

Econoinformatics

# 経済情報学研究

NO.122 2023

## 論文

社会的企業の破産手続きについて：Aghion-Hart-Moore モデルの応用

## 目次

- はじめに
- 破産手続き
  - デフォルトの問題点
  - 現実の破産手続きの例
- Aghion-Hart-Moore モデルと考察
  - Aghion-Hart-Moore モデル
  - 考察：利点と課題
- 結論

令和5年10月

The Association of Econoinformatics, Himeji Dokkyo University

姫路獨協大学

経済情報学会



# 社会的企業の破産手続きについて： Aghion-Hart-Moore モデルの応用

加藤 善昌

## 要旨

本稿は、「社会的企業」と呼ばれる組織の破産手続きについて部分的に考察したものである。「社会的企業」は一般的な非営利組織とは異なり、営利性を有する。そのため、経営における意思決定では金銭的な責任を持つ主体の意思が反映されるのが好ましい。そして、そのような主体が反映されやすいことによって、破産手続きにおいて有効性を持ちやすい Aghion-Hart-Moore モデルが活用される。また、このことは、「社会的企業」と呼ばれる組織と一般的な非営利組織のきわめて重要な差異の一つである。

キーワード；社会的企業，破産，責任，Aghion-Hart-Moore モデル

JEL Classifications; D86, L31, M14

## 1. はじめに

企業の経営において、破産は避けるべき選択肢として扱われるのが一般的である。確かに、経済のマクロ変数として失業率などには自然状態がある。しかし、自然水準を超える場合は経済の状態は否定的に述べられることが多い。特に、2020 年代以降の経済状態については、「倒産」という言葉とともに「不況」として景気が否定的に述べられることが日本では多かった。

しかし、今一度考察してみると、破産そのものは決して避けるべきものではない。むしろ、産業としての発展や清算後の事業の効率性をふまえると、選択肢として常に存在すべきものであるといえる<sup>1</sup>。生存のみを常に考えるのではなく、その逆として「終わり」を考えることは実際の経営判断において不可欠であり、さらに、学術的探索においても同様である。

そして、それは社会的企業の分析においても同様である。社会的企業の分析においては、経済やコミュニティにおける意義が肯定的に述べられることが大半である<sup>2</sup>。しかし、社会的企業も組織である以上、その存在について肯定的な見解と否定的な見解の双方を鑑みすることは不可欠である。したがって、社会的企業の経営において破産は常に選択肢の一つとして含まれるべきであり、そして、学術的探究においても同様である。ところが、そのような研究は存在しない。

---

<sup>1</sup> Aghion and Bolton (1992) や Aghion and Howitt (1992) を参照。

<sup>2</sup> 例えば Borzaga, et al (2009)。

本稿は、社会的企業における破産手続きについて考察したものである。そして、破産において有効になる手続きとしてある方法を先行研究に則ったうえで提案する。また、破産という選択肢について考察することは、経済事象につきまとうリスクについて考察することでもある。そして、リスクについて考察するとき、「社会的企業」と呼ばれる組織はあくまで経済主体としての「企業」の一つであり、「非営利組織」とは明確に異なる点を有することが明らかになる。

本稿は以下のようになっている。まず2節では、一般的な破産手続きとその例示を行う。そして3節では、破産手続きにおける障害とそれを克服するための特殊な方法を紹介し、その方法を評価しながら社会的企業の経営における可能性について考察する。最後の4節では、まとめと今後の課題と展望を述べる。

## 2 破産手続き<sup>3</sup>

### 2.1. デフォルトの問題点

デフォルトとは一般的には債務不履行を指すものであるが、それは債務者の資産をコントロールする権利が債権者に移行することを示す。このとき、債権者がもし複数存在する場合、資産をどのように処分し、さらに、それをどのような優先順位にしたがって配分するかが大抵の場合は問題になる。有担保貸付の資産である場合は、資産を処分することによって債権者に対する補填は完結する。そして、その役目は司法などの公権力が担い、かれらが執行する。

ただし、問題となるのは、資産の処分によっても債権者に対して完全には補填できない場合である。そして、現実的にはこれらのケースが債務不履行では大半を占めており、債権者は大きな損害を被る。このとき、債権者が損害を被る理由となるのが取引費用である。コースの定理では、当事者同士の交渉によってパレート最適な均衡解を実現できるとされているが、取引費用が発生する場合はその限りではない。そして、債権者と債務者間で取引費用や情報の非対称性によって特に資産のコントロール権が明確でない場合は、「不完備契約」として広く知られている。

このような問題のもとで債務不履行が生じているとき、事業を清算すべきか否か、すなわち、破産手続きを行うかどうか問題となる。そして、もし破産手続きを行う場合において、達成されるべき目標として Hart (1997) では以下の三つをあげている。まず一つ目は、請求権者（すなわち債権者）が手にする金額が最大限になっているという意味で、破産手続きが効率的になっていることである。もしこの目標が実現されない場合、債務者及び経営者に対する信用は維持されないこととなる。すなわち、事業を行ううえでの最も基礎的な条件を欠くこととなる。したがって、この目標は達成されるべきものである。

二つ目は、破産による罰則は経営者が適切な経営を行うインセンティブである一方で、短期

---

<sup>3</sup>以下の2節と3節は、Aghion, et al (1992) と Hart (1995) のレビューと並行しながら、社会的企業における経済的責任の在り方と Aghion-Hart-Morre モデルの活用について考察したものである。

的な利得のために経営者がリスク管理を誤るインセンティブにはならないことである。この目標が実現されない場合は、経営者による適切な経営が行われないことにくわえて、経営者にだれも就任したからなくなることも発生する。すなわち、適切な経営が行われるうえでこの条件は必要なものである。

最後に、破産手続きにおいて請求権の優先順位を順守することである<sup>4</sup>。これは、債権者からの信頼を維持するうえで必要不可欠なものである。もしこの目標が達成されない場合、目標1と同様に債権者からの信頼を債務者は与えることができず、融資における最低限の条件が成立しなくなってしまう。よって、この目標も必ず達成されなければならないものである。

以上の三つは、企業の生産を行う際に遵守される必要があるものである。ただし、これらの間で背反的なケースも存在する。また、これらの目標が達成されるのは、特に中小規模の企業についてのケースである。よって、かなり強い仮定に依存しているとみなすこともできる。特に、「利潤の追求」と「社会問題の解決」を目的として、マルチステークホルダー・ガバナンスが形成されると考えられる社会的企業においては、全ての目標が不可欠である。したがって、これらに対する十分な配慮を有した破産手続きが必要になってくる。

## 2.2. 現実の破産手続きの例

以下では、破産手続きについていくつかの例をみていく。まず、現金競売と呼ばれる手法である。これは、米国のチャプターセブンや英国の清算手続きが代表的な例としてあげられる。まず管財人が企業の資産の売却を管理し、債権者に対して絶対的な優先順位にもとづいて配分される。一般的には、担保付債務が最優先され、その他の優先権が付与された請求権が優先される。そして、その次に無担保債務が優先され、その次に劣後債、最後に株式が優先される。

しかし、現金競売では取引費用や情報の非対称性、そして、情報の非対称性から生じるモラル・ハザードが生じやすく、現金競売が滞りなく行われることは少ない。特に、取引費用の発生は資本市場の不完全性を象徴しているともいえる。これは、資産を処分することによって新設される企業についてリスクを負担し、出資しようとする債権者の集団を形成できなくなってしまう可能性が生じることを意味する。したがって、現金競売では再建後の事業を行うことができなくなる可能性がある。これは、社会的企業においても同様である。よって、社会的企業の破産手続きとして現金競売ではステークホルダーが事業に再び参加しようとするインセンティブを保持することは難しいだろう。

次の方法は、ストラクチャード・バーゲニングと呼ばれるものである。この方法に該当するものとして、米国のチャプターイレブンや英国の1986年破産法 (Insolvency Act) にもとづく会

---

<sup>4</sup>一般的に、最も後になるのは普通株主である。

社再建手続き、さらに、フランスやドイツ、日本における再建のための手続きも含まれる。この方法は、債権者たちが当該企業の今後、すなわち、清算すべきか否かという点、そして、資産を処分して配分するならばそれはどのように行われるべきかという点を、定められた規則のもとで議論して決定するものである。

この方法の問題点としては、意思決定のための費用が大きくなる点である。特に、根本的な問題点として Hart (1997) では以下の二つがあげられている。まず、問題の一つ目は、再建される企業についてそもそも客観的な企業価値が存在しない点である。したがって、債権者間の議論がそもそも成立しなくなってしまう。そして、問題の二つ目は、企業の将来についての意思決定において適切な意思決定が行えないリスクがあることである。特に、企業の最終的な処分からほとんど影響を受けない債権者による意向が、投票方法や決定方法によっては最終案として採択される可能性を十分に有している。この問題点は、マルチステークホルダー・ガバナンスが形成されると考えられる社会的企業では、特に致命的な問題点となりかねない。

以上のように、現行の破産手続きでは社会的企業について適切な破産手続きを行うことは難しい。また、狭義の非営利組織とは異なり「利潤の追求」を目的とする社会的企業においては、金銭的なインセンティブを持つ投資家たちに対する権利は最大限遵守される必要がある。彼らのインセンティブを順守することは、社会的企業において必要不可欠である。社会的企業においては「社会問題の解決」も不可欠なインセンティブではあるが、「社会問題の解決」を実現させるために「利潤の追求」も必要不可欠である。そのため、現行の破産手続きでは再建後の新規事業の施行も難しくなる。よって、現行の破産手続きに代わる破産手続きが必要であるといえるだろう。

### 3. Aghion-Hart-Moore モデルと考察

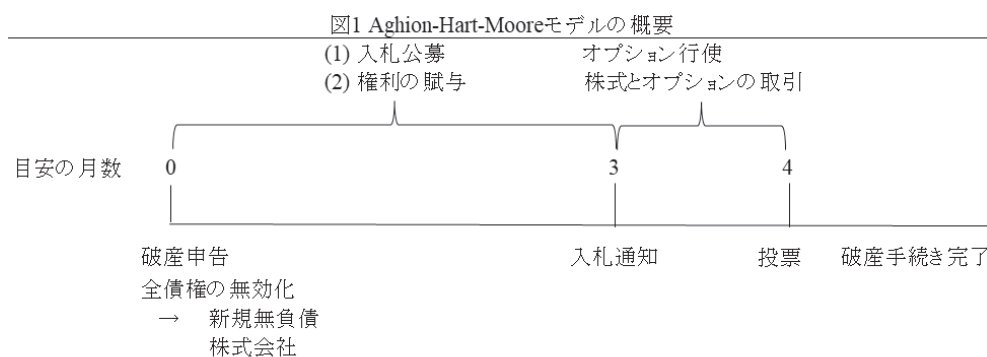
#### 3.1. Aghion-Hart-Moore モデル

破産手続きは、上述のチャプターセブンとチャプターイレブンのような問題点を抱えている。そして、それらはそれぞれ、取引費用や情報の非対称性が存在しない完全資本市場の仮定と、客観的な指標が存在しないことから生じる意思決定の課題があげられる。これらをカバーする方法が、Philippe Aghion と Oliver D. Hart、そして、John H. Moore によって考案された破産手続きであり、かれらの名前より Aghion-Hart-Moore モデルと呼ばれることもある。この破産手続きは Bebchuk (1988) を参考にされたものであり、すべての請求権者を均一な株主に変換したうえで、企業について投票にもとづく多数決で意思決定しようとする試みである。ただし、重要な点として、株式の分配は請求権者の資産の絶対優先権の順位にしたがうものとする。

この方法は、担保付債権の扱いと破産管財人の役割にしたがって以下の二つのケースに大別される。そして、それにともなってチャプターイレブンか英国の会社再建手続きのどちらに近いかが決まる。ただし、基本的な考え方としては資産の優先順位にしたがって均一的に株主に

変換するという点では一貫している。

まず、担保付債券も株式に変換され、そして、管財人の役割が企業の清算と請求権者に対する株式、すなわち、意思決定権の配分に限定されるケースである。この場合、管財人は最初に新規の無債権の株式会社に対する入札の手続きを一定の期間内に行う。ただし、入札は現金と被現金のいずれでも構わず、再建後に実行される企業の将来について正確な情報が落札者に伝わるのが重要である。そして、請求権者を債権にもとづいてランク分けしたうえで、上位の請求権者にはより多く株式を配分し、以下、ランクにしたがって株式の配分を減らしていく。また、配分が終了次第、投票を行って新規の企業についての意思決定を行かない、破産手続きを完遂させる。この一連の流れは、新規事業の入札と権利の配分を3カ月とし、その後の意思決定権の配分を1カ月とした場合、下の図1のように示すことができる。



注: Hart (1995) を参考に筆者作成。

この方法の利点は、企業の真の価値が明確でない場合においても実現できる点である。企業の真の価値は、株式などの被現金入札の場合は特にあきらかではない。そのため、現行の手続きでは意思決定費用が非常に大きくなるのがチャプターセブンについて指摘されている。一方、Aghion-Hart-Moore モデルの場合では、資産について適切な優先順位と請求権者のランク付けが実現できるならば、意思決定費用は極度の大きくはならない。

そして、二つ目は、担保付債権を一度査定し、さらに、管財人が企業を一定の期間運営するケースである。まず、担保付き債権について評価査定が行われ、もし評価額が担保付債権額より高いならばそのまま担保付債権として扱われ、もしそうでないならば株式に変換される。そして、各債権者はランクにもとづいて株式が配分されるが、このケースでは担保付債権の保有者は直接株式を購入し、劣後債権者や旧株主は株式を買い取るオプションを購入することとなる。そして、その後、企業の清算までの間管財人は実際に企業を運営する。ただし、先述のケースとは異なり、入札そのものを行わないという選択肢も含まれる。したがって、管財人の権限はかなり大きいものになっている。一方で、債権者に対する責任も先述の例より大きくなっている点は留意が必要である。

### 3.2. 考察：利点と課題

ここで述べた Aghion-Hart-Moore モデルは、先述の清算における三つの目標のいずれも満たしている。まず、新規の株式の所有者は効率的な経営を実現するための投票を行うインセンティブを有す。そのため、資産を最大化しているという意味で目標 1 を満たしている。そして、経営者は自身の利得のためにリスク管理を怠るインセンティブを生じさせず、その一方で、経営者が適切な経営と意思決定を行うよう規律づけている。そのため、目標 2 も満たしている。さらに、分配において後列に該当する請求権者がオプションを行使できるための現金を持っているならば、優先順位も確保される。したがって、目標 1, 2, 3 のいずれも遵守されることとなる。したがって、企業の破産手続きとしては望ましい方法の一つであるといえる。

Aghion-Hart-Moore モデルによる破産手続きは、社会的企業の破産手続きにおいてどのような利点を持つのだろうか。それは、意思決定費用の縮小である。まず、債権の種類にもとづいて優先順位が決定されることにより、ステークホルダー間の意思決定配分が適切に行われる。そのため、意思決定過程が他の非営利組織に比べてスムーズになり、その結果、意思決定費用を小さくすることが可能になる。広義の非営利組織では、金銭的なインセンティブを持たないステークホルダーも発言権が強いため、意思決定費用も増大する傾向にある。さらに、金銭的なインセンティブを持つ経済主体も参加する社会的企業では、さらに意思決定費用は増大する傾向にある。しかし、意思決定権を債権にもとづいて配分することにより、意思決定の効率化を行うことが可能となり、その結果、意思決定費用も縮小されるだろう。

これは、社会的企業と他の非営利組織との違いとして非常に重要である。広義の非営利組織では、組織のデフォルトにおいて債務超過額が小さい場合は役員の寄付によって補填をして生産する。しかし、債務超過額が大きい場合、債権者に対する十分な補填は行われなかったり、あるいは、代表者が保証人として負担することがある。すなわち、資産に対する権限が考慮されていないため、組織に対して経済主体が持つそれぞれの責任も考慮されていないのである<sup>5</sup>。一方で、Aghion-Hart-Moore モデルが行われるためには、資産コントロール権を考慮することが必要条件となる。すなわち、Aghion-Hart-Moore モデルが社会的企業において活用できるかどうかは、「社会的企業」という組織の事業に参加するステークホルダーたちが金銭的な面においてどのように責任を負うのかを意味している。これは、広義の非営利組織と大きく異なる。

以上のような利点を持っている Aghion-Hart-Moore モデルであるが、課題もいくつか持っている。まず、経済主体間での優先順位の在り方である。先述のように、Aghion-Hart-Moore モデルでは債権の種類にもとづいて請求権者の優先順位が決定される。もちろん、社会的企業においてもそのこと自体は必要なことである。ただし、「社会問題の解決」も目的としている社会的企業は狭義の営利企業とは異なり、意思決定過程においては金銭的な要素以外のインセンティ

<sup>5</sup> 詳細は谷本 (2001) を参照。



ブを持つ主体も重要である。このような主体に対して、どのように破産手続きにおいて意思決定権を配分すべきかという点は、極めて重要な問題である<sup>6</sup>。

次に、社会的企業内における意思決定過程である。Aghion-Hart-Moore モデルは、狭義の営利企業では投票による多数決の問題は深刻なものにはなりにくい。ただし、それでも、社会選択理論における多数決の問題点は解決されない<sup>7</sup>。特に、インセンティブの異なるさまざまな経済主体が参加する社会的企業では、企業としての選択結果と経済主体の選好の間に生じる乖離は非常に大きくなる。そのため、意思決定過程においても対処方法が必要であるだろう。

このように、いくつかの点において Aghion-Hart-Moore モデルは社会的企業での活用で課題を有している。しかし、利潤の追求と社会問題の解決の双方を目的としている組織は、経済主体との間で形成される信頼関係は根本的に必要な要素である<sup>8</sup>。信頼関係の維持は、倫理や規範を守るか否かに大きく依存している。事業における責任の所在は、信頼関係の必要条件である。したがって、いくつか課題があるといっても、社会的企業において Aghion-Hart-Moore モデルは非常に有用であり、さらに、「社会的企業」という組織の在り方そのものについても非常に重要な概念である。

#### 4. 結論

本稿は、社会的企業の破産手続きについて考察した小野である。一般的に、企業の経営において破産は好ましくないものとして扱われる。しかし、現行の経営者の報酬との関係を除いた場合、破産そのものは企業の経営において好ましくないものではない。むしろ、企業の経営の効率性を向上させる場合があるならば、破産は企業の経営において好ましい選択肢の一つといえるだろう。したがって、破産についての考察は必要かつ有効なものであり、それは社会的企業においても同様である。

一方で、社会的企業について指摘されるのが、一般的な非営利組織とどのように異なるのかという点である。非営利組織の商業化が進展して久しいのは事実である。そして、商業化した非営利組織も「社会的企業」の範疇に含まれることが多く、むしろ、「社会的企業」という組織の現状を考えるとそのような組織を指すことも多い。したがって、「非営利組織」と「社会的企業」の間に大きな違いは存在しないのではないかという指摘は広く存在し、その指摘は現状からみると適切なものである。

ただし、非営利組織には経済的なリスクを背負う主体は決して多くない。一方で、営利事業を行う企業においては、リスクは決して避けることができないものであり、さらに、リスクを

6 解決策としては、例えば、金銭的インセンティブを持たない主体に対してもオプションの購入権を認め  
たうえで、オプションの付与において他の経済主体をさらに優先するといったことも必要だろう。

7 詳細は坂井(2015)を参照。

8 Guiso, et al (2006)を参照。また、信頼そのものが経済全般で不可欠の要素であることは Arrow (1974)においても古くから指摘されている。

負担しながら経営に関わる経済主体が不可欠である<sup>9</sup>。これは、破産という選択肢を経営行動の一つに含んだときに改めて明らかになることである。そして、リスクを多く負担する主体とそうでない主体をどのように扱うかという点こそが、「非営利組織」と「社会的企業」の大きな違いの一つといえる。

本稿は、社会的企業の破産手続きについて叙述的な形式で考察した。今後、社会的企業の破産手続きの考察はモデルによるさらに形式的な分析が必要となってくるだろう。そして、さまざまな法人形態を対象として定量的なデータを収集した実証分析も必要となるだろう。これらは今後の研究の重要な展望であり課題でもある。

## 参考文献

- Aghion, P. and Bolton, P. (1992) "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3, pp. 473 - 494.
- Aghion, P. and Howitt, P. (1992) "A Model of Growth Through Creative Destruction", *Econometrica*, Vol. 60, No. 2, pp. 322 - 351.
- Aghion, P., Hart, O. and Moore, J. (1992) "The Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 8, pp. 523 - 546.
- Borzaga, C., Depedri, S. and Tortia, E. C. (2009) "The Role of Cooperative and Social Enterprises: A Multifaceted Approach for an Economic Pluralism", *Euricse Working Paper*, No. 000/09.
- Arrow, K. J. (1974) *The Limits of Organization*, New York: Norton, York. (村上泰亮訳 (2017) 『組織の限界』, 筑摩書房.)
- Bebchuk, A. L. (1988) "A New Approach to Corporate Reorganizations", *Harvard Business Review*, Vol. 101, pp. 775 - 804.
- Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L. (2006) "Does Culture Affect Economic Outcomes?", *Journal of Economic Perspectives*, No. 20, pp. 23 - 48.
- Hart, O. D. (1995) *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press. (鳥居昭夫訳 (2010) 「企業 契約 金融構造」, 慶應義塾大学出版会.)
- 坂井豊貴 (2015) 『多数決を疑う 社会的選択理論とは何か』, 岩波書店.
- 谷本寛治 (2001) 「NPO と企業の境界を超えて - NPO の商業化と NPO 的企業 -」, 『組織化学』, 第 33 巻, 第 4 号, pp. 19 - 31.
- 家森信善・海野晋吾 (2018) 「中小企業から見た中小企業に対する各種支援の取り組みの現状と課題: 「中小企業に対する金融経営支援に関する調査」の概要報告」, 『経済経営研究』, 第 68 巻, pp. 17 - 110.

---

<sup>9</sup> 中小企業の経営におけるリスク管理の重要性の現状については、家森・海野 (2018) を参照。