

## 企業再生と株価：監視人を誰が監視するか？

名古屋市立大学 井上光太郎

神戸大学 加藤英明

### 《報告要旨》

本稿は、日本のバブル経済崩壊直後の1990年から大手企業の過剰債務問題の解決に目処がついたとされる2005年3月までの15年間における財務破綻企業による私的整理の経済効果を、200以上の私的整理のイベントを対象に、財務破綻企業の株価をベースに検証している。日本は、市場中心の企業モニタリング・メカニズムではなく、銀行や系列企業が代表して企業モニタリングを行うメカニズムが発達した代表的な市場と位置づけられ、財務破綻状態の企業を効率的に再生できる点がそのメリットの一つとして挙げられてきた。これに対し、本稿は銀行や系列企業が主導する私的整理は抜本的な解決の先延ばしの性格を持つために市場の信頼を得られず、市場の信頼を得るためには系列企業や銀行以外の第三者（銀行監督当局や外部スポンサー）の介入が必要であることを示している。本稿の示す結果は、日本のコーポレートガバナンスの主要な担い手として位置づけられてきたメインバンクや系列企業による問題企業に対する介入が、必ずしも問題企業の企業価値にポジティブな効果を持たないという点で Morck and Nakamura (1999) および Weinstein and Yafeh (1998) と一致する。

Gilson et al(1990)による米国における私的整理の分析結果と本稿の結果を比較すると、日本では私的整理そのものは米国より容易に合意に達するが、第三者の介入がない限り、私的整理による問題企業の企業価値の上昇幅は米国に比較して大幅に小さい。すなわち、市場メカニズムに基づく私的整理ほどは、メインバンクや系列企業が主導する私的整理は市場の信任を得ていない。

同時に、1998年以降の銀行監督当局による不良債権処理への直接的な介入が市場でポジティブに評価されていることは、監督当局の適切な監視と介入の重要性を指摘している Dewatripont and Tirole (1994) と整合的であり、それ以前には「監視人を監視する」システムが十分に機能していないことが、日本のコーポレートガバナンスの問題点であったことが示唆される。