

中小企業の金融取引における企業経営悪化への対応

慶應義塾大学大学院商学研究科博士課程

岩崎 絵美

慶應義塾大学大学院商学研究科教授

(中小企業金融公庫総合研究所研究顧問)

鞍谷 雅敏

要 旨

中小企業の金融取引に関しては、創業期や経営安定期における資金調達の問題が取り上げられることが多い。これに対して本稿は、中小企業の経営が悪化した際の金融取引における対応に焦点を当てる。

平均的に言うと、経営悪化が生じた際、大企業の場合よりも中小企業のほうに、資金の借り手と貸し手の双方を含む当事者の対応に過度の後れが生じているのではないだろうか。そしてそのことが、そもそもの金融取引にはね返り、大企業の場合に比べて、中小企業に対する資金供給に円滑でない面を生じさせていないだろうか。

このような問題意識を踏まえ、中小企業の金融取引について、企業経営悪化への早期対応が図られていない現状をデータで裏づけるとともに、なぜ当事者の対応が後れるのかを分析する。

実証部分では、倒産企業の資本金規模と負債規模、倒産の形態、資金回収率等のデータから、当事者の対応の現状を吟味した。

早期対応を難しくしている要因の分析部分では、高いビジネス・リスク、少ない担保資産、小さい取引規模等、中小企業の金融取引の性格に由来する要因に着目するほか、日本の金融資本市場や金融インフラの高度化が未だ不十分であることに由来する要因を重視する。具体的には、財務諸表の信頼性、プライベート・エクイティ・ファンドの発達度、資金プーリングによるリスク分散度、民事再生法の内容、契約上の工夫といった側面を検討した。

はじめに

1990年代は、日本経済立直しのための条件整備が求められた時期である。そのための政策の一環として金融システムの安定化が不可欠な課題とされ、銀行不良債権の早期処理が重視された。これにともない1998年頃には、不良債権処理は銀行にとって最重要の経営課題となり、住専向け債権の処理が行われた1995年や、自己査定結果に基づく償却・引当が開始された1997年を上回る、過去最大の償却・引当等が行われた。

この頃から、銀行はその償却において、数十社、数百社分の多額の不良債権を一括して売却（バルクセール）するようになった。そして、その購入者は、既に日本に進出していた大手外資系金融機関のほか、新たに進出してきた投資ファンド主体の外資系金融機関であった。外資は、日本版金融ビックバンによる金融自由化の進展や“企業破綻”の増加という状況の中に投資機会があると見て、“デット”と“エクイティ”の2つのルートから日本市場に参入してきた。

デット関連では、不良債権に関わる担保資産につ

いて簿価を大幅に下回る時価で取引したり、担保資産見合いの証券化を行って魅力的な投資対象を作り上げる等のビジネスが行われるようになった。またエクイティ関連では、株式評価の裏づけとなる企業の価値を向上させ、株価上昇により売却益を得ることを目的とする投資ファンドの活動が活発化した。その例として、企業買収専門ファンドのリップルウッドが挙げられよう。リップルウッドは、1999年に新生銀行（旧・日本長期信用銀行）を買収した。

このように、企業の破綻に関連する金融取引が拡大したことは、1990年代後半の日本の金融資本市場が示した特色の1つとなった。日本経済がバブル崩壊後の混乱期という歴史的局面にあったことは、その1つの背景となったと考えられる。

しかし、そうした要素が時とともに縮小しても、企業破綻という問題が金融取引に大きな影響を与える状況は続くであろう。すなわち、テクノロジーの進歩が続き、グローバル化が進展し、消費者の嗜好が移ろいやすくなっている今日、ある企業から他の企業への、ある産業から他の産業への、資源の再配分は継続的に起きる。さらにまた、人口の減少や各地域の盛衰にともなう資源再配分の必要性も生じる。これらを背景として、企業の破綻という問題は絶えず発生するであろうと予想される。

このことを金融取引という次元で考えると、資金の取り手としての企業がどのようなものであれ、その業績には不確実性がともない、様々な理由で負債の支払いができなくなる状況は起こりうる。もし経営が上手くいかなかった企業に何の価値もないのならば、市場から速やかに“退出”することが資源の再配分に資する。他方、企業が有形であれ無形であれ特別な資源や技術を持つとか、才能ある経営者を有するとかの場合は、企業戦略の見直しを行って“企業再生”していくことは、新たな利益を生む可能性があり、資源の効率的配分に役立ちうる。

これらの点は、大企業についても、また中小企業

についても言える。特に中小企業に関しては、近年、企業再生ということが政策的に重視され、その目的に沿って各都道府県に中小企業再生支援協議会が設立され、再生計画策定支援が行なわれるようになっている。

このような政策志向が生まれた理由は何であろうか。当初は、銀行の不良債権の早期処理が急がれる下で貸倒りが生まれる可能性があり、そのために、本来は価値を十分生み出している中小企業であっても、不必要な経営悪化に陥る企業が出てくるという認識があったのではないかと考えられる。

しかし、そうした事情が緊急性を薄めても、中小企業再生計画支援活動が引き続き行われて一定の評価を得ている背景には、より基本的な問題が存在していよう。すなわち、日本の“金融資本市場と金融インフラ”の現状から見て、平均的に言うと、企業の経営悪化が生じた際、大企業の場合よりも中小企業のほうに、資金の借り手と貸し手の双方を含む当事者の対応が過度に後れがちになるという問題があるのではないだろうか。そしてそのことが、そもそもの金融取引にはね返り、大企業の場合に比べて、中小企業に対する資金供給に円滑でない面を生じさせているのではないだろうか。逆に言えば、中小企業が再生しやすい環境を整備することは、中小企業金融の円滑化に資する効果も大きいのではないかと考えられる。

中小企業の再生を重視する別の理由として、例えば、雇用機会の確保、技能訓練の場の維持、起業家精神の強化、価値ある有形・無形資産の社会的活用、過疎化等における行き過ぎた地域荒廃の食止め等も考えられ、そうした点のほうが実際の政策志向を規定する要素として重要であるのかもしれない。しかし本稿では、そうした側面には立ち入らず、金融資本市場と金融インフラとの関係に焦点を当てたい。

以下では、中小企業の金融取引において、企業経

営悪化への早期対応が図られていない現状をデータで裏づけるとともに、なぜ対応が後れるのかを分析したい。

そこでまず、この問題のもつ多面的な側面を広い視野から位置づけるための枠組みとして、次の第1章で、金融取引における資金プーリングの果たす役割”を整理する。そのうえで第2章において、金融仲介機関と証券市場”、金融取引の時間軸”、デットとエクイティ”という視点を導入する。そして第3章で、中小企業の金融取引の性格、および企業経営悪化への対応の後れの実情と要因”を議論したのち、第4章において、金融資本市場や金融インフラの現状に由来する問題”を検討する。

1 金融取引における資金プーリングの果たす役割—モニタリング等およびリスク分散との関わり

規模のきわめて小さい企業はともかくとして、大方の企業による外部資金調達額は、通常、一人の投資家で提供できるような額ではない。しかし投資家が共同でプロジェクトに投資するには、投資家の資金を集めて、企業に資金を供給しなければならない。この“資金プーリング”が行われなければ、現代の企業の多くは、いまの規模では経営できないであろう。

プーリングの役割を担っている1つの典型的な存在は、銀行等の“金融仲介機関”である。すなわち金融仲介機関は、多くの預金者等からの資金をプールすることによって、大きな金額規模の貸付を行っている¹。

(1) モニタリング等

このプーリングのもつ役割を考えて見よう。1つ

の役割は、金融仲介機関が存在せず、個人投資家が唯一の貸し手であると想定して見ると分かりやすい。その場合、個人は投資を始める当初の段階で、資金を借りたいとする諸企業について情報を収集して経営内容の分析をし、どれが貸付相手として適切かという、企業の“スクリーニング”を行わなければならない。

投資を始めたのちも、投資家は企業を一貫して“モニタリング”しなければならない。投資家はタイムリーな情報を集め、処理し、解釈しなければならないので、モニタリングには時間や労力、そしてスキルが必要となる。モニタリング活動の中には、投資の規模の大小に限らず行わなければならないものもある。またモニタリングの過程で収集した情報は、他企業への投資を含め広く投資を行ううえで利用可能なものも多い。一例として、投資先企業の属する産業の動向についての情報が挙げられよう。

企業の経営戦略等についても、個人投資家はできれば適切な“アドバイス”をして企業価値をいっそう高めたいと思うであろうが、それには専門的な知識をもっていなければならない、また実際の企業活動を絶えず正確に把握することも必要になる。

そして、万一状況が悪化して企業が破綻した場合には、個人は、資金回収”のために時間やコストを費やす必要に迫られる。

このようなスクリーニング、モニタリング、アドバイス、資金回収などの活動を総称して（個別に取り上げる必要がある場合を除き）、本稿では“モニタリング等”と呼ぶこととする。モニタリング等の主たる役割は、金融取引において発生することの多い“逆選択”や“モラルハザード”を抑制することであり²、貸し手としての不可欠な活動である。しかしモニタリング等の活動は専門性を必要とし、か

1 プーリングについての専門的で分かりやすい文献として、Merton 等 [1995]。

2 資金の借り手についての情報が十分でないために貸し手が高い金利を提示すると、債務不履行の可能性の低い借り手が少なくなり、債務不履行の可能性の高い借り手が多くなってしまうようなことを逆選択と言う。また、貸し手が資金を貸し付けたのちに、貸し手が借り手の行動に関する情報を十分に持てない中で、借り手が貸し手の利益に反するような行動をとるようなことをモラルハザードと言う。

つ、様々なコストを要する。他方、前述のように、モニタリング等にかかる労力やコストには“規模の経済”が働きうるのである。このため金融仲介機関は多くの個人からの資金をプールすることで、各個人に代わり、多くの専門家を活用しながら深度のあるモニタリング等を行うことができる。この役割を通じて、投資額1単位当たりのモニタリング等のコストを大幅に削減しうる。

しかし資金プーリングが行われても、投資家によるモニタリング等が不要となるわけでない。個人投資家には、多くの企業についてのモニタリング等を行う必要はもはやなくなるが、プーリングを行う金融仲介機関をよく監視する必要がある。

(2) リスク分散

次に資金プーリングの持つ、もう1つの重要な役割を考えてみよう。これも、金融仲介機関が存在せず、個人投資家が唯一の貸し手であると想定して見ると分かりやすい。企業の運営するビジネスには、破綻の可能性も含めて不確実性が内在する。一方、投資を行おうとする個人の多くは、大きなリスクを避けようとするか、リスクを小さくしようとする。すなわち個人は、リターンとリスクのトレードオフという問題に直面することになる。その結果、破綻の可能性の高いビジネスには、リスク・プレミアム、つまり利用可能な無リスクの投資対象からの収益率を上回る期待収益率を投資家は要求し、企業はそれを約束することになる。逆に、破綻の可能性の低いビジネスには、投資家は低いリターンしか要求できない。

これに対して、多くの個人からの資金をプールする金融仲介機関は、貸付を1つの企業に集中するのではなく、完全には相関しない多数の企業に対する

投資、すなわち分散投資を行うことによって、リターンのばらつき、つまりポートフォリオとしてのリスクを大幅に減らしうる。この金融仲介機関によるプーリングの効果を利用して、預金等を行う個人は、リスクの小さい一定の期待収益率を確保できる³。

2 金融仲介機関と証券市場、金融取引の時間軸、デットとエクイティ

(1) 金融仲介機関と証券市場

金融仲介機関が担うプーリングのメカニズムのほかにも、家計と企業を結ぶ多くのメカニズムがある。その代表的なものは、“証券市場”を通じるプーリングである。

プールされた資金によって保有される資産について、継続的なモニタリング等の活動が必要とされる場合は、その機能を果たすメカニズムとして金融仲介機関は特に優れている。

一方、株式市場等に代表される証券市場というメカニズムを活用する場合、当初には種々の条件を満たさなければならないが、市場に証券が流通したのちは、証券の所有者となった一般投資家や機関投資家が自身でモニタリング等を行うことになる。仮に、投資家が大株主となるような場合は、投資先企業の事業を自らコントロールするなど経営に深く関わっていくことが必要であろう。しかし多くの一般投資家は、大株主となるほどの株式は持たず少数株主の一人にとどまるため、配当からの利回りと他の金融商品の利回りとの裁定関係や、株価上昇による売買益に着目して投資を行っているのが現状であろう。一般的に言うと、証券市場を活用するプーリングには、継続的な管理をほとんど必要としない資産が適しており、実際上もそのようになっている。

いわゆる資産の証券化においても、プーリングを

3 プーリングによるリスク軽減の例として、分かりやすいものは保険会社の活動である。例えば、火災保険を考えると、保険会社は、火災によって大きな損害をこうむるリスクを多数の個人から保険会社に移転する（リスクの大きさを勘案しながら一定の保険料を徴収するが）。この結果、各人の住宅に火災が発生するリスクが消滅するわけではないが、保険会社が各人のリスクをプールすることで、個人にとっては火災が起きても損害はゼロにもなりうる。つまり、一定の保険料の下で、プーリングは個人にとってのリスクを消滅させる。

活用しながら商品を設定する当初の段階において、とりわけリスクをうまく分散させる仕組みを作るうえで、金融仲介機関は重要な役割を果たすが、その後の役割は通常大きくない。他方、証券化商品については、投資格付け機関が発達するなど証券市場におけるモニタリング等の活動を補う存在も発展してきており、投資の促進が図られている。

さらに、金融仲介機関の積極的な活動によるプーリング、および証券市場を利用するプーリングという、両極端のメカニズムの中間に位置するプーリング・メカニズムも多数ある。その一つに、ベンチャー・キャピタル・ファンドがある。

これについて言うと、多くの投資家からの資金を集めた年金ファンド等の機関投資家が、多種の証券や多数のベンチャー・キャピタル・ファンドに分散投資する。さらに、機関投資家を含む多くの投資家からの資金を運用するベンチャー・キャピタル・ファンドが、多数のベンチャー企業に分散投資する傾向が見られる。つまり、複数段階”にわたるプーリングが行われている。

ベンチャー・キャピタル・ファンドに関する実証研究⁴によれば、ファンドの運営会社は、ベンチャー企業への投資運用を行う専門家として投資先の企業価値の向上に努力を集中しており、理論上の投資家に近似する現実の存在であると言う。つまり、ファンドは資金を必要とする企業に投資するが、自ら企業支配権を取得するわけではなく、投資先企業の利益の一部を受け取るという基本的立場をとる。通常、利益の20%以上相当額を受け取る。そして、ファンドは、①事前のスクリーニング、②契約、③投資後のモニタリングやアドバイス、等を通じてプリンシパル・エージェント間の利害対立⁵の軽減を図っている。その結果として、投資先企業の経営体制を強

化し、安易な経営に陥らないようにする役割を果たしていると言う。

(2) 金融取引と時間軸

金融仲介機関が企業に資金を貸し付けるケースに焦点を当てよう。金融仲介機関と企業は、債権・債務関係の金融取引契約を結ぶ。これは契約の性質上、時間という軸を持つことになる。企業が初期の契約通り、順調に利子および元本を返済し続けている場合、契約の更新や条件変更が行われ、新たな金融取引に発展していくのが通常である。これは金融仲介機関と企業の双方にとって利益になる状況である。

しかし企業の事業は成功を続けるとは限らない。企業が当初の契約通りの返済を行えなくなった場合は、金融仲介機関は貸付資金および利子を無事に回収するため、企業にアドバイスを行ったり、返済のリスケジュールリングを行ったりと、企業に働きかけていくことになる。それでも状況がさらに悪化し、企業が存続できずに倒産する場合は、貸付資金や利子をいかに回収するかという問題が金融仲介機関にかかってくる。

この債権・債務関係が、1つの金融仲介機関と1つの企業との間だけの関係であるならば、まだ話は単純であろう。しかし大抵の場合、たとえ企業が当初に借入れを行った金融仲介機関は1つであったとしても、時間の経過とともに、企業は複数の金融仲介機関に負債を負っていくのが通常である。そして貸付者としての金融仲介機関が多数存在する下で、企業が倒産すると、貸付資金や利子を回収するために企業の資産をいち早く差し押さえようと、各金融仲介機関が争うことになる。しかし、このような争いが起きるよりも、多くの金融仲介機関が秩序をもって資金を回収するほうが、金融仲介機関全体に

4 Kaplan 等 [2001]

5 プリンシパルとエージェントの間に利害の不一致があるうえに、エージェントについてプリンシパルが持つ情報が限定され、またエージェントの行動をプリンシパルが正確にはモニターできない場合、プリンシパル・エージェント問題と呼ばれるインセンティブ問題が生じる。Jensen 等 [1976] を参照。

とって望ましい。この考え方が一つの理由となって、世界の多くの国々で、倒産の手続きを定めた“倒産法”⁶が制定されている。しかし倒産法が存在しても、企業が倒産した場合には、金融仲介機関は、貸し付けた資金の全額回収はできないかもしれないし、資金回収作業を進めるにも多大な時間とコストを強いられることになる。

このような現実を踏まえ、金融仲介機関は、企業経営が順調に進む場合の貸付からのリターンと併せて、企業経営が上手くいかず債権回収が困難となる将来の可能性も考慮に入れつつ、当初の貸付契約の内容を決めることになる。すなわち将来の企業経営についての不確実性が、当初の契約内容にフィードバックされる。

(3) デットとエクイティ

企業がデットで資金調達するというのは、金融仲介機関からの借入れや社債等の発行による資金調達を指す。この場合、債権者には、企業が倒産した時にも、原則として額面通りの返済を求める権利がある。一方、企業がエクイティで資金調達するというのは、株式発行を通じる資金調達を指す。この場合、株式取得者は企業の所有者の一人としての権利を有するが、企業倒産時には、あくまで残った財産を分配してもらえ権利しか持たない。

このデットとエクイティは双方とも、状況によっては、企業経営に対する強力なコントロール力を持ちうる。デットの場合、銀行等で主要債権者になっている者は、企業からの貸付の更新要求や追加資金要求を受ける際にそれを拒む、あるいは契約通りの返済がなされない際に担保の処分権を取得する等の形で、経営への影響力を持つ。一方、エクイティの

場合、主要株主は所有株式割合に応じて法的に相当の企業支配権を持ち、経営者の選任や経営戦略の決定に発言力を持つ。

この点に関連する最近の特色として、2000年前後から外資系企業再生ファンドが日本でも活動を始め、続いて国内系の企業再生ファンドも登場してきたことが挙げられよう。これらのファンドは、経営の悪化した企業の株式を買い取って企業支配権を取得したうえ、経営陣の刷新や経営戦略の変革を行って、企業価値の向上を図っている。

企業再生ファンドの行うビジネスは日本で始まったからの年月が長くないため、その実績を正確に評価することはまだ困難である。ただ、企業再生ビジネス関係者によれば、上場企業に関わる案件は、その後の全般的な株価上昇の下で上手くいったケースが多いが、非上場企業に関わる案件の中には、IPO等のエグジットのないまま推移しているケースも多い。ただし、特別な技術等の無形資産を持っている企業の場合は、同業者買取りというエグジットで上手くいくケースが多いと言う。

3 中小企業の金融取引の性格、および企業経営悪化への対応の後の実情と要因

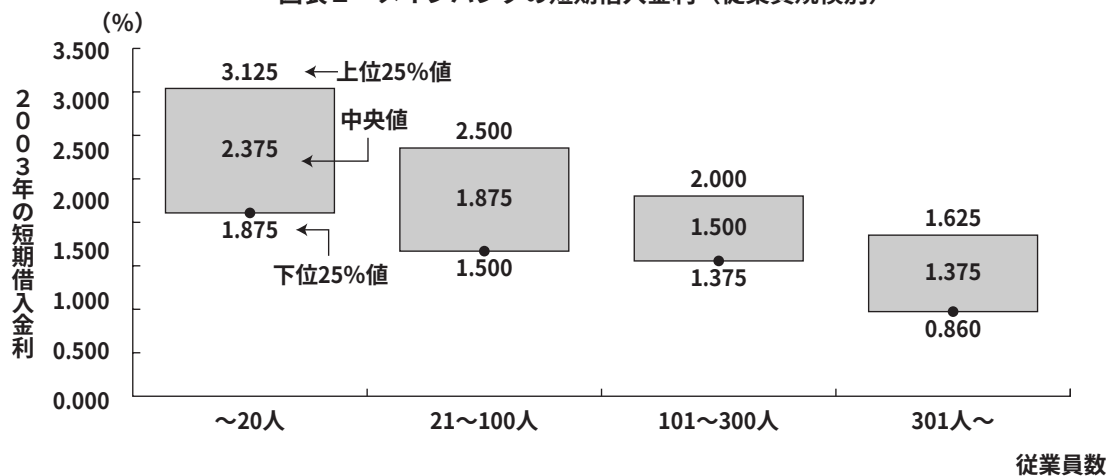
(1) 中小企業の金融取引の性格と取引条件

平均的に見ると、中小企業は、大企業との比較上、財務体質が弱く収益率が低い、あるいはキャッシュ・フローの変動性が大きいなど“ビジネス・リスク”が相対的に大きい。また“担保”となる物的資産が相対的に少ない。このことは、それだけモニタリング等をより深く行うことが必要になることを意味する⁷。しかし中小企業は、金融の“取引規模”が平均的に言って小さいので、貸付資金一単位当たりの

6 日本において具体的には、手形・小切手の不渡りを出して銀行取引停止処分になった時、および破産・民事再生・会社整理・特別清算・会社更生の各手続きの申立てがあった場合などに、倒産したといわれる。そして倒産法という言葉は一般に、倒産手続きに関する法律全般を指して使用されている。(日本において倒産法という名の法律があるわけではなく、明確な定義もなされていないわけではない。)本稿では、企業倒産手続きに関する法律全般を倒産法と呼ぶことにする。

7 担保契約により、もし貸付の返済が行われなかった場合、貸し手は担保を強制的に収用することができる。そのため借り手はきちんと返済するインセンティブを持つことになり、担保契約はモラルハザードにも逆選択にも対応できることになる。

図表1 メインバンクの短期借入金金利（従業員規模別）



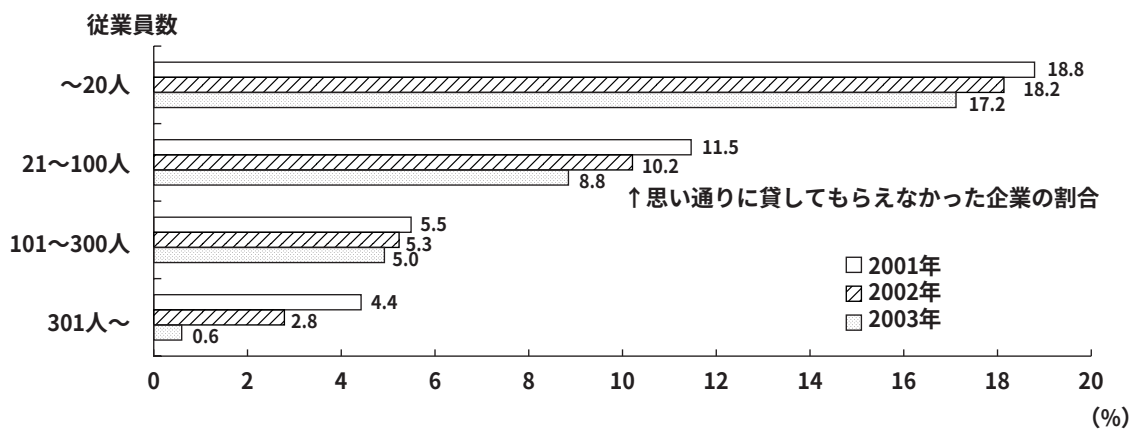
資料：中小企業庁『2004年版中小企業白書』より転載

(注) 1. 各年の10月末時点のメインバンクからの短期借入金金利を指す。

2. 10月末時点で短期借入れがない場合は直近の短期借入金金利を用いた。また、短期借入金金利が複数ある場合は最も高い金利を用いた。

3. 2001年10月、2002年10月、2003年10月末時点における、最も多くの都市銀行が採用した短期プライムレートは1.375%である。

図表2 メインバンクから思い通りに貸してもらえなかった企業の割合（従業員規模別）
～従業員規模の大小にかかわらず、思い通りに貸してもらえなかった企業の割合は減少している～



資料：中小企業庁『2004年版中小企業白書』より転載

(注) ここでいう「思い通りに貸してもらえなかった」とは、アンケートにおいて、「最近1年間のメインバンクへの借入申込みについて、最も多かった対応はどうでしたか」という問いに対して、申込みを拒絶や減額されたと回答した企業を指す。

各種取引コストが大きくなるとともに、モニタリング等のコストもより大きくなる。こうした性格から、中小企業の金融取引においては、金利がより高くなり、取引される資金量も限定される傾向がある（借入申込みが拒まれることも含む）。

実際のデータとして図表1、2⁸を見ても、その

傾向は明確に表れている。

しかしながら、図表1、2が示す傾向は、中小企業の金融取引の性格への言及だけでは十分に説明されない要因も反映していると考えられる。すなわち、金融取引が始まったのちに企業経営が悪化した際に、大企業に比べて中小企業の場合、再生や退出に向け

8 図表1、2のメインバンクとは借入残高シェアの大小等に関わらず、企業がメインバンクと認識している金融機関を指す。

ての対応がより後れがちであるという要因が、説明の中に明確に組み入れられていない。そして、そのような“事後”の要素は、“事前”の、つまり当初の金融契約の条件にフィードバックされるのである。

事後の対応に関し重要なものの1つとして倒産法による処理があるが、どのような倒産法が優れているかについての経済分析⁹によれば；

- ① 事後において、事業再構築、売却、清算等の手続きが取られる場合に、倒産法には、借り手にとっての利益と貸し手にとっての利益を合わせた合計利益を最大化するような手続きへと導く内容が望まれる。
- ② 倒産法が借り手に有利なものに傾くと、金利が上昇する。一方、貸し手に有利なものに傾くと、借り手の投資意欲が減少する。このように倒産法は、当初の金融契約の効率にも影響する。こうした効果に着目すると、借り手が資金を借りるとき将来のキャッシュ・フローからの返済をコミットすることになるが、倒産法がそのコミットを弱めるものになってはならない。

したがって、もし中小企業の金融取引における企業経営悪化への対応が上手く機能していないのであれば、それだけ金利を上昇させ、取引量を抑制する効果を生じさせることになろう。そして、このような事後の問題が大企業の場合より中小企業のほうにより大きいとすれば、そのフィードバック効果は**図表1、2**が示す事前の状況に反映されていると考えられる。そこで、次節では、大企業と比較して中小企業の場合、再生や退出といった対応がより後れがちであるかどうかをデータで確認したい。

(2) 企業経営悪化への対応が後れていることのデータによる確認

① 倒産企業の資本金規模と負債規模

図表3は、資本金規模別・負債規模別の倒産件数

の年度別推移を示すものである。まず負債規模合計欄で資本金規模別の倒産件数を見ると、個人および資本金1億円未満の中小企業の倒産が多いことが分かる。

次に、資本金規模別の倒産件数について、どれほどの負債を負って倒産したのか、その負債規模別の構成比（年度別に示されている）を見てみよう。例えば、「資本金1,000万円未満」の倒産した企業において、「負債金額1,000万円未満」だった企業の割合は1995年で3.0%である。もっとも構成比が高いのは、「負債金額1,000万円以上5,000万円未満」で倒産した件数で、その割合は1995年で35.6%となっている。つまり、資本金に対して1～5倍の負債を抱えて倒産している企業の割合が一番高い。同様に、資本金が「1,000万円以上5,000万円未満」、「5,000万円以上1億円未満」、「1億円以上5億円未満」、「5億円以上10億円未満」、「10億円以上」の企業別に見ると、資本金に対してそれぞれ10倍、20～100倍、10～20倍、2～10倍、10倍の負債を抱えて倒産している割合が一番高いことが分かる。

すなわち、中小企業で資本金規模が「5,000万円以上1億円未満」の企業が、資本金に対してもっとも多額の負債を抱えて倒産している。

② 倒産の形態

倒産にも、清算型の銀行取引停止処分（任意整理または私的整理）・破産・特別清算と、再建型の民事再生・会社更生・会社整理とを分けて考える必要がある。どのような倒産形態で倒産したかを、負債規模別に見たものが**図表4**である。

一般的な傾向として、負債規模が小さければ小さいほど、銀行取引停止や破産が多い。しかし、負債額10億円以上になると、再建型の民事再生等が相当の割合を占めるようになる。そして、負債額100億円以上では、その多くが再建型の倒産である。

図表3で、資本金規模「5,000万円以上1億円未

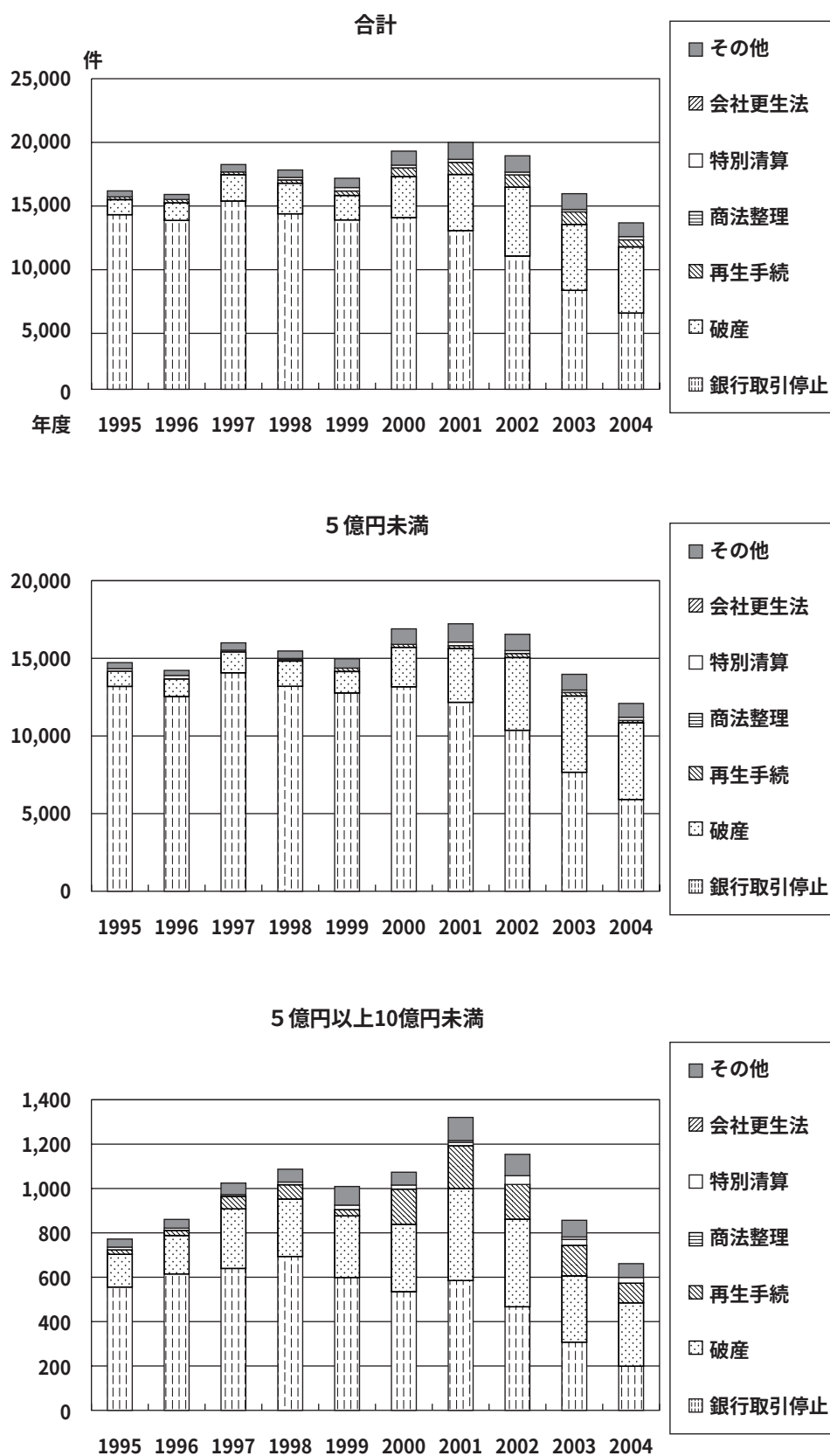
9 Hart [1999]

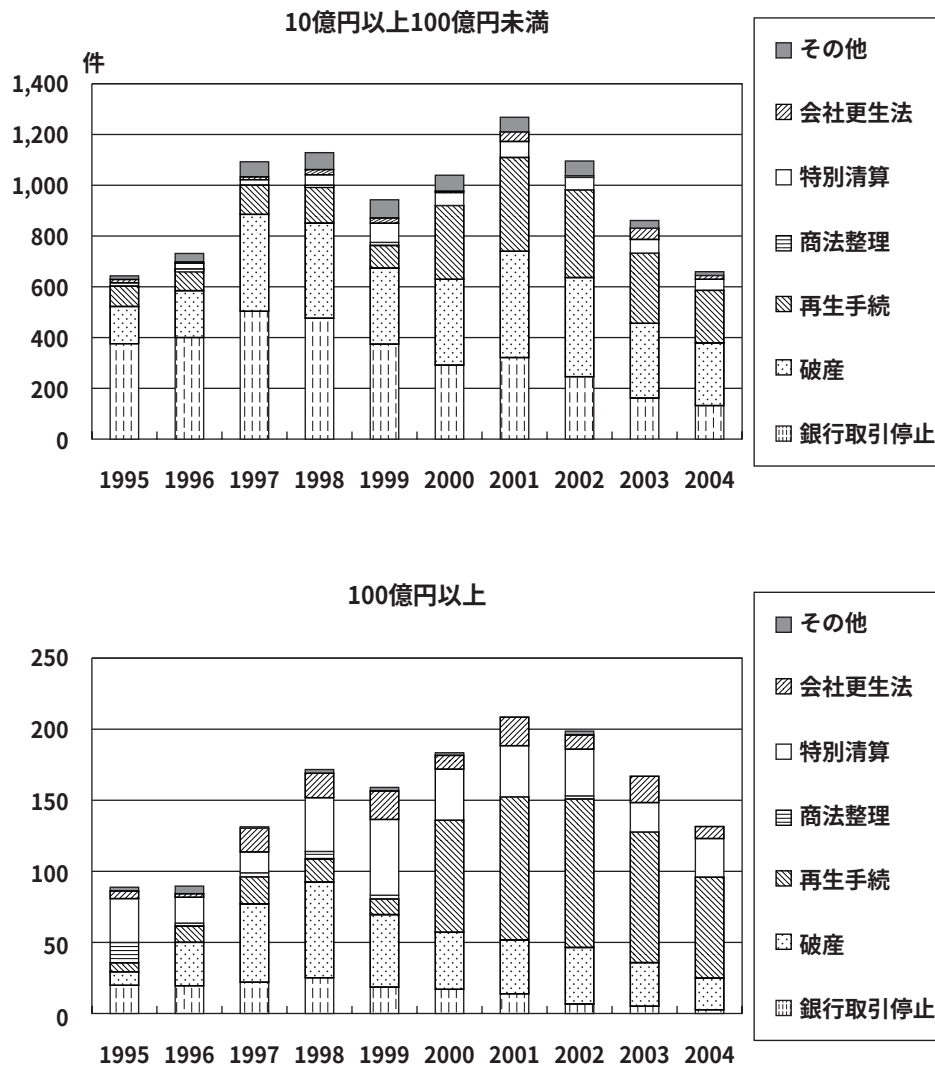
図表3 資本金規模別・負債規模別の倒産件数（年度別推移）

単位：件数…件、構成比…％

		資本金規模																	産 最 多 態 倒
		合計		個人		1,000万円未満		1,000万円以上 5,000万円未満		5,000万円以上 1億円未満		1億円以上 5億円未満		5億円以上 10億円未満		10億円以上			
負	計	1995	16,093	100	3,893	100	7,791	100	4,045	100	241	100	108	100	7	100	8	100	銀行取引停止・破産
		1996	15,802	100	3,454	100	5,347	100	6,575	100	301	100	109	100	7	100	9	100	
		1997	18,246	100	3,867	100	5,345	100	8,443	100	392	100	165	100	10	100	24	100	
		1998	17,835	100	3,984	100	4,942	100	8,229	100	455	100	188	100	7	100	30	100	
		1999	17,125	100	3,689	100	5,023	100	7,797	100	411	100	170	100	11	100	24	100	
		2000	19,166	100	3,690	100	5,535	100	9,158	100	485	100	235	100	13	100	50	100	
		2001	19,991	100	3,225	100	5,769	100	9,977	100	655	100	283	100	25	100	57	100	
		2002	18,949	100	3,003	100	5,467	100	9,422	100	635	100	327	100	44	100	51	100	
		2003	15,769	100	2,453	100	4,896	100	7,512	100	553	100	279	100	38	100	38	100	
		2004	13,498	100	1,878	100	4,471	100	6,451	100	441	100	213	100	16	100	28	100	
債	1,000万円未満	1995	931	5.8	658	16.9	234	3.0	38	0.9	1	0.4	0	0.0	0	0.0	0	0.0	銀行取引停止・破産
		1996	772	4.9	550	15.9	162	3.0	58	0.9	1	0.3	1	0.9	0	0.0	0	0.0	
		1997	750	4.1	566	14.6	112	2.1	71	0.8	1	0.3	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		1998	563	3.2	505	12.7	33	0.7	24	0.3	1	0.2	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		1999	384	2.2	320	8.7	42	0.8	22	0.3	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		2000	379	2.0	283	7.7	62	1.1	34	0.4	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		2001	426	2.1	293	9.1	115	2.0	18	0.2	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		2002	362	1.9	206	6.9	156	2.9	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		2003	303	1.9	76	3.1	227	4.6	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		2004	312	2.3	0	0.0	312	7.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
	1,000万円以上 5,000万円未満	1995	5,187	32.2	1,655	42.5	2,775	35.6	733	18.1	20	8.3	4	3.7	0	0.0	0	0.0	銀行取引停止・破産
		1996	4,962	31.4	1,522	44.1	2,070	38.7	1,333	20.3	27	9.0	10	9.2	0	0.0	0	0.0	
		1997	5,433	29.8	1,816	47.0	2,027	37.9	1,569	18.6	15	3.8	6	3.6	0	0.0	0	0.0	
		1998	5,408	30.3	1,877	47.1	1,929	39.0	1,571	19.1	25	5.5	6	3.2	0	0.0	0	0.0	
		1999	5,401	31.5	1,928	52.3	2,021	40.2	1,437	18.4	15	3.6	0	0.0	0	0.0	0	0.0	
		2000	5,718	29.8	1,886	51.1	2,254	40.7	1,557	17.0	13	2.7	8	3.4	0	0.0	0	0.0	
		2001	5,649	28.3	1,729	53.6	2,326	40.3	1,569	15.7	16	2.4	9	3.2	0	0.0	0	0.0	
		2002	5,957	31.4	1,854	61.7	2,418	44.2	1,652	17.5	25	3.9	7	2.1	1	2.3	0	0.0	
		2003	5,603	35.5	1,774	72.3	2,345	47.9	1,462	19.5	20	3.6	2	0.7	0	0.0	0	0.0	
		2004	5,305	39.3	1,455	77.5	2,302	51.5	1,517	23.5	24	5.4	5	2.3	2	12.5	0	0.0	
	5,000万円以上 1億円未満	1995	3,936	24.5	1,011	26.0	2,128	27.3	774	19.1	19	7.9	4	3.7	0	0.0	0	0.0	銀行取引停止・破産
		1996	3,815	24.1	903	26.1	1,586	29.7	1,303	19.8	19	6.3	4	3.7	0	0.0	0	0.0	
		1997	4,299	23.6	939	24.3	1,576	29.5	1,754	20.8	24	6.1	6	3.6	0	0.0	0	0.0	
		1998	4,162	23.3	1,065	26.7	1,520	30.8	1,566	19.0	7	1.5	3	1.6	0	0.0	1	3.3	
		1999	4,108	24.0	979	26.5	1,553	30.9	1,557	20.0	14	3.4	5	2.9	0	0.0	0	0.0	
		2000	4,670	24.4	1,046	28.3	1,649	29.8	1,957	21.4	12	2.5	6	2.6	0	0.0	0	0.0	
		2001	4,600	23.0	812	25.2	1,717	29.8	2,033	20.4	25	3.8	13	4.6	0	0.0	0	0.0	
		2002	4,280	22.6	623	20.7	1,518	27.8	2,080	22.1	42	6.6	16	4.9	0	0.0	1	2.0	
		2003	3,442	21.8	406	16.6	1,263	25.8	1,716	22.8	44	8.0	11	3.9	2	5.3	0	0.0	
		2004	2,739	20.3	278	14.8	1,035	23.1	1,396	21.6	20	4.5	10	4.7	0	0.0	0	0.0	
	1億円以上 5億円未満	1995	4,551	28.3	536	13.8	2,339	30.0	1,616	40.0	47	19.5	13	12.0	0	0.0	0	0.0	銀行取引停止・破産
		1996	4,575	29.0	437	12.7	1,358	25.4	2,697	41.0	67	22.3	16	14.7	0	0.0	0	0.0	
		1997	5,525	30.3	495	12.8	1,491	27.9	3,441	40.8	84	21.4	14	8.5	0	0.0	0	0.0	
		1998	5,335	29.9	502	12.6	1,323	26.8	3,412	41.5	82	18.0	16	8.5	0	0.0	0	0.0	
		1999	5,148	30.1	424	11.5	1,321	26.3	3,296	42.3	83	20.2	24	14.1	0	0.0	0	0.0	
		2000	6,079	31.7	443	12.0	1,463	26.4	4,045	44.2	100	20.6	28	11.9	0	0.0	0	0.0	
		2001	6,530	32.7	363	11.3	1,479	25.6	4,500	45.1	151	23.1	34	12.0	3	12.0	0	0.0	
		2002	5,905	31.2	286	9.5	1,275	23.3	4,124	43.8	153	24.1	60	18.3	6	13.6	1	2.0	
		2003	4,533	28.7	183	7.5	963	19.7	3,176	42.3	151	27.3	53	19.0	6	15.8	1	2.6	
		2004	3,693	27.4	122	6.5	736	16.5	2,639	40.9	148	33.6	45	21.1	1	6.3	2	7.1	
	5億円以上 10億円未満	1995	772	4.8	25	0.6	231	3.0	467	11.5	38	15.8	10	9.3	1	14.3	0	0.0	銀行取引停止・破産
		1996	859	5.4	28	0.8	108	2.0	664	10.1	54	17.9	5	4.6	0	0.0	0	0.0	
		1997	1,026	5.6	35	0.9	95	1.8	835	9.9	47	12.0	13	7.9	1	10.0	0	0.0	
		1998	1,091	6.1	27	0.7	91	1.8	881	10.7	73	16.0	18	9.6	1	14.3	0	0.0	
		1999	1,012	5.9	28	0.8	61	1.2	823	10.6	81	19.7	17	10.0	2	18.2	0	0.0	
		2000	1,093	5.7	17	0.5	72	1.3	872	9.5	107	22.1	23	9.8	0	0.0	2	4.0	
		2001	1,322	6.6	19	0.6	75	1.3	1,059	10.6	128	19.5	37	13.1	4	16.0	0	0.0	
		2002	1,159	6.1	19	0.6	66	1.2	904	9.6	117	18.4	41	12.5	8	18.2	4	7.8	
		2003	860	5.5	13	0.5	57	1.2	630	8.4	121	21.9	33	11.8	4	10.5	2	5.3	
		2004	665	4.9	15	0.8	53	1.2	493	7.6	72	16.3	31	14.6	0	0.0	1	3.6	
	10億円以上 100億円未満	1995	628	3.9	7	0.2	84	1.1	391	9.7	99	41.1	46	42.6	0	0.0	1	12.5	銀行取引停止・破産 再生手続
		1996	728	4.6	13	0.4	56	1.0	493	7.5	111	36.9	50	45.9	4	57.1	1	11.1	
		1997	1,083	5.9	15	0.4	43	0.8	743	8.8	187	47.7	87	52.7	5	50.0	3	12.5	
		1998	1,105	6.2	8	0.2	42	0.8	711	8.6	237	52.1	98	52.1	3	42.9	6	20.0	
		1999	914	5.3	10	0.3	24	0.5	597	7.7	192	46.7	84	49.4	4	36.4	3	12.5	
		2000	1,044	5.4	14	0.4	34	0.6	644	7.0	227	46.8	108	46.0	9	69.2	8	16.0	
		2001	1,256	6.3	9	0.3	56	1.0	737	7.4	293	44.7	135	47.7	11	44.0	15	26.3	
		2002	1,088	5.7	14	0.5	33	0.6	615	6.5	256	40.3	142	43.4	15	34.1	13	25.5	
		2003	862	5.5	1	0.0	40	0.8	481	6.4	180	32.5	134	48.0	12	31.6	14	36.8	
		2004	654	4.8	8	0.4	32	0.7	369	5.7	145	32.9	84	39.4	11	68.8	5	17.9	
	100億円以上	1995	88	0.5	1	0.0	0	0.0	26	0.6	17	7.1	31	28.7	6	85.7	7	87.5	再生手続
		1996	91	0.6	1	0.0	7	0.1	27	0.4	22	7.3	23	21.1	3	42.9	8	88.9	
		1997	130	0.7	1	0.0	1	0.0	30	0.4	34	8.7	39	23.6	4	40.0	21	87.5	
		1998	171	1.0	0	0.0	4	0.1	64	0.8	30	6.6	47	25.0	3	42.9	23	76.7	
		1999	158	0.9	0	0.0	1	0.0	65	0.8	26	6.3	40	23.5	5	45.5	21	87.5	
		2000	183	1.0	1	0.0	1	0.0	49	0.5	26	5.4	62	26.4	4	30.8	40	80.0	
		2001	208	1.0	0	0.0	1	0.0	61	0.6	42	6.4	55	19.4	7	28.0	42	73.7	
		2002	198	1.0	1	0.0	1	0.0	47	0.5	42	6.6	61	18.7	14	31.8	32	62.7	
		2003	166	1.1	0	0.0	1	0.0	47	0.6	37	6.7	46	16.5	14	36.8	21	55.3	
		2004	130	1.0	0	0.0	1	0.0	37	0.6	32	7.3	38	17.8	2	12.5	20	71.4	

図表4 負債規模別に見る倒産形態別の倒産件数（年度別推移）





資料：独立行政法人中小企業基盤整備機構『企業倒産調査年報』より作成

満」の企業が資本金規模に対してもっとも多額の負債を抱えて倒産していることを見たが、その負債規模が「10億円以上100億円未満」であることに着目すると、その場合の倒産形態は、再建型が相当割合を占めるが、それでも再建型は半分に達しない。

また帝国データバンクが、民事再生法の施行された2000年4月以降に倒産した上場企業94社のうち、①法的申請以前に銀行取引停止処分を受けたもの、②倒産時にすでに上場廃止となっていたもの、③法的申請が債権者申し立てによるもの、の3つのケー

スを除外した89社について調査を行っている¹⁰。その調査によると、再建型法的手続が82社と、全体の92%を占めている。特に民事再生は64社（構成比71.9%）ともっとも多く、これに対して非再建型の代表格である破産は7社（同7.9%）を占めるに過ぎない。

上述の①と考え合わせると、中小企業の場合、資本金規模に比べてかなり大きな負債を抱え、しかも清算型の倒産をしていることが分かる。これらの点は、中小企業は、大企業の場合より、企業経営悪化

10 帝国データバンク [2005]

への対応が後れがちであることを示している。

③ 資金回収率

任意整理である銀行取引停止処分については、裁判所が関与しないこともあり、データ入手が困難である。そのため、中小企業の倒産において銀行取引停止処分に次いでもっとも多いと考えられる、清算型の破産の場合について、債権者がどれほどの額を回収できているのか確認する。

『司法統計年報』によると、2004年度の破産宣告後¹¹の事件数は224,005件である。そのうち株式会社の破産は6,241件で、破産終結の配当によるものが2,042件（約33%）、破産廃止によるものが、4,186件（約67%）となっている。本来の破産では、破産管財人を選任し、破産管財人に総財産（破産財団）の管理処分権を与えて換価させ、それを各債権者に債権額に応じて配当し、清算させる。しかし裁判所が、破産財団が破産手続きの費用にも足りないと認める時は、破産宣告と同時に破産手続きを終了させる決定をする。この決定を破産廃止という。株式会社の破産では、約67%が債権回収できなかったことになる。

同じく2004年度の『司法統計年報』で、自然人、その他の破産も含んだ総数に関してではあるが、どれだけの配当によって破産が終結したかを確認でき

る。資料によると、多額の財産を有して破産することとは少なく、債権者はその債権の5%までしか回収できない割合が最も高い（図表5）ことが分かる。これは2004年度に限ったことではなく、少なくともここ5年の傾向として確かなことである。

平成17年3月末現在の中小企業金融公庫調べでは、中小企業者数（469万企業）のうち37.5%の企業が信用保証制度を利用している。信用保証制度の代位弁済率¹²・回収率¹³を確認することによって、中小企業の状況の一端を知ることができるだろう。代位弁済率は2002年以降において減少傾向にあるものの、依然として2.5%以上であり高い。そして近年の経済状況の影響か、その回収率は一貫して下がっており、2004年度には約4%となっている。近年は、中小企業が支払い困難となった場合、約4～5%ほどしか回収できていない¹⁵。

さらに一般的な状況について、サービサー会社¹⁶の取扱いの現状を確認する。サービサーの取り扱う債権は、金融機関等が有する又は有していた貸付債権の割合が非常に高く、2005年7月1日～12月31日における取扱債権数のうち全体の53.5%、取扱債権額のうち全体の82.1%を占めている。これは設立当初からの傾向で、金融機関は主に債務者区分で破綻先、実質破綻先、破綻懸念先の不良債権の処理を、

図表5 2004年度破産事件の配当による終結事件数—通常の破産債権者に対する配当率別—全地方裁判所

単位：件

配当による終結事件数	5%まで	10%まで	25%まで	50%まで	75%まで	75%以上
5,728	3,098	954	1,021	417	134	104
構成比						
100%	54.09	16.66	17.82	7.28	2.34	1.82

資料：最高裁判所事務総局『司法統計年報』より作成

11 裁判所は、破産の申立てが行われると審理を行い、破産原因の証明が行われた場合、破産宣告をする。破産の要件を満たしていないと判断した場合は、棄却、破産の申立てが不適法であると判断した場合は、却下する。

12 代位弁済率＝代位弁済額÷保証債務平均残高

13 回収率＝実際回収÷（期首の求償権残高＋期中の代位弁済額）

14 中小企業が何らかの事情で償還不能に至った場合、信用保証協会が代わって金融機関に弁済を行うのが代位弁済である。その後、信用保証協会が中小企業からそれを返済してもらうことになる。

15 中小企業庁金融課 [2005]

16 サービサー会社とは、1999年2月1日施行の「債権管理回収業に関する特別措置法」（以下「サービサー法」）に基づき、法務大臣から営業の許可を得て設立された株式会社である。2001年のサービサー法改正により、サービサーの業務範囲が拡大され、取扱債権の種類が拡大された。コスト面の理由から、比較的大きい案件を扱っていると言われている。

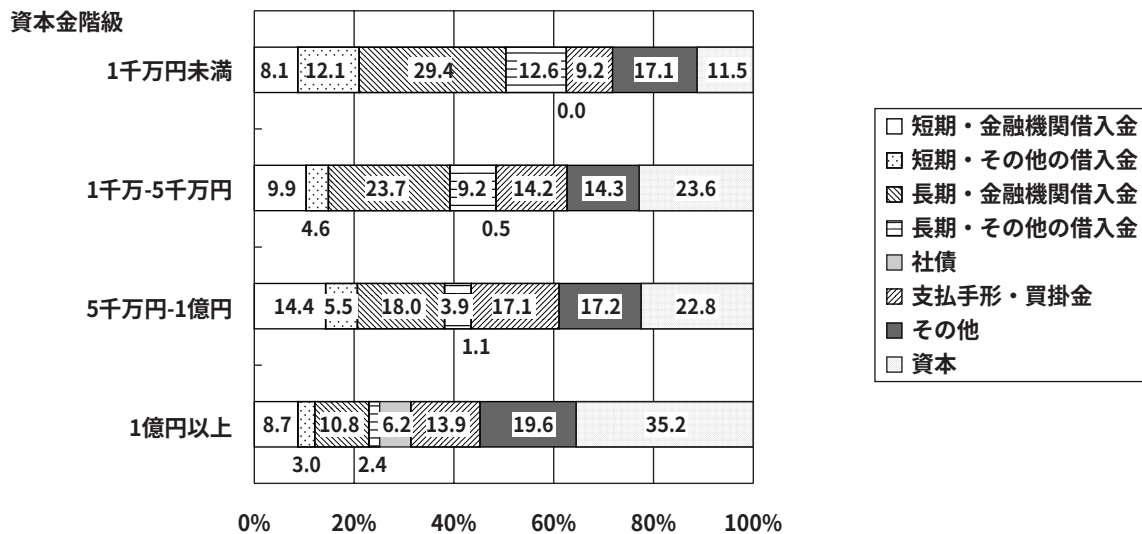
図表6 サービスの取扱いの現状（平成17年12月31日現在）

	取扱債権数(件)	取扱債権額(千円)	債務者数(人)	回収額(千円)
合計	34,509,649	164,018,085,058	32,579,844	14,427,031,780

資料：法務省「債権回収会社（サービサー）の業務状況について（概要）」より作成

（注）取扱債権数、取扱債権額、債務者及び回収額は、サービサーが、債権の管理回収の委託を受けたもの及び譲り受けたものの合計で、営業開始から（1999年2月1日サービサー法施行以降）の累計である。

図表7 資本金階級別・資金調達構造（2004年）



資料：財務省『法人企業統計』より作成

サービサーを利用して行った。

あくまで目安であるが、金融機関等が有する又は有していた貸付債権で、サービサーが扱っている一件当たりの債権額を計算してみよう。2005年7月1日～12月31日の状況（図表6）を踏まえ、取扱債権額（約164兆）の80%を取扱債権数（約3,450万）の50%で割ると、一件当たり約7,600万となる。そして、その回収額の実績は単純計算すると、回収額（14.4兆）を取扱債権額（164兆）で割り、約8.8%となる。

資本金階級別の資金調達構造（図表7）¹⁷から見て中小企業の借入金規模が大きいこと、中小企業でも複数の金融機関との取引があること、債権の大

小に関わらず一定の債権回収コストがかかることを考えると、サービサーが扱う債権は、比較的規模の大きい企業への債権であることが推測される。その回収率約8.8%と信用保証協会の回収率約4～5%との間の比較から見て、中小企業からの債権回収率は大企業の場合と比べて、より低い状況にある可能性が高い。

中小企業に多い清算型の破産にまで至った際には、債権回収ができない確率が高いこと、仮にできたとしても債権者はその債権の5%までしか回収できていないケースがもっとも多いことは、中小企業の経営悪化への対応が後れがちになっていることを傍証している¹⁸。

17 仮に資本金7,500万円の企業が存在したとする。この場合、資本金7500万が資金調達額全体の22.8%に当たり、18%を占める長期の金融機関借入は約6,000万となる。

18 帝国データバンク [2001] によると、調査時点での民事再生法認可企業271社の平均弁済率は27.3%である。経営再建に成功すれば、全ての負債の支払いが可能になる場合もあるであろう。

(3) 中小企業と金融仲介機関との間の適切な交渉・ 取決めが阻害される要因

中小企業の金融取引において、企業経営悪化への対応がより後れがちとなる要因について、ここで改めて考えてみたい。

(1)で述べたように、金融取引が始まったのちに企業経営が悪化した際の1つの重要な対応方式として倒産法がある。そして、優れた処理をもたらすために倒産法に求められる要件の1つとして、企業再建あるいは退出のいずれの道を選択することになって、借り手にとっての利益と貸し手にとっての利益を合わせた合計利益が最大化されるような手続きへと導く内容を持っているべきであるという点があった。つまり、借り手にとっても貸し手にとっても、大きな合計利益がもたらされるような交渉や取決めに誘導されることが望ましい。そうなれば、生み出される合計利益が貸し手・借り手の間にどう配分されるかは他の要素にも左右されるとしても、双方が何らかの利益を得られることになる。ここで合計利益とは金銭的な尺度で測られるものである。例えば、合計キャッシュ・フローが増加すれば、貸し手にとっては債権を回収できる可能性が高まるし、借り手にとっては、債務を返済してもキャッシュ・フローが増加する可能性が高まる。

このような視点から、中小企業の経営が悪化した際に、倒産法にかぎらず、合計利益を最大化するような対応策が取られるであろうか、あるいは逆に言って、どういう点がその障害となるのかを検討してみる。

まず中小企業の金融取引の性格として、前述した①ビジネス・リスクが相対的に大きく、担保となる物的資産が少ないこと、および②取引規模が小さいこと、の2つに着目してみよう。例えば、担保資産

も少ない状況では、借り手が一定の投資戦略に着手すれば合計利益を増加させうる場合でも、投資資金の調達を迅速にできない等、企業側の行動に制約がある。また取引規模が小さいことは、企業再建から期待される利益との対比で、交渉の時間や費用等がそれだけ大きくなるので、貸し手側にとって、合計利益を最大化させるような交渉に向かう誘因が小さくなる。

さらに加えて、金融取引に生じる問題の1つとしてのインセンティブ問題が大きな障害となると考えられる。すなわち、**図表7**が示すとおり、様々な要因から、中小企業の資金調達は金融仲介機関からの借入に依存する割合が相対的に高い。そのうえ、中小企業の多くは企業支配権を持つ株主と経営者が同じであることが多い。このような条件が重なると、企業（主要株主が経営者）と債権者（金融仲介機関が主）との間でのインセンティブ問題が深刻化しやすい¹⁹。

主要株主兼経営者は、企業が存続する場合、社会的信用や評判が上がるといったメリット、世代にわたって企業が存続すること自体に対して感じる精神的効用、従業員に職・収入を確保していることの満足感等といった、非金銭的利益を享受しているケースが多い。そのため経営者は、たとえ経営が悪化して、時間が経つほど、損失が拡大し実質債務が大きくなるおそれが強い場合でも、企業を存続させようとするインセンティブを持つ。さらに担保資産の乏しい中小企業の多くは、貸付に際して個人財産担保、個人保証、第三者保証を提供しているが、倒産に際して個人では支払いきれないような額の債務を負うことになると分かっている場合、経営者はこのインセンティブを強めることになる²⁰。

もし外部に株主が存在する大企業であれば、その

19 詳細は Aghion and Bolton [1999]、柳川 [2000]、岩崎 [2005a] を参照。また、負債のインセンティブ効果については、Dewatripont and Tirole [1994] が挙げられる。

20 中小企業が倒産した際には、個人保証等を提供しているために、企業の負債が個人に移転することになる。つまり中小企業の経営者は、自身がどれだけの負債を負うことになるかを考慮に入れて、企業を存続させるか、清算するかを決定を行うことになる。そしてそのことは、経営者が倒産をできるだけ引き延ばそうとするインセンティブを持つ方向に働くことになる。詳しくは岩崎 [2005a] 参照。

経営状況が悪化した際には株価が下落したりする等によって、外部からの経営改善圧力を受けることになる。しかし中小企業の場合はそのようなことも無く、債権者も債務不履行が明確にならないかぎり、有効な手を打つことは難しい。その結果、債務不履行になる事態が引き延ばされるだけで、合計利益の視点から見ると望ましい早期再生策があっても、タイミングのよい着手はされないことになる。

また債務不履行時に、誰が企業支配権を握るのか、中小企業の場合は重要になる。債務不履行が起きても、主要株主兼経営者は企業が存続することから得られる非金銭的利益も考慮に入れて対応することが多い。しかしその非金銭的利益は貸し手には享受されないものなので、金銭的利益という意味での合計利益の増加に繋がる再生計画等の策定が難しくなる。したがって、少なくとも債務不履行以降は、債権者が企業支配権を持って対応の中心となることが望ましいであろう²¹。

このようなインセンティブ問題が、中小企業の経営悪化に対応するうえで障害になることが多いと考えられる²²。

4 金融資本市場や金融インフラの現状に由来する問題

金融取引に関する近年の研究²³によれば、情報の不完全性、逆選択、モラルハザード、取引コストの存在、インセンティブ問題などは円滑な金融取引に対して阻害効果を持つ避けられない障害ではあるけれども、歴史的には、金融資本市場や金融インフラの高度化がこれらの障害を軽減してきた。

すなわち、信用情報の発達、情報通信手段の進歩、

担保資産を流動化する市場の拡大、借り手企業のマネジメントに対する監視や助言機能の強化、金融サービスの専門化・分業の深まり、リスク分散方法の発展、契約上の工夫等により、貸付者は借り手企業に対するモニタリング等をより良くできるようになった。そのことが借り手企業の企業価値を増大させ、貸し手がより確実に返済を得られるようにし、資金供給をより円滑化してきた。

このような観点に立って逆に言うと、以下で述べるように、金融資本市場や金融インフラの高度化が未だ不十分であるがゆえに、中小企業が経営悪化に直面した時、早期の対応がより難しくなっている側面があると考えられる。

(1) 財務諸表の信頼性

借り手企業に関する情報はモニタリング等を行う基盤である。ビジネスの内容等については、企業規模の大小でいずれが把握しやすいと言えるわけではないとしても、財務諸表が信頼しうるかどうかは、モニタリング等を行ううえでの重要な要素になる。

中小企業の場合、非上場の企業は、法定監査が義務づけられていない²⁴。そのため金融仲介機関にとっては、中小企業の経営状態を的確に把握することがより難しく、情報の非対称性問題が大きくなる。そうすると企業に対する適時の働きかけがしにくく、対応が後れがちになる。そして一般的に、金融仲介機関が借り手との長期継続関係を重視する方針をとっている場合、財務諸表が十分信頼できないとしても、取引関係を断つよりも様子見のほうを選ぶ傾向が生じよう。

2006年5月施行の新会社法では、そのような状況

21 金融仲介機関の監督体制や会計・税制の下で、体力的な余裕をもつ金融仲介機関と余裕のない金融仲介機関との間では異なるインセンティブを持つかもしれない。このような貸し手側のインセンティブによっては、合計利益最大化が歪められる可能性もある。

22 主要株主が複数存在し、またお互いの利害が一致していない場合等には、大企業の場合でも早期再生が難しくなる。このような例としては、産業再生機構が介入した事例（株式会社ダイエー等）などが挙げられる。

23 Rajan 等 [2003]、Merton 等 [1995]、Kaplan 等 [2001] 等。

24 会社法や証券取引法など法律で義務付けられた監査法人又は公認会計士による正式な監査を、法定監査という。その監査対象は、有価証券報告書を提出している上場企業（証券取引法監査）、資本金5億円以上か負債200億円以上の株式会社（会社法監査）、金融機関（銀行法、保険業法などに基づく監査）などがある。

を改善するため、新たに“会計参与制度”が導入された。会計参与は、公認会計士（および監査法人）又は税理士の資格を持つ会計の専門家（および税理士法人）がなり、取締役等とともに計算書類（財務諸表）の作成に関与することとなった。中小企業の財務諸表の信頼性がより良く担保されることが期待されている²⁵。

(2) プライベート・エクイティ・ファンドの発達度

前述のように、日本でも企業再生ファンドが活動している。それが既存の株主および経営者が自ら企業再生に当たるよりも大きな成果を上げるケースがありうる理由の1つは、次のような点にあらう。すなわち経営の悪化した企業は、過大な負債を抱えていたり、経営戦略に問題があったり、株主と経営者の間にインセンティブ問題があったりするところが多い。そのような企業に対して、企業支配権を取得したファンドは、企業価値を引き上げようという強いインセンティブの下に、専門化したモニタリングやアドバイスの能力を活用して、より適切な経営者を選任したり、より強力な経営戦略を策定しうる可能性がある。その専門性は、特定の産業に属する企業群や、企業発展の特定の段階にある企業群への豊富な投資経験等を通じて培われるもので、一般的な機関投資家の専門性ではカバーできないものである²⁶。また企業再生ファンドの強みには、資金源としてデットを活用する能力があるほか、シンジケーションを組みうるのでより広く専門性を活用する能力もある²⁷。

米国では、ベンチャー・キャピタル・ファンドや企業再生ファンド、バイアウト・ファンド等、情報が少なく市場性の低い株式に専門的に投資するプライベート・エクイティ・ファンドが、1980年代以降、

高度に発達してきた。しかし日本では、その発展が相対的に後れている。企業再生ファンドの活動が量・質ともに一層成長すれば、中小企業の経営悪化に対しても、優れた無形資産や経営者を有するのであれば、相対的に早い段階の、かつ迅速な対応が行われる可能性はあらう。現状は、資本金規模約5億円以上の企業がビジネスの主たる対象となっていて、中小企業分野に十分及んでいるとは言えない。

(3) 資金プーリングによるリスク分散

金融仲介機関は、規模が大きくなると、プーリングによるリスク分散機能をより活用できる。近年、大手銀行等は中小企業分野への貸付業務を積極化しているが、その背景にはプーリングによる強みを持っていることであらう。しかし、米国の状況を見ると、日本に比べ、大手金融仲介機関による中小企業への小規模融資²⁸が盛んである。これは、むしろ事前の金融取引の特色と言うべきであらうが、その背後に、米国の金融機関が多数の金融取引案件をプールすることで、事後の多様な可能性を確率的な考え方で事前の取引条件に反映させ、迅速に対応している状況をうかがわせる。日本でもプーリングによるリスク分散が徹底して活用されれば、より早期の対応が可能とならう。

また米国では、年金ファンド等の機関投資家が、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資をポートフォリオの重要な構成要素として位置づけている。その背景には、ERISA（従業員退職所得保障法）が、ポートフォリオ全体としてのリスクを妥当な水準に維持できているかぎり、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資のような、リターンがきわめて高くなる可能性はあるがリスクは大きい投資も許容されるという考え方を明確にしたことがあげら

25 日本税理士会連合会、日本公認会計士協会、日本商工会議所及び企業会計基準委員会は、中小企業、とりわけ新会社法において導入された会計参与が計算書類を作成するに当たり抱えることが望ましい会計処理を示した「中小企業の会計に関する指針」を公表している。

26 Fenn 等 [1995]

27 Cuny 等 [2006]

28 United States SBA [2005]。米国の場合、中小企業向けの最小規模融資は、クレジットカード貸付が主流である。

れる²⁹。この ERISA の政策が1980年代初めに実施に移されたことが、米国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの急速な成長を促した。日本でも法制上の考え方は同じ方向へと進んでいるが、機関投資家の実際の投資戦略にそれが十分組み入れられておらず、プーリングの活用が徹底されていない。その点は、プライベート・エクイティの発達が不十分である背景の1つとなっている。

(4) 民事再生法の内容

2000年施行の民事再生法は、再建型倒産処理法の基本法として位置づけられている。それが中小企業に対して果たしている役割については、早期に企業再生に着手できるようになったという見方がある一方、民事再生法では早期再生は難しい等、評価は分かれる。

この点について財務データを分析した最近の研究³⁰は、民事再生手続きの申立ては、必ずしも企業再生に結びついていないと言う。申立てを行なった中小企業の過半は既に債務超過に陥っており、また、申立て企業の多くは破産企業よりも財務内容が悪化した状態にあった。そして申立てを行った中小企業の36%が、金融機関の融資拒絶・減額をきっかけとしており、資金が枯渇する中で経営者がぎりぎりまで経営を続け、最後の手段として民事再生手続きを申し立てている姿がうかがわれると言う。

この背景としては、民事再生法を含む倒産法が原則として債務不履行時の手続きであること、また、債務不履行時に企業支配権の移転がきちんと行われていないことがあると考えられる。企業支配権が債権者に移転すれば、とくに債権者のモニタリングやアドバイスの能力が高い場合、借り手と貸し手の合

計利益を大きくするのに役立つ。逆に言えば、企業支配権の所在があいまいなままでは、中小企業の場合に深刻化することの多い、債務者と債権者間のインセンティブ問題に対して早期に対応するのは難しいと考えられる。

(5) 契約上の工夫

前述のベンチャー・キャピタル・ファンドの実証分析によれば、起業後に起こりうる様々な事態をある程度予想したうえ、企業とファンドとの間の事前契約を通じる対応が図られていると言う。例えば、「キャッシュ・フローの分配、議決権、将来の資金調達に関する事項等は、客観的に測られる企業業績に応じて変更される」、「議決・取締役会出席・清算に関する権利については、企業業績が悪い時、ファンドがコントロールし、業績が改善すると、起業家がコントロール力を高める」等が挙げられている。

企業と金融仲介機関との間でも、契約上の工夫を活用することによって、企業経営悪化時に対する早期対応を図ることが可能となるのではないか。例えば無担保・無保証の貸付の場合を考えてみよう。将来に企業経営が悪化した場合、債務不履行前であっても、債務超過となった時、あるいは、その他の予め定めた条件が成立した時は、企業支配権を債務者から債権者へ移転させるというような取決めを事前に結んでおく案が考えられる。具体的には、デット・エクイティ・スワップ（DES、債務の株式化）により負債の額に応じた株式に変更する、あるいは、それに類似する手法³¹をとることが考えられよう。事前にこのような契約を結ぶことは、当事者の互いのコミットメントを強めるであろうし、遅きに失しない対応を可能とするであろう。そして、そのこと

29 遠藤 [1999]

30 白田 [2006]

31 一つの案としては、デット・デット・スワップ（DDS）を応用する方法が考えられる。DDS とは、過剰債務を資金的劣後ローンに転換することである。金融庁「金融検査マニュアル別冊（中小企業融資編）」で資金的劣後ローンに転換する際の要件が定められているが、その一つとして「債務者が金融機関に対して財務状況の開示を約していること、および金融機関が債務者のキャッシュ・フローに対して一定の開与が出来る権利を有していること。」が挙げられている。しかし資金的劣後ローンはあくまで債務であるので、債権者がきちんと企業支配権を持つことができるものではない。中小規模案件については株式よりも債権の売却可能性が高い現状を考えると、DDS に企業支配権を付与する新しい手法の登場が望まれるのではないかと考えられる。

を通じて、債務者である企業には、無担保・無保証でもより円滑な資金調達を行えるというメリットが生まれる一方、債権者には、企業経営が悪化してもより確実な債権回収を行えるというメリットが生まれる³²。

債務者・債権者双方にとって大きな利益をもたら

しうよう、契約の内容は、当事者の個別の状況を踏まえて柔軟なものにできよう。しかしながら日本では、将来の不確実性に対して、契約上の工夫で対応する慣行が十分には発達していない。司法制度の改革が期待されている情勢下、柔軟な法的対応がいっそう活用されるような環境の形成を期待したい。

参考文献

- Aghion, P. and P. Bolton [1992], An 'Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, 59, 473-94.
- Becker, Gary S. [1997], Why Every Married Couple Should Sign a Contract," *Business Week*, December 29
- Fenn, George W., Nellie Liang, and Stephen Prowse [1995], The Economics of the Private Equity Market," *The Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Studies* (<http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/>), 168
- Crane, Dwight B., Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, Andre F. Perold, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Erik R. Sirri, Peter Tufano [1995], *The Global Financial System*, the President and Fellows of Harvard College, (邦訳：野村総合研究所訳、『金融の本質』、野村総合研究所、2000年)
- Cuny, Charles J. and Eli Talmor [2006], A Theory of Private Equity Turnarounds," SSRN (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875823)
- Dewatripont, M. and J. Tirole [1994], A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1027-54.
- Friedman, David [2000], *Law's Order*, Princeton University Press
- Hart, Oliver [1995], *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford: Oxford University Press.
- Hart, Oliver [1999], Different Approaches to Bankruptcy, in *Governance, Equity and Global Markets*, "Proceedings of the Annual Bank Conference on Development Economics in Europe, June 21-23 (Paris: La Documentation Francaise, 2000)
- Hart, Oliver and John Moore [1998], Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt," *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 1-41.
- Jensen, Michael C. and W. H. Meckling [1976], Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaplan, Steven N. and Per Stromberg [2001], Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring," *American Economic Review*, May.
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales [2003], *Saving capitalism from the capitalists*, Random House Inc., (邦訳：堀内昭義、アブレウ聖子、有岡律子、関村正悟訳、『セイヴィング キャピタリズム』、慶應義塾大学出版会、2006年)
- United States Small Business Administration [2005], *The Small Business Economy — A REPORT TO THE PRESIDENT 2005*, United States Government Printing Office Washington: 2005
- 安藤一郎 [2001]、『現代倒産法入門』、三省堂
- 池尾和人 [2003]、『比較金融システム論から学ぶ』、『大和レビュー』、大和総研、2003年秋季号
- 岩崎絵美 [2005a]、修士論文「中小企業における資金調達の問題及びそれに関わる倒産法等の側面について」(慶

32 このようなアプローチは、Becker [1997] の提案している結婚契約の活用に似る論理を持つ。また金融システムにおける早期是正措置や、交通事故防止における速度オーバーの処罰等にも共通する意義がある。つまり実際に大きなロスが発生する前に、客観的な規準を用いてより悪化する事態を防止する、という考え方において類似する点がある。

應義塾大学商学研究科修士課程)

岩崎絵美 [2005b]、「起業インフラの要改善点—特に企業の早期再生をはかる視点から」、慶應義塾大学商学研究科
大学院高度化推進研究プロジェクト

遠藤幸彦 [1999]、『ウォール街のダイナミズム』、野村総合研究所

鞍谷雅敏 [2005]、「「起業家精神」というコンセプト、とくに「都市の役割」との相互作用について」、『中小企業
総合研究』、中小企業金融公庫総合研究所、創刊号 2005年 8 月

鞍谷雅敏・遠藤幸彦 [1999]、「新しい金融資本市場の構築に向けて」、『知的資産創造』、野村総合研究所、2000年
4 月号

実務法研究会 [2000]、『新訂版民事再生法の解説』、一橋出版

白田佳子 [2006]、「再生企業の実態—「再生」の落とし穴」、JICPA ジャーナル No.610

財団法人ベンチャーエンタープライズセンター [2005]、『平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』、
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

高橋美樹 [1999]、「イノベーション、創業支援策と中小企業政策」、『三田商学研究』（慶應義塾大学）、41(6)

田村茂 [1972]、「銀行の規模と効率」、『三田商学研究』（慶應義塾大学）、15(1)

中小企業庁金融課 [2005]、「信用補完制度のあり方に関する検討小委員会とりまとめ～参考資料集～」、経済産業
省

帝国データバンク [2001]、「第二回：民事再生法認可企業の実態調査」、帝国データバンク TDB Watching
2001.11

帝国データバンク [2005]、「特別企画：上場企業の法的申請日、倒産態様調査」、帝国データバンク TDB
Watching 2005.11

法務省 [2006]、「債権回収会社（サービサー）の業務状況について（概要）」、法務省 (<http://www.moj.go.jp/>)

柳川範之 [2000]、『契約と組織の経済学』、東洋経済新報社