

# 倒産法の企業金融に与える影響

中央大学商学部教授  
(中小企業金融公庫総合研究所研究顧問)

根本 忠宣

## 要 旨

本論では英米独仏における倒産法の現状比較を行なうとともに、倒産法と企業金融の関係を考察した研究論文のサーベイを通じて最適倒産法を検討するうえでの論点整理を行なった。日本の倒産法改正を含め、主要国の倒産法は「債権者よりの制度」と「債務者よりの制度」の歩み寄りという点で同質化しつつある。Bank Based System から Market Based System への移行が先進国における潮流だとすれば、各国における倒産法改正もそうした変化と無関係ではない。しかし、問題となるのは債権者と債務者の双方にとっての最適倒産法とは何かである。本論のなかでサーベイした研究論文の教えるところは、倒産処理手続の各段階において直面するトレード・オフ問題であり、債権者・債務者にとっての複数均衡の存在である。これは倒産法の指導理念が「平等と衡平」だとしても、金融の取引関係（情報構造）やガバナンス構造が異なれば、最適倒産法の内容も異なるということに他ならない。この点を踏まえると、システム転換期のような不確実性の高い状況あるいは Market Based System と Bank Based System が混在するような状況下では、当事者間の事前合意に基づいて適宜、最適解を模索していくような状態依存型（メニュー制）の倒産処理手続が望ましいといえるかもしれない。

## はじめに

2001年4月施行の改正民事再生法、2003年4月施行の新会社更生法、2004年4月施行の改正担保・執行法、2005年1月施行の新破産法、2005年10月施行の改正民法、改正動産債権譲渡特定法、2006年5月施行予定の新会社法など企業を取り巻く法制度が一新された。これは会社の設立から清算までの手続方法、ガバナンスあるいは債権・債務関係のあり方が見直されたということであり、企業にとってのインセンティブ構造の変化を意味している。これまでの制度下で形成されてきた企業行動には一定の慣性が働くものと思われるが、法制度とともにリスクなし取引コストの構造変化が顕在化してくると、それは新たな進化ゲームを通じて変質を余儀なくされる。企業金融という視点からみても、こうした与件の変化は貸し手と借り手の関係性に影響を与えるものと

思われる。直感的に言えば、貸し手と借り手のどちらにとって有利かという問題であり、そのバランスの変化に伴って貸し手は取引条件を借り手は資本構成を、それぞれ見直すことになるであろう。

コースの定理で知られているように、経済活動に参加している主体が、自己利益を最大化できるような合理性を備えており、望ましい社会状態について、コストをかけることなく交渉し、その結果としての契約の履行について、社会がこれを有効に強制する仕組みをもっているならば、資源配分は必ずパレート効率的になる<sup>1</sup>。つまり、交渉、契約、履行というプロセスにおいて取引コストが無視できるようなものであれば、必要な前提条件は所有権の確定と契約における自由の保障であり、その他の法制度は重要な意味を持たない。これは企業金融の世界でいえば、税制や倒産に伴う取引コストを無視できれば、資本構成の違いは企業価値に対して何ら影響を与え

1 宍戸・常木（2004）に基づく。

ないというMM理論と関係している。この世界では、倒産法が改正され、企業の資本構成が変化したとしても企業価値という点では意味がないのである。

しかし、現実の経済活動の場では、情報の非対称性や不確実性を完全に排除することは困難であるために、様々な局面においてルールや法制度が不可欠となっている。つまり、ルールや法制度が取引コストの軽減に寄与できなければ、パレート効率的な状況を達成することは難しいであろう。従って、問題となるのは、それらのルールや法制度が各主体の行動をどう規定しているかであり、その違いが経済学的に評価してどのようなパフォーマンスの格差を生み出しているかである。

こうした論点は、理論面では、不完備契約理論(Incomplete contract theory)<sup>2</sup>あるいはインセンティブの経済学(Economics of incentive problems)で扱われており、金融契約への応用も様々な視点から試みられている。実証面においても、各国の法律の起源(legal origin)と金融システムの関係性に着目したLa Porta, et al (1997, 1998)の実証研究のなかで、法制度の違いが企業の資金調達行動や投資行動に対して大きな影響を与えている可能性が示唆されている。この研究を契機として、「法制度の違い→金融システムの違い→経済成長の違い」という因果関係の実証を試みようとする多くの成果が既に蓄積されており、経済発展における金融システムの重要性とともに、その改革のあり方が模索されている<sup>3</sup>。

本論では、こうした研究成果を踏まえたうえで、倒産法の役割に焦点を当てる。倒産法は、債権者と債務者との権利関係の位置取りを規定し、債権者にとっての不確実性の大きさを左右する。例えば、債権者に対する優先権が守られている状況とそうでな

い状況であれば、貸し手にとっての最適な融資方針は異なるものと思われる。他の条件を無視すれば、債権者に対する優先権の侵害によって、そのリスクを金利への転嫁、担保条件の厳格化、あるいは信用割当によって対処するであろうことは容易に想像できるであろう。また、創業という点でも倒産法は無関係ではない。フレッシュ・スタート(fresh start)として知られるように、個人破産においてどれだけ債務者を保護するかは、創業インセンティブに大きな影響を与えるものと思われる。

倒産法に注目するもう1つの大きな理由は、それがグローバル化による金融システムの同質化を展望するうえで無視できないからである。倒産法が金融システムを規定する重要な要素の1つだとすると、倒産法の同質化によって金融システムの同一方向への収斂は加速するかもしれない。近年、主要国において、ほぼ同時期に倒産法の見直しが実施されている。倒産法改革の方向性を見据えたうえで、金融システムの行方を展望する必要がある。

日本では、倒産法と企業金融に着目した研究は、池尾・瀬下(1998)、瀬下・山崎(2004)、柳川・広瀬・秋吉(2005)などによって開拓され始めたばかりであり、実証研究のためのデータが蓄積されていないこともあり本格的な研究はこれからである。従って、本論では、主要国の倒産法を比較したうえで、既に膨大な研究成果がある欧米の先行研究サーベイを通じて、倒産法と企業金融とりわけ中小企業金融との関係を巡る論点整理と課題の検討を行なう。

## 1 欧米における倒産法の現状

### (1) 企業倒産法

日本についてだけみても、倒産に対する統一的な定義は存在しない<sup>4</sup>、倒産法という包括的な法制

2 柳川(2000)を参照。

3 Demirgüç-Kunt and Maksimovic(1998, 2002)は、より効率的な法制度の国ほど経済成長が速いことを示している。法と金融システムに関するサーベイについてはBeck et al.(2003)を参照。

4 日本では「中小企業倒産防止共済法」において倒産の定義がなされている。それによると、倒産とは、「①破産、民事再生、更生手続開始、整理開始または特別清算開始の申立が裁判所に対してなされる、②手形交換所において、当該手形交換所加盟の金融機関が金融取引を停止する原因となる事実についての公表がなされる」のいずれかに属するものとしている。より具体的には、破産申立ての原因が重要となるが、それには「支払不能(即時に支払うべき債務を一般的かつ継続的に支払えない債務者の客観的状态)」「債務超過(債務者の積極財産と消極財産とを比較して、消極財産が積極財産を上回る財産状態)」「支払停止(債務者が支払不能であることを外部に対して示す行動)」の3つの段階がある。

度が存在しているわけではない。ましてや国際間となると、法体系や慣習の違いが影響するために同一規準による比較は極めて困難である。ここではあくまでも、企業金融との関連からみて重要と思われる項目の違いのみに着目する。比較のポイントは単純にいつてしまえば債権者権利 (creditor's right) に対する保護の違いであり、それぞれの国における倒産法の特徴が「債権者よりの制度 (Tough law; creditor-oriented bankruptcy)」と「債務者よりの制度 (Soft law; debtor-oriented bankruptcy)」のどちらに属するかである。

La Porta et al (1998) は債権者権利の違いを比較するために、①自動的停止効 (automatic stay) の有無、②担保権を有する債権者の最優先権の有無、③債権者に与えられた倒産処理方法の選択権の有無、④再建時における経営者権限 (コントロール権) の移転の有無、の4つの項目を取り上げている。しかし、「裁判所への申立→破産手続・開始決定→債権届出 (債権調査、債権確定) →配当→終結」という倒産処理の手続を踏まえると、②に関連して別除権の有無と債権者間の分配優先順位、絶対優先権侵害

(absolute priority rule violations) の余地 (超優先共益債権 (super-priority financing)、既存の担保権に優先する担保権の設定 (priming lien))、③に関連して裁判所の関与の程度<sup>5</sup>、否認権、④に関連して破産管財人等の役割、についても留意しなければならないであろう。

また、中小企業における倒産処理手続は、債権者と債務者および債権者相互間の合意のうえで行なわれる私的整理が一般的である。従って、少数債権者に対する法的拘束の可能性という視点から私的整理と法的整理の連続性 (out of court workout の法制化) についても確認しておくことが必要である。

ちなみに Davydenko and Franks (2004)、La Porta et al (1998) を参考に最新の倒産法改正以前の各国における特徴の違いを比較してみると、イギリス、ドイツは「債権者よりの制度」の典型である一方で、フランス、アメリカは「債務者よりの制度」の典型である。

しかし、EU 諸国では2002年5月から施行された「倒産手続に関する欧州規則 (Council Regulation 1346/2000)<sup>6</sup>」の影響もあって、最新の法改正にお

表1 主要国の倒産法の特徴

項目	イギリス	ドイツ	アメリカ (Chapter11)	フランス
倒産開始原因	支払不能(財務条項違反)	支払停止/過剰債務	特定しない	支払停止
コントロール権	担保債権者	債権者(裁判所監督あり)	債務者 (DIP)	裁判所指名の調停人
自動的停止効	なし	限定的	限定的	3ヶ月
超優先共益債権	なし	債権者の同意に基づく	あり	あり
優先権の侵害	なし	限定的	限定的	あり
LLSVスコア(最大=4)	4	3	1	0
倒産法のタイプ	Tough Law		Soft Law	

(出所) Davydenko and Franks (2004) より作成

(注) ・イギリス、ドイツ、フランスについては最新の倒産法改正以前の状況

・LLSVスコアはLa Porta et al (1998) による。①～④の1のスコア数の合計

- ①自動的停止効なし1、あり0
- ②担保権を有する債権者の最優先権あり1、なし0
- ③債権者に与えられた倒産処理手続の選択権あり1、なし0
- ④再生中の経営権の移転あり1、なし0

5 倒産処理手続には、日本の分類に従えば、法的整理と私的整理とがあるが、倒産法の役割という点から法的整理が分析の対象となる。但し、欧米では法的整理であっても「裁判所が関与しない手続 (out of court workout)」という区分が存在することから、裁判所の関与の程度という視点から比較することが必要であろう。裁判所の関与の弱さは、例えば、再生手続のための期間の違いにも関係してくる。Davydenko and Franks (2004)、Araten, et al. (2004) によると、法的整理における再生手続に要する平均的な期間は、イギリス1.45年、ドイツ3.82年、アメリカ2.15年、フランス3.05年となっている。

6 これは、主要な利益の所在地がある一国で倒産手続が開始されると、その主な手続の効力はデンマークを除く EU 加盟国全土に及ぶというものである。また、EU 委員会では、企業、個人の倒産処理手続の加盟国における実践例を検討しており、そのあり方についての提言を行なっている。European Commission (2003) を参照。

いてはアメリカのチャプター11を雛形として各国は競うように事業再生を重視する制度へと転換しつつある。但し、裁判所の関与の程度など運用面となると各国の慣習等が影響して依然として大きな違いが残されている。今後、同質化がどこまで進展するかは不明であるが、制定法 (statutory law) レベルにおいては一定の収斂が認められるとしても、判例法 (case law) レベルを含めるとそれは限定的なものに止まるものと思われる。

各国倒産法の特徴ないし改正のポイントを概観してみると<sup>7</sup>、イギリスでは裁判所の関与の程度が小さい点に大きな特徴がみられ、管理人と呼ばれる倒産実務家が債権者利益の最大化を目的として企業の再建を行なう。2002年企業法、2004年倒産法の改正によって再建型手続が整備されるとともに、自動的停止効が認められるなど親債務者的な制度の見直しがなされているものの、固定担保債権者に対する優先権は依然として堅持されている。

ドイツ<sup>8</sup>では再建か清算かの判断は裁判所が行なうが、債権者委員会が担保権を有する債権者、上位債権者のみで構成され、無担保債権者には投票権も与えられていない点に大きな特徴がある。94年改正 (99年施行) によって倒産原因として「支払不能の恐れ」が追加され、債務者自己管理手続が導入されたことで事業再生の余地が大きく拡大している。これは「債務者よりの制度」へのシフトといえるが、債務者自己管理手続の目的は経営権の温存ではない。それは債務者の能力を有効活用することで管財人選任のコストの節約を図るという意味で、債権者の利益保護を目指している。

アメリカでは1978年に新破産法が制定されて以来

今日に至っている。その最大の特徴は裁判所関与の程度が大きいこと、チャプター11に基づく再建手続において債務者の権限が保持されるとともに、超優先弁済性の付与あるいは既存の担保権に優先する担保権の設定が認められる DIP ファイナンスが可能になっている点にある<sup>9</sup>。一方で、回収における優先順位については平時における動産担保のルールである UCC (Uniform Commercial Code)、倒産法ともに「初期融資者の優越」あるいは「絶対優先順位 (absolute priority rule)」を原則としている。これは、債務者の事業開始等にあって、最初に大規模な貸付を行った初期融資者が債務者の債権回収において優越的な地位を認められるという債権回収法の秩序を指している<sup>10</sup>。森田 (2005) が指摘するように、それに対する対抗原理も含めてアメリカの債権回収の秩序は、この原則に基づいて判例的に形成されてきたといえる。但し、チャプター11では、通常の場合に基づく再建手続において優先権の侵害が認められている。再建計画において「絶対優先順位」を遵守するためには、裁判所が一部の債権者の反対を押し切って再建計画を認可するというクラムダウン (cram down) を行なうことが必要となる。

フランスの倒産法は、「事業救済、経済活動と雇用の維持、債務の履行」を目的として掲げ、裁判上の更生手続を優先するように誘導している点で最も債務者よりのといえる<sup>11</sup>。倒産法改正によって裁判所が関与しない特別管理人による手続 (Mandat ad hoc) が導入されるなど債権者権限の回復が図られているものの、2005年改正によっても依然として担保債権者に別除権は認められていない。フランスにおいて注目すべき点は、調停手続の存在である。こ

7 詳細については巻末の参考を参照。

8 ドイツ倒産法の詳細については木川 (1999) を参照。

9 事業再生ファイナンスについては事業再生研究機構編 (2004) を参照。

10 UCC および倒産法において承認されている優先順位の原則は、①初期融資者が担保債権者である場合には、担保目的物に関しては、債権者一般に対して優先権を持つ、②初期融資者が無担保債権者である場合には、後続であっても担保債権者に劣後する、③無担保債権者間では、債務額に応じた按分弁済 (pro-rata rule) が適用される、というものである。

11 実際に倒産処理手続の件数の推移をみると清算率は2003年で90.3% (裁判上の更生4,699件、裁判上の清算40,380件) にも達している。これに対応して、2005年改正において開始原因を支払停止の「おそれ」があるものまでを含めるとともに、金融機関の許害的支援の法理に対する例外事項を設けることで事業再生ファイナンスが可能になった。フランス倒産法の詳細については小梁 (2005) を参照。

れは債務者と債権者の合意に基づく事業再生を調停する第三者を仲介として、迅速かつ内々に再生を模索しようという予防的な手続である。つまり、私的整理と法的整理を繋ぐようなハイブリッド型の制度（ワークアウトの法制化）であり、この手続によると私的整理中に新規融資した場合、その債権は貸金債権に優先することが認められる。私的整理と法的整理の連続性という点では、アメリカのプレパレード・チャプター11やイギリスの裁判所への申立てを必要としない会社管理手続も調停手続と同様の役割を果たしている。

前述したように各国の倒産法は、手続の迅速性、効率化を図るとともに事業再生を重視するという点で共通しており、「債権者よりの制度」と「債務者よりの制度」の相互歩み寄りが見られるという意味では、一定のハーモナイゼーションが進展しているように思われる。しかし、法制度を支える基本理念や実務上の手続は、各国の歴史的な慣習等と無関係でないことから実際の運営においては多様性が保持されていくであろう。

## (2) 個人破産法

個人破産も、債務の処理手続を円滑に進めるという意味では企業倒産法と基本原理は変わらない。しかし、実態的にみれば個人破産法には更生という選択しかないという点で、その原理を考察するうえで大きな違いがある。つまり、再建型か清算型かの「識別の失敗 (filtering failure)」という問題を考慮する必要はない。また、倒産法の経済的目的を、①倒産前後の効率的な投資計画の決定、②倒産前後の債務者の効率的な経営（勤労）努力、③債務者に対する消費者保険の提供に大別した場合、個人の更生という視点からは②、③が重要な意味を持つことになる。従って、比較においては個人破産法の位置づけのみならず、債務者の更生いわゆるフレッシュ・

スタート (fresh start) をどこまで容認するかがポイントとなる。具体的には、免責 (discharge) と差押除外財産 (exemption) がどこまで認められるかである。

多くの中小企業が担保となるような資産をほとんど持っていないという現状を踏まえると、個人破産法は企業金融との関連から企業倒産法よりも大きな役割を果たすことになる。また、破産による更生が容易にできるとすれば、創業インセンティブにプラスの効果をもたらすことも期待できるであろう。

それでは各国の個人破産法はどこまで債務の免除を認めているのであろうか。免責制度を基本とするフレッシュ・スタートを最初に明示的に導入したのはアメリカである。アメリカの個人破産手続は、チャプター7とチャプター13から構成される。前者は、債務者が差押除外財産を除く全財産を提供・清算し、債権者に配当することをもって、債務を免責する。4ヶ月程度という短期間でフレッシュ・スタートできる点に特徴がある。また、差押除外財産には連邦統一基準と州基準<sup>12</sup>があり、どちらを適用するか選択できる。但し、州に対して、連邦統一基準の適用除外を認めている。後者では、財産を没収されない代わりに、申請者が提出する返済計画案に従って、可処分所得（定期収入のうち生活維持に必要な費用を除いた部分）が返済に充てられる。

イギリスでも債務免除が認められているものの、アメリカより条件は厳しくなっている。徐々に条件緩和を行なう一方で、モラルハザードの防止のために誠実な債務者と不誠実な債務者の識別を重視する傾向にある。この点は、アメリカでも同様であり、2005年の破産濫用防止・消費者保護法によって、チャプター7の濫用を防止するための制限条項を追加している。

フランスでは1989年に、ドイツでは1999年に、はじめて個人債務の整理手続が導入されている。個人

12 フロリダ、カンサス、オクラホマ、テキサスなどでは居住用財産 (homestead exemption) について無制限の除外条項を設けている。

の再生が可能となったものの、両国とも債務免除という面では抑制的であり、フレッシュ・スタートの促進という方向性を積極的に打ち出しているわけではない。

## 2 倒産法の企業金融に与える影響

### (1) 倒産法の金融取引関係に与える影響

#### ① 倒産法を巡るトレード・オフ問題

倒産法を巡る最も基本的なトレード・オフ問題は White (1996) によって説明されている。倒産から生じる潜在的なコストは、 $t_1$  期：企業がデフォルトするか否かを貸し手が知ることができない時点、 $t_2$  期：企業のデフォルトは判明したが倒産手続にまだ入っていない時点、 $t_3$  期：倒産手続後、にそれぞれ異なる形で発生する。

$t_1$  期の潜在的コストは、企業の経営努力を  $e$  とすると  $\Delta V(e)$  で表すことができる。 $V$  は企業価値であり、 $\Delta V(e)$  は経営者が努力水準を低下させたことで減少する企業価値を意味している。「債権者よりの制度」では、例えば、倒産による経営権の喪失がサンクションの役割を果たすことで経営者に対する一定の規律付け効果をもたらす。

$t_2$  期の潜在コストは、経営者がデフォルトを回避しようとしてリスクの高い投資に着手してしまうことから発生する。リスクの高い投資で浪費する資源を  $G$ 、企業がデフォルトする確率を  $\rho(e)$ ； $e$  の減少関数、企業数を  $N$  とすると、 $t_2$  期における総コストは  $\rho(e) \cdot N \cdot G$  となる。つまり、「債権者よりの制度」によって  $e$  を高めることができれば、 $t_1$  期のコストは最小化できるが、一旦、危機的な状況に陥ると  $G$  の上昇をもたらしてしまう。ここでのコストはこれだけに留まらない。デフォルトした企業に倒産処理の手続を遅らせようというインセンティブが働くからである。手続が遅れることで生じる 1 企業当たりのコスト（死荷重損失）は  $D = \int_{t_1}^{t_3} [A(t) - R(t)] dt$  である。ここで  $A(t)$  は再

建によって得られる収入、 $R(t)$  は存続の場合の  $t$  期の収入を示している。デフォルトに直面した企業のなかで経済的に非効率な企業の割合を  $\delta$  とすると、手続の遅れによる総コストは  $\delta \cdot \rho \cdot N \cdot D$  となる。つまり、債権者よりの制度下では、 $t_1$  期において規律付け効果を発揮できるものの、デフォルトした  $t_2$  期後に倒産回避を意図した二重のコストを引き受けなければならない。

企業が倒産手続に入った  $t_3$  期では「識別の失敗」によるコストが発生する。企業の質を事前に行き知ることができないために清算と再建の判断を誤ってしまうと異なる 2 つのコストを発生させてしまう。1 つは、再建によって新たな価値を生み出したかもしれない企業を消滅させてしまうという社会的損失（ケース I）であり、もう 1 つは、本来は清算すべきであった経済的に非効率な企業を存続させる社会的コスト（ケース II）である。ケース I の総コストは、経済的に効率的な企業が再建されていれば生み出された収入の 1 企業当たりの現在割引価値を  $C_I = [PV(R(t)) - PV(A(t))]$ 、経済的に非効率な企業が再建される確率を  $s$  とすると、 $(1-s)(1-\delta) \cdot \rho \cdot N \cdot C_I$  である。ケース I の総コストは清算比率が高くなるほど大きくなる。

ケース II の総コストは、1 企業当たりの社会的コストを  $C_{II} = \int_{t_3}^{t_n} [R(t) - A(t)] dt$ 、経済的に非効率な企業が再生手続に入る確率を  $r$  とすると、 $r \cdot \delta \cdot \rho \cdot N \cdot C_{II}$  である。 $C_{II}$  は  $n$  が長期化するほど大きくなる。

#### ② 経営者のモラルハザード問題と信用割当

貸し手にとって経営者の努力水準が検証困難だとすると、借り手の戦略的なデフォルトを回避するために、貸し手は最適な負債契約を設計することで対応しなければならない。この問題は、モラルハザードが信用割当を発生させるような不完全金融市場モデルによって説明できる。具体的には、初期投資額  $I$ 、初期資産額  $A$ 、 $A < I$  のために外部からの借入を

必要とする企業（有限責任）を想定したうえで、その収益  $R$  が経営者の努力水準  $e$  に依存するようなケースである。ここで最大限の努力をした場合の成功可能性を  $P_H$ 、 $e = 0$  と全く努力しなかった場合を  $P_L = P_H - \Delta P$  とすると、 $e / \Delta P$  がモラルハザードの大きさを示すことになる。Bruno and Mariotti (2003) は、投資の実現には賃金  $w$  で雇用した労働者が必要であることを明示的に導入し、「債務者よりの制度（この節では以下ソフト・ロー）」の場合と、「債権者よりの制度（この節では以下タフ・ロー）」の場合における均衡条件の違いを比較している。

倒産法のタイプの違いは、金融契約が確実に適用されるか否かである。ソフト・ローでは裁判所の関与によって金融契約の変更が余儀なくされるのに対して、タフ・ローでは確実に適用される。プロジェクトが失敗した場合の契約上の清算可能性を  $\lambda$ 、裁判所の判断によって清算される可能性を  $\pi$  とすると、現実の清算率は  $\lambda \cdot \pi$  となる。つまり、 $\pi$  がソフトかタフかの区別を示すパラメータであり、それ

が大きくなるほどタフ・ローに分類されることを意味している。 $\pi = 1$  のタフ・ローの場合、清算後の期待純収益は  $D = P_H [R - (e / \Delta P)] + \lambda [P_H B + (1 - P_H)L] - P_H w$  となるから、貸し手にとっての融資条件は  $D \geq I - A$  である。ここで  $B$  は事業を継続した場合の債権者に移転困難な利益、 $L$  は清算によって経営者が得る利益である。初期資産  $A$  を保有する企業にとっての最適清算率を  $A(\lambda, w)$ 、 $w$  は所与とすると、 $A \geq A(1, w)$  が融資可能な条件となる。（ソフト・ローの場合、 $A \geq A(\pi, w)$ ）

このモデルから理解できることは、(a) モラルハザードが大きいほど、(b) 初期資産額が小さいほど、(c) 現実の清算率が小さいほど、融資可能範囲が抑制されるとともに信用割当を悪化させる可能性が高くなるという点である。従って、裁判所の関与によって金融契約が変更される余地が大きいソフト・ローを採用している国ほど、信用割当の悪化 → 投資、賃金の下落という悪循環に陥りやすいということになる<sup>13</sup>。

表2 英独仏における倒産手続別にみた銀行の回収率 (%)

内 訳	イギリス		ド イ ツ		フ ラ ンス	
	mean	St.Dev.	mean	St.Dev.	mean	St.Dev.
倒産手続別にみた銀行の回収率						
私 的 整 理	0.78	0.34	0.76	0.26	0.83	0.28
法 的 整 理	0.69	0.35	0.59	0.35	0.47	0.39
部 分 清 算	0.68	0.34	0.40	0.37	0.40	0.37
担 保 率	0.85	1.04	0.60	0.80	1.24	1.08
担保の構成						
不 動 産	0.46	0.41	0.55	0.42	0.11	0.27
個 人 保 証	0.22	0.33	0.04	0.16	0.35	0.38
信 用 保 証	0.02	0.07	0.14	0.29	0.05	0.16
売 掛 債 権	0.16	0.29	0.08	0.22	0.19	0.35
株 式	0.05	0.16	0.06	0.21	0.02	0.11
機 械 / 設 備	0.04	0.11	0.07	0.21	0.09	0.23
現金/換金性商品	0.01	0.07	0.02	0.11	0.02	0.13
そ の 他	0.03	0.12	n.a.	—	0.17	0.31

(出所) Davydenko and Franks (2004)

13 但し、タフ・ローがいつでも社会厚生を最大化できるわけではない点には留意が必要である。賃金の下落は、初期資産額の多い富裕層にとっては担保となる清算後の期待収益を上昇させることで清算可能性を低下させる。

実際に、Davydenko and Franks (2004) の英独仏の中小企業をサンプルとした実証研究によると、ソフト・ローの典型であるフランスでは担保率が他国に比較して高いにもかかわらず法的整理における回収率は最も低くなっている。また、Beck et al. (2004) の38ヶ国、4,000企業の国際比較の結果をみてもフランス市民法 (French civil law) を起源とする国ほど対外的な借入が困難な状況にある。

### ③ 絶対優先権の役割

「識別の失敗」によるコスト回避の方法として考えられるのが絶対優先権ルール (absolute priority rule) の導入である。このルールが厳密に適用されると、負債の返済が優先されることから、株主権利は劣後するためにデフォルトによって交代した新たな株主オーナー (経営者) は、再建か清算かを慎重に検討しようとするであろう。正確な選択を行なうというインセンティブが高まれば、失敗の可能性は最小限に抑制できるものと思われる。しかし、絶対優先権ルールは一方で、株主 = 経営者の残余権の余地を消滅させることから、倒産回避によるコストを発生させてしまう。これを回避するためには、株主に企業価値の取り分を残しておくように優先権の侵害 (absolute priority rule violations) を容認する必要がある。

絶対優先権ルールを原則とするアメリカにおいても実際には侵害を容認しているが、これは信用割当を悪化させるという新たなトレード・オフ問題を惹起してしまう。

この点は Longhofer (1997)、Bebchuck (2002)、瀬下・山崎 (2004)、White (2005) によって説明されている。

Bebchuck (2002) は、企業が1行取引であることを想定したモデルにおいて、絶対優先権ルールが経営者の意思決定に与える影響を分析している。経営者 (株主) が絶対優先権が維持されるケースと侵

害されるケースにおける投資効率を比較して意思決定するならば、絶対優先権の侵害は事前と事後において異なる影響を及ぼすことを示している。絶対優先権の維持は経営者 (株主) にとっては残余権の消滅を意味することから、努力インセンティブを低下 (モラルハザードを発生) させることで事前にリスクの高い投資を選択する余地を高めてしまう。侵害のケースであっても金利が一定であれば、努力インセンティブの改善をもたらすものの、貸し手が金利を上昇させると同様にリスクの高い投資の選択を誘引してしまう。しかし、企業が清算される時点では、経営者 (株主) の受け取り分は事前の投資から得られる収益に依存することから、企業の困窮時にはむしろ安全な投資を選択しようとするであろう<sup>14</sup>。従って、貸し手との交渉次第では、侵害の容認が一定の規律づけの役割を果たすことで経営者のモラルハザード問題は軽減できる。

絶対優先権は White (2005) が指摘するように、企業が窮地に陥ったときの倒産手続方法の選択に対しても影響を与える。

再建か清算かの選択は、それぞれの期待収益の比較によって決定される。ここでは、現在の資産価値とともに事業再生による期待収益が事前に債権者と債務者ともに知ることができる単純な状況を仮定しよう。総負債額  $D (= D_1 + D_2)$  ;  $D_1$  は1期の負債額、 $D_2$  は2期の負債額)、企業の1期における清算額  $L$  とする。従って、 $L < D$  のとき倒産手続の対象となる。経営者は事業再生、清算のどちらも選択できるが、事業再生の場合には1期に  $D_1$  の返済を免除してもらったうえで、再生のために新規融資  $B_2 (= D_1)$  を受けることが必要である。絶対優先権ルール下では、企業が1期で清算されると経営者 (株主) は何も得ることができないが、銀行の新規融資によって事業再生が選択されれば2期に  $\text{Max}[P_2 - D_2, 0]$  の収益 (ネットの収益は  $\text{Max}[P_2 - D_2, 0] -$

14 Eberhart and Senbet (1993)。



$B_2$ )を獲得できる。 $P_2$ は事業再生によって得られる収益であり、 $D_2$ が差し引かれるのは既存債権が弁済権を有していることを意味している。 $P_2 > B_2 + D_2 = D > L$ であれば事業再生が必ず選択されるものの、 $L < P_2 < D$ では事業再生の方が効率的だとしても清算が選択されてしまう。これは外部効果のために、追加的な融資は効率的な水準よりも過少になってしまうデット・オーバーハングの状況でもある。つまり、事業再生からの収益は、優先権のある既存債権から弁済されるために、新規の貸し手にとっての限界的収益率は低下してしまう。清算よりも事業再生の方が効率的だとしても追加融資がなされないために清算が選択されてしまうのである。一方で、新規融資が超優先共益債権として位置づけられれば、 $P_2 \geq B_2 \geq L - D_2$ が事業再生のための条件となり、犠牲となる $D_2$ が大きいほど $P_2 \leq L$ の不効率的な再生が選択されてしまう。

瀬下・山崎(2004)は、絶対優先権の侵害がある場合に、既存債権者自らが追い貸しに応じる可能性を論じている。追加融資後の総債権総額の回収期待値が追加融資しない場合の既存債権価値と融資コストの合計よりも大きくなる時、追加融資のインセンティブが生じるとしている。しかも既存債権者が追加融資を断ると、経営者は劣後債権者からの借入を選択してしまうために、侵害の範囲が大きいほど追い貸しのインセンティブは強くなるであろう。

Longhofer(1997)は、情報の非対称性が存在する状況下で情報生産活動(固定費用は一定)を考慮したモデル(costly state verification model)によって絶対優先権の侵害が信用割当を悪化させる可能性を示している。具体的には、清算時に企業が受け取る最小価値( $\delta$ )がプロジェクト( $I$ )の収益( $\chi$ )と侵害の大きさ( $\gamma$ )に依存して決まるとともに、プロジェクトの収益は貸し手によって費用( $c$ )をかけることで検証できる状況を想定している。このとき貸し手の期待収益( $L$ )を最大にする金利

水準は $R^*(\delta(\chi, \gamma)) = \text{Max } L(R, I, \delta(\chi, \gamma))$ であり、貸し手が融資できるプロジェクトの最大規模は、 $I^*(\delta(\chi, \gamma)) = \int_a^b [\chi - c - \delta(\chi, \gamma)] dF(\chi) + \int_b^c R^* dF(\chi)$ となる。但し、 $b$ はデフォルトの直近時点であり $R^* + \delta(b, \gamma)$ である。従って、 $I^*$ 以上のプロジェクトを希望する企業では信用割当が発生してしまう。 $\frac{dI^*(\delta(\chi, \gamma))}{d\gamma} < 0$ であることから、侵害の範囲が大きくなるほど貸し手が融資できるプロジェクト規模が縮小し、その結果として信用割当の対象となる企業が増大してしまう。つまり、内部資金の制約された企業は、金利の上昇に直面したとしても借入を申し込むが、絶対優先権の侵害が大きくなると、貸し手はそのプロジェクトが正の現在価値を有していたとしても金利水準に関係なく融資に応じることはない。

#### ④ コーディネーションの失敗

不確実性の全てを事前には契約内容に織り込めないという不完備契約と、1行取引のために借り手にとって取引先の変更が困難であるという状況を想定すると、2つのモラルハザード問題が発生する。1つは、実行中のプロジェクトの期待収益が高くても返済拒否を目的として意図的なデフォルト計画を模索しようとする借り手側のモラルハザードであり、もう一方は、情報独占力を利用して不当な金利を提示しようとする貸し手側のモラルハザードである。Hart and Moore(1998)、Rajan(1992)が指摘するように、これらの問題は複数取引(multiple lending relationship)へのシフトによって解消できる。

しかし、複数取引はデフォルト時に1行取引との間に異なるトレード・オフ問題をもたらす。複数取引であれば企業からの楽観的な債務免除要求等は回避できるものの、倒産処理手続を巡る交渉は避けられない。抜け駆けや財産隠匿などの詐害行為や取り付け問題などを含み、いわゆるコーディネーションの失敗(coordination failures)のリスクである。

実際に、私的整理であれば倒産処理手続の決定のために、関係金融機関債権者全員の同意を要することから、交渉が失敗した場合、法的整理への連続性ないし円滑な保証が担保されていないと移行コストは無視できないものとなる。

Franks and Sussman (2005) は、イギリスの3つの商業銀行において銀行管理口座に移管された中小企業を対象としてこれらの問題を分析している。具体的には、①1行取引では再交渉を容易に受け入れられるのに対して、複数取引では強い抵抗にあう (Soft Banks Hypothesis)、②清算権が複数の貸し手間に分散している場合には、取り付けの可能性が高くなる (Creditors' Run Hypothesis)、③1行取引の場合、銀行は担保価値 $\leq$ 負債額になった時点で企業の清算を行なう (Lazy Banking Hypothesis)、という仮説検証を行なっている。その結果、イギリスでは清算権はメインバンクに集中されコントロール権も企業から銀行へ移転するために、危機時における銀行の交渉権は極めて強いことが明らかにされている。各仮説の検証結果をみると、危機が判明した時点で直ちに倒産処理手続に入るわけではないものの、安易な再交渉は受け入れないことから、①仮説は棄却される一方で、②仮説はメインバンクへの権限集中によって回避されている。また③仮説は、メインバンクの回収率が第2順位以降の債権者の回収率と比較して非常に高いという点で支持されるが、清算に対する意思決定は経営者の交代などの企業側の対応に依存している。

Brunner and Krahn (2002) は、ドイツの民間銀行間によるプール契約 (bank pool) が私的整理におけるコーディネーション手段として有効に機能していたことを明らかにしている<sup>15</sup>。プール契約においては、リーダー行の責任が確認されたうえで、プール運営のためのコスト配分、清算・事業再生による利益の分配ルール、デフォルト情報の共有、相

互決済システムの導入、企業に対するクレジットラインの開設、出口戦略に対する合意が要請される。これは複数取引の場合、倒産処理手続を円滑に進めるためのルールを関係銀行間で事前に決めておくことの重要性を示している。

## (2) 個人破産法と中小企業金融

### ① 個人破産法の中小企業金融に与える影響

前述したように、非法人である零細企業のみならず多くの中小企業は十分な不動産担保を所有していないために経営者自身の資産が保証の対象になっているのが一般的である。法人と個人の区別があいまいなほど、個人破産法は中小企業金融との関連からは企業倒産法よりも大きな役割を果たすことになる。

個人破産法と企業金融の関連性は、州ごとに免責の範囲が異なるアメリカにおいて主に消費者金融や住宅ローンへの影響という視点から議論されている。例えば、Gropp et al. (1997) は1983SCF (Survey of Consumer Finances) を用いて、免責の消費者金融への影響を分析している。その結果、免責範囲の最も大きい州に居住する世帯は、最も小さい州に居住する世帯よりも5.5%ポイントほど融資を拒絶される割合が高く、2.8%ポイント金利が高い。また、貸し手は免責範囲の大きい州に居住する富裕層の需要には積極的に対応しているのに対して、同じ地域の資産の少ない層への融資は抑制する傾向にある点を明らかにしている。

一方、Berkowitz and Hynes (1999) のモーゲージHMDA (Home Mortgage Disclosure Act) データを用いた分析では、免責範囲の大きい州に居住する世帯と融資申込みに対する拒絶率に有意な関係は見られない。Lin and White (2001) は、モーゲージとともに増改築ローンに対する影響を分析した結果、Berkowitz and Hynes とは異なり免責範囲の大きさが拒絶率と関係していることを見出している。

15 ドイツにおける1999年倒産法改正は、有効に機能しているプール契約のインセンティブを低下させるとしている。

とりわけ無保証あるいは部分保証の比率が高い増改築ローンでは拒絶率はより高まる傾向にあるとしている。また、Chomsisengphet and Elul (2005) は、クレジット・スコアによってコントロールすると免責範囲と拒絶率の関係が見られなくなるとして、クレジット・スコアのなかに免責範囲の違いが考慮されている可能性を示唆している。

中小企業金融への影響に焦点を当てた先行研究は、これまでのところ Scott and Smith (1986)、Berkowitz and White (2004) など数本のみであり、未開拓の分野である。

直感的に考えれば、消費者金融やモーゲージのケースと同様に免責範囲が大きいほど、企業側の需要は増大するが、貸し手はリスクの拡大に対応して金利を上昇させるか信用割当を選択することが予想される。

例えば、不動産関連の資産価値  $V$  (2期に向けて変動  $g(V)$ )、不動産購入のためのモーゲージローン残高  $M^*$  ( $=r(1+M)$ 、借入金利  $r$ 、借入額  $M$ )、不動産以外の資産価値  $W$  (2期に向けて変動  $f(W)$ ) という資産・負債背景を持つ個人企業が、新規に  $B^*$  ( $=i(1+B)$ 、借入金利  $i$ 、借入額  $B$ ) の事業向け融資を受けるとしよう。破産の場合、モーゲージに優先権が与えられている。個人破産法によって不動産について  $X_h$ 、不動産以外の資産について  $X_p$  の差押除外が認められていると仮定する。諸費用として、抵当権設定に伴うコスト  $C_f$ 、破産手続きに伴うコスト  $C_b$  を考慮すると、破産手続き事業向け資金の貸し手にとっての回収額は以下の3つの領域が考えられる。

【領域1】  $V < M^* + X_h + C_f$

→ 事業向け融資のデフォルト臨界点を  $W^* = B^* + X_p - C_b$  とすると、 $W > W^*$  の場合は完済となるが、 $X_p \leq W < W^*$  の場合には、個人破産手続きがなされるために回収額は  $W - X_p$  となる。

【領域2】  $M^* + X_h + C_f < V < M^* + X_h + C_f + B^*$

→ モーゲージ、事業向け融資のデフォルト臨界点を  $W^{**} = W^* - V + M^* + X_h$  とおくと、 $W \geq W^{**}$  の場合は2つのローンとも完済されるが、 $X_p \leq W < W^{**}$  の場合には、破産手続きがなされるために、事業者向けについては  $W - X_p$  が回収額となる。

【領域3】  $V > M^* + X_h + C_f + B^*$

→ 2つのローンとも完済される。

ここから、貸し手にとっての期待収益は、

$$ER = \int_{C_f}^{M^* + X_h + C_f} \left[ \int_{X_p}^{W^*} (W - X_p) f(W) dW + \int_{W^*}^{\infty} B^* f(W) dW \right] g(V) dV$$

$$+ \int_{M^* + X_h + C_f}^{M^* + X_h + C_f + B^*} \left[ \int_0^{W^{**}} (V - C_f - M^* - X_h) f(W) dW \right. \\ \left. + \int_{X_p}^{W^{**}} (W - X_p) f(W) dW + \int_{W^{**}}^{\infty} B^* f(W) dW \right] g(V) dV$$

$$+ \int_{M^* + X_h + C_f + B^*}^{\infty} [B^*] g(V) dV$$

と表すことができる。

従って、 $X_p$ 、 $X_h$  の金利、信用割当の影響は、ERの偏微分として求めることができる。それは  $\partial ER / \partial X_p < 0$ 、 $\partial ER / \partial X_h < 0$  となり、免責範囲の拡大に伴って期待収益が低下することから、現状の期待収益を維持するためには金利上昇が必要であることが容易に理解できる。しかし、金利上昇が情報の非対称性のために逆選択をもたらすとすれば、ある時点から信用割当によって対応するしかなくなるであろう。

つまり、免責範囲が大きくなるほど経営者は法的手続きに入ろうとするインセンティブを持つのに対して、貸し手は金利上昇で対抗するから、破産申請をしなければ経営者のネットの資産は低下を余儀なくされる。金利上昇による資産低下を破産申請によって回避しようとする、貸し手の期待収益はさらに低下するので信用割当を悪化させるという悪循環に陥ってしまうのである。

Scott and Smith (1986) は1978年連邦倒産法改

正に着目して、法律施行後、1980年代前半の中小企業の資金調達環境を分析している。その結果、法律施行後に金利の上昇、融資の拒絶が顕著になったとして、フレッシュ・スタートの導入が貸し手の融資行動に負の影響を与えた可能性を示唆している。

Berkowitz and White (2004) は、1993NSSBF (National Survey of Small Business Finance) によって免責範囲、破産申請の経験の有無が金利と融資申込みの可否にどのような影響を与えるかを分析している。その結果、金利については有意な結果は得られなかったものの、無制限な免責を認めている州ほど法人、非法人を問わず拒絶される比率が高く、また、過去に破産申請を行なった経験のある経営者はそうでない経営者に比較して拒絶率が3倍も高いことを明らかにしている<sup>16</sup>。これは、貸し手が免責範囲の拡大に対して、金利上昇よりも信用割当を選択する傾向にあることを示唆しているといえるであろう。

さらに、Persad (2004) は、同じアメリカのデータを用いて、免責範囲の大きい州ほど保証付融資のデフォルト率が高いことを示し、逆選択への対応としての信用割当問題を指摘している。

## ② 個人破産法の創業に与える影響

個人破産法は中小企業に対する信用割当を悪化させる可能性がある一方で、それを債務者に対する保険として捉えれば更生を容易にするという意味で創業インセンティブにプラスの効果をもたらすものと思われる。これは個人破産法における入り口と出口のトレード・オフ問題である。

免責の創業に与える理論的な影響経路は Fan and White (2003) によって説明されている。

基本的なモデル構成は①と同様であるが、潜在的な創業者の効用関数を導入することで免責の影響を分析することができる。

創業時の投資額  $I$ 、資産  $W$ 、借入額  $B$  (返済額  $B$

$(1+r)$ 、 $r$  は借入金利)、2期目に得られる利益  $R$  とすると2期時点での資産  $W^*$  は  $W - I + B + R$  (但し、変動を考慮の場合  $f(W^*)$ ) となる。破産手続きに伴うコストを  $C$ 、差押除外財産  $X$ 、申請によって債務  $(B(1+r))$  は免除されると仮定すると、破産申請するか否かを定める臨界点は、 $W^* = X + B(1+r)$  である。 $X + B(1+r) = W^{**}$  とおくと、 $W^* > W^{**}$  のとき破産を回避して返済を選択するが、 $W^* < W^{**}$  の領域では破産を選択してしまう。返済後のネットの資産は、 $W^* > W^{**}$  領域では  $W^* - B(1+r)$ 、 $W^* < W^{**}$  領域では、 $W^* \leq X + C$  のとき  $W^* - C$ 、 $X + C < W^* \leq W^{**}$  のとき  $X$  となる。

この結果、貸し手 (リスク中立) の損益分岐点は、破産申請した場合に得られる期待収益と破産申請しなかった場合に得られる期待収益の合計が資金コストに等しくなるところで決まるであろう。

$$\int_{X+C}^{W^{**}} (W^* - X - C) f(W^*) dW^* + \int_{W^*}^{\infty} B(1+r) f(W^*) dW^* = B(1+r) \dots \dots \dots (1)$$

一方、潜在的な創業者が創業を決定するか否かは、創業した場合の効用と創業しなかった場合の効用の比較によって決まる。前述した返済後のネットの資産から得られる期待効用の合計が、他の仕事に就いた場合に得られる期待効用を上回る領域において創業は選択される。

$$\int_{-\infty}^{X+C} U(W^* - C) f(W^*) dW^* + \int_{X+C}^{W^{**}} U(X) f(W^*) dW^* + \int_{W^*}^{\infty} U(W^* - B(1+r)) f(W^*) dW^* \geq U(w) \quad (2)$$

(1)において  $dr/dX$  を算出したうえで、(2)において  $dEU/dX$  (但し、 $EU$  は創業した場合の期待効用で(2)の左辺) を算出すると、

$$dEU/dX = U'(X) \int_{X+C}^{W^{**}} f(W^*) dW^* - \int_{W^*}^{\infty} U'(W^* - B(1+r)) f(W^*) dW^* \cdot \Theta \dots \dots \dots (3)$$

16 アメリカの場合、破産すると民間の調査会社によるクレジットリストに10年間、その旨が記載される。

$$\text{但し、}\Theta = \frac{\int_{W^*}^{W^{**}} f(W^*)dW + Cf(W^{**})}{\int_{W^*}^{\infty} f(W^*)dW - Cf(W^{**})} \text{である。}$$

この式の意味するところは、Xの創業インセンティブ効果はrとCに依存して決まるということである。例えば、rが固定( $dr/dX=0$ )されていれば、 $dEU/dX$ は(3)式の左辺第一項のみに影響を受けることから、Xが大きいほど創業インセンティブは高くなる。ところが $C>0$ 、rが外生的であり、リスクに対応して提示されるような状況下では、 $dEU/dX<0$ となる領域が存在しているためにXの拡大は必ずしも創業インセンティブを高めない。つまり(1)式から分かるように、貸し手はXの拡大に伴って金利を上昇させるか領域によっては逆選択の回避を目的として信用割当を選択するので、Cが高いとXの拡大に伴って潜在的な創業者の効用はむしろ低下してしまう。この場合、潜在的な創業者がリスク回避的であると仮定すると、創業のためにはXが制限されている州への移転を希望するであろう。

Fan and White (2003)は、SIPP (the Survey of Income and Program Participation)の世帯パネルデータを用いて免責範囲の違いが自営業率にどのような影響を与えるかを分析している。その結果、持ち家世帯、借家世帯を問わず免責範囲の高いあるいは無制限な州はそうでない州と比較して自営業率(持ち家世帯では35%、借家世帯では29%以上)が高いことを明らかにしている。

Armour and Cumming (2005)は、15ヶ国<sup>17</sup>における自営業データを用いて、破産申請から免責が認められるまでの期間の長さ<sup>18</sup> (the time to discharge in bankruptcy)と自営業率との関係进行分析している。その結果、他の条件が同じならば、免責に寛容な(期間が短い)国ほど自営業率が高く、

その役割はGDP成長率や株価のようなマクロ経済要因よりも重要であるとしている。

フレッシュ・スタートの問題点についてはLivshits et al. (2003)がアメリカとドイツの比較によって分析している。その結果、フレッシュ・スタートを導入しているアメリカの方が、部分的な導入に止まっているドイツに比較して所得以外の外生ショックに対して脆弱であることを実証している。これは創業インセンティブに対する評価を目的にした研究ではないが、フレッシュ・スタートにおける保険機能と、それに対応した貸し手側による金利上昇というトレード・オフ問題に着目して、長期的にみると後者によるコスト高が生活改善を困難にしている点を指摘した研究である。

### 3 おわりに

わが国においても2000年4月1日の民事再生法の施行から始まって私的整理に関するガイドライン、新会社更生法、2005年1月に施行された新破産法に至るまで欧米主要国の改正にやや遅れながらも着実に法制度の見直しが進展している。改正の主たる目的は、事業再生の促進、手続の迅速化、合理化および手続の公正さ、実効性の確保などであり、アメリカに倣って「債権者よりの制度」と「債務者よりの制度」の融合が指向されている。Bank Based SystemからMarket Based Systemへの移行が先進国における潮流だとすれば、一連の倒産法改正もそうした変化と無関係ではない。しかし、問題となるのは債権者と債務者の双方にとっての最適倒産法とは何かである。Market Based Systemへのシフトが避けられないものだとしても、Bank Based Systemのなかで構築されてきた様々な取引関係が直ぐに解消されるわけではない。システム変化が既

17 オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、イギリス、アメリカ。分析期間は1990から2002年。

18 アメリカは破産認定と同時、イギリスは1年(2005年改正の前は3年)、ドイツは6年(2001年に改正、1999年改正では7年、それ以前には免責なし)、オランダは3年、スペイン、イタリアは免責なし。

存システムと経路依存的だとすると、新しいシステムへの移行はそうした取引関係の慣性に制約されながら漸進的にしか進展しないものと思われる。従って、金融制度との補完関係という視点から倒産法の改正が整合的であるか否かは最適性という側面から重要な意味を持つであろう。とりわけ過渡的な状況では実態との不整合が不効率の結果をもたらす可能性が高いことから、新しいシステムの着地点が定まらない限りは倒産法の最適解も一意的には決まらない。本論のなかでサーベイした研究論文の教えるところは、倒産処理手続の各段階において直面するトレード・オフ問題であり、債権者・債務者にとっての複数均衡の存在である。つまり、倒産法の指導理念が「平等と衡平」だとしても、金融の取引関係(情報構造)やガバナンス構造が異なれば、最適倒産法の内容も異なるということに他ならない。この点を踏まえると、システム転換期のような不確実性の高い状況あるいは Market Based System と

Bank Based System が混在するような状況下では、制定法レベルでの対応はますます困難になるように思われる。Schwartz (2004) が指摘するように、当事者間の事前合意に基づいて適宜、最適解を模索していくような状態依存型(メニュー制)の倒産処理手続が望ましいといえるかもしれない。また、それは私的整理(ワークアウト)の法制化という論点と無関係ではないであろう。中小企業金融との関連からも私的整理によって当事者間で模索された倒産処理手続をどう法的整理と連続させるのかは最も重要な課題といえる。

いずれにしても倒産法はそれ単独で議論されるべきものではなく、金融制度、コーポレートガバナンスなどのあり方と補完的に検討されなければならない。そのためにも倒産法と企業金融の理論・実証研究は不可欠であり、とりわけ私的整理の実態解明とその企業金融に与える影響についてのさらなる研究蓄積が求められる。

## 参考：主要国の倒産処理手続の概要

### 【企業倒産法】

イギリス
<p>(1) 根拠法 倒産法 (Insolvency Act)、企業法 (Enterprise Act) に基づく。 * 倒産手続一般を指すものとして、Insolvency が用いられ、個人向けの清算手続として Bankruptcy が用いられる。</p> <p>(2) 倒産処理手続 ☆ 法的整理の開始原因：支払不能または支払不能になる「おそれ」のある場合</p> <p>【再建型】</p> <p>① 会社管理手続 (Administration) 支払不能状態、あるいは、そのような状態になる可能性のある会社を救済する手続であり、裁判所の命令下、会社の業務・資産の管理、更生計画の実行権限を有する管理人(倒産実務家)によって運営される。管理人はゴーイング・コンサーンとしての企業の維持存続に努めるとともに、債権者の利益を最大限尊重し、再建不可能な場合であっても配当の極大化を優先しなければならない。管理人が広範な権限を行使できることから、債権者には管理人に対して異議申立てできる幅広い権限が付与されている。 2002年改正法では、裁判所への申立てを必要としない手続が認められている。</p> <p>② 会社任意整理手続 (Company Voluntary Arrangement) 支払不能状態にある会社が、裁判所の許可なしで債権者との和解等によって任意に更生計画や債権者に対する分配を行なう。少数の反対債権者を拘束することで、再建を行なう。</p> <p>③ 債務整理計画 (Scheme of Arrangement) ②と基本的に同様であるが、裁判所の承認を必要とする。</p> <p>【清算型】</p> <p>④ リキデーション (Liquidation) 裁判所による強制清算、会社(株主)による任意清算、債権者による任意清算がある。</p> <p>⑤ レシーバーシップ (Administrative Receivership) 会社が支払不能状態にある場合、担保権を有する債権者が用いる契約的な手続である。裁判所の関与は不要であり、任命された管理レシーバーによって債権者の利益を最大化するように担保の現金化が行なわれる。2004年改正によって実行可能性が限定されている。</p>

<p>(3) 債権者保護（分配優先順位）</p> <p>第1順位：固定担保権者が受領する特定財産からの配当                  第2順位：手続管理費用（専門家報酬等）                  第3順位：優先債権者（貸金債権等）への支払い                  第4順位：浮動担保権者が受領する担保権実行からの配当                  第5順位：無担保権者への支払い                  第6順位：残余価値の株主への配当</p> <p>*イギリスの一般的な融資では、建物や固定設備について固定担保（fixed charge）を設定させると同時に会社の絶えず変動する現在および将来の全財産（商品、在庫品、売掛金）について浮動担保（floating charge）を設定する。</p> <p>(4) 自動的停止（Automatic stay）                  会社管理手続においては自動的に一時停止が発効する。</p> <p>(5) 事業再生ファイナンス（Super-priority financing）                  ない（金融機関から再建中に融資が実行されても、優先権は得られない）</p> <p>(6) 改革の変遷                  これまでの債権者よりの法制度は、2002年の企業法改正、2004年倒産法改正によって債務者再生を重視する方向へと変わりつつある。（管理レシーバーの選任は2003年9月15日以前に会社財産の全てまたは大半に対する浮動担保を有していた債権者のみに制限された）</p>
--

ドイツ
<p>(1) 根拠法                  倒産法（Insolvenzordnung）</p> <p>(2) 倒産処理手続                  ☆倒産開始原因：現にまたは予測される支払停止または明らかに支払不能の企業                  破産法と和議法を統合し窓口を一本化し、①ないし例外的に②によって再建、清算、譲渡による更生にいずれかの方向性を模索する。①か②の判断は裁判所が行なう。ドイツの特徴として債権者委員会が担保権を有する債権者、上位債権者のみで構成され、無担保債権者には投票権も与えられていない点がある。</p> <p>①管財型手続                  選任された管財人が手続遂行の中心となる。</p> <p>②債務者自己管理手続                  監視人（管財人の規定に準ずる）の監視を受けるものの、倒産債務者自らが倒産処理手続を進める。自己管理が認められるためには、形式要件（債権者の同意）と実質要件（手続の遅延、債権者への不利益を生じさせない）と期待させるものを満たすことが必要である。資産は形式的には倒産財団に入れられる。</p> <p>(3) 債権者保護（分配優先順位）                  94年改正（99年施行）によって一切の優先債権が廃止され、貸金債権も一般の倒産債権として扱われる。</p> <p>(4) 自動的停止（Automatic stay）                  再建の場合には、最大3ヶ月まで認められる。</p> <p>(5) 事業再生ファイナンス（Super-priority financing）                  既存債権者の同意によって再生融資に優先権が与えられる。</p> <p>(6) 改革の変遷                  94年改正（99年施行）によって倒産原因として「支払不能の恐れ」が追加、債務者自己管理手続の導入など債務者の再建の可能性を追求することが重視されるようになってきている。但し、債務者自己管理手続の目的は経営権の温存ではなく、債務者の能力を有効活用し管財人選任のコストを節約することで債権者の利益を保護することにある。</p>

アメリカ
<p>(1) 根拠法                  連邦倒産法</p> <p>(2) 倒産処理手続                  ☆倒産開始原因：債務者または債権者の理由のある誠実な申立て                  1978年改正までは会社更生、和議、不動産和議に区分されていたが、現状ではチャプター11に統一されている。チャプター11が基本となるが、清算のみを目的とする場合にはチャプター7によることが多い。</p> <p>【再建型】</p> <p>①チャプター11                  事業再生のための制度であり、再建の場合には更生管財人を置かないことを原則とし、債務者がそのまま権限（Debtor in possession）を有する。この枠組のなかで清算（譲渡による更生も含む）も選択できる。手続の進行状況等のモニタリングは7大無担保債権者から構成される債権者委員会が行なう。                  簡易版として、裁判所の審査を事後的に行なうプレパッケージ型チャプター11、チャプター11申立前に、主要債権者等に対して計画案の同意を求めるが、それ以降の勧誘手続等は手続開始後に履行するプレニゴーシエイト型チャプター11がある。</p> <p>【清算型】</p> <p>②チャプター7                  清算のための手続であり、申立ての対象が会社であれば、その財産を清算し、債権者への分配を行なうために管財人が選任され、既存経営者は退陣する。</p>

- (3) 債権者保護 (分配優先順位)  
第1順位: 担保付債権  
第2順位: 優先債権  
第3順位: 優先的無担保債権 (貸金債権、租税債権など)  
第4順位: 劣後債権
- ☆再建計画において「絶対優先順位 (Absolute priority rule)」を遵守するためには、裁判所が一部の債権者の反対を押し切って再建計画を認可するというクラムダウン (Cram down) を行なうことが必要。  
\*APR: 先順位の者が100%弁済を受けられないと後順位の者は弁済を受けられない。
- (4) 自動的停止 (Automatic stay)  
チャプター11: 申立と同時に担保執行さえ差し止める自動的停止が発効される。  
チャプター7: ない
- (5) 事業再生ファイナンス (Super-priority financing)  
チャプター11: 連邦倒産法364条の規定に基づく貸出として DIP ファイナンスがある。
- 【借入方法】**  
(a) 通常業務内の無担保借入  
(b) 通常業務外の無担保借入  
(c) 最優先弁済性 (Super-priority)  
DIP ファイナンスを他のすべての共益債権に優先して弁済させる。実務上は、手続管理費用を最優先で弁済させる条項が織り込まれる。(Carve-out)  
(d) 既存担保権への優先 (Priming lien)  
DIP ファイナンスを既存担保者よりも優先させる。しかし、既存担保者に対する適切な保護があると証明されたときのみ利用可能。
- ☆新規融資の条件として、事後取得財産を新規融資だけではなく旧債の担保とすることを内容とする「相互乗入れ (cross collateralization)」も認められている。  
チャプター7: ない
- (6) 改革の変遷  
アメリカでは、1978年に新破産法が改正され、これまでの公平衡平の原則に基づく「絶対的優先順位 (Absolute priority rule)」が後退し、利害関係人が承諾すれば裁判所は再建計画を認可するようになった。

## フランス

- (1) 根拠法  
フランス商法典
- (2) 倒産処理手続  
☆法的整理の開始原因: 支払停止または支払停止を生じる「おそれ」がある場合
- 【破産手続】**  
①裁判上の更正手続 (Redressement Judiciaire)  
②裁判上の清算手続 (Liquidation Judiciaire)
- 【予防手続】**  
③特別管理人による手続 (Mandat ad hoc)  
裁判所の関与はなく、特別管理人が債務者と主要債権者の調停役としての役割を果たす。特別管理人には反対債権者を事業再生の条件によって一方的に拘束するなどの権限はない。  
④調停手続 (Règlement amiable, Conciliation)  
裁判所が調停者を任命することで開始する。  
⑤保護手続 (Sauvegarde)  
裁判所が計画を認可することで、少数の反対債権者を拘束できる。
- (3) 債権者保護 (分配優先順位)  
2005年改正によっても依然として担保債権者に別除権は認められていない。  
第1順位: 貸金債権  
第2順位: 一般債権  
第3順位: 不動産担保付債権  
第4順位: その他特別な動産担保付債権
- ☆1994年改正によって、清算手続において、一般債権は貸金債権、不動産担保債権、動産担保債権に劣後する。
- (4) 自動的停止 (Automatic stay)  
清算手続では無制限に認められているが、特別管理人による手続は、債権者の法的措置に対する自動的停止を含むものではない。
- (5) 事業再生ファイナンス (Super-priority financing)  
2005年改正によって調停合意書に基づいて融資を実行した場合、債務者企業の他の債権者に対して優先権を主張できるようになっている。(但し、その融資は DIP ファイナンスよりは EXIT ファイナンスとしての性格が強い)
- (6) 改革の変遷  
フランス法の特徴の一つは、一般的に労働者の権利を保護することを大きな目的としているために債権者への配当の最大化という目的は劣後する傾向にあった。しかし、1986年改正、2005年改正によって債権者の権利回復が見直されるようになってきている。



【個人破産法】

イギリス
<p>【1986年倒産法】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○破産から3年経過後に自動的に免責される。これは破産に関する犯罪の有無に関係なく免責を与える制度である。</li> <li>○債務額が20,000ポンド以下の場合で裁判所が簡易手続を採用した場合、免責期間は2年。</li> <li>○差押除外財産の範囲を拡大。</li> </ul> <p>【2002年会社法】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○免責決定を3年経過後から12ヶ月以内に変更。</li> <li>○不誠実な破産者（管財官に対する協力義務を怠った破産者、自らが支払い不能であることを知りながら取引を行なった者など）に対して、裁判所の命令により、2年から15年の期間、従前の破産宣告に伴う資格制限に該当する制限を継続する破産を採用する。（Bankruptcy restrictions orders）</li> <li>○破産宣告後に債権者への支払いを供することのできる余剰収入を有する破産者は、これを債務の弁済に提供する。（Income payments orders）</li> </ul>
アメリカ
<p>【1978年、84年、94年連邦倒産法】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○フレッシュスタートに至るために以下の2つの手段がある。             <ul style="list-style-type: none"> <li>①チャプター7：清算手続                 <ul style="list-style-type: none"> <li>・債務者が差押除外財産を除く全財産を提供・清算し、債権者に配当することをもって、債務を免責する制度。4ヶ月程度という短期間でフレッシュスタートできる。</li> <li>・差押除外財産には連邦統一基準と州基準があり、どちらを適用するか選択できる。但し、州に対して、連邦統一基準の適用除外を認めている。</li> <li>＊94年改正で、差押除外財産の額は倍増し、夫婦による共同破産申立ての場合には、さらに金額は倍増される。</li> </ul> </li> <li>②チャプター13：返済計画手続                 <ul style="list-style-type: none"> <li>・財産を没収されない代わりに、申請者が提出する返済計画案に従って、可処分所得（定期収入のうち生活維持に必要な費用を除いた部分）を返済に充てる。</li> <li>・返済計画案には債務の減免および猶予が含まれており、返済期間は通常3年程度である。</li> <li>＊返済計画内容、可処分所得の統一的な定義はない。（裁判所の判断に委ねられる）</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>【破産濫用防止・消費者保護法（Bankruptcy abuse prevention and consumer protection act of 2005）】</li> <li>○チャプター7の濫用防止を目的として「弁済資力テスト（means test）」を制度化し、債務者の定期収入から法が認める範囲での生活費や優先権のある債権への弁済等を控除し、その額が一定額を超えている場合にはチャプター7の申立てはできない。</li> <li>○個人破産の申立てを行なう場合には、申立180日以内に、非営利のクレジットカウンセリング機関からの説明を受けなければならない。</li> <li>○自動的停止の制限。</li> <li>○申立て直前の転居の制限。</li> <li>○一旦免債を受けた後、再度免債をうけることができるまでの期間の延長。</li> <li>○非免債権の範囲の拡大。</li> </ul>

参考文献

- 池尾和人・瀬下博之（1998）、「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、第8章、pp.253-277
- 木川裕一郎（1999）、『ドイツ倒産法研究序説』成文堂
- 木下信行（2005）、『銀行の機能と法制度の研究』東洋経済新報社
- 小梁吉章（2005）、『フランス倒産法』信山社
- 事業再生研究機構編（2004）、『事業再生ファイナンス』商事法務
- 穴戸善一・常木淳（2004）、『法と経済学』有斐閣
- 清水克俊・堀内昭義（2003）、『インセンティブの経済学』有斐閣
- 宗田親彦編（2000）、『倒産法』法学書院
- 瀬下博之・山崎福寿（2004）、「「追い貸し」と「貸し渋り」—優先権侵害の経済学—」CIRJE ディスカッションペーパー、CJ-103、2月
- 高木新二郎（2006）、『事業再生』岩波書店
- 内閣府産業再生機構担当室（2005）、『各国の事業再生関連手続について』委嘱調査報告書、12月
- 中島弘雅・田頭章一（2003）、『英米倒産法』弘文堂

- 森田修 (2005)、『アメリカ倒産担保法』 商事法務
- 柳川範之 (2000)、『契約と組織の経済学』 東洋経済新報社
- ・広瀬純夫・秋吉史夫 (2005)、「倒産処理法制の機能と企業金融上の諸問題に関する再検討」 CIRJE ディスカッションペーパー、CJ-132、6月
- Araten, M., Jacobs, M., and P. Varshney (2004), “Measuring LGD on Commercial Loans: An 18-Year Internal Study,” *Working Paper, JP Morgan Chase*
- Armour, J., and D. Cumming (2005), “Bankruptcy Law and Entrepreneurship,” *American Law & Economics Association Annual Meetings*
- Bebchuk, L. (2002), “Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy,” *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 445-460
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and R. Levine (2003), “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?,” *Journal of Comparative Economics* 31, pp.653-675
- , —, and — (2004) “Law and Firms’ Access to Finance,” *World Bank Policy Research Working Paper* 3194, January
- Berkowitz, J., and R. Hynes (1999), “Bankruptcy Exemptions and the Market for Mortgage Loans,” *Journal of Law and Economics*, No. 42, pp.908-830
- , and M. White (2004), “Bankruptcy and Small Firm’s Access to Credit,” *Rand Journal of Economics*, No.35, pp.69-84
- Biais, B., and T. Mariotti (2003), “Credit, Wages and Bankruptcy Laws,” *CEPR Discussion Paper*, No. 3996
- Brunner, A. and P. Krahen (2002), “Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring,” *CFS Working Paper*, No.2001/04
- Chomsisengphet, S., and R. Elul (2005), “Bankruptcy Exemptions, Credit History, and the Mortgage Market,” *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, No. 04-14
- Davydenko, S., and J. Franks (2004), “Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the UK,” Working Paper, London Business School,
- Demirgüç-Kunt, A., and V. Maksimovic (1998), “Law, Finance and Firm Growth,” *Journal of Finance* 53, pp.2107-2137
- Eberhart, A., and W. Senbet (1993), “Absolute Priority Rule Violations and Risk Incentives for Financially Distressed Firms,” *Financial Management* 22, pp.101-116
- European Commission (2003), *Best Project on Restructuring, Bankruptcy and a Fresh Start*, Enterprise Directorate General, September
- Fan, W., and M. White (2003), “Personal Bankruptcy and the Level of Entrepreneurial Activity,” *Journal of Law and Economics*, vol. XLVI, pp.543-568
- Franks, J., and O. Sussman (2005), “Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies,” *Review of Finance*, Vol.9:1, pp.65-96
- Gropp, J., Scholz, K., and M. White (1997), “Personal Bankruptcy and Credit Supply and Demand,” *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp.217-252
- Hart, O., and J. Moore (1998), “Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt,” *Quarterly Journal of Economics* 113(1), pp.1-41
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, and A., Vishny (1997), “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance* 52, pp.1131-1150
- , —, —, and — (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy* 106, pp.113-1155
- Lin, Y., and M. White (2001), “Bankruptcy and the Market for Mortgage and Home Improvement Loans,” *Journal of Urban Economics*, No.50, pp.138-162
- Livshits, I., Macgee, J., and M. Tertilt (2003), “Consumer Bankruptcy: A Fresh Start,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper* 617, January

- Longhofer, S (1997), "Absolute Priority Rule Violations, Credit Rationing, and Efficiency," *Journal of Financial Intermediation*, Volume 6, Issue 3, July, pp.249-267
- Persad, S (2004), "Bankruptcy Exemptions and Small Business Credit Re-examined: Using Loan Guarantees to Isolate Borrower Moral Hazard Behavior," *working paper, Columbia University*
- Rajan, R (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-Length Debt," *Journal of Finance* 47(4), pp.1367-1400
- Scott, A, and T. Smith (1986), "The Effect of the Bankruptcy Reform Act of 1978 on Small Business Loan Pricing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, pp.119-140
- Schwartz, A (2004), "A Normative Theory of Business Bankruptcy," *American Law & Economics Association Annual Meetings*
- White, M (1996), "The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.— European Comparison," in *Corporate Bankruptcy: Economic and Regal Perspectives*, Bhandari, J, and L. Wisse, eds. Cambridge University Press, Cambridge, UK
- (2005), "Bankruptcy Law," in *The Handbook of Law and Economics*,