

資金供給の優先権と企業救済

三 隅 隆 司

1. 序

「情報の経済学」の応用により、メインバンクの経済機能については見解の一致がみられつつある。それによれば、メインバンクとは、企業の投資案の質や投資および返済態度に関する「中心的な情報生産者」というものである。(堀内 [1990], 池尾 [1989], 早川 [1988])

このような見解をもとに、メインバンク関係の定型化された事実についても説明がつけられている。そのような定型化された事実の一つとして、倒産状態にある企業の救済がある。

「情報の経済学」にもとづいた見解によると、メインバンクが倒産状態にある企業を救済する理由は、「中心的な情報生産者」としての信認を失わないためであるとされている。すなわち、企業が倒産したという事実は、メインバンクが「中心的な情報生産者」であるという任務を十分に果たしていなかったことを意味する。それゆえ、その銀行は「中心的な情報生産者」としての信認を失ってしまい、その後はメインバンクであり続けることはできず、メインバンクとして得られるさまざまな利得を失ってしまうことになる。このような利得の喪失を避けるためにもメインバンクは企業の倒産をでき得る限り避けようとするというのである。他方、メインバンクが必ずしもつねに企業救済を行なっているわけではないことをも説明するために、企業救済のベネフィットが(信認喪失による)コストを上回るときにのみメインバンクは企業を救済するということも述べられている。

しかしながら、企業救済に関するこの2つの説明は必ずしも両立するものではない。信認を得るためには長年にわたって同じ行動を取り続けることが必要である。すなわち、「中心的な情報生産者」としての信認を確立するためには、メインバンクは長年にわたって企業を救済し続けなければならないのである。このことは、企業救済のコスト・ベネフィット比較にもとづいた行動をある程度の期間放棄しなければならないことを意味している。ここにおいて、メインバンクによる信認の維持と私的利益の確保とはトレードオフの関係に陥ってしまい、両者が両立し得なくなるのである。また、メインバンクによる救済態度を見て、一般の投資家はその行動をメインバンクによる上記のコスト・ベネフィット分析にもとづいたものであるのか否かを確認することは困難である。なぜなら、公開された情報のみから、メインバンクのコストとベネフィットを計算することは一般の投資家にとっては不可能であるからである。このように考えると、メインバンクによる企業救済に関するこれまでの見解は、必ずしも説得的ではないことが理解できる。

財務論や法と経済学の分野における近年の研究によると、残余請求権者に企業経営のコントロール権を与えることによって、最適な経営的意思決定が導き出されることが示されている。たとえば、Aghion and Bolton [1992] は、不完備契約の理論を用いて、負債が企業の倒産状態への移行を条件とした経営のコントロール権の移転機能を有しているものであるということを明らかにした¹⁾。すなわち、企業が倒産状態に陥った場合には、負債保有者が企業経営のコントロール権を有することになるというのである。Aghion and Bolton [1992] のこの見解は、企業倒産時には負債保有者が企業収益の残余請求権者となるということがその基礎にあると考えられる。また、法律学者（より厳密には法と経済学の研究者）の研究では、Baird [1986] によって、企業倒産時には負債保有者が残余請求権者であるから、企業経営のコントロール権は負債保有者に与えられるべきであると指摘されている²⁾。このような見解をもとにして、三隅 [1993] は、企業が倒産状態に陥った場合には、メインバンクが負債権者を代表して企業経営のコントロール権を獲

得し残余請求権者としての行動をとれば、社会的に効率的な意思決定がなされることを指摘した。すなわち、メインバンクが残余請求権者としての行動をとる場合には、企業を存続させたときの残余請求権の価値が企業の清算価値よりも大きい限り、メインバンクは企業を存続させることを選好し、企業再建・救済に努力することになる。また、残余請求権者以外の請求権者の有する権利が満たされた後に初めて残余請求権が意味を持つのであるから、残余請求権者の企業存続・清算に関する意思決定は、企業業績を明確に確認できない一般投資家によっても信頼されることになるのである。

ところで、メインバンクを企業倒産時における残余請求権者の代表であるとする上記の見解は、負債保有者が同質的である場合には支持されるものであると考えられるが、複数のタイプの負債保有者が存在する場合には適用可能であるとは考えられない。一般に銀行は、その貸付に当たっては、抵当権の設定等による担保を徴求しており、他の債権者よりも優先的に弁済を受ける権利を有している。それゆえ、企業が倒産状態に陥ったとしても銀行が残余請求権者になるということはない。したがって、弁済の優先権に応じて複数のタイプの債権者が存在する場合における企業経営のコントロール権の配分についても考察することが必要となってくる。

本稿は、このような問題を考察するものである。まず第2節において、弁済の優先権に応じて複数のタイプの債権者が存在する場合における残余請求権者へのコントロール権の配分の効果を考察する。Baird [1986]等の指摘にしたがえば、このときには最適な経営意思決定が行なわれるはずである。しかしながら、Bulow and Shoven [1978]やWhite [1980]によって示されたように、Baird [1986]の考え方では、必ずしも最適な意思決定は行なわれない。本節では、Bulow and Shoven [1978]等の分析を紹介した上で、なぜBaird [1986]の考え方が最適性を保証しないかを考察する。ついで第3節では、第2節で指摘された問題点を解消するための方法としてBebchuk [1988]が提案した企業経営のコントロール権の配分方法を紹介する。本節で示されるように、Bebchuk [1988]の提案は、企業倒産時に

おける最適な経営意思決定を実現するものではあるが、現実にはこのような方法はとられていない。そこで、第4節では、現在の倒産法制度のもとで Bebchuk [1988] の提案したコントロール権の配分を実現するための方法を考察する。本節での考察を通じて、本来は残余請求権者であるとは考えられない優先的資金供給者である銀行（メインバンク）が、企業経営のコントロール権を有する可能性があることが理解される。さらに、メインバンクが多額の貸付を行なう理由についても、従来とは異なる新たな説明が与えられる。

2. 残余請求権者へのコントロール権の配分

負債と株式とによって資金を調達している企業を考える。この企業への資金供給者として、優先的債権者、一般債権者、株主の3者が存在しているとす。そして、優先的債権者の債権の額面価値は D_1 、一般債権者の債権の額面価値は D_2 であるとする。したがって、この企業は $D_1 + D_2$ だけの負債をおっていることとなる。

いま、この企業が債務不履行の状態（本稿ではこの状態を「倒産状態」という）に陥ったとする。したがって、この企業はバランス・シート上において以下の条件を満たす状態にあることとなる。

$$C < D_1 + D_2 \quad (1)$$

$$C + L < D_1 + D_2 \quad (2)$$

$$C + P < D_1 + D_2 \quad (3)$$

ここで、 C は企業の有する流動資産（現金）の価値、 L は企業の有する投資プロジェクトの清算価値、 P は投資プロジェクトの存続価値である。 P は経済の状態に依存して変動する確率変数であり、簡単化のために、等確率で $P + G$ 、 $P - G$ の値をとるとする³⁾。

さらに、企業が清算された場合には、その清算価値によって優先債権者への負債は完全に支払えるが、全ての負債を完全に返済することは不可能であるとする。すなわち、 L と D_1 および D_2 に関して以下の条件が成立してい

るとする。

$$D_1 < L < D_1 + D_2 \quad (4)$$

また、企業が存続した場合には、投資案の平均的収益の値は、優先債権者に対しては負債の全額返済が可能であるが、全債権を返済することは不可能であるようなものであるとする。したがって、 D_1 、 D_2 および P の間には以下の関係式が成立しているとする。

$$D_1 < P < D_1 + D_2 \quad (5)$$

他方、投資収益の実現値に関しては、収益がよい場合には全ての債権者への返済が可能であるが、収益が悪い場合には優先債権者に対してもその負債を全額返済することは不可能であるとする。すなわち、

$$P - G < D_1 < D_1 + D_2 < P + G \quad (6)$$

が成立しているとする。

Baird [1986] および Baird and Jackson [1988] にしたがえば、この状況での残余請求権者は一般債権者となる。よって、企業の存続/清算決定は、一般債権者に与えることが最適なはずである。しかしながら、この場合にはそのようなことはいえないのである。

社会的に最適な存続/清算決定は、存続した場合の企業価値が企業の清算価値よりも大きい限り企業を存続させるというものである。すなわち、

$$P > L \quad (7)$$

である場合に、企業を存続させることが最適であるということとなる⁴⁾。

では、残余請求者である一般債権者に企業経営のコントロール権を与えた場合には、どのようになるであろうか。(4)より、清算を行なった場合に一般債権者が受け取る価値は、 $L - D_1$ である。また、企業を存続させた場合には、その投資収益の実現値に応じて変わってくる。投資収益がよい場合には、一般債権者は負債の完全返済を受けられるのであるから、その受取価値は D_2 となる。他方、投資収益が悪い場合には、優先債権者へ支払った残余が一般債権者の受取となるが、(6)よりこの場合には投資収益の全てが優先債権者へ支払われることとなるため、一般債権者の受取はゼロである。投資収

益の状態は等確率で発生すると考えられているため、企業を存続させた場合の一般債権者の受取額は、 $0.5D_1$ となる。したがって、一般債権者による、企業の存続/清算の意思決定は、

$$0.5D_2 > L - D_1$$

のときに企業を存続させるというものである。この関係式は、 $2D_1 + D_2 > L$ である限り一般債権者は企業を存続させるということの意味しており、 $P < L$ すなわち本来清算すべき企業を存続させるという意思決定を行なう場合もあれば、 $P > L$ といった条件を満足する本来存続させるべき企業を清算させてしまう可能性もあることとなる。したがって、Baird [1986] 等の指摘にしたがっても、最適な意思決定は実現されないこととなるのである⁵⁾。

なぜ、残余請求権者へのコントロール権の配分によっても最適な意思決定が実現されないのであろうか。答は簡単である。一般債権者は、平均的な(あるいは仮想的な)残余請求権者ではあっても、現実の残余請求権者ではないからである。Baird等は、(5)によって一般債権者が残余請求権者であると指摘しているが、ここでの P はあくまでも期待値であって、現実には実現しない値である。企業が存続した場合に現実に実現する投資収益は、 $P + G$ または $P - G$ である。そして、前者の収益が実現した場合には株主が残余請求権者であり、後者の収益が実現した場合には優先債権者が残余請求権者なのであり、一般債権者はいずれの状況においても残余請求権者とはならない。したがって、一般債権者に企業経営のコントロール権を与えよというBaird等の指摘は、実は残余請求権者ではない経済主体に企業経営のコントロール権を与えよという、彼らの意図とは全く異なる主張を行なっていることになる。平均的な残余請求権者と現実の残余請求権者との混同——これがBaird等の主張にしたがっても最適な意思決定が行なわれない原因である。

では、いかなるコントロール権の配分を行なえばよいのであろうか。この点を考察し、最適なコントロール権の配分方法を示したのが、Bebchuk [1988]である。次節で、Bebchuk [1988]の提案について考察しよう。

3. コントロール権の最適配分

前節で考察した非効率な意思決定を回避するための方法として、Bebchuk [1988] は、次のようなコントロール権の配分法を提案した⁶⁾。

まず、倒産状態にある企業を100%株式調達の企業として再出発させる。そのうえで、各請求権者に次のようなオプションを与える⁷⁾。

優先債権者に、株式の100%を与える。ただし、企業経営者はこの株式を D_1 の価格で買い取ることができる⁸⁾。また、一般債権者に対しては、株式の100%を D_1 の価格で購入するオプションを与える。ただし、企業経営者は、一般債権者がオプションの行使によって得た株式を D_2 の価格で買い取ることができるとする⁹⁾。さらに、株主に対しては、株式の100%を D_1+D_2 の価格で購入するオプションを与える。この場合には、企業経営者は株主がオプションの行使によって得た株式を買い取ることはないとする¹⁰⁾。

さて、このような手続によって、コントロール権はどのように配分され、企業の存続/清算の意思決定はどのように行なわれるのであろうか。

いま、ある資金供給者が考えている企業価値の最大値を V とする。株主の意思決定から考えよう。株主が $V > D_1 + D_2$ であると思っているとする。このとき株主は、自らの保有するオプションを行使して、企業の全株式を獲得しようとするのであろう。なぜならば、 $V > D_1 + D_2$ である場合には、オプションの行使によって株主は $V - (D_1 + D_2)$ だけの利得を獲得できるからである。そして経営者は、株主から受け取った $D_1 + D_2$ の資金によって、優先債権者および一般債権者への負債を返済することとなる。債権者への返済がなされたのであるから、企業の清算/存続によって生じたキャッシュフローは全て株主が受けることとなり、株主が残余請求権者となる。したがって、残余請求権者たる株主は、企業の清算価値と存続価値とを比較してより大きな価値を獲得するべく、経営的意思決定を行なうこととなる。すなわち、 $P > L$ の場合には企業の存続を決定し、逆の場合には企業を清算することとなるのである。

次に、全ての株主および何人かの一般債権者が $D_1 < V \leq D_1 + D_2$ であると考えているとしよう。この場合には、株主はそのオプションを行使することはない。他方で、一般債権者がオプションを行使することとなる。そして、経営者は一般債権者から受け取った D_1 で優先債権者へ負債の返済を行なうこととなる。この場合には一般債権者が完全な残余請求権者であり、さきと同様に一般債権者は、 P と L とを比較して、より大きな値を実現するべく経営的意思決定を行なうこととなる。

最後に、 $V \leq D_1 + D_2$ であるとしよう。この場合には、株主も一般債権者もオプションを行使することはなく、企業の全株式を優先債権者が保有することとなる。したがって、優先債権者は完全な残余請求権者として、社会的に最適な企業の存続/清算の意思決定をすることとなる。

以上のようにして、Bebchuk [1988] によるコントロール権の配分は、1つのタイプの資金供給者を完全な残余請求権者とすることにより、社会的に最適な経営的意思決定を実現することとなるのである。

Bebchuk [1988] のこの方法は、企業価値に関する情報を操作しようとしても、資金供給者によるオプションの行使という行動によって、彼の企業価値に対する考えが一般に明らかにされてしまうこととなるため、そのような行動が社会的に非効率な状況を生み出すことはない。また、各個人の企業価値に対する評価が異なっていたとしても、問題を生じることはない。たとえば、一般債権者の中に、 $D_1 < V \leq D_1 + D_2$ であると考えているものと、 $V \leq D_1 + D_2$ であると考えているものが存在していたとしよう。このとき、前者のタイプの一般債権者（債権者 A と呼ぶ）はオプションを行使しようとするが、後者のタイプの一般債権者（債権者 B と呼ぶ）はオプションを行使しようとはしない。したがって、一般債権者の支払金額によっては優先債権者の負債を返済することができなくなってしまい、問題が生ずると考えられるかも知れない。しかしながら、以下の理由によってそのような問題は生じないのである。まず第1に、優先債権者も一般債権者も、Bebchuk [1988] の方法を実行した後は全て株主なのであるから、両者の請求権が対立すると

いうことはない。第2に、そもそも一般債権者からの支払によって優先債権者の負債が返済されないという状況は生じ得ないとも考えられる。なぜならば、債権者Aが債権者BからBの有するオプションを購入すると考えられるからである。オプションを行使しなかった場合には利得を得る権利がないのであるから、この場合の利得はゼロである。債権者Aはオプションの行使によって $V-D_1$ だけの利得が獲得できると考えているのであるから、 $q(0 < q < V-D_1)$ の価格で債権者Bのオプションを購入すれば、正の利得を獲得することができる。他方、債権者Bもオプションを売却することによって正の利得を得ることができるため、オプションを行使しないだけの場合に比べて多くの利得を獲得することができる。このようにオプションの売買は、両者のタイプの債権者をよりよくするから、当然にオプションの売買が行なわれ、一般債権者から受け取った資金によって経営者は優先債権者への負債の返済を行なうことができるのである。

このように、Bebchuk [1988] によって提案された方法は、社会的最適性および個人的合理性の両者を満足する最適なコントロール配分方法であり、今後この制度の導入を検討してみることは意義あることであると考えられる¹¹⁾。

4. 優先債権者によるコントロール

前節で考察したBebchuk [1988] によるコントロール権の配分方法は、最適な意思決定を保証するものではあるが、これまでのところ、このような方法はとられていない。では、現在の制度のもとで、Bebchuk [1988] の方法を実現するにはどのようにすればよいと考えられるであろうか。本節では、この点を考察しよう。

第2節で考察した状況を再び考えよう。優先債権者、一般債権者および株主の3者が資金供給を行っており、(1)から(6)で表わされるような債務不履行の状況に企業はあるとする。

この状況は、第3節での例では、一般債権者がオプションを行使する状況

に対応している。したがって、一般債権者を唯一の残余請求権者とする事によって、個々の経済主体の個人的合理性を満足した上で、社会的にも効率的な経営的意思決定が行なわれることとなる。そのためには、経営者は、 D_1 の額面の社債を一般債権者に対して追加発行し、獲得した資金で優先債権者の負債を返済すればよい。そして、経営的意思決定およびその結果得られる収益の獲得権を全て一般債権者に与えればよい。

このとき、企業の存続の時に一般債権者が獲得する期待ペイオフは、

$$0.5(P+G)+0.5(P-G)-D_1$$

であり、清算の場合に一般債権者が獲得する期待ペイオフは、

$$L-D_1$$

である。したがって、一般債権者は、

$$0.5(P+G)+0.5(P-G)-D_1 > L-D_1$$

のときに企業の存続を決定することとなり、これは

$$P > L$$

と同値である。すなわち、社会的にも最適な経営的意思決定が行なわれることとなるのである。

このような手続がとられれば、Bebchuk [1988] によって提案された手続にしたがった場合と同じ結果が得られる。しかしながら、一般債権者が経営者による社債の追加発行に応じるかどうかは疑問である。第1に、経営者と一般債権者との利益相反が発生する可能性がある。経営者はできる限り清算を回避したいと考えている。清算を回避するためには、なによりもまず企業の存続のための投資案の続行が可能である状況を整えておく必要がある。

ところで、優先債権者が優先権を有するためには、企業の財産に対して担保権を設定するという方法がとられる。担保がその機能を有効に発揮するためには、借手にとって重要な資産をその対象とすることがよい。したがって、優先債権者は、企業の投資続行にとって不可欠な資産を担保の対象とすることになる。このことは、企業が存続するためには、優先債権者が担保権を実行しないことが必要であることを意味している。優先債権者の有するこのよ

うな「脅し」の存在のために、経営者はできる限り優先債権者へは負債の返済を確実にこなさうという誘因を有することになる。その結果、一般債権者の犠牲のもとに優先債権者への返済を行なうという利益相反が発生する可能性が存在するのである。もちろん、一般債権者が企業の投資収益および清算価値について経営者と同等の情報を持っていれば、このような利益相反が発生する危険性はない。しかしながら、一般債権者には、企業業績に関する情報を清算しようとする誘因は存在しないのである。一般債権者は多数の投資家によって構成されている。このとき、一投資家当たりの社債の持分が小さな場合には、情報生産に要するコストの方が利益相反の回避によって得られるベネフィットよりも大きくなってしまい、情報生産に関するフリーライドが発生してしまう。その結果、一般債権者による情報生産は行なわれなくなるのである。これが、一般債権者に対する社債の追加発行が困難である第2の理由である。すなわち、平均的な残余請求権者である一般債権者を絶対的な残余請求権者とするのは困難なのである。

では、増資によって資金を調達し、その資金によって債権者への負債の返済を行ない、株主を絶対的な残余請求権者とする場合を考えてみよう。負債返済のために必要な増資額は $D_1 + D_2$ であるから、企業が存続した場合の株主の利益は

$$0.5(P+G) + 0.5(P-G) - (D_1 + D_2) = P - (D_1 + D_2)$$

である。他方、清算された場合には株主の受取はゼロである。したがって、株主が企業の存続を支持するための条件は、

$$P > D_1 + D_2$$

である。仮定により、 $L < D_1 + D_2 < P$ であるから、株主を絶対的な残余請求権者とした場合には、本来存続させるべき企業をも清算してしまうことになり、社会的に非効率な意思決定が行なわれることとなってしまう。

したがって、優先債権者を絶対的な残余請求権者とするしか方法がないことが理解できる。この場合には、

$$0.5(P+G) + 0.5(P-G) > L$$

が存続のための条件となり、これは $P > L$ と同値である。すなわち、社会的に効率的な経営的意思決定が行なわれるのである¹²⁾。

以上より、一般債権者による情報生産が行なわれず、経営者と一般債権者との間に利益相反が発生する可能性がある状況においては、優先債権者を残余請求権者として経営的意思決定を優先債権者に与えることが社会的に効率的なのである。

ただ、この場合には、社会的には効率的な状況が達成できるとはいえ、本来一般債権者が享受すべき利得 ($P-L$) が優先債権者に帰属するという問題が発生する。このような一般債権者から優先債権者への富の移転について一般債権者は反対しないであろうか。

このような可能性については次のように考えることができる。まず第1は、この富の移転は利益相反の発生による損失を回避するためのリスクプレミアムであるという考え方である。利益相反が発生した場合一般債権者は本来負担すべきでないコストを負担せねばならなくなる。優先債権者に経営的意思決定を与えることによって、一般債権者はこのコスト負担を回避できるのであるから、優先債権者への富の移転はこのコスト負担を回避するためのプレミアムであると考えることができ、一般債権者もそれを許容するであろうという考え方である。第2は、破産費用負担に関するフリーライダーの発生である。債権者が破産の申し立てを行なった場合、申し立て者は裁判所の決定した破産費用を予納しなければならない¹³⁾。一般債権者一人当たりの持分が小さい場合には、この破産費用の負担というコストは破産手続の終了によって配当されるベネフィットよりも大きいと考えられ、破産費用の負担に関するフリーライドの発生が考えられる。この場合には、一般債権者による破産申し立ては行なわれず、優先債権者による経営的意思決定が支持されることとなるのである。さらに、優先債権者の債権額が大きく、したがって一般債権者の債権額が小さい場合には、上記のフリーライドの可能性はより高くなるであろう。優先債権者たるメインバンク（群）の債権額が大きき理由は、この点に求めることもできる。すなわち、メインバンクは貸付のシェアを大

きくすることによって、一般債権者による破産申し立てを回避しようとしているとも考えられるのである。

5. 結論

本稿では、優先債権者であり、本来は企業救済を行なう誘因のない銀行が倒産状態にある企業の存続を支持する理由を考察してきた。その結果、一般投資家と企業経営者との間の情報の非対称性の存在によって、一般投資家が残余請求権者となり得ない場合には、社会的効率性を達成するためには優先債権者たる銀行が企業の存続/清算の意思決定を行なうことが必要であることが理解された。さらに、メインバンクの貸付額が大ききなものである理由として、一般債権者による一方的な破産申し立てを不利益なものとし、それによって社会的効率性の達成を実効性あるものとするのが考えられた。

もちろん、メインバンクは常に本稿で考察したようにして企業の存続を助けるわけではない。メインバンクがその優先権を実質的に破棄して、一般債権者への返済を負担した後に残余請求権者となって企業経営のコントロール権を有する場合もある¹⁴⁾。したがって、本稿での考察は、メインバンクによる企業救済の一般的説明を行なったものではなく、その一つの可能性を考察したものと位置づけることができる。

- 1) 同様の見解は、Zender [1991] によって示されている。
- 2) Baird and Jackson [1988] は、Northern Pacific Railway の倒産において、裁判所が一般債権者の権利を無視して、優先的債権者による企業債権を支持した判決に対して、優先的債権者は残余請求権者ではないため、この判決は支持できないと主張している。そして、このケースにおいては、残余請求権者である一般債権者の利益を保護するためにも、一般債権者にコントロール権を与えるべきであったとしている。
- 3) このような単純化の仮定は、Bulow and Shoven [1978] および White [1980] にしたがったものである。
- 4) 明らかに、この関係式は、 $C+L < C+P$ から得られたものである。

- 5) 清算を回避したいと考えている経営者(株主)が、投資収益がよい場合に全ての残余収益を一般債権者に与えたとしても、この結論は変わらない。この場合には、存続における一般債権者の期待受取額は、 $0.5(P+G-D_1)$ となり、一般債権者の意思決定は、

$$0.5(P+G-D_1) > L-D_1$$

の場合に企業を存続させるというものとなる。この条件は、

$$P-L > L-D_1-G$$

というものであり、この関係式を満たしている限り、

$$0 > P-L > L-D_1-G$$

であっても、企業の存続を決定するということになってしまう。

- 6) Bebchuk [1988] の方法は、Aghion, Hart and Moore [1992] においても、最適な手続として評価されている。
- 7) 以下では、簡単化のため、企業への資金供給者としては、優先的債権者(負債額面 D_1)、一般債権者(負債額面 D_2) および株主の3者のみを考える。より多くのタイプの資金供給者が存在したとしても、議論は同じである。
- 8) 優先債権者は、企業経営者による株主の買取りを拒否することはできないとする。すなわち、この手続において優先債権者は、企業の株式全額を0の価格で購入するコールオプションを保有していると同時に、企業の株式全額を D_1 の価格で購入するコールオプションを売却したと考えられるのである。
- 9) 優先債権者の場合と同様、一般債権者は企業経営者による株式の買取りを拒否することはできないとする。したがって、この手続において一般債権者は、企業の株式全額を D_1 の価格で購入するコールオプションを保有していると同時に、企業の株式全額を D_2 の価格で購入するコールオプションを売却したと考えられるのである。
- 10) したがって、株主は、企業の全株式を D_1+D_2 の価格で購入するコールオプションを保有していると考えられるのである。
- 11) Aghion, Hart, and Moore [1992] は、東欧において制定が行なわれようとしている破産制度において、この手続を導入することを提案している。
- 12) 優先債権者を絶対的残余請求権者とする場合に、一般債権者と同様の問題が発生することはないと考えられる。企業の清算を極力回避したいと考えている経営者には、清算決定に対して大きな力を有している優先債権者の利益を犠牲にしようという誘因は存在しないであろう。また、優先債権者も清算決定という「脅し」を信頼できるものとするために、情報生産をする誘因を有してい

るはずである。(この点については、Gorton and Kahn [1993] に示されている) また、優先債権者をメインバンクを考える本稿の問題意識のもとでは、メインバンクが「中心的な情報生産者」であるとの見解からも、優先債権者による情報生産は支持されるであろう。

13) 破産法第139条。

14) Gilson [1990] の実証研究によれば、企業倒産時においては、資金供給の優先順位が実質的に変更される例も多いことが示されている。

(参考文献)

- Aghion, P. and P. Bolton [1992], "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies* Vol. 59, No. 3
- , O. Hart and J. Moore [1992], "The Economics of Bankruptcy Reform," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 8
- Baird, D. G. [1986], "The Uneasy Case for Corporate Reorganization," *Journal of Legal Studies*, Vol. 15 No. 1
- and T. H. Jackson [1984], "Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy," *The University of Chicago Law Review*, Vol. 51
- and ——— [1988], "Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule," *The University of Chicago Law Review*, Vol. 55
- Bebchuk, L. A. [1988], "A New Approach to Corporate Reorganizations," *Harvard Law Review*, Vol. 101
- Bulow, J. and J. Shoven [1978], "The Bankruptcy Decision," *Bell Journal of Economics*, Vol. 9
- Gilson, S. G. [1990], "Bankruptcy, Board, Banks, and Blockholders," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27
- Gorton, G. and J. Kahn [1993], "The Design of Bank Loan Contracts, Collateral, and Renegotiation," *NBER Working Paper* No. 4273
- White, G. [1980], "Public Policy toward Bankruptcy: Me-first and Other Priority Rules," *Bell Journal of Economics* Vol. 11
- Zender, J. F. [1991], "Optimal Financial Instruments," *Journal of Finance*

Vol. 46

池尾和人 [1989]「金融：金融仲介理論の新展開」伊藤元重・西村和雄（編）『応用ミクロ経済学』第2章 東京大学出版会

堀内昭義 [1990]「金融システムは如何に機能するか」『ファイナンシャル・レビュー』（大蔵省財政金融研究所）

三隅隆司 [1993]「コントロールメカニズムとしてのメインバンク」『ビジネスレビュー』（一橋大学産業経営研究所） Vol. 40

（一橋大学助教授）