

## 不良債権問題と企業破綻処理の効率性

神戸大学  
藤原 賢哉

### [ 報告要旨 ]

本報告は、バブル崩壊後の債務過剰企業の破綻処理に関して、再建や清算と言った意志決定が、どの程度経済効率的に行われてきたかについて、実証的な観点から検証しようとするものである。

債務過剰企業の経営破綻（倒産）に関しては、マスコミ等で報道されることも多く、一般には、破綻（債務）処理の不徹底が、非効率な企業の退出を遅らせたり、経営者のモラルハザードを助長したりしているとの批判が存在する。しかし、その一方で、企業倒産の増大が、デフレや失業の問題を、さらに深刻化させる危険性も否定できない。

経営破綻企業の破綻処理が効率的に行われる否かは、当該企業にとって重要であるばかりではなく、不良債権処理の進め方や当局検査の役割を考える上でも意義がある。例えば、法的整理等において破綻企業の（債務）処理が効率的に行われるならば、金融機関による間接償却を通じた不良債権処理の必要性は小さくなり、同様に、当局検査への負担（引当水準の適正性チェック）も低下するであろう。また、本来、清算すべき企業が再建（私的・法的）される傾向があるならば、清算・回収を得意とするような機関（例えばRCC等）への債権移転（メカニズム）が有益であるかもしれない。

これまで、企業の破綻処理に関しては、理論的な観点（倒産法制のあり方等）に基づく研究は存在するものの（Aghion and Hart and Moore (1992), 池尾・瀬下(1998)など）、わが国企業を対象とする実証研究は、十分に行われてこなかった様に思われる。

そこで、本報告では、1990年代後半に倒産ないしは債権放棄（私的整理）を受けた企業（上場、非上場）を主要な分析対象として、再建・清算に関する意志決定が、その対応する（潜在的な）企業価値の大小関係に応じて適切に行われたのかどうかについて検証することにしたい。

本研究で得られた主な結論は、以下の通りである。

- 1) 法的整理下における破綻処理（再建・清算）に関しては、おおむね過少清算の傾向にあり、本来、企業を解体して清算した方が望ましいにも関わらず、企業再建（再建計画の実施）が行われている可能性がある。
- 2) 私的整理（債権放棄による再建）と法的整理との比較に関しては、私的整理の方が望ましいにもかかわらず倒産してしまう可能性（過剰倒産＝倒産コスト）がある。
- 3) 民事再生法施行以降では、過剰倒産のリスクが消滅するとともに、逆に、過少倒産（民

間金融機関のソフト・バジェット化)が発生している可能性がある。

4) 建設・不動産業においては、倒産後の過少清算のリスクが低下(過剰清算リスク増大)する一方で、過少倒産が発生している可能性がある。

5) 非上場企業に関しては、過少清算のリスクは小さい(過剰清算リスクが大きい)。

[ 討論者からのコメント ] 明治大学 黒田晁生氏

藤原氏の論文は、債務超過企業の破綻処理が不徹底であるがゆえに、最近における日本経済の停滞的状況がもたらされているのではないかという優れて実践的な問題意識に基づいて、わが国の債務超過企業について破綻処理の効率性を実証的に検討したパイオニアリングな仕事であると評価したい。本論文は、モチベーションの披瀝、モデルの提示、実証分析手法の解説、実証結果の整理、政策的インプリケーションへの言及という順序で、整然とした構成の手堅い好論文である。

以下、いくつかの点についてコメントおよび質問をしておきたい。

1. 問題整理の枠組みとして、破綻処理方法を法的整理と私的整理に分け、さらに法的整理を再建型と清算型に分けた上で、法的整理の下での再建型と清算型との対比、法的整理と私的整理(ほぼ債権放棄に相当)との対比 という2つの問題を設定している。この枠組みは概ね的確と考えるが、私的整理にも入っていない潜在的な破綻企業の問題を本論文の中にどのように取り込めばよいのだろうか?(第3の問題設定が必要なのだろうか?)なお、の問題について、清算型が過剰(再建型が過少)の場合を「過剰清算」と呼称しているのと対比すると、の問題について、法的整理が過剰(私的整理が過少)の場合を「過剰倒産」と呼称しているのは、読者の混乱を招きやすい用語法との感がする。
2. 実証分析において、法的清算価値 $V^L$ 、私的清算価値 $V^C$ の推計についてはさほど問題はないように窺われるが、私的債権(債権放棄)価値 $V^M$ の推計に際して株式時価総額が企業価値の正しい反映かどうかはやはり深刻な問題点となるのではないか?また、公共政策としての債務超過企業処理問題を考えるとき、マクロ経済環境の悪化が株価の下落という形で企業価値を減少させていることをどう考えるのか?(「市場の需給等の攪乱要因」と割り切ってよいのか?)
3. 今後設立される産業再生機構(仮称)が、「要管理債権」を主な買い取り対象として企業再建による自主回収を目指す一方、既存の整理回収機構(RCC)は、「再生不能企業」向け債権を買い取りの対象として回収を進める方針であるとされている。すなわち、国自体が個別企業についての再建か清算かの判断を行おうというわけであるが、本論文の政策的インプリケーションとして、個別企業の再建または清算に関する何らかの判断基準を国に対して示唆しうるのか?

[ コメントに対する回答 ]

1. 本報告では、債権放棄を受けた企業のみを私的整理として扱っており、それ以外の潜在的な破綻企業（要管理債権先等）や私的に清算処理された企業については、データの制約から分析の対象としていない。しかしながら、理論的には、私的整理の分類を細分化することで本報告と同様の分析が可能と考える。例えば、私的再建型を債権放棄型と潜在的破綻企業型（債権放棄以外の金融支援）に分類するとすれば、1）私的再建の中での両者の比較、2）私的再建と私的整理の比較、3）私的整理と法的整理の比較、といった形で分析が可能と考える。また、本研究では、私的整理の方がコストが小さいにも関わらず法的整理を行う場合を「過剰倒産」と呼んでいる。これは、法的整理 = 倒産としてとらえているからであるが、一般には、誤解を招くかもしれない。

2. 株式市場が当該企業の価値（ファンダメンタル）を正確に反映しているかについては、議論の余地があると思われる。この点に関して、本研究では、債権放棄が新聞報道されてから一定期間（6ヶ月）の株式時価総額の平均を株主価値として採用しており、多少問題が緩和されていると考える。また、オプション価値の推計に際して日経平均のIV（平均）を利用しているが、このことは、仮に、個別企業のボラティリティよりもIVが小さい場合には、企業価値が過大推計されていることになる。

3. 仮に既存の破綻処理（直接償却）が十分効率的であるとするならば（ $\beta = 1$ ）、行政当局が、企業の破綻処理に直接関わる必要性は低い（不良債権の引当基準を厳格にして直接償却を促せばよい）。一方、「過少清算」（ $\beta < 1$ ）や「過剰倒産」（ $\beta > 1$ ）が生じている場合には、RCCや産業再生機構等を通じた破綻処理が意味を持ってくるかもしれない。しかし、行政当局が、法的整理のスキームを超えて破綻処理を決定することには限界があり、また、民間部門に比べて企業価値に関する情報も十分ではないと考えられることから、あくまでも、既存の破綻処理を補完ないしは効率化を促す仕組みとして位置づけられるべきであろう。

[ フロアからの質問 ]

破綻処理の分類が名目上のものであると説明された。例えば、法的清算とされながら、実際には、一部分再建されている場合もあるであろう。事実上の分類での推定も行ったかどうか。サンプル数が65と小さいので、破綻処理の分類が変わると、推定値が大きく変わる可能性があるのかもしれない（名古屋市立大学 下野恵子氏）。

[ 質問に対する回答 ]

破綻処理の分類を実体に合わせたサンプルで推計を行うことは、推計結果の頑強性をチェックする上で有益であろう。但し、破綻処理の実際上の分類・判別には、主観的な判断が入らざるを得ず、客観的な分類が困難である。