機関IBRAが企業グループ所有経営者を相手に行った債務処理プロセスは、はたして社会的にみて効率的であっただろうか。これが本稿の分析課題である。

#### ●不完全な破綻処理制度

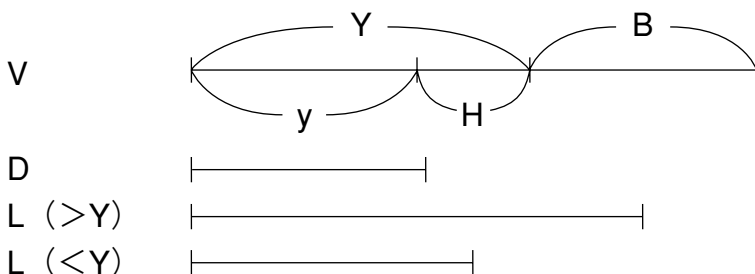
分析に入る前に、インドネシアの企業破綻処理制度について概観しておきたい。

危機前のインドネシアでは、オランダ植民地時代に制定された破産法は死文化し、法廷外での破綻企業の私的整理についても明確なルールはなかった。当時のスハルト政権は、有力企業の重債務や銀行の不良債権が問題になると、その都度何らかの救済措置を講じて破綻を回避してきた。本来であれば、支払い能力を失った企業に対して銀行は貸出を停止し、企業は破綻する。また、債権を不良化させた銀行には取付けが発生し、銀行は破綻する、というメカニズムが働く。しかし、スハルト政権が築き上げた開発体制の下では、政府の開発政策に

合致する活動を行う限り、企業の債務と銀行の債権は常に暗黙裡に政府によって保証されていた。事実、国策を担う有力企業グループの破綻、大規模な銀行取付けや銀行閉鎖は、政府が意図的に救済しなかった例を除いては起こらなかったのである。

しかし、通貨危機によって事態は一変した。多くの企業と銀行が破綻し、しかもスハルト体制自体が崩壊した。破綻処理制度が導入され、従来のように政府が企業や銀行の事業リスクを負うのではなく、企業や銀行も相応のリスクを分担する制度が設計された（参考文献①）。だが現実の破綻処理プロセスは、新しい制度が試行錯誤を重ねる中で進行せざるを得なかった。たとえば、IBRAは設立後一年あまりも権限を定める政令が発令されず、破綻処理を実行できなかった。IBRAの背後にある政府は、しばしば政治的判断をもって破綻処理に介入した。新しい破産法が制定されたが、新法はうまく機能しなかった（参考文献②）。外国債権者やIBRAは、ほとんどの破産訴訟に敗訴した。たとえば、支払い能力のある外資系企業が債務者として破産

図1 正常時における企業価値V、債務残高D、清算価値L



(1)式 企業の利得

$$V = Y + B$$

$$= y + H + B$$

$V$ : 企業全体の利得  
 $Y$ : 企業の収益 (存続価値)  
 $B$ : 企業家の非金銭的利得  $B \geq 0$   
 $y$ : 通常の企業収益  $y \geq 0$   
 $H$ : 企業家能力による収益  $H \geq 0$

表1 正常時における債権者と企業家の選択

	D < Y, L		D: 債務残高 Y: 企業の収益 L: 企業の清算価値	
	存続	清算	選択	
債権者	D	D	Y > L 無差別	Y < L 無差別
企業家	Y + B - D	L - D	存続	存続 (非効率)
社会全体	Y	L	存続	清算

表2 債務超過時における債権者と企業家の選択

	L, Y < D		選択	
	存続	清算	Y > L	Y < L
債権者	Y	L	存続	清算
企業家	B	0	存続	存続 (非効率)
社会全体	Y	L	存続	清算

宣告を受けたりもした。交渉にかかわるコストがゼロであれば、誰が決定権限を持つかに関わりなく、当事者間の自由な交渉が社会にとって最も効率的な解決策、すなわちパレート効率性をもたらす、というのがコースの定理である。危機後のインドネシアでは、破綻処理制度は導入されたものの、制度が不完全で多大な交渉コストが発生した。交渉コストがゼ

ロでない場合、解決策の効率性は決定権限が誰にあるかに影響されることになる。

●分析モデル—企業家と債権者の選択と効率性

以下では簡単なモデルを用いて、企業の破綻処理プロセスの効率性を考えていくことにしよう (モデルの原型は参考文献③、④などを参照した)。

単純化のため、債務者である企業家と債権者の二者から成る社会を考えよう。(1)式は、企業家からみた企業の利得Vを表している。この利得Vは、企業の収益Yと、収益以外の企業家にとつての非金銭的利得Bから構成される。非金銭的利得とは、たとえば企業の事業拡大によって企業家個人の社会的地位や満足度が上がることを指す。企業収益Yは、通常の企業収益Yと、その企業家固有の能力によって追加的に得られる収益Hから成ると仮定しよう。

まず、危機前の正常な状態を考える (表1)。正常時には、企業の債務残高Dは、企業収益Yや企業の清算価値Lよりも低い水準にとどまっているとする。この時、債権者と企業家はそれぞれ企業の存続と清算のどちらを選択するだろうか。債権者は、債務残高DがYやLよりも小さいので、存続、清算のいずれを選択してもDを回収することができる。つまり、債権者の利得はどちらの選択でも無差別である。他方、企業家は、企業が存続した場合には総利得Y

+Bから債務Dを差し引いた分、清算した場合は清算価値LからDを差し引いた分が自分の利得となる。図1に示したように、企業が存続することで得られる企業家の総利得Y+BがLより大きいとすれば、企業家は常に存続を選択する。

両者の利得の合計が社会全体の利得である。ただし、Bは企業家だけが享受できる非金銭的利得なので、社会の利得としては計測されない。そこで社会全体の利得は、企業が存続すればY、清算されればLとなる。もしY > Lならば存続、Y < Lならば清算が社会的に望ましい選択になる。ここで、企業家と債権者のどちらが決定権限を持っているのが重要になる。通常、正常時には企業家が決定権限を持つと考えられる。Y > Lならば企業家の選択は社会的に望ましい選択と一致するが、Y < Lの時、企業家は社会的に望ましくない存続を選択し、非効率な企業の存続が起きてしまう。

次に、企業が債務超過になった危機後の状態を考えよう (表2)。債務超過時には、債務残高DはYやLを超える水準にある (図2)。この場合、債権者はDをすべて回収することはできず、存続すればYを、清算すればLを回収するのが精一杯である。そこで債権者は、Y > Lならば存続、Y < Lならば清算を選択する。企業家の方は、企業が存続すればBを得られるが、清算されれば何も残らない。当然ながら常に存続を選択する。

図2 債務超過時における企業価値V、債務残高D、清算価値L

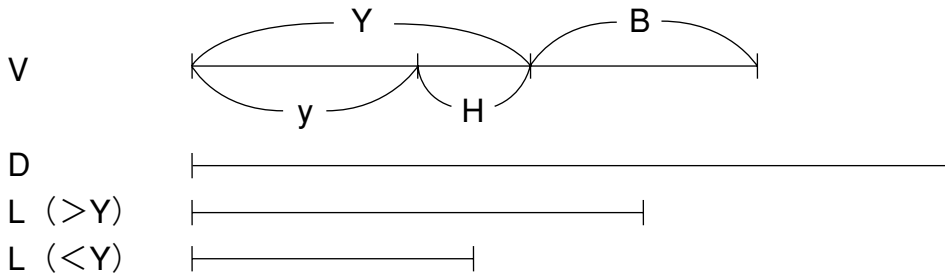


表3 政府が企業家から債権者へのB相当額の支払いを義務づけた場合

L、Y < D				
	存続するがB相当額を企業家が債権者に支払う	清算	選択	
			Y + B > L	Y + B < L
債権者	Y + B	L	存続	清算
企業家	0	0	無差別	無差別
社会全体	Y + B	L	存続	清算

表4 債務の全額返済義務づけと「リストラ存続」

	存続	清算	リストラ存続 (H=0, B=0)	選択	
				Y > L	Y < L
債権者	D	D	D	無差別	無差別
企業家	Y + B - D	L - D	y - D	存続	存続 (非効率)
社会全体	Y	L	y	存続	清算

社会全体の利得は、存続すればY、清算されればLである。これは正常時と同じで、YとLのどちらか大きい方が社会的に望ましい選択となり、債権者の選択と一致する。債務超過で債務不履行になった時点で決定権限が企業家から債権者に移転すれば、債権者主導で社会的に効率的な選択が行われ、企業家が非効率な存続を選択してしまうことを避けることができる。

**●インドネシアの企業破綻処理の非効率性**

右のモデルからわかることは、企業の収益Yと清算価値Lを比較して、Yの方が大きければ存続、Lの方が大きければ清算が社会的に効率的な選択であること、債務超過時に決定権限が債権者に移れば債権者主導で社会的に効率的な選択がなされることである。この点に照らすと、IBRAによる破綻処理には、少なくとも次の二つのタイプの非効率性が生じていたと考えられる。第一は、債権者IBRAが決定権限を行使できなかったがゆえの非効率性である。IBRAに不良債権が移管された時点で、企業の債務処理にかかわる権限は形式的には企業家からIBRAへと移行した。だが、法規が不在だったために実質的な権限は企業家が保持したままだった。この期間は深刻な経済危機で、企業収益Yが縮小した企業は多数あったが、優良資産を保有する企業の清算価値Lは高かった可能性がある。

企業家がY < Lである企業を存続させて非効率が生じていたことも考えられる。

第二は、新破産法の施行に歪みが生じたための非効率性である。権限を行使できるようになったIBRAは債務企業を提訴したが、ほとんどの訴訟で敗訴した。IBRAが提訴したことは、債権者として清算を選択した、すなわちY < Lだと判断したことを意味する。もしこのIBRAの判断が正しければ、破産法の施行の歪みによって債権者主導の債務処理が貫徹されず、非効率な企業の存続が生じたことになる。

このようにインドネシアでは、債権者主導の破綻処理プロセスには通常起こらないような非効率性が、法制度の不完全性ゆえに生じていた可能性があることがわかる。

**●企業家の無限責任による債務返済**

企業家が決定権限を行使して非効率な存続を選択するのは、利得Bが存在するからである。もしこの時、IBRAの上位に位置する政府がより強い権限を発動して、企業家に対してIBRAにBに相当する額を支払うように義務づけたらどうだろうか(表3)。企業家は、存続、清算のいずれでも利得はゼロになるので無差別となり、その結果社会的に効率的な選択がなされることをモデルは示している。この場合、非効率な存続Yを回避し、社会的に効率的な選択(Y + B > Lのうち大きい方)をしたことによる





## 特集／発展途上国の企業行動—契約論の視点から

る社会的余剰（ $V_B$ ）よりも、企業家の支払い額Bの方が小さいので、この措置は社会的効率性を維持していると考えられる。

ところが実際に起きたケースは、政府が権限を発動して特定の企業家に無限責任を課し、債務残高Dを全額返済するように義務づけるといったものであった。この措置はどのように評価できるだろうか。

そこで起きた事態をモデルに即して単純化すると次のようになる。政府は企業の存続は認めたが、それはいわば「リストラ存続」であった。すなわち、債務の全額返済とともに、債務超過を起こした企業家を不適切な経営者として企業から排除した。これにより、企業家個人にとっての非金銭的利得Bだけでなく企業家能力によるプラスの収益Hも失われ（ $B=0$ 、 $H=0$ ）、企業全体の利得は $y$ に等しくなる。企業は $y$ を債権者に返済し、リストラされる企業家は不足分の $D-y$ の支払いを政府に命じられた。企業家は、彼の所有経営する企業グループの傘下企業の資産を不足分に相当する額だけIBRAの管理下に移し、この資産を売却して支払いに充てた。この政府決定をそのとおりに実行した企業グループは、原型をとどめぬほどに解体された。

政府が債権者として企業家の無限責任で債務の全額返済を義務つけたケースは、表4のように整理できる。政府にとって重要だったのは、Dの全額返済によって通常は債権者が取り損ねる損失分までを回収する

ことであった。ただし、債務が全額返済されるのならば、債権者の利得は表4のどの選択肢でも無差別である。YとLの大きさにしたがって存続か清算を選べば社会的な効率性は保たれた。だが政府は、社会の利得が最も小さいリストラ存続を選択した。企業家にとっての利得は、どの選択においてもマイナスの値になるが、マイナスの値が最も大きいのはリストラ存続であった。

なぜ政府はあえてリストラ存続を選んだのだろうか。それは、特定の企業グループ所有経営者がスハルト体制下で長年にわたって享受してきたBを排除することが、インドネシア社会の公益にかなうと考えたからであったろう。国会や世論もこの政府の判断を支持した。しかし、企業家自身が排除されることによって、社会の構成員に分配可能な収益Hまでもが排除されてしまったのである。政府も社会も、企業家能力がもたらす収益Hを評価していなかったのである。Hの喪失は社会にとっての喪失でもあった。また、企業家が負担した支払額 $D-y$ が、企業家による非効率な選択を回避するための債権者への支払い額の上限であるBを超えていたとすれば、それは社会的効率性を維持できる範囲を超えて企業家が過剰な負担をしたことを意味する。リストラ存続は、政府の過度の権限発動がもたらした非効率性であったと考えられる。

### ●おわりに

以上の分析から、危機後のインドネシアでは、企業家による破綻企業の存続や、政府による企業家排除が、社会に非効率をもたらした可能性があることが明らかになった。インドネシアのように不完全な制度の下では、破綻処理プロセスに社会的な非効率が生じたであろうことは容易に想像がつくことではある。だが、簡単なモデル分析を用いることによって、誰が決定権限を持つかによってどのようなタイプの非効率性が生じていたかが整理できる。こうした理解は、非効率性の解消策を講じる際にも有益な示唆を与えてくれるであろう。

（さとう ゆり／アジア経済研究所地域研究センター）

### 《参考文献》

- ① 佐藤百合「銀行再編と金融制度改革」佐藤百合編『インドネシアの経済再編』アジア経済研究所、二〇〇四年。
- ② ヒクマハント・ジュワナ「経済法制度の改革と実効性」佐藤百合編『インドネシアの経済再編』アジア経済研究所、二〇〇四年。
- ③ 柳川範之「契約と組織の経済学」東洋経済新報社、二〇〇〇年。
- ④ 渡邊真理子「中国の企業と銀行の関係」国宗浩三編『アジア諸国金融改革の論点』アジア経済研究所、二〇〇一年。