

倒産処理法制改革のインパクト*

再建着手の早期化促進の効果を、イベント・スタディによって検証

広瀬 純夫[†]・秋吉 史夫[‡]

要約

2000年4月の民事再生法施行、昨年4月には改正会社更生法施行と、企業倒産・再建に関する法制度について、大きな変革が施された。長期にわたる日本経済停滞の打開策の一つとして、企業再生の促進が喫緊の課題であるという問題意識が、制度変革の背景にある。

実際、民事再生法の施行以前に比べて、再建を目指した法的手続きの申立件数は飛躍的に増加している。本稿の目的は、倒産処理法制のデザインが、企業再建に係る当事者の意思決定にどのような影響を及ぼすかを考察すると共に、一連の制度改革が企業再建の促進に貢献したのか否か、実証分析によって検証することにある。上場・公開企業を対象とした本稿の実証分析の結果によれば、2000年4月の民事再生法施行より前に法的手続きの申立を行った企業の場合、業績の落ち込みがあったタイミングから法的手続きに入るまで、平均的にみて5年程度の期間を要していたのに対し、2000年4月の民事再生法施行以降に法的手続きの申立を行った企業では、業績の落ち込みがあった翌年には、法的手続きに入る傾向があることが確認された。さらに、2000年4月以降に私的整理による再建で債権放棄を受けた企業と、法的手続きを利用した企業とを比較すると、債権放棄の報道があった企業の方が、法的手続きの申立を行った企業に比べて直前の収益性は比較的高いとの結果が得られた。この点は、健全な体質へ回復するために抜本的な改革を要する企業の場合、法的手続きが積極的に活用されていることを物語っている。これらの分析結果から、一連の制度改革によって、早期の企業再建着手が促進された可能性が高いことが確認された。

* 本稿の執筆にあたっては、柳川範之東京大学経済学研究科助教授より、有益なコメントを頂いた。また、本稿のテーマを考える上で、金融庁金融研究研修センターで行われた「倒産関連法制の機能の検証と企業の資金調達行動への影響研究会」での議論が、大いに参考となった。この場を借りて、感謝の意を表したい。ただし、本稿に残されているかもしれない曖昧さや誤りは、全て筆者の責任に帰されるべきものである。

なお、本稿の内容は筆者の個人的見解であり、金融庁の公式見解ではない。

[†] 金融庁金融研究研修センター研究官

[‡] 金融庁金融研究研修センター専門研究員（東京大学大学院経済学研究科博士課程）

目 次

・ はじめに	3
・ 倒産処理法制の経済的機能	4
・ 法的手続きによる再建が稀だった従来の法制度	4
・ 負債契約の経営への規律付け機能	5
・ 企業収益の不確実性による債務不履行の可能性	7
・ 債務不履行発生後の効率的な対応	9
・ 規律付け重視から再建重視へと移行した日本の倒産処理制度	10
・ 実証分析	13
・ 分析手法	13
・ データ	16
・ イベント・スタディ	17
(1) 法的手続き	17
(2) 債権放棄	20
・ 倒産処理手続きの選択	20
・ 結論	23

．はじめに

バブル崩壊以降の長期に渡る景気低迷の中で、企業倒産件数も高水準が続いている。たとえば、帝国データバンク調査による 2003 年中の負債総額 1000 万円以上の倒産件数は 1 万 6624 件と、一時のピークよりは減少したものの、依然として多数の企業が倒産に至っている¹。この内訳を見ると、その 60.6% (1 万 77 件) は任意整理である。これらは、2 回目の不渡りを出して銀行取引停止処分を受けたものや、経営者側が倒産を認めて内整理を行ったものなど、法的手続きを経ずに処理が行われたケースである。また、法的手続きについては、破産が 5384 件、特別清算が 261 件と、この 2 つの清算目的型処理が倒産全体の、34% を占めており、再建を念頭に置いた法的手続きによる倒産処理は決して多くない。たとえば民事再生法は 853 件で、倒産全体のわずか 5% に過ぎない。

しかし一方で、民事再生法施行以前の状況を見ると、法的手続きによる再建型倒産処理は、さらに少なくなる。たとえば金融危機が騒がれ、邦銀の外貨調達へのジャパン・プレミアムが問題となった 1997 年では、全倒産件数 1 万 6365 件のうち、法的手続きを取らない任意整理が 1 万 4045 件で、実に全体の 85.8% と圧倒的に多い。さらに、清算型手続きである、破産 (1990 件)、特別清算 (81 件) の 2 つの清算型手続きが 12.7% を占め、再建型の法的手続きについては、会社更生法 (24 件) と、民事再生法の前身である和議法 (215 件)、そして商法整理 (10 件) をあわせても、1.5% に過ぎない。

こうして見ると、再建するにせよ清算するにせよ、企業倒産処理の大部分は、法廷外での私的整理の下で行われていることがわかる。しかもその傾向は、2000 年 4 月に民事再生法が施行される以前のほうが強かった。一方で、依然として倒産全体に占める割合は高くないとはいえ、民事再生法の導入は、法的手続きの下での企業再建を促進する効果があったことは事実のようである。2000 年 4 月の施行以来、2003 年 3 月までの 3 年間で同法の申立を行った企業は 2771 件に上る²。この間の企業倒産件数は 5 万 7906 件、負債総額は 55 兆 4319 件である。このうち、新規に申立があった民事再生法申請は 2648 件、負債総額 18 兆 5313 億円で、全倒産に対して件数で 4.6%、負債総額では 33.4% を占めている。

中小企業向け再建型手続きとして制定された民事再生法だが、そごうなどの大企業の再建にも利用され、今や、再建型倒産処理手続きの基本法として位置付けられている。民事再生法施行を皮切りとして、近年倒産処理法制の大きな改革が進行中である。2003 年 4 月には、改正会社更生法が施行され、さらに倒産処理法の基本をなす破産法についても、2004

1. 倒産件数は、帝国データバンクの調査によれば 2000 年に 19,071 件、2001 年が 19,441 件、2002 年 19,458 件と 3 年連続して 19,000 件以上を記録したが、2003 年はこれを下回り、4 年ぶりに件数が前年比減少となった。件数ベースで前年比 2834 件減という数字は、バブル期の 1989 年に次ぐ戦後 4 番目に大きな減少件数であり、倒産抑制傾向が現れてきている。

2. 帝国データバンク調べ。和議など、すでに他の倒産手続きが採られていたものから、民事再生法へ移行した 123 件を含む。

年中の改正が見込まれている。一連の倒産処理法制改革の背景には、日本経済を回復軌道に乗せる上で、企業再建のための制度整備が必須との強い意識がある。そして、従来の日本の法制度は、企業再建促進という目的に即していないとの認識があった。そこで以下では、日本における倒産処理法制の改革について整理を進める中で、法制度のデザインが、現実の企業経営者や債権者の行動にどのような影響を及ぼすのか、考察を行いたい。

・倒産処理法制の経済的機能

法的手続きによる再建が稀だった従来の法制度

上記の数字からも明らかのように、かつての日本の制度では、法的手続きを経て企業再建を図ることは稀なケースだった。事実上、取引先金融機関との間での私的整理を通じてのみ、再建が図られてきたと言える。大企業向けには会社更生法、中小企業向けには和議法といった再建を目的とする法律が用意されていたにもかかわらず、なぜ日本では、法的手続きによる企業再建が積極的に行われなかったのだろうか。

民事再生法が導入される前の日本での再建型の法的手続きとしては、1952年に米国の法制の影響を強く受けて導入された会社更生法がよく知られている。会社更生法は主に大企業の再建を念頭においたもので対象は株式会社に限定され、担保権の行使を制限して事業継続に不可欠な会社資産喪失を抑止するなど、企業再建を強く意識した条項が盛り込まれていた。しかし、再建実現のために、債権者の権利を制約する強い保護を債務者に与えることから、逆に悪用を防止するため、受付処理ルールが非常に厳格に扱われていた。雇用の維持や、連鎖倒産の悪影響等を考慮して、社会的に広く再建の必要性が認められるような大型案件でなければ、裁判所が申立を受理しない傾向にあったと言われていた³。さらに、経営陣の退陣を必須とするなど、経営者側に厳しい側面もあったため、経営者側も更生法手続きの申立を躊躇する傾向もあり、積極的に利用されることは無かった。

また、中小企業向けの企業再建には和議法が用意されていた。しかし、手続き開始原因として、支払不能や債務超過など破産手続きと同じ要件を示す必要があったため、開始原因を満たす時には既に相当内容が悪化しているなど、手続き開始の遅れによって再建が困難となっていた。いわば、相当業況が悪化し、どうにもならなくなったところで初めて申立が可能となるために手続き開始が遅れてしまい、その間に資産劣化や人材流出が進んで、事実上、再建が困難になることが多かった。また、担保権実行を制限する方法が無く、事

³ パッカー・ライザー(1992)は、こうした日本のかつての制度の特徴について、「日本の破産処理の多くは、裁判所の手続きに因らずに進められる傾向がある。 - 中略 - これは債務者が裁判手続きによる保護的な措置を悪用することを厳しく制約しようとする合理制度の側面を持っている」と指摘している。

業に不可欠な資産に担保権が設定されていると手続きの遂行が困難になるなど、円滑な企業再建のための制度としては問題のあるものだった⁴。

このように、法的手続きを通じた再建を利用し辛い制度のたてかたになっていた結果、法的手続きによる倒産処理は、専ら清算型手続きとなっていた。実体的に見れば、事実上、借入先の銀行と合意できれば、私的整理で再建、合意できなければ、法的手続きによる破産、あるいは私的清算という状況だった⁵。

では、なぜ、再建型法的手続きの申立に高いハードルを設けるような制度もしくは制度運用を採ってきたのだろうか。この背景には、債務不履行を経営の不手際と考え、安易な再建型手続きを許さないことで、債務不履行に陥らないように経営努力を促すという、経営への規律付けという考え方があったものと思われる。

負債契約の経営への規律付け機能

倒産処理の法制度について述べる前に、まず、倒産とは何かを整理してみたい。一つの定義としては、「債務者が自ら負っている債務を返済できなくなった経済状態」(山本(2003))に陥り、債権者との間で再建ないし清算についての交渉が始まる状態とすることができよう。

逆に言えば、債務さえ抱えていなければ、企業は倒産に至る恐れは無いことになる。たとえば、100%自己資金で事業を営んでいる会社を考えてみよう。事業立上げ時の初期投資の

4. 和議法は、経営者側だけでなく、債権者の立場から見ても問題が多い制度だったと言われている。山本(2003)は、弁済禁止等の保全処分を得て債権者の追求を免れながら、資産等の処分・隠匿を図り、その後に和議申立を取り下げるといった保全処分の濫用が見られたこと、債務者の事業運営に不適切な点があっても、それを是正する手段がなかったこと、経営者や株主の責任を追求する手段が不十分であったこと、和議条件の履行を監督する者がいないなど、その履行を確保する措置が不十分であったため、履行されない場合が多いなどの問題点を指摘している。

5. Helwege and Packer(2003)は、日本での企業再建の場面で、銀行が重要な役割を果たしている点に着目して実証分析を行っている。具体的には、東京商工リサーチがまとめた『中小企業経営指標』に掲載されている1988年6月～1997年5月までに倒産した中堅・中小企業172社をサンプルとし、選択された倒産処理が清算(銀行取引停止処分も含む)か、それとも法的手続きによる再建かについてロジット分析を実施した。そして、企業系列に属して親密な取引銀行があるケースほど清算処理が行われている傾向にあるとの結果を得ている。彼らはこの点について言及し、(少なくとも民事再生法が施行される2000年以前には、)親密な取引先銀行がある企業の場合、再建余地があれば再建処理は水面下で銀行との間での私的整理によって進められる一方、表立った倒産処理が行われる企業は、銀行が既に再建不能と判断し、清算手続き以外に選択肢が無いケースだと主張している。つまり、私的整理による再建はデータとして表面化してこないため、彼らの分析の対象サンプルには含まれず、再建が困難な案件だけが清算処理として表面化してサンプルに含まれたため、親密銀行がある企業ほど、清算処理に入る傾向にあるとの結果となったと解釈を示している。

資金は勿論、運転資金等も全て内部留保などの自己資金で賄い、買掛金のような取引信用も含め、一切負債が無い会社である。この場合、倒産に至る心配は全く無い。全ての必要資金を自前で賄うことはきわめて例外的と言えるが、外部からの資金調達を株式発行にのみ依存し、負債を全く負わないケースも同様のことが言える。この場合、うまく収益が上がらなかったとしても、株主への配当支払いが減額ないし停止するだけで、倒産する恐れは無い。もちろん、株主が経営責任を追及し、経営陣が退陣に追い込まれる恐れはあるとはいえ、会社自体の存続が危機にさらされるわけではない。

現実には、倒産の恐れのない100%株式調達という会社は稀であり、ほとんどの企業が借入によって必要資金の調達を行っている。これは、負債という金融契約には、企業経営の健全性の維持や、債権者への返済のコミットメントの上で株式とは異なる重要な機能があるからである。外部の投資家が企業経営者へ事業資金を提供する際には、様々な問題が存在する。資金提供時に、投資家が対象企業の収益性について正確に把握することは容易ではない。経営者側にしてみれば、失敗する確率が高いが、万が一成功したときには大きなリターンを獲得できるリスクの高い事業を手がけるかもしれない。事業資金の大半を外部資金に依存していれば、失敗したときの損失の大部分は資金提供者が被る一方で、成功時には、経営者へ高い報酬が支払われる可能性があるからである。

問題は、資金の提供後にも起こり得る。経営者が必要な経営努力を行っているかどうか、監視することは難しいかもしれない。さらには、十分な事業収益をあげたとしても、実現収益が立証不可能であれば、収益が出なかったと虚偽の報告を行い、投資家へ収益の配当を行わない恐れもある⁶。これらの経営者側のモラル・ハザードの問題に対して、投資家が適切な監視を行うことは、決して容易ではない。たとえば株主について考えてみると、今日の大企業のように、株式が幅広く多様な投資家に保有されている場合、株主が一致団結して経営監視を行い、必要であれば経営責任を追求するといったことは難しいと考えられる。ところが、資金提供を負債契約と言う形で行った場合、上述の問題について相当程度の改善を期待することができる。

負債契約による借入と株式発行との最大の違いは、投資家への収益の還元方法にある。株式の場合、各期の実現収益に応じて配当を支払い、業績不振の時には無配とすることができる。ところが負債契約の場合、定期的に約定弁済額を債権者に支払う義務がある。もし返済が滞ると、債務不履行となる。この時、債権者は資金回収を図るべく、経営に介入してくる。差押さえ等の形で、各債権者が個別に会社資産を確保する場合もあるが、ある程度の規模の会社であれば、債権者が集まり、回収可能金額を極大化できるよう、債務不履行が生じた以降の会社の扱いについて話し合うケースが多い。つまり、負債契約の最大の特徴は、債務不履行が生じた際、会社経営に関する意思決定権限が、株主が選んだ経営者

6. “立証不可能”とは、配当に充当可能なキャッシュフローが存在することを裁判所で証明することが不可能なため、投資家は法的措置を講じて返済を強制することができない状況を指す。

から債権者へ移転する点にあると考えられる⁷⁾。

経営努力を怠ったり、経営者の私的利益追求のための非効率投資を行った場合、十分な金銭的利益を確保できない恐れがある。収益が約定弁済額に満たなければ、債務不履行に陥り、会社の支配権が債権者に移転することになりかねない。こうした事態を回避しようと考えれば、返済必要額を確保できるよう、健全経営に努めるはずである。しかも、会社の経営者は、金銭的報酬以外に、会社経営に携わること自体にやりがいを感じるなど、金銭では置き換えることができない非金銭的な便益を享受していると考えられる。創業者やオーナー経営者の場合、経営権を手放したくないとの思いは、さらに強いものと思われる。経営者がその地位にとどまることを強く望むのであれば、定期的に決められた金額を返済する義務のある負債契約は、一層の経営への規律付け効果を持つこととなる。

企業金融の分野におけるペッキング・オーダー理論では、事業資金の調達条件は、内部留保等の自己資金、負債、株式の順で次第に高コストになるとされている。負債調達が株式発行よりも低コストの資金調達手段と考えられる背景には、上述のような負債契約独自の機能があるためと解釈できる。

企業収益の不確実性による債務不履行の可能性

もし、事業の運営に何ら不確実性が無く、経営努力の有無だけが、収益の大小を左右するとすれば、債務不履行の発生は、そのまま経営者側に問題があることを物語っている。従って、債権者側から見れば、債務不履行時には経営者には厳しいペナルティを課す仕組みとすることが望ましい。

しかし現実の経済ではさまざまな不確実性があるため、債務不履行の原因を必ずしも経営者に帰することはできない。企業が債務不履行に陥る要因は、大きく分けて二つのパターンに分けることができる。一つは、事業内容自体が時代遅れになり、もはや資金コストに見合うだけの収益を確保する能力を失いつつある場合や、あるいは経営者に十分な経営能力が備わっていない場合などである。もちろん規律付け効果がうまく作用せず、経営努力を怠って業績不振に陥る場合もこの範疇に該当するだろう。もう一つのケースは、経営自体には問題無いものの、一過性のアクシデントに見舞われ、たまたま十分な収益があがらなかった場合である。後者の場合、アクシデントによって生じた損失さえ取り除けば、十分事業を継続するだけの企業価値を有する可能性がある。この場合には、再建を図り、事業を続ける中で返済をさせた方が、より多くの回収が可能になる場合もあり得る。一方で、

7) 株式発行によって資金調達の大半を賄っているケースでも、ベンチャー・キャピタルや企業間の合弁事業、親族企業、企業系列内の会社など、株主が経営に対して有効な介入を実施できる場合には、負債に頼らずに規律付けがなされる可能性がある。資金調達形態と経営への規律付けとの関係については、たとえば、Aghion and Bolton(1992)等で、負債と株式との機能の違いが分析されているので、ご覧頂きたい。

前者の場合、企業を清算してしまい、会社資産の売却益を債権者間で分配した方が、そのまま事業を継続させて返済を待つよりも回収可能金額が多くなる可能性が高い。

ここで問題となるのは、債務不履行が生じた企業は再建する価値があるのか、それとも清算処理すべきものなのか、債権者が正確に判断することが難しいという点である。今日のように、企業経営が高度に専門化してくると、外部の債権者にとっては、現時点で財務内容が芳しくないということは認識することができても、当該企業が行っている事業の将来にわたっての収益性を把握することは容易ではない。すなわち、債務不履行の原因が、一過性のショックによるものなのか、恒常的にパフォーマンスが悪いことの結果なのか、容易に見極めることができない。

結局、清算すべきか、それとも再建の方が望ましいのか、当該事業の実情をもっとも良く知っているのは、当の経営者である場合が多い。負債契約の最大の特徴は、経営の意思決定権が債権者に移転する点だが、実際には、債権者側には適切な判断を下すために必要となる情報が十分ではないケースが少なくない。そこで現実には、最終的な意思決定は債権者が下すにせよ、既存の経営者に何らかの形で企業情報を開示させる必要が出てくる。これが、倒産処理手続における大きな問題の一つであり、法制度のデザインの仕方によって、当事者の行動が大きく左右される可能性がある⁸。

⁸ 冒頭に述べたように、日本における倒産処理手続の大半は、法廷を介さない任意整理である。しかし、倒産処理法制は、法的手続きによる倒産処理だけではなく、私的整理による処理のあり方にも制約を課すこととなる。なぜなら、倒産処理法制は強制法規であるため、債務者にせよ、債権者にせよ、法的手続きに入った時に得られる利得よりもどちらかが少なくなるような私的整理を強行することはできないからである。もし、法的手続きに比べて自らが不利益を被るような私的整理が推し進められようとするれば、法的手続きの申立を行うことで、不利益を回避することができる。

たとえば、米国の Chapter 11 のように事業継続を重視し、債権者の権利行使を制約することで再建可能性を高めることを狙った法制度の下であれば、私的整理であっても、再建を重視した処理となるはずである。再建可能性があるにもかかわらず、債権者が再建に同意せずに清算処理を強行しようとするれば、企業側は法的手続きに入ることで再建可能性を模索することができる。このため、債権者側も債務者が法的手続きに入る可能性を考慮して、処理を考えざるを得ない。

つまり、強制法規として倒産処理法制を設けることは、債権者と債務者との間での、倒産処理に関する交渉の出発点を与えることとなる。したがって、事業再生を意識した民事再生法の導入は交渉の出発点の位置を変化させることを通じて、私的整理へも影響を及ぼしている可能性がある。すなわち、民事再生法施行の効果は、単に同法の手続きを経た事業再生の活用だけでなく、私的整理も含め、広く倒産処理に及んでいる可能性がある。

よって、民事再生法制定の効果は、表面的な民事再生法の活用動向だけで判断することができない。同法の導入が、債権者と債務者との間の交渉のあり方を変えたとしても、事後的に選択される倒産処理手続は、私的整理であったり、収益性を見込める事業を営業譲渡した後に破産処理を行ったりするなど、民事再生法申立以外の手続が選択される可能性がある。

なお、日本の場合、倒産処理に係る法的手続きは複数存在するが、原則として会社更生法、民事再生法、破産法の順で手続が優先される。

債務不履行発生後の効率的な対応

前述の通り、負債契約は、経営の健全性を維持する上で重要な規律付け効果を担っている。債務不履行時には、経営者は経営権を失う恐れがあるなど、債権者に対する厳しい取扱いが待ち受けているために、経営者は適切な経営努力を払うこととなる。ところが、実際に債務不履行が生じる恐れがある状況に至った時には、こうした経営者に対する厳しい扱いが、悪い影響を及ぼす恐れがある。現実の世界では、債務不履行は、業績が悪化して即座に生じるわけではない。経営者は、当座の債務不履行を回避するための幾つかの手法を持っている。研究開発費など、当座の利益を生み出さない部門の経費削減に始まり、在庫商品の赤字覚悟の値引き販売や、会社の重要資産の売却によって当面の資金繰りをつけようとする。さらには、不法な金融業者からの借入にまで走ったり、起死回生を目指して、一か八かのリスクの高い業務に手を出したりするかもしれない。こうした当座しのぎの資金繰り策を続けていると、企業価値が一層低下することになってしまう。業績が悪化した時点で、迅速に倒産手続に入っていれば、清算にしる、再建にしる、債権者側も損失額を最小限にとどめることができたものが、経営者の必死の資金繰り努力の結果、業務内容がさらに悪化してしまうと、再建可能だったものまでが再建不能に陥るなど、回収可能額も著しく低下してしまう。経営者への規律付けの意味で設けた厳しい規定が、実際に債務不履行が生じかねない状況に至った時には、債権者にとっても不利に働く恐れがある。つまり、事後的に債務不履行に近い状態が生じれば、経営者が即座にその事実を債権者側に明かして、倒産手続に入ることが望ましい。

早期の倒産手続申立を促すためには、情報を保有している経営者側に、情報を伝えることへの何らかのインセンティブを与えなければならない。たとえば、前述のように、既存経営者が経営を続けること自体に強い非金銭的便益を得られるのであれば、倒産手続を経た後も、経営者として残ることができる余地を与えることで、倒産手続に入ることに前向きな姿勢をとるようになる可能性がある⁹。一方で、倒産に至っても経営を続けることができる可能性を与えることは、負債契約の規律付け効果を損なう恐れがある¹⁰。したがって、

⁹ 倒産手続に入った後にも、既存経営者が経営を続ける倒産処理を DIP(Debtor in Possession)型手続きと呼ばれ、米国の再建型倒産手続きである Chapter 11 で採用されている。日本でも、民事再生法で、この手続きが取り入れられた。DIP 型導入の主たる理由の一つには、民事再生法が主に中小企業の再建を強く意識した法律であることがあげられる。多くの中小企業では、経営者個人が持つ個人的能力としての技術力や人脈、営業力が事業継続のために不可欠な経営資源であり、既存経営者抜きにした再建計画の立案は困難なことにある。このため、既存経営陣が残ることができる再建手続きの必要性が求められていた。

¹⁰ Povel(1999)は、経営者への規律付け機能と、債務不履行発生時の効率的な再建とのトレード・オフについて、理論的な分析を行い、さまざまなパラメータに応じて、相応しい法制度が異なってくると言及している。たとえば、社会的に見て、不振企業を再建するこ

倒産手続きのデザインは、平常時の規律付け効果と、業績悪化時の早期申立促進という二つの効果のトレード・オフを考慮して考える必要がある¹¹。

米国の再建型倒産手続きである Chapter 11 は、企業の再建可能性について手厚く考慮するものとなっている。倒産手続きの申立に際しては、支払不能や債務超過といった要件は不要である。しかも申立をすれば、裁判所の決定無しに自動的に手続きが開始される。手続き開始と同時に、債権者の全ての取立行為が自動的に停止される（いわゆる、automatic stay）。しかも、債務者は原則として事業の経営権を失わず、その地位にとどまることができる（Debtor in Possession、略して DIP）。

規律付け重視から再建重視へと移行した日本の倒産処理制度

長きに渡る日本経済の停滞は、企業の財務状況を圧迫し続けてきた。中には、バブル期のゴルフ場投資など非効率経営のつけが過剰債務となって重くのしかかっているところも少

とに大きな意義がある局面であれば、規律付け効果を多少犠牲にしても再建を促進する法制度が望ましい。一方、事業を継続することへの経営者の私的利益が非常に高い場合、債務不履行時には厳しいペナルティを課す制度の方が適切な経営努力を促すために効率的だと主張している。

¹¹ 倒産処理法制のデザインを考える場合、もう一つの主要な課題として、倒産処理手続きの中での円滑な債権者間の合意形成がある。ほとんどの場合、倒産企業の債権者の数は複数であり、債権者間で利害関係が一致するとは限らない。たとえば、担保付債権者は、担保権を行使して自らの債権回収を図る方が最適である場合を考えてみる。そして、当該企業は事業継続価値の方が清算価値よりも高く、債権者全体で考えれば再建して返済を受けた方が、清算するよりも多くの回収を期待できるものと仮定する。この時、無担保債権者にとっては再建が望ましいが、担保権者が自らの回収のために担保権を行使し、重要な会社資産を売却してしまうと、事業継続ができなくなる恐れがある。このような債権者間の利害の不一致によって交渉が長期化すると、その間に取引先に取引を打ち切られたり商圏を失ったりする他、人材が流出するなど、再建が困難になってしまう恐れがある。倒産処理法制では、こうした問題を重視している部分がある。Povel(1999)によれば、逆に、債権者が一人しかいない場合、米国の裁判所では Chapter 11 の申立を受け付けない傾向にあるという。

日本でも、一連の倒産処理法制の改正の中で、手続きの迅速化が重要課題の一つとされた。制度改正前には裁判所での手続き自体に時間を要していたことが問題視されていたことを受け、現在、東京地裁の運用では、民事再生法の申立から手続き開始まで2週間程度、再生計画認可まで6ヶ月程度で処理がなされているようである。帝国データバンクの全国企業倒産集計2003年5月報によれば、2000年4月以降の3年間で民事再生法の申立を行った2771件のうち、再生計画の認可を受けた1551件の場合、「申請」～「開始決定」までの平均が32.6日、「開始決定」～「認可」までが平均215.2日で、従来に比べ、格段に処理スピードが向上している。また、Xu(2003)は、再建計画認可までに要する期間について、民事再生法と会社更生法の比較を行い、民事再生法が早期の手続き完了を意識した制度となっていることを、実証分析によって明らかにしている。

なお、倒産時の効率的な交渉の在り方についての理論的分析としては、Aghion, Hart and Moore(1992)が代表的である。

なくない。一方で本業を見れば、十分な競争力を持つと思われる会社も数多くあるといわれている。こうした企業が、過去の負債にいつまでも振り回されること無く、本業に専念できるよう導くため、円滑に負債構成を再構築できる環境を整備することは、日本経済自体を回復軌道に乗せる上で重要な課題だという意識が強くなったことが、規律付け効果よりも再建促進を優先するための一連の制度改革の背景にあったと考えられる¹²。

まず、和議法を廃止し、これに替わる中小企業向け再建手続きとして2000年4月に施行となった民事再生法では、経営者の早期再建着手を促すため、米国のChapter 11と同様に、DIP型の手続きが採用された。この他、再建促進を図るため、手続き開始原因を緩和し、「支払不能の発生の恐れまたは債務超過の発生の恐れ」(山本(2003))があるとき、あるいは「資金繰りが破綻してそのままでは事業継続が不可能になるような経済状態」(同)に至った時とし、早期に再建に踏み出すことを可能とした。さらに、債権者の権利行使を制限する処分として、和議法で設けられていた仮差押え等の保全処分に加え、再生債権に基づく強制執行等の中止命令が導入された¹³。これは、債権者が個別に権利行使を行うことで、再生手続き開始前に債務者資産が散逸して再生に著しい支障が生じることを防止するための措置である。また、債権者の多数が権利の実行に出て、個別に中止命令で対応していたのでは事務負担が大きくなる場合には、全ての再生債権者に対して強制執行等の禁止を命ずる包括的禁止命令も認めている¹⁴。ただし、民事再生法の再生手続きの対象は基本的に無担保の一般債権であり、租税債権等の一般優先債権に基づく強制執行や、担保権実行のための競売手続は、この対象とならない。そこで、担保権の実行についても、担保対象資産が事業継続に不可欠で、かつ事業継続を図った方が一般債権者に利益をもたらす場合、担保権者が不当な損害を負わない限り中止することができるとした担保権実行中止命令が盛り込まれた。また、従来は、担保権を消滅するためには、当該債務を弁済する必要があったが、民事再生法では、担保目的物価額の市場価格に見合う弁済をすることで消滅することが可能

12. 米国が再建可能性を重視した倒産処理法制を採ってきた一方で、ヨーロッパ諸国は、長い間、規律付け機能を重視し、債務不履行企業に対して厳しい姿勢で臨む立場をとってきた。日本の法制度もドイツ法の影響を強く受けたことが、規律付け重視の制度となった一因と考えられる。ただし、近年、ヨーロッパ諸国でも、再建可能性を考慮する制度へと変化する動きが見られる。たとえば、イギリスでは1986年に、米国のChapter 11を意識した制度改革が図られ、ドイツでも、1999年に再建型処理について配慮した法制度への改革が実施されている。

13. 中止の対象としては、破産手続き・特別清算も含まれるが、会社更生法による更正手続きについては、再生手続きに優先するため、対象とはならない。

14. 米国の場合、手続き申立と同時に全ての債権回収行為が自動的に停止される“automatic stay”と呼ばれる制度があるが、民事再生法では、一度、裁判所の判断を通してから中止命令を出す制度を採用した。これは、包括的禁止命令が債権者の権利を大きく制約するものであり、債務者による濫用を防ぐ必要があるという考え方に基づいている。そして、禁止命令が発令されている間に、債務者が資産を隠匿・処分することがないよう、主要な資産に対する保全処分や監督命令・保全管理命令が同時に同時に発令されることを、包括的禁止命令の要件としている。

となった¹⁵。つまり、単に DIP 型手続きを採用することで経営者の地位にとどまることを認めただけではなく、事業継続を確実に実現できるよう、債権者の権利を制約する規定が設けられた。これにより、経営者は事業継続の可能性に高い期待を抱くことができることとなり、早期に再建手続きに入ることへのインセンティブを与えることができる。

民事再生法に続き、会社更生法も改正が実施され、2003年4月より施行されている。民事再生法は中小企業だけではなく大企業にも適用可能で、実際にその適用例もある。しかし、事業の中核資産に担保権が設定され、担保権者と容易に合意ができないケースでは、担保権者も手続きに取り込んでその権利実行を禁止できる会社更生法は有効な法的手続きである。また、再建のために大規模な組織再編や M&A が不可欠な事案では、新株発行や会社分割、合併、新会社の設立などの手続きが必要になるケースがあるが、これらの手続きには本来、商法上の株主総会や取締役会の決議が必要となる。しかし、会社更生法による手続きであれば、更正計画の中で簡易に行うことができるため、きわめて有用な手続きだといえよう。そこで、更正手続きがより実効的になるよう大幅な改正がなされた。まず、更正手続き開始要件が緩和され、従来「更正の見込みがない」こととされてきた申立棄却事由を、「事業継続を内容とする更生計画案の作成・可決・認可の見込みがないことが“明らかである”」ことに改められた。更正の見込みがあるかどうかは、経済的・ビジネス的判断であり、容易なことではない。こうした経営的判断を裁判所に求めると、裁判所は開始決定に過度に慎重になって事前審査が厳しくなるため、申立から開始決定までに長い時間を要してしまう一因だと指摘されてきた。そこで、更正計画の成立の見込みという比較的容易な手続き要件に改め、かつ、見込みのなさの明白性を求めることで、見込みが明らかではない場合でもとにかく手続きを開始することとし、手続き開始の迅速化を図った¹⁶。この他、改正前も、債権者による強制執行の手続きについて、個別に中止命令を発令することはできたが、改正法では、民事再生法のような包括的禁止命令も導入された。そして会社更生法の場合、この中止命令の対象には担保権の実行も含まれる。また、民事再生法に類似した担保権消滅制度¹⁷も規定された¹⁸。

15. 担保権消滅請求制度が、企業再建を図る上で果たす機能を初めとし、民事再生法導入が早期再建着手を促進する上で及ぼし得る効果については、瀬下・山崎(2002)で、詳細な分析がなされている。

なお、実際の運用では、担保権消滅許可申立件数は、それほど多くないと言われている。むしろ、この制度の存在を背景にして担保権者と交渉を行い、被担保債権の長期分割弁済を約束すると共に担保権の実行をしない旨を合意する協定が締結されることが多いようである。

16. 改正会社更生法が施行されて、まだ1年に満たないが、一般の弁護士の感覚は、会社更生法の申立受理に関して、裁判所の敷居はまだまだ高いと感じているようである。

17. 担保権消滅制度の内容は、民事再生法と会社更生法では多少の相違がある。民事再生法の場合、確定した財産価格を再生債務者が裁判所に納付すると担保権が消滅し、裁判所は担保権者に対して配当を実施する。会社更生法でも、管財人の価格納付によって担保権が消滅するが、直ちに担保権者に配当が行われるわけではない。これは、会社更生法での

既に指摘したように、再建型の法的手続きへの申請件数は、倒産全体の中では決して多くはないものの、一連の法制度改正を受けて飛躍的に増加している。しかし件数の増加が、そのまま効率的な再建促進を意味するとは限らない。一方で、制度改正が企業再建現場に与えたインパクトを、直接検証することは容易ではない。

そこで本稿では、効率的再建促進の一つの目安として、早期の再建着手に着目点を絞り、実証分析を試みる。前述したとおり、業績に問題が生じた後、抜本的な立直し策を講じるまでに時間を要すると益々業容が悪化し、一層再建を困難にする恐れがある。民事再生法の目的の一つは、いたずらに処理を先送りすることを抑止し、早期の再建着手を促すことにある。そこで、一連の法制度改正が、早期再建着手を促したか否か、財務データを用いたイベント・スタディの手法を用いて検証を行った。

・実証分析

分析手法

一連の倒産処理法制の改正が、早期の再建着手を促進したとすれば、倒産原因となるような業績落込みのタイミングから、法的手続きの申立を決断するまでに要する時間が短くなっていると考えられる。この点を検証すべく、年次の財務データを用いたイベント・スタディを実施した。財務データを用いたイベント・スタディの手法は、株式分割や自社株買の実施、マネジメント・パイアウトといったイベントが観察された際の、当該企業群の業績パフォーマンスを計測し、当該イベントと企業業績との関係を検証するものである。

本稿での分析は、法的手続きによる倒産に至った原因である業績悪化が、どの時点で生じているかを特定することにある。そこで、年次の財務データを用い、法的手続きの申立を行った期に先行する各決算期の業績パフォーマンスを測定し、明らかに業績の落込みがあった時期の特定を試みる。具体的な分析手法は以下の通りである。

まず、企業 i の t 期の業績パフォーマンス $P_{i,t}$ を以下のように定める。

更正担保権については、更正計画による弁済しかできないので、直ちに配当してしまうと、他の担保権者と不平等な扱いになってしまうからである。納付された金銭は裁判所が預かり、更正計画が成功裡に至ると、裁判所は預かっていた金銭を管財人に交付する。そして更正担保権者には更正計画に基づく弁済がなされる。更正手続きが廃止等で中途終了した場合には、その時点で配当される。

¹⁸ この他、改正会社更生法では、経営責任を追及される恐れのない取締役は、経営陣に残ることができることなどが、主要な改正点としてあげられる。本稿では、民事再生法、改正会社更生法の詳細な解説は省略する。関心のある方は、山本(2003)等を参照されたい。

$$P_{i,t} = \frac{EBITDA}{Book\ Value\ Asset} \quad (EBITDA=税引き前利益 + 減価償却費 + 支払利息)$$

(t は、法的手続きの申立があった期が0とし、その直前が(-1)、2期前が(-2)とする。)

これは、利益の指標を *EBITDA* とし、*Book Value Asset*(簿価資産残高)を用いて算出した *ROA(Return on Asset)*である¹⁹。ここでは、当該企業が負債返済に十分な利益を計上できていることが問題であるため、創出利益の指標として、各期の創出キャッシュフローの目安である *EBITDA* を用いた。

さて、次にこの $P_{i,t}$ の高低を判断するための比較対象を設定する必要がある。一つの方法は、分析対象企業 i と似通った特性を持ち、かつイベント(ここでは倒産)を経験していない他社 j をコントロール・ファームとして選び出し、その業績パフォーマンス $P_{j,t}$ と比較することである。たとえば、 $(P_{i,t} - P_{j,t})$ を、企業 i のパフォーマンスの良し悪しを判断する指標とする。

しかし、似通った特性をもつ企業として同じ業種の中からコントロール・ファームを抽出した場合、たとえば恒常的に業界平均を下回る業績しか計上できない企業では、常にパフォーマンスが悪いとの結果が得られるだけで、倒産を引き起こすような極端な業績落込みのタイミングを特定することが難しい。そこで、Barber and Lyon(1996)による手法を参考とし、分析対象企業 i の恒常的特性を考慮するために過去のパフォーマンスも考慮した比較を行うこととする。具体的には、1期前のコントロール・ファームとのパフォーマンスの差を用いて、 $[(P_{i,t} - P_{j,t}) - (P_{i,t-1} - P_{j,t-1})]$ を指標とする。もし、極端な業績の向上や落込みがあった場合には、この指標の値が有意にゼロから乖離するはずである。ここで、 t 期に業績の急変が無かった場合に予想される企業 i の期待パフォーマンス $E(P_{i,t})$ を、

$$E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{j,t} - P_{j,t-1}) \quad (\text{Model 1})$$

と定義する。そして、実際に実現したパフォーマンス $P_{i,t}$ と、期待パフォーマンス $E(P_{i,t})$

との差をアブノーマル・パフォーマンス $AP_{i,t}$ として、以下のように定義する。

19. 本稿で掲載する分析結果では、総資産残高の値として、期末の残高と前期末の残高との平均値を用いている。総資産残高として、期末残高を用いても、分析結果に大きな変化は無かった。

$$AP_{i,t} = P_{i,t} - E(P_{i,t})$$

$$= (P_{i,t} - P_{ic,t}) - (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

業績の急変が無ければ、この $AP_{i,t}$ は有意にゼロから乖離していないはずである。そこで、

$AP_{i,t}$ が平均ゼロの正規分布に従うと仮定すれば、以下の統計値 t はスチューデントの t 分布に従うため、 t 検定を行うことができる。

$$t = \frac{\overline{AP}}{\sigma(AP_{i,t}) / \sqrt{n}}$$

$$\text{ただし } \overline{AP} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AP_{i,t}, \quad \sigma(AP_{i,t}) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (AP_{i,t} - \overline{AP})^2}{(n-1)}} \quad (\text{n はサンプル数})$$

本稿では、この他に、 $E(P_{i,t})$ の定義を 1 期前の自らのパフォーマンスとしたケース

$$E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} \quad (\text{Model 2})$$

と、 $E(P_{i,t})$ を単純にコントロール・ファームとしたケース

$$E(P_{i,t}) = P_{jc,t} \quad (\text{Model 3})$$

についても、同様に検定を行ってみた。また、今回の分析ではサンプル数が少ないこともあり、アブノーマル・パフォーマンス $AP_{i,t}$ の分布を正規分布とする仮定が成立しない恐れがある。そこで、Wilcoxon signed-rank test を用い、分布が対称的(symmetry)という仮定のみで検定も行ってみた。

さて、肝心のコントロール・ファームの選び方であるが、基本的に同じ産業カテゴリーに属する企業群から抽出することとした。まず、日本政策投資銀行による『企業財務データバンク』から、業種別コードで一致する企業を抽出した²⁰。そして、業種毎に、同一業種の

²⁰ 『企業財務データバンク』に掲載されている企業は、上場企業ないし店頭公開企業である。『企業財務データバンク』での業種分類は、類似性の度合いに応じて 3 段階に分けられる。コントロール・ファームの候補企業は、原則として最も細かな分類である細科目分類が対象サンプル企業(法的手続きや債権放棄報道があった企業)と同一で、かつ決算月が一致する企業とした。ただし、決算月が一致する企業が十分に得られない場合、対象

中では単位資産当りの収益性を示すパフォーマンス指標 $P_{j,c,t}$ は同じ確率分布に従うと仮定した²¹。そして、毎期、同業種（同じ業種別コードの企業群）の中で、パフォーマンス $P_{j,c,t}$ の値がメディアンとなる企業のパフォーマンスを、その期の当該業種の代表的なパフォーマンスと考え、各期のコントロール・ファームとし、サンプル企業の各期のアブノーマル・パフォーマンス $AP_{i,t}$ を算出した²²。これをもとに、法的手続きの申立があった期の直前の決算期を(- 1)、2期前を(- 2)、3期前(- 3)として、各期の統計量 t を計測する。

データ

法的手続きの申立があった企業は、帝国データバンクがまとめている『全国企業倒産集計』に掲載されている「上場会社の倒産」に記載のある上場・公開企業のうち、1995年1月から2003年7月までに申立があった企業を対象とした²³。つまり、今回の分析対象となる企業は、財務データが入手可能な上場企業あるいは店頭公開企業に限定されている。

また、法的手続きと比較する上で、私的整理があった企業として、債権放棄に関する報道があった企業についても、同様の実証分析を行ってみた。債権放棄があった企業のサン

サンプル企業の決算月から前後2ヶ月に決算月を設定している企業を、コントロール・ファームの候補企業とした。

また、細科目分類が一致する企業を十分に得ることができない場合、次に細かな分類である小科目分類が一致し、かつ決算月が同一、もしくは前後2ヶ月以内である企業を候補企業とした。この方法によっても、コントロール・ファームの候補企業が2社以下しか得られない場合、サンプル企業自体をイベント・スタディの対象から除外した。

なお、コントロール・ファームの候補企業の中には、法的手続きや債権放棄報道があった企業は含まない。

²¹ Barber and Lyon(1996)は、コントロール・ファームの選び方について、 t 期のパフォーマンスについて検証を行う場合、 $t-1$ 期のROAが対象サンプルに近いものを選ぶことが好ましいとしている。本稿の分析では、業種毎に得られるコントロール・ファームの候補企業数が限られていたことに加え、サンプル企業のROAがマイナスになる一方、コントロール・ファームの候補企業は全てプラスとなるケースもいくつかあるなど、ROAの値に近い企業を選び出すことが難しかった。このため、本文中で記述したように、同一業種内では、ROAは各期同じ確率分布に従って実現する確率変数と仮定し、各期、同一業種内でメディアンとなるROAを、その期の当該業種の代表的なROAとしてサンプル企業のパフォーマンスの比較対象とし、分析を行った。

²² 各期、当該業種の中でパフォーマンスがメディアンとなる企業をコントロール・ファームとするため、期毎にコントロール・ファームは入れ替わることとなる。

²³ 1990年代前半には、監督当局からの不動産融資規制などの影響等もあり、いわゆるバブル倒産と呼ばれる案件が少なくなかった。本稿では、こうしたバブル期の直接的な影響が薄れた1990年代後半以降の倒産を、サンプルとして用いた。なお、分析対象は一般事業会社であり、銀行、証券会社は含まない。

ルの抽出は、『日本経済新聞 CD-ROM』の1995年版～2002年版を用いて、「債権放棄」あるいは「債務免除」を主要なキーワードとして新聞記事を検索することにより抽出した²⁴。

また、推計で用いた財務指標については、原則として日本政策投資銀行による『企業財務データバンク』の2002年版に記載されている数字を用いた²⁵。それぞれの企業群の特性については、法的手続きのあった企業については2000年4月の民事再生法施行前については表1に、施行後は表2に、また債権放棄があった企業については、民事再生法施行前を表3に、施行後を表4にまとめてみた²⁶。

イベント・スタディ

(1) 法的手続き

一連の制度改正のインパクトを検証するため、2000年4月の民事再生法施行を境として、サンプルを二つのグループに分けてイベント・スタディを実施した。今回の分析では、倒産処理法の種類にかかわらず、法的手続きを早期に申し立てること自体に着目したため、対象となる法的手続きは、和議法、会社更生法、民事再生法、破産法、特別清算、商法整理がある。2000年3月以前に法的手続きの申立があった企業を対象とした場合の結果が表5-1(Model 1)、表5-2(Model 2)、表5-3(Model 3)また、2000年4月以降に法的手続きの申立があった企業をサンプルとするケースの結果が表6-1(Model 1)、表6-2(Model 2)、表6-3(Model 3)である²⁷。出来る限り多くのサンプルを取り入れるため、各期毎に(法的手続き

24. 債権放棄企業のうち、1995～1999年に債権放棄の報道があった企業については、内田・後藤(2002)で用いたサンプル企業と一致する。また、2003年1～7月に債権放棄があった企業については、日経テレコンの記事検索サービスを用いて、同様の検索を行ってサンプル企業の抽出を行った。

25. 『企業財務データバンク』2002年版には2002年3月期決算までしか掲載されていない。このため、2002年3月以降の数字が必要な場合には、有価証券報告書の数字を用いた。なお、債権放棄の報道については、“債権放棄の要請”等、最初にその旨の報道があった時を基準として、対象となる期(0期)を特定した。

26. 数値の算出には、法的手続き申立、あるいは債権放棄に関する報道があった期の直前期(-1)の値を用いている。なお、表1～4については、後に記述するロジット分析を行う際の対象サンプルを用いて算出しており、イベント・スタディの対象サンプルとは必ずしも一致していない。ロジット分析では、必要となるイベントがあった直前期(-1)の数値が入手可能な企業を出来る限りサンプルとして取り込んだ。一方で、イベント・スタディで用いたサンプルの中には、イベントがあった直前期(-1)の決算数字が入手できない企業があったため、表1～4での値の算出やロジット分析の対象には含まれていないものがある。

27. 法的手続きの内訳は、2000年3月以前については、会社更生法が16件(うち1件は後に破産手続きへ切替)、和議が1件、商法整理が2件(うち1件は後に破産手続きへ切替)、破産が7件(更正法など他の手続きからの切替を含まない)、特別清算2件である。一方、2000年4月以前は、民事再生法が33件(うち1件は後に会社更生法へ切替、1件

の申立があった期を 0 期として基点とし、さかのぼった各期)、サンプルの中身は異なっている²⁸。

Model 1 の結果を見ると、民事再生法施行以前の法制度下では、法的手続きの申立を行う 5 期前に、5%水準で有意な業績の落ち込みが確認できる。一方で、民事再生法施行以降の場合、法的手続き申立の直前の期(- 1)に、5%水準で有意な業績の落ち込みが生じていることがわかる。つまり、2000 年 4 月以前には、倒産に至るような業績悪化が生じてから、法的手続き申立までに約 5 年を要していたが、一連の制度改正後は、業績悪化の翌年には、裁判所への申請が出されるようになったわけである。

なお、2000 年 4 月以降については、法的手続き申立の直前期以外に、3 期前にも有意水準 10%と有意性は低いものの業績の落ち込みがあることを見て取れる。さらに、Wilcoxon signed-rank test の場合、2 期前にも 10%水準で有意な業績悪化が確認できる。これについては、今回の分析対象期間が制度改正直後であり、当事者の行動変化の過渡期にあることを考慮する必要がある。上述のように、一連の制度改正以前は、業績落ち込みがあってから法的手続きの申立に至るまでに 5 年近くを要している。1990 年代末期に業績落ち込みを経験した企業の場合、かつての制度の下で業績が悪化し、法的手続き申立を先送りしている過程で民事再生法導入を迎えたことになる。このため、これらの企業は、途中で再建に取り組む姿勢が変化し、早めに法的手続き申立を行うようになった可能性がある。このことが、2 期前や 3 期前にも業績悪化傾向が観察できるという形で現れているものと考えられる。

ただし、法的手続きの申立が早期化した要因は、必ずしも法制度の改正だけではないかもしれない。たとえば、1997、1998 年の金融危機の後、監督当局は金融機関に対する資産査定を厳格化した。よって、当局の厳しい資産査定が、金融機関の実質破綻企業への対応を変化させ、法的手続きへ移行させることを促した可能性もある。そこで、監督当局の資産査定厳格化の影響のみを受けたと思われる企業として、1998 年 1 月～2000 年 3 月までに法的手続きの申立を行った企業について、同様のイベント・スタディを実施した。その結果が表 7-1(Model 1)、表 7-2(Model 2)、表 7-3(Model 3)である。Model 1 の結果によれば、この期間中に法的手続きの申立を行った企業については、明確な業績落ち込みのあった期を見出すことはできない。従って、少なくとも当局の監督姿勢の変化が法的手続き申立の早期化を促した証左は得られなかった。つまり、2000 年 4 月以降の法的手続き申立については、業績悪化後速やかに法的な倒産処理に入るようになった要因として、一連の倒産処理法制改正の影響があった可能性が高いと言えよう。

この他に、法的手続き申立のタイミングを考える上では、サンプル企業の業種の偏りが、

は後に破産に切替) 会社更正法が 7 件(民事再生法からの切替を含まない) 破産が 2 件(民事再生法からの切替を含まない) である。なお、実際のイベント・スタディでは、各期、これらの中から必要データが入手できるものを対象とした。

²⁸. (- 1)期から(- 5)期までを対象として、全ての期で同一のサンプルを扱う形でも、同様のイベント・スタディを実施してみたが、結果に大きな変化は無かった。

分析結果に影響を及ぼしている可能性も考慮する必要がある。例えば、流通業や建設業の場合、運転資金の必要性が高く、資金繰りに窮すれば即座に業務が立ち行かなくなるため、業績不振に陥ってから倒産処理に至るまでの期間は、他業種に比べて早い可能性がある。もし、民事再生法施行以降の期間のサンプルについて、こうした業種の影響が強く出ていたとすれば、2000年4月以降には法的手続き申立が早期化したとの推計結果は、単にサンプルバイアスがもたらしたものである恐れがある。そこで、サンプルを流通業・建設業のグループと、それ以外の企業とに分類し、それぞれについて推計を実施してみた。

民事再生法施行以前については、流通業・建設業グループの結果が表8-1、それ以外の業種グループの結果が表8-2である。これによると、流通業・建設業グループの場合、法的手続きの2期前に、5%水準で有意な業績悪化が確認された。一方で、それ以外の企業群の場合、全サンプルの結果と同じ5期前に、10%水準で有意なパフォーマンス悪化が見られる。つまり、流通業・建設業については、制度改正前であっても、業績悪化後、比較的早いタイミングで倒産処理手続きに入る傾向にあったと考えられる。一方で、それ以外の企業群に関する推計結果や、当初、全サンプルを対象に行った結果を見れば、社会全体としては、抜本的処理が先送りされる傾向にあった可能性が高い。

次に、民事再生法施行以降に関しては、流通業・建設業グループの結果が表9-1、それ以外の業種グループの結果が表9-2である。流通業・建設業グループについては、3期前、2期前に業績低下傾向が見られるものの、有意ではない。これは、業績不振が続いたために、法的手続きに入る前に、既に水面下で銀行による金融支援等があり、財務データが実態を正しく反映していないことによる可能性が考えられる。

そして、それ以外の企業群の推計結果を見てみると、当初の全サンプルによる推計と同様に、法的手続きに入る1期前に5%水準で有意な業績悪化が確認された。つまり、流通業、建設業といった、比較的早いタイミングで倒産処理に入る傾向にある企業を除いても、民事再生法施行以降、法的手続きによる倒産処理に入るタイミングが早期化していると考えられる。

以上をまとめると、流通業、建設業に関しては、制度改正以前でも、倒産処理が比較的早いタイミングで実施される傾向にあったと考えられる。そして、こうした要因を考慮した上でも、民事再生法施行以降では、法的手続きに入るタイミングが早期化した可能性が高いと言えよう。

なお、パフォーマンスについて同一業種内でメディアンとなった企業との比較を行った Model 3 の結果から、法的手続きの申立であれ、債権放棄であれ、倒産手続きに入った企業は恒常的に業種内でパフォーマンスが芳しくなかったことが分かる。そして、サンプル企業の前期のパフォーマンスとの比較を行った Model 2 の結果を見ると、前期比でパフォーマンスが悪化したタイミングが、Model 1 で有意なパフォーマンス悪化を示している期とほぼ一致している。

(2) 債権放棄

一方で、法的手続きと比較する意味で、私的整理のサンプルとして債権放棄に関しても、同様のイベント・スタディを行ってみた²⁹。注 8 でも言及したように、倒産処理法制は私的整理による処理のあり方にも制約を課すことになる。従って、倒産処理法制の改正は、私的整理に対しても影響を及ぼしている可能性がある。

分析の結果は、制度改正前の 1995 年 2 月～2000 年 3 月までのケースが表 10-1(Model 1)、表 10-2(Model 2)、表 10-3(Model 3)、制度改正後の 2000 年 4 月以降が表 11-1(Model 1)、表 11-2(Model 2)、表 11-3(Model 3)、そして監督当局の姿勢変化の影響があった可能性がある 1998 年 1 月～2000 年 3 月までの場合が表 12-1(Model 1)、表 12-2(Model 2)、表 12-3(Model 3)にまとめてある。Model 1 の結果によれば、制度改正前では、明確な業績悪化が見受けられるのは、債権放棄に関する報道があった 7 期前で、5%水準で有意である。一方、制度改正後の場合、有意性は低いものの、6 期前と 8 期前に 10%水準で有意な業績の悪化が確認できる。いずれにせよ、債権放棄に関しては、制度改正によって再建着手が早期化されたという明らかな変化を見出すことはできない。もちろん、債権放棄は、私的整理の中でも債権者側が被る負担が最も重いものであり、合意形成は容易ではない。むしろ合意形成が容易ではない案件だけに、債権放棄を必要とするほど内容が悪化するまで問題の先送りがなされていた可能性もある。このため、ここでのイベント・スタディの結果が、私的整理の実態を示したものとは言えない可能性もある。

倒産処理手続きの選択

次に、倒産処理として、法的手続きと私的整理のどちらを選ぶのか、試みにロジット分析を行ってみた³⁰。私的整理のサンプルとしては、債権放棄に関する報道があった企業を採用した。これについても、2000 年 4 月を境にして、傾向の変化の有無を検証してみた。2000

²⁹ 債権放棄に関する報道があった企業の中で、後に法的手続きの申立を行った企業は債権放棄のサンプルには含めない。これらは、法的手続きのあった企業として扱っている。たとえば、そごうや青木建設、佐藤工業などは、法的手続きのサンプルに含まれる。なお、法的手続きがあった企業のサンプルから、債権放棄があった企業を除いた場合も、結果に大きな変化は無かった。

³⁰ 法的手続きの内訳は、2000 年 3 月以前については、会社更生法が 11 件（うち 1 件は後に破産手続きへ切替）、和議が 3 件（うち 1 件は後に民事再生法へ切替）、商法整理が 2 件（うち 1 件は後に破産手続きへ切替）、破産が 5 件（更正法など他の手続きからの切替を含まない）、特別清算 1 件である。

一方、2000 年 4 月以降は、民事再生法が 35 件（うち 1 件は後に会社更生法へ切替、1 件は後に破産手続きへ切替）、会社更生法が 6 件（うち 1 件は後に破産手続きへ切替、民事再生法からの切替を含まない）、破産が 2 件（民事再生法からの切替を含まない）である。なお、注 26 に記したように、ロジット分析とイベント・スタディとでは、対象サンプルは必ずしも一致しない。

年4月以前に関する結果は表13-1と表13-2、2000年4月以降については、表14-1と表14-2である³¹。被説明変数は、法的手続きの申立があった場合には1、債権放棄の報道があった場合は0とし、説明変数として用いた財務指標には、法的手続きの申立、あるいは債権放棄に関する報道があった期の直前の期(-1)の数値を用いた³²。

まず、制度改正前の傾向を見ると、倒産処理手続きの選択に有意な影響を及ぼしているのは、企業価値の尺度である Simple Q³³であり、これが高い案件ほど債権放棄を伴う私的整理が選択される傾向にあることが確認できる。トービンのQを簡易にしたものといえる Simple Qは、その値が高いほど、経営者の能力や企業特殊の技術力、あるいは市場支配力など、当該企業特殊の無形資産の価値が高いことを物語っている。こうした企業特殊の能力は、清算して企業を解体すると失われてしまうものであり、企業を存続させることで初めて維持されるものである。このようなケースでは、メインバンクのような主要債権者が主導する形で、私的整理の下で再建策を模索する方が好ましいものと思われる³⁴。先行研究でも、Gilson, et al(1990)では、米国で1978~1987年に生じた倒産を対象に同様のロジット分析を行った結果、会計上の総資産に比べて企業価値への市場評価が高い企業ほど、私的整理で再建を図る傾向にあることを確認している。

31. Gilson, et al(1990)が指摘しているように、金融機関等は専門的な債権者として、取引信用のような他の債権者とは異なり、倒産処理手続きの中で重要な役割を果たす可能性がある。たとえば、金融機関等は倒産処理手続きに精通しているため、法的手続きを経なくても債権者間での合意形成が実現し易いとするれば、負債総額の大半を対金融機関債務が占めている場合、私的整理の下で倒産処理が行われる可能性が高いかもしれない。Gilson et al(1990)は、1978~1987年に生じた米国での倒産処理169件をサンプルとして実証分析を行い、負債に占める金融機関借入の比率が高い方が、法的手続きを経ずに倒産処理が行われる傾向にあることを確認している。

そこで本稿の推計の中でも、負債総額に占める専門的な債権者に対する債務残高の比率も加えてみた。専門的な債権者に対する債務残高としては、“短期借入金”、“長期借入金”、“1年以内長期借入金”の合計を“借入金残高”として用いた。ただし後述する結果を見る限り、有意な影響を確認することはできなかった。

32. メインバンクの貸出シェアを示す“メインバンクシェア”は、注31で記した借入金残高に占める対メインバンクの債務残高の比率とした。また、“メインバンク”は、借入金残高を構成する債権者の中で残高が最も大きい借入先とした。

メインバンクの貸出シェアに関するデータは、2000年2月期までのものしか入手できなかった。このため、2000年3月期以降の決算期データが対象となるサンプルでは全て、メインバンクの貸出シェアについて、1999年3月期から2000年2月期までの数値を用いた。

33.
$$\text{Simple } Q = \frac{(\text{株式時価総額} + \text{総負債残高})}{\text{簿価総資産}}$$

なお、上記の定義の他、総負債残高のかわりに有利子負債残高を用いた値でも推計を試みた。しかし、結果に大きな変化は見られなかった。

34. Gilson et al(1990)等によれば、米国の場合、Chapter 11の手続きに入った後、会社資産が売却されるケースが少なくないようである。このため、重要な会社資産の売却を回避して事業継続を図るためには、私的整理の方が好ましいとの見方が多い。

この他に 2000 年 4 月以前のケースで有意な影響を確認できるものは、総資産だけである。これは、制度改正前、改正後ともに、資産規模が大きい大企業ほど、債権放棄による処理を選択する傾向にあることを、高い有意性をもって示している。しかし、資産規模の影響については、サンプル・バイアスの可能性を考慮する必要がある。今回取り上げたサンプルの場合、債権放棄については新聞報道に依存して抽出を行っている。このため、債権放棄のサンプル企業については、報道で取り上げられるだけ社会的関心度の高い大企業に偏っている恐れがある。このため、資産規模が大きい企業ほど債権放棄を伴う私的整理を選択する傾向が出ている可能性があることを考慮しなければならない。

制度改正以前については、有意な影響を確認できるものはこの二つだけである。他方、制度改正後の 2000 年 4 月以降のサンプルについても、この二つは同様の有意な影響を示している上に、他に二つの変数が、有意な影響を及ぼしている。一つは、収益性に関する指標であり、もう一つは、当該企業の借入に占めるメインバンクの貸出シェアである。

今回、収益性の指標として、イベント・スタディで用いた、*EBITDA* を使った *ROA* を採用した。結果は、債権放棄を伴う私的整理を選択した企業の方が、倒産直前の収益性が高い傾向にあることが確認された³⁵。この点は、健全な体質へ回復するために抜本的な改革を要する企業の場合、法的手続きが積極的に活用されている一方、足元の収益力が比較的良好で、再建の方向で債権者間の合意形成が得られやすいと思われる案件では、私的整理による再建が選択されやすいと解釈できる。

メインバンクの貸出シェアについても、これが高いほど、債権放棄を伴う私的整理が選択され易いことが有意に示されている³⁶。この点も、メインバンクが債権者間の調整で指導力

35. インタレスト・カヴァレッジ $\left(= \frac{[EBITDA]}{[支払利息 \cdot 割引料]} \right)$ を、もう一つの収益性の指標として用いたロジット分析も行ってみた。結果は、表 11-2、表 12-2 にある通り、2000 年 4 月以降の場合、インタレスト・カヴァレッジは 10% 水準で、マイナスで有意となり、*ROA* を用いた場合よりも有意性が低下した。

これは、支払利息・割引料に関するデータの値が、約定弁済額ではなく、実際に支払った利息・割引料であることが影響しているものと思われる。今回取り扱ったサンプル企業は、債権放棄を受けた企業にせよ、法的手続きに入った企業にせよ、業績が芳しくないため、健全企業に比べて利息支払い余力が乏しいはずである。そして、ロジット分析で用いた数値は、債権放棄、法的手続きというイベントが発生する直前期のものである。この時点では、既に銀行等から水面下で金利減免等の金融支援を受け、約定弁済額に比べ、実際に支払った利息の総額は低くなっているかもしれない。こうした金融支援の影響があると、インタレスト・カヴァレッジの分母が小さくなるため、本来の利息支払い余力に比べ、インタレスト・カヴァレッジの値が過大になってしまう恐れがある。つまり、本来収益性が低く、利息支払余力が乏しいために金融支援を受けた結果、インタレスト・カヴァレッジが改善してしまうため、収益性の指標としてうまく機能しなくなり、*ROA* を用いた場合に比べて有意性が低下した可能性がある。

36. 債権放棄に関するサンプル企業の中には、商社やノンバンクといった金融機関以外の債権者が債権放棄を実施しているケースもある。今回の分析では、商社等も一種の専門的債権者と考え、これらのケースも推計の対象に含めている。

を發揮して交渉を進めることができる案件では、私的整理が選択され易いと解釈できる。法的手続きによる倒産を選択した場合、様々なマイナス要因が存在するため、当事者は、債権者間の合意形成が比較的容易であれば、私的整理を選ぶ可能性が高いとも考えられよう³⁷。

・結論

本稿の分析では、民事再生法施行以降の一連の倒産処理法制改革は、少なくとも経営者の早期再建着手を促した可能性があることが確認され、改革が一定の効果を發揮していることが明らかになった。最後に付け加えると、倒産関連法制について何か社会的に最適な制度があるわけではない。既に述べたように、負債契約が持つ経営への規律付け効果と企業再建促進というトレード・オフがある中で、経済環境が直面している問題を考慮するなど、様々な影響のバランスをとって一つの制度が選択されている³⁸。今回の日本の制度改正は、企業再建の促進を強く意識したものと言えるが、予想される副作用もある。

副作用の一つの可能性が、平常時の資金調達条件の変化である³⁹。倒産に陥った際の再建

37. 法的手続きによる再建を選択した場合のデメリットとしては、たとえば、以下のような問題が考えられる。まず、当座勘定取引が停止されるため、手形を振り出せなくなるので、全てを現金取引とせざるを得なくなり、手元に運転資金が無いと事業継続が困難になってしまう。また、支払手形への弁済が禁止されるため、取引先へ悪影響を及ぼす恐れがある。さらに、倒産自体の悪いイメージから、取引先が取引を敬遠したり、信用力の低下から取引条件が悪化するなどの悪影響が生じる。この他、上場が廃止されて株式の市場性が失われてしまうため、一部の債権者はデット・エクイティ・スワップに応じることができなくなり、再建計画の策定が難しくなってしまう。加えて、建設業者の場合、地方公共団体の公共事業については、入札ができなくなってしまうため、事業存続自体が困難になる恐れがある。

38. White(1994)では、シグナリング・モデルを用いて、再建すべき企業は再建型手続きである Chapter 11 を、また、清算処理が望ましい企業は破産手続きである Chapter 7 を、それぞれ経営者の自発的な意思決定で選択し、効率的に倒産処理を行い得る可能性について分析を行っている。彼らの分析によれば、パラメーターの値によっては一括均衡になってしまうために、清算すべき企業が Chapter 11 による再建手続きに入ってしまう非効率性が生じるだけでなく、倒産処理が法的手続きだけのケースでは分離均衡が実現して効率的な状況下でも、追加的に法廷外での私的整理の利用が導入された場合、法的手続きに比べて取引費用が節約できるために、一括均衡になってしまい、効率性が悪化することが示されている。

39. Schwartz(1997)は、本来、企業毎に収益プロファイルや、事業収益の実現確率、事後的な再建可能性等が異なることを考慮すれば、それぞれに適した倒産処理に関する契約を資金調達時に結んだ方が効率的であると主張している。そして、法的手続きによる倒産処理を一律に規定することは、債権者の回収期待額を低下させる可能性があり、この結果、事業の性格によっては資金調達が不可能になり、社会的に見て過少投資が生じる恐れがあることを指摘している。

可能性を重視し、倒産処理の過程で債権者の権利を制約する法制度を設けると、債権者の立場から考えれば、貸出を行う際の期待回収額が低下することとなり、貸出姿勢が消極化し、企業活動に悪影響を及ぼす恐れがある。

たとえば、米国の場合、1978年連邦倒産法において、上述した企業再建を重視した法制度が確立された。Scott and Smith(1986)はこの法改正に着目し、法律の施行後、1980年代前半の中小企業の資金調達事情を分析している。これによると、1978年倒産法施行後、調達金利が上昇したり、借入申込みが断られる頻度が高くなったりするなど、中小企業の資金調達条件が悪化していることが確認されている。

また、Berkowitz and White(2002)は、米国では個人破産の際に、住宅や自動車など生活の維持に必要な資産に対して認められる免責の範囲が州によって異なることに着目し、中小企業の資金調達条件の相違を分析している。事業資金の調達に際して、経営者が個人保証を行っているケースでは、免責が手厚く認められている場合、倒産時には、経営者は法的手続きに入ることに強いインセンティブがあるはずである。逆に貸手側にとってみれば、貸出実行の際に期待回収率が低くなる。分析結果では、免責が手厚い州の方が、中小企業向け貸出金利が高かったり、信用供与を拒否される頻度が高くなったりする傾向にあることが確認されている。

再建を重視した制度は、一方で債権者の権利を制限する性格も有している。このため、債権者にとっては貸出条件が悪化するという側面もあり、結果、貸出姿勢の消極化という影響を及ぼしたと考えられる。また、米国で Chapter 11 の下で再建手続きに入った企業のうち、手続き終了後に回復を遂げたものは6%あるいは12%に過ぎないとの研究もあり、米国内でも倒産法制のあり方を見直すべきとの議論が盛んに行われている。今回の日本における倒産関連法制の改革が、日本経済にどのような影響を及ぼすかについては、こうした副作用等も考慮して、もう少し長期的な視野で考える必要があるだろう。

[参考文献]

- Aghion, Philippe and Patrick Bolton (1992) "An incomplete contracts approach to financial contracting," *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3, pp473-494.
- Aghion, Philippe, Oliver Hart and John Moore (1992) "The economics of bankruptcy reform," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 8, No. 3, pp523-546.
- Barber Brad M., and John D. Lyon (1996) "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp359-399.
- Berkowitz, Jeremy and Michelle J. White (2002) "Bankruptcy and small firm's access to credit," *NBER Working Paper Series* No. 9010.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay (1997) *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press.
- Gilson, Stuart C. (1990) "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp355-387.
- _____ (1997) "Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp161-196.
- _____, Kose John and Larry H. P. Lang (1990) "Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp315-353.
- Hart, Oliver (1995) *Firms contracts and financial structure*, Oxford University Press.
- _____ (2000) "Different approaches to bankruptcy," *NBER Working Paper Series* No. 7921.
- Helwege, Jean and Frank Packer (2003) "Determinants of the choice of bankruptcy procedure in Japan," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, pp96-120.
- Povel Paul (1999) "Optimal "Soft" or "Tough" Bankruptcy Procedures," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 15, No. 3, pp659-684.
- Scott, Jonathan A. and Terence C. Smith (1986) "The effect of the bankruptcy reform act of 1978 on small business loan pricing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 16 pp119-140.
- Schwartz, Alan (1997) "Contracting about bankruptcy," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 13, No. 1, pp127-146.
- White, Michelle J. (1989) "The corporate bankruptcy decision," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2, pp129-151.
- _____ (1994) "Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganization

and out-of-court debt restructuring,” *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 10, No. 2, pp268-295.

Xu, Peng (2003) “Bankruptcy resolution in Japan: Corporation Reorganization vs. Civil Rehabilitation,” Microeconomics Workshop at Center for International Research on the Japanese Economy, Faculty of Economics, The University of Tokyo.

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」 『会社法の経済学』三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編 pp253-277.

内田交謹・後藤尚久 (2002) 「債権放棄の経済的機能：イベント・スタディによる実証分析」 日本経済研究 No. 45, pp128-146.

太田一郎 (2003) 『始動！ 企業再生プロジェクト』 (社)金融財政事情研究会

瀬下博之・山崎福寿 (2002) 「民事再生法の経済分析」 日本経済研究 No. 44, pp188-210.

徳田和幸 (2003) 「新会社更生法のあらましと残された課題」 ジュリスト No. 1241, pp2-7.

花村良一・筒井健夫・菅家忠行 (2000) 「民事再生法の概要」 旬刊商事法務 No. 1550, pp14-19.

フランク・パッカー＝マーク・ライザー (1993) 「日本における経営破綻処理のメカニズム」 フィナンシャル・レビュー 28号

深山卓也 (2000) 「民事再生法制定の経緯と法の概要」 ジュリスト No. 1171, pp6-14.

_____ (2004) 「民事基本法の立法動向」 旬刊商事法務 No. 1685, pp28-33.

_____・菅家忠行・高山崇彦・村松秀樹 (2003) 「新会社更生法の概要」 旬刊商事法務 No.1659, pp4-13.

柳川範之 (2000) 『契約と組織の経済学』 東洋経済新報社

山本和彦 (2003) 『倒産処理法入門』 有斐閣

[表1] 2000年3月以前に法的手続き申立を行った企業の特徴

	メディアン	平均	標準偏差
シンプルQ	1.074	1.157	0.333
EBITDA/簿価総資産(ROA)	0.014	-0.036	0.107
カバレッジ	-0.213	-1.600	4.877
負債総額/簿価総資産	0.912	0.949	0.270
借入金残高/負債総額	0.648	0.6081861	0.218
簿価総資産(単位10億円)	53.872	110.994	124.625
平均簿価総資産(単位10億円)	61.665	113.010	126.783
メインバンク・シェア	0.261	0.329	0.180
借入先数	20	22.773	13.522
サンプル数	22		

[表2] 2000年4月以降に法的手続き申立を行った企業の特徴

	メディアン	平均	標準偏差
シンプルQ	1.032	1.066	0.246
EBITDA/簿価総資産(ROA)	-0.064	-0.169	0.354
カバレッジ	-4.645	-10.417	18.862
負債総額/簿価総資産	0.929	0.923	0.238
借入金残高/負債総額	0.601	0.602	0.155
簿価総資産(単位10億円)	30.599	102.676	237.695
平均簿価総資産(単位10億円)	32.244	100.910	199.617
メインバンク・シェア	0.337	0.374	0.197
借入先数	16	19.114	16.096
サンプル数	44		

- ・ $\text{シンプルQ} = (\text{株価} \times \text{株式発行数} + \text{総負債(簿価)}) / \text{総資産(簿価)}$
- ・ $\text{EBITDA} = (\text{税引前当期純損益}) + (\text{支払い利息} \cdot \text{割引料等}) + (\text{減価償却費})$
- ・ $\text{カバレッジ} = (\text{EBITDA}) / (\text{支払い利息} \cdot \text{割引料})$
- ・ $\text{借入金残高} = (\text{短期借入金}) + (\text{長期借入金}) + (\text{1年以内長期借入金})$
- ・ $\text{平均総資産} = (\text{前期末簿価総資産残高} + \text{当該期末総資産残高}) / 2$
- ・ $\text{メインバンク・シェア} = (\text{メインバンクからの借入金残高}) / (\text{借入金残高})$

- ・ 数値は、法的手続きの申立、あるいは債権放棄に関する報道があった期の直前期のものを用いている。
- ・ 借入先金融機関数は、有価証券報告書に記載されている借入先の数である。
- ・ メインバンクは、『企業財務データバンク』掲載の資料で貸出シェアが最大の金融機関とした。一部のサンプルについては、メインバンクが生命保険会社あるいは商社となっている。
- ・ メインバンク・シェアに関するデータは、2002年2月期までのものしか入手できなかった。このため、2000年3月期以降の決算期データが対象となるサンプルでは全て、メインバンクの貸出シェアについて、1999年3月期の数値を用いた。
- ・ 債権放棄を受けた後に法的手続きの申立を行った企業は、全て法的手続き企業群に含まれる。
- ・ 2000年4月以降に法的手続き申立を行った企業のうち、殖産住宅相互は当該期支払い利息がゼロであるためカバレッジが計算できなかった。そのため、カバレッジについては殖産住宅相互をサンプルから除いている。

[表3] 2000年3月以前に債権放棄に関する報道があった企業の特徴

	メディアン	平均	標準偏差
シンプルQ	1.043	1.262	0.491
EBITDA/簿価総資産(ROA)	0.013	-0.085	0.269
カバレッジ	0.199	-4.938	11.654
負債総額/簿価総資産	0.948	1.012	0.315
借入金残高/負債総額	0.576	0.606	0.187
簿価総資産(単位10億円)	163.511	422.524	482.437
平均簿価総資産(単位10億円)	158.200	438.695	504.204
メインバンク・シェア	0.270	0.301	0.216
借入先数	25	28.875	20.749
サンプル数	16		

[表4] 2000年4月以降に債権放棄に関する報道があった企業の特徴

	メディアン	平均	標準偏差
シンプルQ	1.025	1.148	0.445
EBITDA/簿価総資産(ROA)	-0.007	-0.046	0.101
カバレッジ	-0.541	-2.645	7.465
負債総額/簿価総資産	0.959	0.996	0.281
借入金残高/負債総額	0.626	0.627	0.142
簿価総資産(単位10億円)	147.290	342.480	459.571
平均簿価総資産(単位10億円)	168.749	341.179	443.433
メインバンク・シェア	0.3275057	0.359	0.184
借入先数	25	37.000	27.911
サンプル数	23		

- ・ $\text{シンプルQ} = (\text{株価} \times \text{株式発行数} + \text{総負債(簿価)}) / \text{総資産(簿価)}$
- ・ $\text{EBITDA} = (\text{税引前当期純損益}) + (\text{支払い利息} \cdot \text{割引料等}) + (\text{減価償却費})$
- ・ $\text{カバレッジ} = (\text{EBITDA}) / (\text{支払い利息} \cdot \text{割引料})$
- ・ $\text{借入金残高} = (\text{短期借入金}) + (\text{長期借入金}) + (\text{1年以内長期借入金})$
- ・ $\text{平均総資産} = (\text{前期末簿価総資産残高} + \text{当該期末総資産残高}) / 2$
- ・ $\text{メインバンク・シェア} = (\text{メインバンクからの借入金残高}) / (\text{借入金残高})$

- ・ 数値は、法的手続きの申立、あるいは債権放棄に関する報道があった期の直前期のものを用いている
- ・ 借入先金融機関数は、有価証券報告書に記載されている借入先の数である。
- ・ メインバンクは、『企業財務データバンク』掲載の資料で貸出シェアが最大の金融機関とした。一部のサンプルについては、メインバンクが生命保険会社あるいは商社となっている。
- ・ メインバンク・シェアに関するデータは、2002年2月期までのものしか入手できなかった。このため、2000年3月期以降の決算期データが対象となるサンプルでは全て、メインバンクの貸出シェアについて、1999年3月期の数値を用いた。
- ・ 債権放棄を受けた後に法的手続きの申立を行った企業は、全て法的手続き企業群に含まれる。
- ・ 2000年4月以降に法的手続き申立を行った企業のうち、殖産住宅相互は当該期支払い利息がゼロであるためカバレッジが計算できなかった。そのため、カバレッジについては殖産住宅相互をサンプルから除いている。

[表5-1] 2000年3月以前に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.040	1.300	1.590	15
-8	-0.042	-1.665	-1.396	16
-7	-0.001	-0.066	-0.762	18
-6	0.012	1.197	1.581	21
-5	-0.018	-2.287 **	-2.314 **	24
-4	-0.019	-0.864	0.267	26
-3	-0.003	-0.249	-0.342	28
-2	-0.012	-1.093	-1.412	28
-1	-0.044	-0.783	-0.261	20

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表5-2] 2000年3月以前に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル2: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.041	1.401	1.817 *	15
-8	-0.046	-1.685	-0.982	16
-7	-0.012	-0.569	-1.502	18
-6	-0.001	-0.060	-0.017	21
-5	-0.028	-3.061 ***	-2.971 ***	24
-4	-0.026	-1.051	-1.054	26
-3	-0.007	-0.627	-1.753 *	28
-2	-0.017	-1.578	-2.414 **	28
-1	-0.051	-0.921	-0.747	20

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表5-3] 2000年3月以前に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル3: } E(P_{i,t}) = P_{jc,t}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	-0.004	-0.192	-1.965 **	15
-8	-0.042	-2.435 **	-3.070 ***	16
-7	-0.042	-3.935 ***	-3.597 ***	18
-6	-0.025	-2.453 **	-2.457 **	21
-5	-0.040	-4.090 ***	-3.391 ***	24
-4	-0.056	-2.316 **	-3.735 ***	26
-3	-0.058	-2.796 ***	-3.666 ***	28
-2	-0.071	-3.511 ***	-4.258 ***	28
-1	-0.121	-2.312 **	-3.285 ***	20

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表6-1] 2000年4月以降に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks - test)	サンプル数
-9	-0.002	-0.281		1.016	35
-8	0.001	0.136		-0.721	35
-7	-0.005	-0.849		-1.516	37
-6	-0.011	-1.556		-0.907	39
-5	-0.005	-0.423		-1.116	39
-4	0.002	0.207		-0.719	42
-3	-0.023	-1.876 *		-1.732 *	42
-2	-0.025	-1.507		-1.657 *	42
-1	-0.060	-2.355 **		-2.111 **	34

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表6-2] 2000年4月以降に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル2: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks - test)	サンプル数
-9	-0.014	-1.601		-2.522 **	35
-8	-0.003	-0.356		-2.359 **	35
-7	-0.007	-1.450		-2.814 ***	37
-6	-0.013	-1.750 *		-2.079 **	39
-5	-0.007	-0.578		-1.772 *	39
-4	-0.004	-0.396		-1.807 *	42
-3	-0.037	-2.950 ***		-2.826 ***	42
-2	-0.022	-1.236		-1.244	42
-1	-0.059	-2.264 **		-1.975 **	31

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表6-3] 2000年4月以降に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル3: } E(P_{i,t}) = P_{jc,t}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks - test)	サンプル数
-9	-0.021	-2.889 ***		-2.375 **	35
-8	-0.019	-3.139 ***		-2.783 ***	37
-7	-0.021	-4.268 ***		-3.935 ***	39
-6	-0.032	-4.567 ***		-4.494 ***	39
-5	-0.033	-3.109 ***		-4.320 ***	42
-4	-0.031	-4.891 ***		-4.445 ***	42
-3	-0.054	-5.597 ***		-4.695 ***	42
-2	-0.079	-5.817 ***		-5.220 ***	42
-1	-0.118	-4.846 ***		-4.744 ***	31

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表7-1] 1998年1月～2000年3月に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.014	1.370	1.478	10
-8	-0.038	-1.380	-1.689 *	11
-7	-0.004	-0.148	-1.153	13
-6	0.018	1.479	1.287	14
-5	-0.009	-0.821	-0.973	14
-4	0.004	0.307	0.910	14
-3	0.005	0.508	0.454	15
-2	-0.021	-1.920 *	-1.477	15
-1	-0.077	-0.810	-0.153	10

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表7-2] 1998年1月～2000年3月に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル2: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.018	1.483	1.886 *	10
-8	-0.045	-1.453	-0.978	11
-7	-0.015	-0.500	-1.642	13
-6	0.005	0.370	0.220	14
-5	-0.015	-1.488	-1.664 *	14
-4	-0.001	-0.052	-0.345	14
-3	0.000	0.014	-1.022	15
-2	-0.026	-2.646 **	-2.442 **	15
-1	-0.087	-0.932	-0.866	10

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表7-3] 1998年1月～2000年3月に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル3: } E(P_{i,t}) = P_{jc,t}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	-0.022	-1.408	-2.045 **	11
-8	-0.051	-2.235 **	-2.900 ***	13
-7	-0.052	-3.776 ***	-3.296 ***	14
-6	-0.034	-2.484 **	-2.417 **	14
-5	-0.043	-3.169 ***	-2.605 ***	14
-4	-0.036	-3.899 ***	-3.067 ***	15
-3	-0.031	-3.420 ***	-3.010 ***	15
-2	-0.053	-3.614 ***	-3.124 ***	15
-1	-0.131	-1.324	-2.395 **	10

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表8-1]2000年3月以前に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ
建設業・流通業グループ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t-test)	p-値	z-値 (signed ranks-test)	p-値	サンプル数
-9	0.007	1.404		1.183	0.2367	7
-8	0.002	0.312		0.338	0.7353	7
-7	-0.001	-0.110		-0.169	0.8658	7
-6	0.009	1.214		0.889	0.3743	9
-5	-0.016	-1.296		-0.357	0.7213	10
-4	0.009	0.641		0.622	0.5337	11
-3	-0.003	-0.300		-0.804	0.4216	13
-2	-0.027	-2.370	**	-2.691	0.0071	13
-1	-0.016	-0.567		-0.157	0.8753	12

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表8-2]2000年3月以前に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ
建設・流通以外グループ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t-test)	p-値	z-値 (signed ranks-test)	p-値	サンプル数
-9	0.069	1.207		1.260	0.2076	8
-8	-0.077	-1.802		-1.955	0.0506	9
-7	-0.001	-0.040		-0.800	0.4236	11
-6	0.015	0.838		1.020	0.3078	12
-5	-0.019	-1.841	*	-2.103	0.0355	14
-4	-0.040	-1.073		-0.114	0.9096	15
-3	-0.003	-0.148		0.170	0.8647	15
-2	0.000	-0.003		0.341	0.7333	15
-1	-0.085	-0.619		-0.420	0.6744	8

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表9-1]2000年4月以降に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ
建設業・流通業グループ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks-test)		サンプル数
-9	0.004	0.535		2.017	0.0437	16
-8	-0.005	-1.622	0.126	-1.448	0.1477	16
-7	-0.003	-0.785		-1.198	0.2311	18
-6	-0.016	-1.336		-0.201	0.8405	19
-5	0.000	-0.022		0.402	0.6874	19
-4	0.008	0.485		-0.643	0.5202	21
-3	-0.024	-1.720	0.101	-1.130	0.2586	21
-2	-0.043	-1.527	0.142	-1.616	0.1060	21
-1	-0.023	-0.701		-0.402	0.6874	19

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表9-2]2000年4月以降に法的手続きの申立があった企業のイベント・スタディ
建設・流通以外グループ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks-test)		サンプル数
-9	-0.008	-0.539		-0.282	0.7782	19
-8	0.006	0.445		0.121	0.9039	19
-7	-0.006	-0.578		-1.006	0.3144	19
-6	-0.007	-0.787		-0.933	0.3507	20
-5	-0.010	-0.634		-1.717	0.0859	20
-4	-0.003	-0.190		-0.539	0.5901	21
-3	-0.021	-1.053		-1.234	0.2172	21
-2	-0.008	-0.425		-0.678	0.4979	21
-1	-0.106	-2.877	0.012	-2.499	0.0125	15

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表10-1] 2000年3月以前に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.001	0.126		0.734	6
-8	0.002	0.531		0.711	11
-7	-0.010	-3.043	**	-2.411	13
-6	-0.005	-1.056		-0.785	14
-5	-0.003	-0.406		-0.094	14
-4	-0.011	-1.213		-0.031	14
-3	-0.030	-1.308		-0.659	14
-2	0.009	0.310		-0.220	14
-1	-0.066	-0.891		-0.973	14

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表10-2] 2000年3月以前に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル2: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.008	1.165		0.943	6
-8	-0.002	-0.558		-0.889	11
-7	-0.013	-3.530	***	-2.760	13
-6	-0.015	-2.951	**	-2.605	14
-5	-0.008	-1.101		-1.287	14
-4	-0.014	-1.673		-1.664	14
-3	-0.035	-1.544		-1.412	14
-2	0.006	0.213		-0.471	14
-1	-0.072	-0.952		-1.287	14

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表10-3] 2000年3月以前に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル3: } E(P_{i,t}) = P_{jc,t}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)		z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	-0.009	-2.860	**	-2.401	6
-8	-0.009	-1.936	*	-1.782	11
-7	-0.015	-2.198	**	-2.103	13
-6	-0.020	-2.927	**	-2.480	14
-5	-0.023	-3.663	***	-3.107	14
-4	-0.035	-3.104	***	-3.233	14
-3	-0.065	-2.646	**	-2.668	14
-2	-0.056	-2.354	**	-3.296	14
-1	-0.122	-1.874	*	-2.417	14

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表11-1] 2000年4月以降に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks - test)	サンプル数
-9	0.042	1.009	-0.075	20
-8	-0.023	-1.757 *	-1.680 *	20
-7	0.007	0.647	0.243	22
-6	0.021	1.788 *	2.099 **	23
-5	-0.043	-1.346	-0.274	23
-4	0.017	0.471	-1.125	23
-3	-0.023	-1.683	-1.582	23
-2	-0.011	-0.455	0.152	23
-1	-0.003	-0.152	-0.182	23

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表11-2] 2000年4月以降に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル2: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks - test)	サンプル数
-9	0.028	0.673	-2.763 ***	20
-8	-0.027	-2.120 **	-3.509 ***	20
-7	-0.002	-0.158	-1.088	22
-6	0.012	1.044	-0.335	23
-5	-0.051	-1.406	-1.825 *	23
-4	0.013	0.355	-1.703 *	23
-3	-0.026	-1.883 *	-1.764 *	23
-2	-0.021	-0.803	-0.547	23
-1	-0.007	-0.380	-0.487	23

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表11-3] 2000年4月以降に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル3: } E(P_{i,t}) = P_{jc,t}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks - test)	サンプル数
-9	-0.004	-0.628	-1.269	20
-8	-0.027	-2.889 ***	-3.587 ***	22
-7	-0.017	-2.075 **	-2.677 ***	23
-6	0.004	0.272	-0.791	23
-5	-0.040	-1.332	-2.433 **	23
-4	-0.023	-1.950 *	-2.251 **	23
-3	-0.046	-3.219 ***	-2.768 ***	23
-2	-0.057	-2.317 **	-2.159 **	23
-1	-0.060	-3.185 ***	-3.194 ***	23

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表12-1] 1998年1月～2000年3月に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル1: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{jc,t} - P_{jc,t-1})$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.001	0.126	0.734	6
-8	0.003	0.562	0.764	10
-7	-0.009	-2.137 *	-1.682 *	10
-6	0.002	0.696	0.153	10
-5	-0.002	-0.499	-0.866	10
-4	-0.007	-0.860	-0.051	10
-3	-0.039	-1.246	-0.968	10
-2	0.008	0.214	-0.255	10
-1	-0.074	-0.708	-0.866	10

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表12-2] 1998年1月～2000年3月に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル2: } E(P_{i,t}) = P_{i,t-1}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	0.008	1.165	0.943	6
-8	-0.002	-0.483	-0.764	10
-7	-0.016	-3.531 ***	-2.497 **	10
-6	-0.010	-7.598 ***	-2.803 ***	10
-5	-0.005	-1.215	-1.784 *	10
-4	-0.010	-1.197	-1.274	10
-3	-0.042	-1.346	-1.274	10
-2	0.005	0.129	-0.459	10
-1	-0.082	-0.772	-0.968	10

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表12-3] 1998年1月～2000年3月に債権放棄報道があった企業のイベント・スタディ

$$\text{モデル3: } E(P_{i,t}) = P_{jc,t}$$

期	アブノーマル パフォーマンス	t-値 (t - test)	z-値 (signed ranks-test)	サンプル数
-9	-0.009	-2.580 **	-2.191 **	10
-8	-0.006	-1.170	-1.172	10
-7	-0.015	-2.080 *	-1.988 **	10
-6	-0.013	-2.663 **	-2.191 **	10
-5	-0.015	-2.204 *	-2.497 **	10
-4	-0.023	-2.549 **	-2.701 ***	10
-3	-0.061	-2.018 *	-1.784 *	10
-2	-0.053	-1.623	-2.803 ***	10
-1	-0.127	-1.420	-1.682 *	10

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ両側検定で有意。

[表13-1] 企業の倒産処理手続きの選択に関するロジット分析 (2000年3月以前)

被説明変数: 法的手続き申立 = 1 債権放棄 = 0

説明変数	係数	z-値
シンプルQ	-5.334	-2.320 **
EBITDA/簿価総資産 (ROA)	4.219	1.240
負債総額/簿価総資産	4.721	1.500
借入金残高/負債総額	-0.576	-0.260
Log(簿価総資産)	-1.548	-2.540 **
メインバンク・シェア	-0.850	-0.340
借入先数	0.028	0.700
定数項	20.059	2.650 ***
サンプル数	38	
決定係数 (Pseudo R ²)	0.262	

[表13-2] 企業の倒産処理手続きの選択に関するロジット分析 (2000年3月以前)

被説明変数: 法的手続き申立 = 1 債権放棄 = 0

説明変数	係数	z-値
シンプルQ	-5.072	-2.300 **
カバレッジ	0.104	1.340
負債総額/簿価総資産	4.281	1.550
借入金残高/負債総額	-0.364	-0.170
Log(簿価総資産)	-1.460	-2.450 **
メインバンク・シェア	-0.640	-0.240
借入先数	0.024	0.600
定数項	19.139	2.540 **
サンプル数	38	
決定係数 (Pseudo R ²)	0.273	

- ・ シンプルQ = (株価 * 株式発行数 + 総負債(簿価)) / 総資産(簿価)
- ・ EBITDA = (税引前当期純損益) + (支払い利息・割引料等) + (減価償却費)
- ・ カバレッジ = (EBITDA) / (支払い利息・割引料)
- ・ 借入金残高 = (短期借入金) + (長期借入金) + (1年以内長期借入金)
- ・ メインバンク・シェア = (メインバンクからの借入金残高) / (借入金残高)
- ・ 数値は、法的手続きの申立、あるいは債権放棄に関する報道があった期の直前期のものを用いている。
- ・ 借入先金融機関数は、有価証券報告書に記載されている借入先の数である。
- ・ メインバンクは、『企業財務データバンク』掲載の資料で貸出シェアが最大の金融機関とした。一部のサンプルについては、メインバンクが生命保険会社あるいは商社となっている。
- ・ メインバンク・シェアに関するデータは、2002年2月期までのものしか入手できなかった。このため、2000年3月期以降の決算期データが対象となるサンプルでは全て、メインバンクの貸出シェアについて、1999年3月期の数値を用いた。
- ・ 債権放棄を受けた後に法的手続きの申立を行った企業は、全て法的手続き企業群に含まれる。

[表14-1] 企業の倒産処理手続きの選択に関するロジット分析 (2000年4月以降)

被説明変数: 法的手続き申立 = 1 債権放棄 = 0

説明変数	係数	z-値
シンプルQ	-6.333	-2.500 **
EBITDA/簿価総資産 (ROA)	-7.132	-2.200 **
負債総額/簿価総資産	1.832	0.580
借入金残高/負債総額	-0.444	-0.190
Log(簿価総資産)	-1.177	-2.520 **
メインバンク・シェア	-4.450	-2.100 **
借入先数	-0.007	-0.300
定数項	20.637	3.110 ***
サンプル数	67	
決定係数 (Pseudo R ²)	0.332	

[表14-2] 企業の倒産処理手続きの選択に関するロジット分析 (2000年4月以降)

被説明変数: 法的手続き申立 = 1 債権放棄 = 0

説明変数	係数	z-値
シンプルQ	-5.955	-2.340 **
カバレッジ	-0.080	-1.940 *
負債総額/簿価総資産	3.153	1.050
借入金残高/負債総額	1.540	0.550
Log(簿価総資産)	-1.186	-2.480 **
メインバンク・シェア	-4.820	-2.070 **
借入先数	-0.004	-0.170
定数項	17.977	2.810 ***
サンプル数	66	
決定係数 (Pseudo R ²)	0.309	

- ・ シンプルQ = (株価 * 株式発行数 + 総負債(簿価)) / 総資産(簿価)
- ・ EBITDA = (税引前当期純損益) + (支払い利息・割引料等) + (減価償却費)
- ・ カバレッジ = (EBITDA) / (支払い利息・割引料)
- ・ 借入金残高 = (短期借入金) + (長期借入金) + (1年以内長期借入金)
- ・ メインバンク・シェア = (メインバンクからの借入金残高) / (借入金残高)
- ・ 数値は、法的手続きの申立、あるいは債権放棄に関する報道があった期の直前期のものを用いている。
- ・ 借入金金融機関数は、有価証券報告書に記載されている借入先の数である。
- ・ メインバンクは、『企業財務データバンク』掲載の資料で貸出シェアが最大の金融機関とした。一部のサンプルについては、メインバンクが生命保険会社あるいは商社となっている。
- ・ メインバンク・シェアに関するデータは、2002年2月期までのものしか入手できなかった。このため、2000年3月期以降の決算期データが対象となるサンプルでは全て、メインバンクの貸出シェアについて、1999年3月期の数値を用いた。
- ・ 債権放棄を受けた後に法的手続きの申立を行った企業は、全て法的手続き企業群に含まれる。
- ・ 2000年4月以降のサンプルに関するロジット分析において、[表12-1]と[表12-2]でサンプル数が異なる。これは、当該期支払い利息がゼロであるためカバレッジが計算できない殖産住宅相互を、[表12-2]のサンプルから除外しているためである。