

倒産法改正が企業価値に及ぼす効果

登 淳一郎

要旨

本研究は、倒産法制の改正が債権者と債務者の権利を変化させることによって企業の株価に影響を及ぼすことを実証するものである。民事再生法制定の経済的影響が価値の創造にあること、もしくは別除権制度採用による価値の移転にあること、または事後の効果が事前に翻って資金制約が起ること、の三つの仮説をもとに、イベントスタディとともに企業ごとの超過リターンに対してクロスセクション分析を行った。その結果はいずれの仮説を支持するものではなく、むしろ民事再生法が再生計画による減資を認めたことにより、財務危機に対する株主責任が明確になったことに整合的な結果を得た。その含意は倒産法改正が企業価値に影響を及ぼすことを示した点、民事再生法が企業価値に影響を及ぼす経路が100%減資による株主責任の明確化といった日本固有の事情にあった点、さらに制度から企業価値への因果関係が存在することを実証した点にある。

キーワード：Law and Finance、民事再生法、担保権消滅制度、減資、イベントスタディ

1. 序論

世界銀行が後押しして1990年代から推進されたLaw and financeにおいて、La Porta et al. (2002)は27ヶ国のクロスカントリーでの実証分析によって少数株主の法的保護とキャッシュフローに対する支配株主の所有のあり方が企業の評価に影響を与えることを示した。しかし、この回帰結果は因果関係が逆である、また他の経済ショックを拾っている等の批判を受けた。そこでKorkeamäki et al. (2007)はフィンランドにおける倒産法制度の改正の影響についてイベントスタディを用いて検証し、やはり制度改正が企業評価に影響を与えることを支持する結果を報告した。

他方、129ヶ国の債権者保護の変化についてインデックスを用いて示すDjankov et al. (2007)は、日本における2000年の民事再生法制定については“no automatic stay”であることを理由に1ポイント債権者保護が増加した、と評価する。また31ヶ国の債権者保護指標をコーディングしたArmour et al. (2016)も、“Stay of secured creditors”の点から民事再生法の制定によって債権者保護が増加されたと評価した。

そこでKorkeamäki et al. (2007)と同様に、民事再生法をあらためて取り上げてイベントスタディすることによって、債権者及び債務者企業（そしてその株主）に対する制度のあり方が企業評価に影響を与えるか、とのLaw and financeにおける問いに応えられるのではないか、という問題意識のもとに本研究を行った。

まず、以下の第2節では日本における民事再生手続きの変化を検討する。続く第3節では法改正の経済的影響として、再建手続きコストの改善や担保権実行に関する有担保債権者保護の変化、債権者と債務者の関係の変化、債務者企業の背後にいる株主の権利の変化まで考察した後に仮説を提示する。第4節は次節の実証で使用するデータについて記述する。その後に第5節では実証結果を示す。第6節ではLaw and Financeにおける含意を述べ、第7節で結論づける。

2. 日本における民事再生手続きの変化

アメリカ連邦倒産法であるチャプター・イレブンから影響を受けた民事再生手続の特徴

としては、管財人を選任しないで債務者自身が主体となって追行できる Debtor In Possession（占有債務者）手続きが挙げられる。この DIP は債務者の経営権の存続を認めることで経営者は倒産手続の申立てを躊躇しなくなり早期の申立てがなされるとともに重要な経営資源となりうる経営者自身の営業力・技術力等を再建に活かすことが可能となる一方で、無責任な経営者の延命策に用いられるモラル・リスクないし濫用の恐れも残ると山本（2018）は指摘する。

他方、2001年4月から施行された現在の民事再生法が制定される前の日本国内には、再建型手続きとして和議法が存在したが、その問題点として、(1)手続きの開始原因が破産手続開始原因と同じであるために手続き開始が遅れて企業再建が困難となっていたこと、(2)手続開始申立てと同時に再建計画の提示が必要であるため適切な計画の提示が困難であったこと、(3)和議条件である再建計画の履行を確保する措置が不十分であるために条件が履行されない場合も多いこと、という煩瑣な手続上の問題がまず挙げられる。

加えて再建における当事者間の利害関係に影響する問題点としては、(4)担保権の実行を制限する方法がないため事業に不可欠な財産に担保権が設定されている場合には和議手続の遂行が困難であったこと、(5)弁済禁止等の保全処分を得て債権者の追及を免れながら資産等の処分・隠匿を図り、その後和議申立てを取り下げるといった保全処分の濫用が見られたこと、(6)債務者の事業運営に不適切な点がある場合にもそれを是正する手段が無く、また債務者の経営者の責任を追及する手段が不十分であること、(7)株主の責任を追及する手段が不十分であったこと、を山本（2018）は指摘する。

そこで以上の順番に対応する民事再生法が採用する改善策は、(1)手続き開始原因を緩和して破産手続き開始原因が生じる前であっても早期に再建へ踏み出すことを可能としていること、(2)再建計画案は申立時に提出する必要がなく手続き開始後に裁判所の定める期間内に提出すれば足りること、(3)再生計画の履行確保の方法として計画認可後の監督委員による監督継続の余地を認め、また緩和された要件による再生計画取消し・民事再生手続から破産手続きへの移行を認めていること、が挙げられる。これら(1)から(3)は再建手続きを容易にする改正点であるといえる。

他方、当事者間の利害関係に影響する改善点としては、(4)担保権の実行も一定の場合には中止できるとした上で目的物の担保価額の支払いによる担保権消滅制度も設けていること、(5)保全措置を充実するとともに保全措置の発令後に再生申立てを取り下げるには裁判所の許可を要するものとしてその濫用を防止していること、(6)再生債務者の事業運営が適切でない場合には管理命令により債務者の経営権を剥奪する方途を認め、かつ経営者の責任の追及手段として損害賠償の査定等を認めていること、(7)株主の責任の追及手段として再生計画による減資等を認めていること、の七点において再生手続きを改善した、と山本（2018）は指摘する。

この点、(4)は有担保債権者に不利な改正であり、(5)及び(6)は債務者企業に不利な改正といえ、さらに(7)は債務者企業の株主に不利な改正である。

以上が、和議法から民事再生法への改正点である。

3. 法改正の経済的影響

前節における改正点をもとに本節では民事再生法制定による経済的影響を検討する。

3-1. 再建手続きコストの改善

まず、改善点としては上記(1)の緩和した手続開始原因により早期の再建手続きが可能となった点や(2)の再建計画案について融通が利くようになったことから法的再生手続きが迅速になり、さらに(3)認可後の再建計画の実現性を高めることで、債権者及び債務者にとっても企業再建に実効的な制度に変わった点を挙げられる。つまり事業価値そのものは高いにも関わらず運転資金の調達が上手くいかずに財務危機に陥った黒字倒産を回避し得る点で、社会的なコストが改善されたものと経済的な影響を評価しうる。

この点は Korkeamäki et al. (2007) がフィンランドの再建手続きの法改正が「価値の創造(wealth creation)」をしたと報告したものと同様である。

3-2. 担保権実行に関する有担保債権者保護の変化

次に、Djankov et al. (2007) や Armour et al. (2016) が着目した “Stay of secured creditors”、すなわち再生手続きが担保権実行に与える影響である。この点、再生手続き開始と同時に有担保債権者の担保権実行を停止させるチャプター・イレブンの Automatic stay とは異なり、再生手続き外での担保権実行を認める別除権制度を採用した民事再生法を Djankov et al. (2007) は “no automatic stay” と評価し、また Armour et al. (2016) も同様に債権者保護が増加したものと評価する。

他方、前節の(4)によると、担保権実行が無制限だった和議手続きに対して、民事再生法はむしろ担保権消滅制度を新たに設けたことで担保権実行に一定程度の制約を設けた。つまり形式的には民事再生法の制定によって有担保債権者にとって不利になっている。

この点 Djankov et al. (2007) や Armour et al. (2016) もその著述を確認する限り和議法の存在を把握していなかったわけではないが、無制限な担保権実行が可能であったことから却って和議手続の遂行が困難だったと山本 (2018) が評価するように、実効的に機能しない和議法のもとでの別除権の存在を軽視していたのではないかと推測される。

つまり Law and finance の先行研究では、法的制度として実効的に機能する民事再生法が別除権を採用したことをもって債権者保護が増加したと経済的に評価されることになる。

3-3. 債権者と債務者の関係の変化

柳川・広瀬・秋吉 (2007) は民事再生法がチャプター・イレブン同様に DIP 型であることを重視して債務者保護が増加したと評価する。

他方、前節における保全処分濫用の防止によって債務者の権利範囲が縮小された上記(5)や、管理命令による経営権剥奪により債務者企業の裁量範囲も縮小された(6)を重視すれば、経済的には民事再生法の制定によって債務者保護が減少したと評価される。

このように債務者保護が増減する場合に他方の利害関係者である債権者保護は反対に増減するのであろうか。この点、Bradley and Rosenzweig (1992) はチャプター・イレブンにおいて DIP 等の債務者に有利な法制度が導入されて債権者保護が後退した結果を “to effect wealth transfers from creditors to equity holders” と指摘し、債務者保護と債権者保護がシーソーゲームとなる様を示す。

他方、柳川・広瀬・秋吉 (2007) は民事再生法も DIP 型であり債務者に有利な法制度であることを示すものの、そのことが経済的影響を考察するにおいて必ずしも債務者に有利な結果に繋がるわけではないと指摘する。すなわち、事後の効果が事前に跳ね返るという金融契約理論に基づき、デフォルト時に債務者有利となる事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選ぶ結果、資金制約に陥る債務者も不利な影響を受けると指摘する。

特に債務者不利な経済的影響が結果として現れた場合に、シーソーゲームとして他方の債権者が有利な影響を受けるのか (wealth transfer)、それとも (法制度が建前として債務者有利な制度設計を選んだとしても) 貸し渋りをすれば足りる債権者は特に影響を受けるものではないのか、という可能性の双方について Korkeamäki et al. (2007) も示唆するところである。

3-4. 債務者企業の背後にいる株主の権利の変化

民事再生法制定前では和議手続きが用いられずに私的整理中心に企業再生が進められた結果、債務者企業が財務危機を招いた責任を融資した大手貸出銀行が負うとの「メインバンク寄せ」という日本特有の事情があった、と柳川・広瀬・秋吉 (2007) は指摘する。

他方、前節(7)において山本 (2018) が指摘するように、民事再生法では債務者企業が

財務危機を招いたことに対する株主責任追及のために再生計画による減資が認められている。この点、柳川・広瀬・秋吉(2007)も株主に対しては減資という形で損失負担を求める可能性が高いとその経済的影響について評価する。

3-5. 仮説の提示

以上の民事再生法が及ぼす経済的影響に関する考察から、本研究では以下三点の仮説を提示した上で、次節以降ではこの検証を行う。

- 〔仮説1〕 Korkeamäki et al. (2007)の実証結果と同様に、民事再生法の制定により再建手続きコストが改善されて「価値の創造(wealth creation)」がなされたことから、債権者も債務者もともに株主価値が上昇する。
- 〔仮説2〕 Djankov et al. (2007)や Armour et al. (2016)の評価のように、再生手続外での担保権実行を認める別除権制度が実効的に採用されたことを重視すると民事再生法の制定によって債権者の株主価値は上昇する。また債権者と債務者の利害関係はシーソーゲームの関係に立ち、価値の移転(wealth transfer)が起こることから、上昇する債権者の株主価値に対して債務者の株主価値は下落する。
- 〔仮説3〕 民事再生法がチャプター・イレブン同様に DIP 型であることを重視するならば一見すると債務者に有利になるように思われる。しかし後の効果が事前に跳ね返るといふ金融契約理論に基づく、柳川・広瀬・秋吉(2007)の評価のように、デフォルト時に債務者有利となる事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選ぶ結果、資金制約に陥ることから債務者は結果として不利な影響を受けて株主価値が下落する。

4. データ

本研究では以下のデータに依拠する。まず、個別企業ごとの株価リターンのデータには、日経 NEEDS の「株式日次収益率」データを用いる。サンプル対象は、国内取引市場に上場する企業約 3,300 社のうち、1998 年から 2003 年までの日次株価リターンを継続的に追えたもので、かつ欠損値や異常値処理した後の一般事業会社 2,811 社、銀行 114 行である。またマーケットポートフォリオの株価リターンには東証株価指数(TOPIX)の日次リターンを使用する。

個別企業のクロスセクション分析に用いる個別企業の財務データには、日経 NEEDS の「日経財務データ」を用いる。サンプル対象は上述の一般事業会社 2,811 社となる。

5. 実証結果

5-1 イベントスタディ

倒産法制の改正は、債権者や株主などへの保護の変化を通じて、最終的に企業価値に影響を及ぼす。投資家保護法制が企業価値に及ぼす影響については、La Porta et al. (2002)等 Law and Finance の分野では国レベルのクロスセクション・データを用いた実証研究が数多く行われている。しかしながら、これらのクロスセクション・データを用いた実証研究には、いくつかの問題点が指摘される。第一は、因果関係の問題である。投資家保護の強い国において企業価値が高いという正の相関は、強い投資家保護法制が企業価値を高めるといふ因果関係ではなく、高い企業価値が投資家保護法制を改善するという逆の因果関係を反映している可能性がある。第二は、欠落変数バイアスの問題である。国レベルのクロスセクション・データを用いた実証分析においては、各国のマクロ経済要因や制度要因を完全にコントロールすることは困難であり、このような観測不能な要因と各国の投資家保護法制の間に強い相関がある場合には、推定された係数は一致性を持たない。

以上の問題をふまえ、本研究では、Korkeamäki et al. (2007)と同様にイベントスタディ分析の手法を採用する。民事再生法の制定という外生的なイベントに対する各企業の株

価反応を分析するイベントスタディの手法は、そもそも逆の因果関係の問題は存在せず、加えてイベント日が特定の日付に限定されていることから、観測不能な要因による内生性バイアスの問題も最小限に抑えられる。

5-1-1 イベント日の特定

衆議院の後に参議院で民事再生法案が可決した日である法律成立日は1999年12月14日で、法律施行日は2000年4月1日である。しかし、議院内閣制のもとで安定的な与党政権が続く国では法律の内容は内閣が法案を国会に提出した段階でほぼ確定すると Korkeamäki et al. (2007)は指摘する。

さらに、日本における法務省所管の法令では法務大臣から諮問を受けた法制審議会が法案を答申するプロセスがある。その法制審のなかでも経済界・学者・法律家等から選ばれたメンバーで構成される部会では各セクターの利害調整や議論がなされ、最終的に法律の要綱案が公表される。そしてこの内容が法律の中身を決定づけるものとして、日本経済新聞をはじめとする各紙で報道される傾向にある。したがって、本研究では民事再生手続(仮称)に関する要綱案(平成11年7月23日法制審議会倒産法部会決定)の公表日である、1999年7月23日をイベント日として設定した。

本研究におけるイベントスタディでは、標準的なsingle index model (SIM)に基づき、企業ごとの株式リターンの条件付き期待値 $E(R_{i,t}|X_t)$ を以下のように推定する。

$$E(R_{i,t}|X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mkt,t}$$

ここで、 $R_{i,t}$ は t 期における企業 i あるいは銀行 i の株式リターン、 $R_{mkt,t}$ は市場ポートフォリオである東証株価指数(TOPIX)の株式リターンである。

各企業の超過リターン $AR_{i,t}$ の定義は以下である。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t)$$

推定にあたっては、推定ウィンドウを(-250、-10)に設定したうえで、民事再生法の要綱案公表日をイベント日とし、イベントウィンドウは(0)とし、個別の企業あるいは銀行ごとの推定を行った。

次に、上述で推定された $AR_{i,0}$ について、その平均値がゼロであるとする帰無仮説に対する t 検定を行う。また、対応のある t 検定で必要とされる仮定が満たされない場合に備えて、 $AR_{i,0}$ の中央値がゼロとなる帰無仮説に対するウィルコクソンの符号順位検定も行った。

5-1-2 結果

以下の表1は、以上の推定によって得られた個別の一般企業あるいは銀行ごとに、イベントウィンドウ(0)における超過リターンについて t 検定及びウィルコクソンの符号順位検定に基づいた、その t 値と z 値の結果である。

表1 一般企業あるいは銀行ごとの t 検定結果及びウィルコクソンの符号順位検定結果

一般企業	
AR[0]	
T-test	
Mean	-0.006 ***
T-statistics	-10.525
Wilcoxon signed rank test	
Median	-0.003 ***
Positive/negative	1209/1602
Z-statistics	-11.195
N	2811
銀行	
AR[0]	
T-test	
Mean	0.012
T-statistics	1.352
Wilcoxon signed rank test	
Median	0.004 ***
Positive/negative	73/41
Z-statistics	2.603
N	114

注：***は有意水準 1%を、**は有意水準 5%を、*は有意水準 10%を示す。

(本頁、以下余白)

5-1-3 結果に対する解釈

表 1 において、民事再生法の制定が一般企業の株価に与えた影響は超過リターンの平均値は-0.60%、中央値は-0.29%といずれもマイナスで統計的に有意である。他方、民事再生法の制定が銀行の株価に与えた影響は超過リターンの中央値が 0.40%とプラスで統計的に有意である。

まず、民事再生法の制定が一般企業の株主価値を下落させた実証結果となったため、債務者企業の株主価値も上昇させると仮定した仮説 1 を支持しない結果となった。他方で、債務者の株主価値が下落することを仮定する仮説 2 及び仮説 3 には整合的である。

次に、民事再生法の制定が債権者である銀行の株主価値を上昇させた実証結果については、仮説 1 及び仮説 2 には整合的であり、事後の効果が事前に跳ね返るものとする仮説 3 に対しては不明である。

そして民事再生法の制定が一般企業の株主価値を下落させた反面、銀行の株主価値を上昇させた結果に着目すると、債権者と債務者の利害関係がシーソーゲームの関係に立っており、価値の移転 (wealth transfer) が起こると考える仮説 2 には整合的な結果である。

他方で、一見すると債務者有利となる事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選ぶ結果、資金制約に陥ることから債務者は結果として不利な影響を受けて株主価値は下落することを前提とする仮説 3 に対しては、このイベントスタディ結果からでは検証し得ず不明である。

以上を総合すると、これらイベントスタディによる実証結果は仮説 1 を支持しない一方で、仮説 2 には整合的であり、仮説 3 に対しては不明である。

5-2 クロスセクション分析

前節のイベントスタディにおいては民事再生法の制定が一般企業の株主価値を下落させた反面、銀行の株主価値を上昇させた結果が得られたが、仮説 1 に対して明らかに支持しない結果が得られた一方で、整合的な仮説 2 もそれが前提とする民事再生法における別除権制度の採用が主な要因だったかまでは未だ明らかではない。

加えて、債務者企業の株主価値が下落したという結果しか分かり得ないイベントスタディでは仮説 3 に対しても検証し得えなかった。

また、仮説 2 を整合する結果である点も、イベントスタディではコントロールされていない他のマクロ経済要因や企業の固有要因を反映している可能性もある。

そこで本節では、個別の企業ごとの超過リターン $AR_{i,0}$ に関するクロスセクション分析を行うことによって仮説 2 と仮説 3 の何れが支持されるべきかを検証する。

5-2-1 個別企業 AR のクロスセクション分析および結果

本節のクロスセクション分析においては、企業ごとの超過リターン $AR_{i,0}$ である被説明変数を主要な説明変数 ηX_i やその他コントロール変数 μY_i で回帰する、以下の推定式を推定する。

$$AR_{i,0} = \delta + \eta X_i + \mu Y_i + v_i$$

ここで $AR_{i,0}$ は企業 i のイベント日当日の超過リターンである。

一方で主要な説明変数 ηX_i は以下の通りである。

まず、制定後の民事再生法が適用されやすい一般企業として小口債権比率を設定する。この点は、小口債権比率が高いほど法的整理が選択されやすいことを実証した胥鵬 (2012) に基づき、メインバンクによる救済可能性が乏しく法的整理適用の可能性が高い一般企業の代理変数を意味するものである。なお、小口債権比率の内訳についても胥鵬 (2012) に依拠して、(社債・転換社債+1 年以内償還の社債・転換社債) / (社債合計+長期借入金・社債・転換社債) で算出している。

次に、仮説 2 を検証する説明変数としては担保付借入金比率を設定した。これは別除権

適用の可能性が高い一般企業の代理変数を意味し、担保付借入金／有利子負債で算出する。

さらに、仮説 3 を検証する説明変数としては、自己資本比率とキャッシュフロー比率を設定する。自己資本比率は外部調達コストが低く資金調達しやすい指数であり、キャッシュフロー比率は手元資金が潤沢である指数であり、ともに資金制約に陥り辛い代理変数を意味する。なお、キャッシュフロー比率は(当期利益+減価償却費)／資産から算出した。

また、本研究の主要仮説への検証そのものではないが、民事再生法制定において再生計画による減資が認められたことから株主責任が明確になったと指摘する山本(2018)や柳川・広瀬・秋吉(2007)を考慮し、説明変数として時価簿価比率を設定する。これは簿価に対して株主の持つ企業価値が多い指数であり、減資制度化の影響を受けやすい代理変数を意味する。

最後に、イベント日である1999年7月23日から2003年12月31日までの期間内に法的整理(民事再生手続開始申請・会社更生法申請・破産申請・和議申請のいずれか)の手続き開始申立てがなされた一般企業のダミー変数を設定した。

以上が主要な説明変数 ηX_i であるのに対し、その他コントロール変数 μY_i は以下である。

まず、企業規模の代理変数として $\ln(\text{総資産})$ を設定する。

さらに各企業が上場する取引所の場部特有の株価変動をコントロールするダミー変数を設定するものとして、11が東証1部、12が東証2部、21が大証1部、22が大証2部、31が名証1部、32が名証2部、41が京証(京都)、51が広証(広島)、61が福証(福岡)、71が新証(新潟)、81が札証(札幌)、90がジャスダックと夫々の取引所を示している。

最後に業種特有の株価変動をコントロールするダミー変数を設定するものとして、日経業種コードの1から33で示している。

なお、説明変数に用いる財務データは各イベント日直前の決算期末の値である。表2は、以上の被説明変数および財務データを元にした説明変数の基本統計量を示したものであり、表3は以上のクロスセクション分析の結果である。

表2 基本統計量(一般企業)

	平均値 標準偏差
小口債権比率	0.165 (0.262)
担保付借入金比率	0.101 (0.263)
自己資本比率	0.415 (0.216)
キャッシュフロー比率	0.315 (0.050)
時価簿価比率	1.215 (0.697)
法的整理開始手続 申立企業ダミー	0.019 (0.136)
$\ln(\text{総資産})$	10.663 (1.405)
N	2811

表3 個別企業のARに対するクロスセクション分析結果

被説明変数：AR(0)												
小口債権比率	-0.005	**								*	-0.004	*
	(0.002)										(0.002)	
担保付借入金 比率			0.006	**						**	0.006	**
			(0.003)								(0.003)	
自己資本比率					-0.010	***				**	-0.006	**
					(0.003)						(0.003)	
キャッシュ フロー比率							-0.039	***		**	-0.027	**
							(0.013)				(0.014)	
時価簿価比率									-0.002	**	-0.002	**
									(0.001)		(0.001)	
法的整理開始手続 申立企業ダミー										0.001	0.002	
										(0.005)	(0.005)	
ln(総資産)	0.003	***	0.003	***	0.002	***	0.003	***	0.003	***	0.003	***
	(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)	
定数項	0.047	***	0.049	***	0.041	***	0.045	***	0.041	***	0.046	***
	(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)	
取引所別ダミー	YES		YES									
業種ダミー	YES		YES									
Adjusted R-squared	0.050		0.051		0.053		0.052		0.050		0.049	
N	2811		2811		2811		2811		2811		2811	

注 (1)推定モデルは最小二乗法(OLS)。
 (2)括弧内は標準誤差を示す。
 (3)***は有意水準 1%を、**は有意水準 5%を、*は有意水準 10%を示す。

(本頁、以下余白)

5-2-2 結果に対する解釈

表3に掲げた第1列から第6列までは主要な説明変数ごとにコントロールした回帰結果であり、第7列は主要な説明変数も全て並べた回帰結果である。その全体的な傾向としては、法的整理開始手続申立企業ダミー以外の主要な説明変数が統計的に有意な結果が出ており、以下その分析をしていく。

まず法的整理適用の可能性が高い一般企業の代理変数である小口債権比率は負の相関性を示した。つまり財務危機に際して私的整理ではなく法的整理の可能性が高い一般企業ほど、民事再生法の制定により株主価値が下落した。つまり民事再生法制定は債務者企業の株主価値を下落させた点で、仮説1を支持しないととも仮説2及び仮説3と整合的な結果である点で、前節のイベントスタディ結果と同じである。

次に、別除権適用の可能性が高い一般企業の代理変数である担保付借入金比率は正の相関性を示した。これは負の相関性という仮説2の予想を覆す結果であり、仮説2を支持しないものである。なお、別除権適用の可能性が高い一般企業の株主価値が上昇した原因として考えられるのは、山本(2018)が(4)として掲げた、担保権実行が無制限だった和議手続きに対して、民事再生法がむしろ担保権消滅制度を新たに設けたことで担保権実行に一定程度の制約を設けた、という点である。つまり Djankov et al. (2007)や Armour et al. (2016)が想定したような、機能しない和議法から実効性のある民事再生法制定によって相対的に別除権制度も実効性を得て債権者保護が図られた、とは株式市場が評価しなかったと言える。そして制度の実効性の如何を問わずに形式的に、無制約な別除権制度から一定の制約ある別除権制度として債権者保護が後退した効果として、むしろ債務者に有利となったことを株式市場は評価し、別除権適用の可能性が高い一般企業の株主価値が上昇したものと推測される。

さらに、外部調達コストが低く資金調達しやすい指数である自己資本比率及び資金制約に陥り辛い代理変数であるキャッシュフロー比率はともに負の相関性を示した。つまり裏返しとして財務危機に陥り易い、または資金制約に陥り易い債務者企業ほど株主価値が上昇したものと評価できる。すなわち、デフォルト時に債務者有利となる事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選ぶ結果、資金制約に陥ることから債務者は結果として不利な影響を受けて株主価値が下落する、との仮説3の予想を覆すものであり、仮説3は支持されない。

また、減資制度化の影響を受けやすい代理変数指数である時価簿価比率は負の相関性を示した。つまり簿価に対して株主の持つ企業価値が多い企業ほど、その株主価値が下落している。この実証結果の意味は以下のように推測できる。すなわち、民事再生法制定前においては、仮に財務危機に陥っても「メインバンク寄せ」として債権放棄に応じる等により大手貸出銀行が責任追及を受けた裏側で、財務危機企業の株主は会社法上の株主総会で減資決議を行わない限り手元に僅かばかりに残る継続企業価値を失うことが無かった。他方、民事再生法が制定されることで、会社法上の株主総会による減資決議を待つまでも無く、減資を伴う再生計画を裁判所が許可するという手続開始後の初期段階で、株主の持つ継続企業価値はゼロになることが確定することになる。つまり、柳川・広瀬・秋吉(2007)や山本(2018)が(7)で掲げたように、財務危機を招いたことに対する株主責任追及が明確になった点を反映したことから、時価簿価比率の高い企業ほどその株主価値が下落したのもであると推測される。

なお、イベント日から一定期間が経過した間に法的整理手続きの開始申立てがなされた一般企業のダ

ミー変数である法的整理開始手続申立企業ダミーは統計的に有意な結果を特に得られなかった。

以上の結果を総合すると、再建手続きコストが改善されて「価値の創造(wealth creation)」がなされたことを想定する仮説 1 に加えて、再生手続外での担保権実行を認める別除権制度が実効的に採用されたことを重視する仮説 2 や、DIP 等の債務者有利な制度を導入したとしてもデフォルト時に債務者有利となる事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選ぶ結果、資金制約に陥ることから債務者は結果として不利な影響を受けて株主価値が下落すると予想した仮説 3、のいずれも支持しない実証結果となった。

他方で、仮説設定の範囲を外れた立法経緯として、民事再生法がむしろ担保権消滅制度を新たに設けたことで担保権実行に一定程度の制約を設けたことから債務者に有利となったことや、民事再生法が再生計画の中で減資を認めたことから財務危機を招いたことに対する株主責任追及が明確になったといった点に整合的な結果も併せて得られた。

6. 含意

本研究で得られた含意は以下三点が考えられる。

第一に、倒産法改正が企業価値に影響を及ぼすという点である。フィンランドにおける倒産法制の導入によって債権者及び債務者の株主価値がともに上昇することを報告した Korkeamäki et al. (2007)とは異なり、本研究では別除権に一定の制約が課された点を除き、全般的に債務者の株主価値が下落したことを示す実証結果となったが、何れの実証結果も倒産法制導入が債権者や債務者、さらに株主の権利を変化させることによって企業の株価に実際に影響を及ぼす点では同一であり、債権者及び債務者企業（そしてその株主）に対する制度のあり方が企業評価に影響を与えるとの La Porta et al. (2002)を嚆矢とする Law and finance の主張を補強するものである。

第二に、日本の民事再生法が企業価値に影響を及ぼす主要な経路が、Djankov et al. (2007)や Armour et al. (2016)の債権者保護指標のコーディングのように“Aotomatic Stay”を採用しなかったことでもなく、また、債務者に有利な DIP を導入したものの事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選び債務者は資金制約に陥るものでは無かった、という点が明らかになった点である。本研究における実証結果は、民事再生法制定の経済的影響を検討した柳川・広瀬・秋吉(2007)の問題提起のうち、資金制約仮説を支持しなかったとともに、むしろ「メインバンク寄せ」という日本固有の事情のもとで民事再生法制定が株主責任を明確化したことが重要であったことを示す。つまり Djankov et al. (2007)や Armour et al. (2016)らが各国の債権者保護指数をコーディングする上で、一律にチャプター・イレブンを基準に判断する問題点や、金融契約理論をそのまま当てはめる問題点を浮き彫りにするとともに、むしろ制度が企業価値に影響を及ぼすかとの Law and finance における実証においては、改正前後の背景事実を詳細に検討する必要があることを実証結果は投げ掛けているように思われる。

第三に、制度のあり方と企業価値の間の統計的関係性においては、明確に法制度から企業価値への因果関係が存在することを実証した点である。La Porta et al. (2002)に対しては投資家保護と株主価値との間の因果関係が必ずしも明らかではないと批判がなされたが、Korkeamäki et al. (2007)に続いて本研究も

同様に内生性バイアスを最小限に抑えるイベントスタディで、制度のあり方が企業評価に影響を与える効果を実証した。

7. 結論

本研究ではまず、日本における民事再生法制定前の問題点に対応する制定後の克服について、手続きコストが改善された点と当事者間の利害関係に影響する改善点に分けて紹介した。後者では再生外の担保権実行を債権者に許す別除権に一定の制約をかける担保権消滅制度や、再生計画での減資を認めて財務危機を招いた株主責任を明確化した点を挙げた。

そして、民事再生法制定の経済的影響について、Korkeamäki et al. (2007)の実証結果であった「価値の創造」として債権者・債務者ともに株主価値が上昇する仮説 1、Djankov et al. (2007)や Armour et al. (2016)の評価のように別除権制度が実効的に採用されたことで価値の移転 (wealth transfer) が起こって債権者の株主価値が上昇する一方で債務者の株主価値が下落するとする仮説 2、柳川・広瀬・秋吉 (2007)が紹介するDIP等によってデフォルト時に債務者有利となる事後の効果を債権者が事前に見越して貸し渋りを選ぶことから資金制約に陥るので債務者の株主価値は下落するとする仮説 3、の仮説提示を行った。

その後実証へと進み、La Porta et al. (2002)の弱点であった逆の因果関係や欠落変数バイアスの問題を克服すべくイベントスタディを行った。そして、民事再生法制定によって債務者たる一般企業の企業価値が下落する反面、債権者たる銀行の企業価値が上昇した結果、仮説 1 は支持されない一方で、仮説 2 には整合的で、仮説 3 に対しては不明なものと評価した。

そこでさらに仮説を見極めるために、被説明変数である個別企業ごとの超過リターンを主要な説明変数やその他コントロール変数で回帰するクロスセクション分析を行った。その結果、主要説明変数の一つである小口債権比率が負の相関性を示したことから、法的整理が適用される債務者企業ほど株主価値が下落することが分かった。また、担保付借入金比率が正の相関性を示したことから仮説 2 を支持しない結果となった。さらに自己資本比率とキャッシュフロー比率が負の相関性を示したことから、仮説 3 を支持しない結果となった。他方で時価簿価比率も負の相関性を示したことから、民事再生法が減資を再生計画で認めたことにより財務危機を招いたことに対する株主責任追及が明確になったとする柳川・広瀬・秋吉 (2007)や山本 (2018) に整合的な結果も併せて得られた。

以上の実証結果から、倒産法改正が企業価値に影響を及ぼすことを示した点、日本の民事再生法が企業価値に影響を及ぼす主要な経路がDjankov et al. (2007)やArmour et al. (2016)の示す“Automatic Stay”の不採用やDIP等で惹き起こされる資金制約でもなく、むしろ柳川・広瀬・秋吉 (2007)が指摘する「メインバンク寄せ」や山本 (2018) も指摘する減資による株主責任の明確化といった、日本固有の事情にあった点、さらに明確に法制度から企業価値への因果関係が存在することを実証した点の三点が含意として得られた。

なお本研究の結果から示唆された、日本固有の「メインバンク寄せ」の存在の是非については、銀行の超過リターンに対して大手貸出銀行ダミー等の説明変数を回帰するクロスセクション分析を行って検証する等による試行も考えられ、今後に残される課題である。

引用文献

- Amour, J., and Deakin, S. (2016) “CBR Extended Creditor Protection INDEX 1990– 2013”, *Working paper of Centre for Business Research*, University of Cambridge.
- Bradley, M., and Rosenzweig, M. (1992) “The Untenable Case for Chapter 11”, *The Yale Law Journal* 101, 5, 1043-1095.
- Djankov, S., McLiesh, C., and Shleifer, A. (2007) “Private credit in 129 countries”, *Journal of Financial Economics* 84, 299-329.
- Korkeamäki, T., Koskinen, Y., and Takalo, T. (2007) “Phoenix rising: Legal reforms and changes in valuations in Finland during the economic crisis”, *Journal of Financial Stability* 3, 33-58.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2002) “Investor protection and corporate valuation”, *Journal of Finance* 57, 1147-1171.
- 胥鵬 (2012) 「企業債務リストラにおける私的整理と法的整理の選択」、RIETI *Discussion Paper Series* 05-J-012.
- 柳川範之、広瀬純夫、秋吉史夫 (2007) 「破綻法制・事業再生の制度設計—経営者交代のインセンティブ問題—」、『経済制度設計』209-252、勁草書房。
- 山本和彦 (2018) 『倒産処理法入門〔第5版〕』有斐閣。