

日本の破綻法制が企業の価値とその効率性に 及ぼす影響についての理論と実証

太田 智之
みずほ総合研究所

杉原 茂
大阪大学大学院国際公共政策研究科

瀬下 博之
専修大学商学部

山崎 福寿
上智大学経済学部

企業が破綻したときのことを考慮して、債権には必ず優先順位が設定されているが、破綻法制の不備のために、しばしば優先権の侵害が発生する。90年代のはじめには、短期貸借権に関する判例が抵当権侵害を助長し、抵当権行使は実質的に機能不全に陥った。

本稿では、債権者間の優先権の侵害が、企業の投資決定や価値（トービンの q ）にどのような影響を及ぼすかについて、財務データを用いて、検証した。これに対して、優先権が厳格に維持されることを前提にしたデット・オーバーハングの議論や、企業価値の劣化を未然に防ぐと言う観点から、企業の救済等でメインバンクが重要な役割を果たすとする議論が有力である。

こうした代替的な仮説も含めて、検証した結果、デット・オーバーハングを支持する証拠やメインバンクが企業価値に重要な影響を及ぼしているとする根拠は得られなかった。むしろ、負債の増加が企業価値を低下させるという優先権侵害と整合的な結果が得られた。

次に、企業の再建を促すという目的から施行された民事再生法が、株式市場にどのような影響を及ぼすかについて、イベントスタディの手法を用いて、検証することに

した。倒産企業を除く4つのカテゴリーで、施行日後5営業日の超過収益率が施行日前5営業日の超過収益率を有意に上回った。これは、民事再生法が優先権侵害のリスクを減じる結果、株式市場にも望ましい影響を及ぼしたと理解することが出来る。

1. はじめに

90年代から現在に至るまで、日本の担保法制や倒産法制は頻繁に変更された。90年代のはじめには、短期貸借権に関する判例が抵当権侵害を助長し、抵当権行使は実質的に機能不全に陥った。もちろん、会社更生法などの倒産法制の目的は、過重な企業債務を整理し、企業の再建を促進することにある。しかし、こうした判例は、日本の破綻処理の手續きにおいて、優先債権者である担保権者に過大な負担を強いてきた¹。

また、住宅金融専門会社の破綻処理(1996年)を巡っては、政治的な圧力によって、本来負担すべきでないメインバンクに、劣後する立場の農協系金融機関の債務保証を求めるという異常な事態が生じた。これらの事件は、債権者間の抵当権侵害や優先権侵害を意味し、瀬下・山崎(2004)やSeshimo and Yamazaki(2005)が明らかにしたように、追い貸しや貸し渋りの原因となっている。

優先権侵害は、事後的には債権者間の所得分配の問題にすぎないが、事前には、この所得分配を利用した非効率な資金調達を企業経営者に許すことになる。また、優先債権者たる銀行は、そのような優先権侵害に伴う損失を回避し、不良債権を顕在化させないように、非効率企業の破綻処理の先送りを認め、さらには追い貸しを実施するなどの非効率性を生み出している可能性が高い。

このような理論的な分析を基礎にして、山崎・瀬下・太田・杉原(2005)では、優先権侵害が非効率な企業への「追い貸し」や破綻処理の先送りを生み出している点について、貸し出し関数を推定することによって、実証的に検討した。こうした状況では、事後的に不可避な優先権侵害に伴うコストの上昇を恐れて、効率的な企業プロジェクトへの融資自体を躊躇するという事態が起きるかも知れない。このような「貸し渋り」が生じるかどうかについても検証した。

しかし、これまでの実証研究は、銀行の貸し出し行動に焦点を当てており、負債構成や資本構成上の優先劣後関係が、企業の投資行動や企業価値に、どのような影

¹ 短期貸借権やその他の優先権侵害の実態については、鈴木・福井・山本・久米(2001)や山崎・瀬下(2000)、(2002)を参照。

響を及ぼしているかは分析されていない²。また、優先権に影響を及ぼす法律の施行が、将来倒産する企業を含めて、企業の株価にどのような影響を及ぼしたかについては、必ずしも明らかではない。

本稿では、債権者間の優先権侵害が投資決定にどのような影響を及ぼしたかについて、統計的に検証する。財務データを用いて、企業の負債構成やメインバンクの存在が、企業価値や投資の効率性（トービンの q ）にどのような影響を及ぼしているかを検証する。優先権侵害がいま述べたような深刻な事態を招いているとすると、非効率な企業において、負債の増加は侵害の可能性を高める結果、企業の価値を低下させるはずである。

これに対する仮説としては、有名なデット・オーバーハングの議論がある。その仮説のもとでは、効率的な投資のための資金が負債によって調達出来ないために、企業価値は低下する。したがって、効率的な企業において、負債が少ない企業の価値は低迷する。これとは別に、企業の救済や再建に関して、メインバンクは重要な貢献をしたとする議論がある。メインバンクの存在が企業価値にどのような影響を及ぼしたかについても検証したい。

その結果、デット・オーバーハングを支持する証拠やメインバンクが企業価値に重要な影響を及ぼしているとする根拠は得られなかった。むしろ、負債の増加が企業価値を低下させるという優先権侵害と整合的な結果が得られた。

次に、社会的規制改革という観点から、イベントスタディの手法を用いて、民事再生法の影響を検証することにした。倒産企業を除く4つのカテゴリーで、施行日後5営業日の超過収益率が施行日前5営業日の超過収益率を有意に上回った。他方、倒産企業については、統計上有意な差は認められなかったものの、超過収益率の平均をみると、施行日後5営業日の方が施行日前5営業日の超過収益率を下回っている。

存続企業全体で超過収益率が有意に上昇したのは、民事再生法が既存の倒産法制と比較して、存続企業に対して望ましい特性を有していると市場が評価したためと解することができる。これに対して、倒産企業については、手続きの申し立て時期が早まることが期待されたため、株価を低下させたと思われる。このような意味で、民事再生法は優先権侵害のリスクを減じる結果、株式市場にも望ましい影響を及ぼしたと理解することが出来る。

² 追い貸しの実証研究については、櫻川（2002）の第5章を参照。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、日本の担保法制と破綻法制における優先権侵害の例やその実態について明らかにする。第3節では、瀬下・山崎の議論を紹介することによって、優先権侵害の可能性が貸し渋りや追い貸しをもたらす原因になることを、理論的に明らかにする。

そのうえで、第4節では、トービンの q を用いて、企業価値と負債の関係について検証する。第5節では、民事再生法の施行が企業の株価にどのような影響を及ぼすかについて、イヴェントスタディを用いて、検証する。最後に結論が要約される。

2. 近年の倒産法および担保法制の改正

日本の担保法制や破綻法制は、この数年の間に数多くの改正を実施した。2000年に施行された民事再生法では、再生債務者手続きとともに、担保権消滅請求制度が取り入れられた。この担保権消滅請求制度と類似の制度が、その後、会社更生法や破産法などの破綻法制にも導入された。また2004年に施行された担保執行制度の改正では、滌除（てきじょ）制度における増価競売条件等の手続きを廃止し、名称を抵当権消滅請求制度と改めた。滌除制度は以前から濫用の原因として問題視されていた。

担保権は、元来はその設定原因となった債権をすべて弁済しない限りは消滅しないとする不可分性を原則としてきた。これらの法改正によって、日本の担保法制は、実質的にこの不可分性の原則を放棄したことになる。その結果、倒産法制では再生債務者や管財人が、また民法では譲受人などの第三取得者が、一定の金額の補償を支払うことによって、債務の全額をしなくても、強制的に担保権を消滅させることが可能となった。

90年代以降の不動産価格の大幅な下落と企業業績の低迷によって、このような担保権消滅請求制度の必要性は、高まってきたとされる。担保資産の価値に比較して、過大な抵当権付き債務が残る結果となっていたからである。実質的に抵当権を実行しても分配される余地が残っていないような資産にまで、しばしば後順位の抵当権が設定されて資金が融資される結果、抵当権者による濫用が大きな問題となっていた。

ここで言う濫用が生じる原因として、競売市場が有効に機能しないことがあげられている³。こうした状況では、任意売却によって不良債権処理を進めなければなら

³ 瀬下（2004）が指摘しているように、抵当資産の競売市場が十分に機能していれば無剰余の抵当権の

ず、前もって後順位抵当権者の同意によって抵当権を解除しておく必要がある。抵当権を解除しておかないと、抵当資産が売却されても、弁済を受けられなかった後順位の抵当権がそのまま残ってしまう。

その結果、購入者が後順位の抵当権者の債権を代わりに弁済しなければ、抵当権行使によって購入資産が売却されてしまう。これを予想すれば、誰もそのような資産を購入しようとはしないだろう。したがって、これを回避するためには、任意売却に先立って、抵当権を解除しておく必要がある。

このとき、弁済が受けられる可能性のない後順位の抵当権に対しても、その解除の同意を抵当権者から得るための補償——いわゆる判子代——を支払う必要がある。裁判所による競売が有効に機能しない現状で、最初からこのような判子代を当てて後順位の貸し手が抵当権を設定したとさえ言われている⁴。

注意しなければならないのは、この議論が、しばしば、経済学のデット・オーバーハングの議論と混同されて論じられている点である。デット・オーバーハングとは、新規融資による投資の成果が、新規の債務の返済よりも既存債務の弁済に優先的に充てられるために、新規融資に対する実質的収益率が低下する結果、外部の融資者が新規融資を躊躇してしまうという議論である（デット・オーバーハングについては Myers(1977) 参照）。

日本における近年の金融機関の貸し渋りは、このようなデット・オーバーハングによるものであるとしばしば主張されてきた⁵。しかし、後順位抵当権が濫用的に設定されるのは、むしろ後順位の貸し手が、優先弁済権を持つ抵当権者に帰属すべき価値を収奪することを目的としている。このように、日本ではデット・オーバーハングよりも、むしろ優先債権の価値が劣後債権者に移転するといった優先権侵害の問題の方が、深刻であるように思われる。

実際、担保執行制度の改正や倒産法制の改正では、担保権消滅請求制度を採用するとともに、滌除制度による増加競売条件の廃止などを通じて、旧来の制度に存在した既存抵当権者に対する濫用的な権利侵害を可能にする手続きは、むしろ廃止された⁶。また、会社更生法における更生担保権の『時価』基準の導入は、『継続企業

問題は、本来は存在しない。裁判所による競売を通じて資産が売却された場合には、このような抵当権はすべて消滅するからである。しかし、さまざまな問題のために、競売市場も十分に機能していない。競売市場の問題点については、福井(2003)や本特集の井出・田口(2006)の議論を参照。

⁴ たとえば森田(2000)参照。

⁵ 小川(2003)の第5章では、過剰債務が企業の設備投資に優位な影響を及ぼしていると言う実証研究が報告されている。過剰債務に関するその他の文献についても小川を参照。

⁶ もっとも、これらの担保権消滅請求制度では、別の優先権を侵害する余地がありうる。これについて

価値』基準によって無視されてきた清算価値保証原則を回復させるものである⁷。その意味で、優先担保権者の立場は、旧来の制度よりも強化された点が多い⁸。

特に、担保執行制度の改正で廃止された短期貸借権は、日本の優先権侵害の象徴でもあった。短期貸借権とは、抵当権の設定後に契約された貸借権を保護する規定である。抵当権者間の関係においては、抵当権設定の時間的順序にしたがって、弁済時の優先順位が決定される。この原則は順位確定の原則と呼ばれる⁹。この優先順位の関係は他の権利間でも成立する。

すなわち、抵当権と貸借権の間における権原の帰属も、時間的順序にしたがって優先権が認められるのが通例である。貸借権が抵当権より前に設定されている場合には、たとえ抵当権者が抵当資産を売却しようとしても、そのために貸借権を解除する法的な権原はない。これに対して、貸借権が抵当権より後に設定されている場合には、通常抵当権は貸借権に優越し、抵当資産を売却する際に貸借権を解除する法的権原を有する。

もちろん、債務が遅滞なく返済されている限りは、抵当権設定後の貸借権も保護されており、抵当権者は貸借権に対抗できず、貸借権者の利用権原が認められる。これに対して、債務者が無資力になり、抵当権が実行され、競売に付された場合には、抵当権設定後の貸借権は買受人に対抗できず、土地・建物を明け渡さなければならなくなる。

しかし、日本では短期貸借権という例外規定が認められ、抵当権に設定されている建物の貸借権については3年間、土地については5年、抵当権者（と競売後の買受人）に対抗しうることが認められてきた。この権利が短期貸借権である。

短期貸借権のために、抵当権者や買受人による明渡しの請求等は裁判所に求めなければならず、それに要する費用等は無視できない大きさになっていた。その結果、抵当権者や土地・建物の買受人にとって、賃借人から建物を明け渡してもらうのは大きな負担になっていた。さらにこれを悪用して故意に短期貸借権を設定して、無資力となった債務者が債権者から利益を得るといった事件が多発した。

このような濫用的な短期貸借権の利用は、しばしば詐害的短期貸借権と呼ばれる

は瀬下・山崎(2002)参照。

⁷ 時価の概念として、少なくとも清算価値を保証し、さらに継続的な利用の中で生み出される収益も含められるものとして、法律家の中では理解されているように思われる。たとえば、伊藤他(2005)を参照。

⁸ 伊藤他(2005)p79 深山発言も参照。

⁹ 抵当権者間の取引によって順位が入れ替わる場合にも、それ以外の抵当権者に不利益が及ばないように工夫されている(民法第373条(第2項)参照)。

¹⁰。詐欺的な短期賃借権については民法 395 条の但し書きでその解除が認められているが、実際に詐欺的かどうかを立証することはきわめて難しい。特に、平成 3 年の最高裁判決では、詐欺的な短期賃借権を抵当権者が解除できても、当該抵当資産を占有し続ける占有者を排除する権利を抵当権者は持たない(最判平成 3 年 3 月 22 日民集 45-3-26)と判示した。

その結果、この但し書きの効力が実質的に無力化し、抵当権者は濫用的な賃借権設定に対抗する手段をまったく失ってしまい、その後の不良債権処理の大きな障害となった¹¹。短期賃借権は、劣後する債権者が賃借人と共謀して、優先する抵当権者から、立ち退き料や解除の判子代を請求できる、優先権侵害の手段と化した。

2003 年の担保執行制度の改正では、このような短期賃借権は原則廃止され、抵当権の設定より後に設定された賃貸契約の契約者は、競売による買い受けがなされてから 6 ヶ月に限り、——適正な家賃を払っている前提で——住み続けることができることとなった。

このほか、2003 年の担保執行制度の改正では、これまで認められていなかった抵当権者による抵当不動産の強制管理手続きが認められた。さらに、債務不履行後の賃料についても、物上代位¹²の対象となることが明示されるなど、抵当権の権原は大幅に拡充された。

3. 優先権侵害の経済分析

瀬下・山崎 (2004) や Seshimo and Yamazaki (2005) は、優先権が侵害されるとき、このような事後的な価値移転を利用して、借り手企業は、外部の投資家から非効率な企業継続のための資金調達が可能になるため、非効率な追い貸しや貸し渋りが生じることを示している。ここでは数値例を用いてこの議論を説明しよう。

いま、時点 0 で投資を実施したが、時点 1 で全く成果を得られないことが、時点 1 の直前に分かったとしよう。このとき、債務が 20 億円残っているのに対し、企業を清算すれば債務額と同額の 20 億円の売却価値があるとしよう。この売却価値は、次に述べる追加投資が実施された後にも、変化しないものとする。

この状態で企業には追加投資の機会が存在するとしよう。この追加投資は 11 億

¹⁰ 詐欺的短期賃借権についての裁判例は内田(1996)が詳しい。

¹¹ この判例は最高裁判例としては異例の、わずか 8 年ほどで修正された。

¹² 物上代位とは、抵当権者(債権者)が、抵当資産の売却価格の代わりに、その資産の生み出す収益に対しても請求権を行使できることを言う。

円投資すれば、2期目に確率 $\frac{1}{4}$ で40億円の成果をもたらすが、残りの確率 $\frac{3}{4}$ で全く成果をもたらさない—すなわち0となる—としよう。この追加投資の成果の期待値は10億円であり、その投資コスト11億円より小さい。したがって、この投資は非効率である。もちろん、通常このような非効率の追加投資に融資する投資家はいない。このほかに効率的な代替的投資機会が存在しないとすると、企業を清算する方が効率的である。

しかし、優先権の侵害が可能な場合には、このように追加投資が非効率であっても、そのための資金調達が可能になる。いま、追加融資がなされた後で企業が清算されると、清算価値20億円のうち、劣後する貸し手にも6億円の弁済が支払われるものとしてしよう。これが優先権侵害を意味するのはいうまでもない。

このとき、優先債権者の弁済は14億円となる。優先権がこのように侵害されると予想する場合には、投資家は非効率な追加投資でも資金調達に応じる。なぜなら、この時、その融資債権の元利金額の額面を26億円以上（たとえば27億）に設定すれば、その返済額の期待値は、

$$\frac{1}{4} \times 27 \text{億円} + \frac{3}{4} \times 6 \text{億円} = \frac{45}{4} \text{億円}$$

となり、融資額の11億円より大きくなるからである。このとき、企業経営者（株主）への分配額の期待値も $\frac{1}{4} \times (40 - 27)$ 億円となり、追加投資せずに時点1で企業を清算した場合の期待利得0円を上回る¹³。

他方、優先債権者は時点0で貸した債権に対する不履行を理由に、企業を清算できる権利を有している。しかし、このような非効率な追加投資に基づく企業継続を許す、いわゆる「先送り」が発生してしまう。なぜなら、いま清算すると、企業資産から劣後する債権者へ分配がなされ、優先権侵害による所得移転が確定してしまうのに対し、先送りをすると企業継続のリスクを劣後債権者に一部移転することができるからである。

この数値例で言えば、企業を継続するとき $\frac{1}{4}$ の確率で20億円全額弁済されるから、返済額の期待値は先送りのとき、

¹³ このような所得移転の問題は Schwartz(1989)参照。

$$\frac{1}{4} \times 20 \text{億円} + \frac{3}{4} \times 14 \text{億円} = \frac{62}{4} \text{億円} = 15 \frac{1}{2} \text{億円}$$

となり、清算した場合の期待値 14 億円より高くなる。

ここで、先送りによる劣後債権者への所得移転は $20 \text{億円} - 15 \frac{1}{2} \text{億円} = 4 \frac{1}{2} \text{億円}$ となり、清算時に優先権侵害によって劣後債権者に移転する所得移転の価値 (6 億円) より小さいことに注意しよう。

さて、こうした外部投資家による利益の侵害に対して、優先債権者にはどのような対抗手段があるだろうか。優先債権者は、外部の投資家によって非効率な追加融資がなされる前に、自ら融資 (いわゆる「追い貸し」) して、このような劣後債権者による貸出そのものを封じようとするインセンティブを持つ。この例では、追い貸しによって得られる利得は、追加融資の額面を 26 億円以上 (たとえば、27 億) とすれば、優先債権者の期待利得は

$$\frac{1}{4} \times (27 \text{億円} + 20 \text{億円}) + \frac{3}{4} \times 20 \text{億円} - 11 \text{億円} = \frac{63}{4} \text{億円}$$

となり、追加融資が外部の投資家によってなされたのを受けて、先送りする場合の $\frac{62}{4}$ 億円よりも望ましくなる。

このとき (潜在的な) 優先債権者の事前の行動を考えると、次の 2 つの可能性がある。第 1 は、当初の投資プロジェクトが、期待値で見ても効率が十分大きいとき、プロジェクトが失敗した場合の非効率な追い貸しを覚悟で貸し出すケース (追い貸し) である。

第 2 は、追い貸しの非効率性が当初の投資の効率性を上回るため、はじめから融資しないケース (貸し渋り) である。第 2 の場合には、当初の投資が効率的であっても、借り手が十分な資金を調達できないという深刻な問題が生じる¹⁴。

¹⁴ このほか、山崎・瀬下 (2000) では、Stiglitz and Weiss (1981) のモデルを応用して借り手の投資プロジェクトについて情報の非対称性があるとき、優先権の侵害によって逆選択の問題が深刻化し、貸し渋りが生じることを示している。

4. 優先権侵害と企業経営の効率性

4.1 理論仮説と代替的な仮説

本稿では、企業の財務データを用いて、優先権侵害が企業の資金調達や経営の効率性にどのような影響を及ぼしたかについて統計的に検証する¹⁵。

これまで議論してきたように、優先権侵害が可能な場合には、本来市場で資金調達できないような非効率な企業が、これを利用して資金を調達することが可能になる。このことは、そもそも収益性の低い企業において、負債の水準が高い企業ほど、債権者間の優先権侵害の可能性が高くなる結果、その効率性が低下することを意味する。このことはもともと収益性が低い企業で業績が悪化している企業については、負債水準と企業価値の間に負の相関があることを意味している（仮説 1：優先権侵害による追い貸し）。

このような仮説 1 に対して、Modigliani and Miller (1958, 1963) が示したように、完全競争的な資本市場において、資金調達方法は、負債の法人税節税効果以外には企業価値や経営の効率性に影響を及ぼさない（MM 命題）。このことは、法人税の節税効果をコントロールすれば、負債水準が高いこと自体は、企業価値を低下させる効果を持たないことを意味する（仮説 2：MM 命題）。こうした MM 命題に対しては、負債水準が高いほど倒産確率が上昇し、その結果、企業価値を低下させる効果が考慮されていないという批判もあり得るだろう。そのため、このような倒産コストの可能性もコントロールしたうえで、企業経営の効率性と負債水準の関係を検証する必要がある。

このほか、企業の効率性と負債水準の関係を検証する仮説としては、デット・オーバーハングを支持する立場からの説明がある。さきに述べたように、デット・オーバーハングとは、新規融資の成果が既存債務の弁済へ充てられるために、企業が効率的な投資機会を持っていても、借り入れができないという議論である。もしこの議論が正しいならば、収益性の高い企業にもかかわらず、その負債水準が低い企業はデット・オーバーハングに直面しており、潜在的に効率的な投資機会を利用できない結果、高い企業価値を実現できないことになる。

言い換えると、もともと収益性の高い企業だが、業績が悪化している企業では、負債水準が低い企業ほど、効率性や企業価値は低い水準にあることになる。すなわ

¹⁵ 優先権侵害と銀行の貸し出し行動については山崎・瀬下・太田・杉原(2005)を参照。

ち、負債水準と企業価値の間に正の相関が見られることなる（仮説 3：デット・オーバーハング仮説）。

これに対して、非効率な追い貸しを事前に回避するために、貸し渋りが生じているのであれば、収益性が低い企業で、業績が改善している企業は、負債水準が低いほど企業価値が高まる。このことは、負債水準と企業価値の間に負の相関が見られることを意味する（仮説 4：優先権侵害による貸し渋り）。

ここでデット・オーバーハングが生じている場合には、よく知られているように、（正しいかどうかは大いに議論があるが）メインバンクが問題を解決するうえで有効かもしれない¹⁶。メインバンクは優先債権者でもあり、デット・オーバーハングの問題を内部化することが可能だからである。

そこで、メインバンクからの借り入れ比率が、企業経営の効率性にどのような影響を及ぼしているかを検証してみたい。もちろん、MM 命題が成立している場合には、資金調達方法は、企業価値や企業の投資決定に影響を及ぼさないから、メインバンクからの借り入れ比率が上昇しても、企業の効率性には影響しない（仮説 5：メインバンクについての MM 命題）。

これに対して、メインバンク理論が成立している場合には、メインバンクによる効率的な情報生産にともなう資金提供がなされたり、暗黙の契約による効率的な救済等が実現したりする。このことは、収益性の低い企業のうち、業績が改善している企業でメインバンクからの借り入れ比率が高いほど、企業経営の効率性は高くなることを意味する（仮説 6：メインバンク理論）。

メインバンクからの借り入れ比率と経営の効率性の関係を検証することは、優先権侵害の仮説を検証するうえでも重要である。すなわち、優先権侵害に陥る事態を回避するために、優先債権者であるメインバンク自身が非効率な追い貸しを実施することを通じて、「メインバンク寄せ」と呼ばれる現象が生じているならば、メインバンクによる借り入れ比率の上昇は、企業経営の効率性や企業価値を低下させる結果になるだろう（仮説 7：優先権侵害回避仮説）。すなわち収益性が低い企業でかつ業績が悪化している企業では、メインバンク比率と企業の効率性は負の相関をもつ

¹⁷。

これまで説明した仮説とそのサンプル企業は表 1 にまとめておいた。

¹⁶ Hoshi Kashyap and Scharfstein (1990)などを参照。

¹⁷ ただし、これらの仮説を識別するためには、債権放棄がなされていないことが前提となる。実証結果の解釈の際に説明するように、債権放棄がなされると、これらの効果を識別することがしばしば困難になる。

表1 検定仮説とその対象企業の種類

	収益悪化	収益改善
低収益企業	仮説1(優先権侵害による非効率な追い貸し仮説)と仮説7	仮説4(優先権侵害による貸し渋り仮説)と仮説6(メインバンク理論)
高収益企業	仮説3(デット・オーバーハング仮説)	
倒産企業	仮説1と仮説7	

注) 仮説2(MM命題)と仮説5(MM命題)は全ての企業を対象とする。

4.2 推定式と推定方法

仮説1~7を実証的に検討するため、企業価値関数を推定する。企業価値はトービンの q で表されると想定する。ただし、仮説2における負債の法人税節約効果を考慮するため、法人税節約効果分を調整した q を用いる。第 i 企業の第 t 期の企業価値(q_{it})を決定する要因は、仮説1~4に関連する負債総資産比率(D_{it})、仮説2に関連する1期前に予測された倒産確率(DF_{it})、仮説5~7に関連するメインバンクからの借り入れが総借り入れに占める比率(MB_{it})を基本とし、その他の決定要因として、売上高総資産比率(SA_{it})及び従業員の平均年齢(Age_{it})を説明変数とする。

なお、企業価値には粘着性があることを考慮して、1期前の被説明変数($q_{i,t-1}$)も説明変数に加える。各観測値に固有の観測されない異質性(η_i)は、時間とともに変化しないと仮定する。また、明示的に示していないが、年ダミーを説明変数に加えてある。

$$q_{it} = \alpha + \beta \cdot D_{it} + \gamma \cdot DF_{it} + \theta \cdot MB_{it} + \phi \cdot SA_{it} + \varphi \cdot Age_{it} + \kappa \cdot q_{i,t-1} + \eta_i + \nu_{it}$$

法人税節約効果は、法人税率に負債総額を掛けたものを q の分子から差し引くことによって調整した。

倒産確率は、大村・楠美・水上・塩貝(2002)におけるロジット・モデルによる1期先における倒産確率の推定式の中から、有意な変数(使用総資本売上高比率、売上高短期借入金比率、使用資本純運転資本比率)を採用して推計した。

企業価値関数を推定するためのサンプルとして、まず、現時点で存続している企業と既に倒産した企業の2つに分割した。さらに、存続した企業は、仮説1および

3、4を検証するために、総資産収益率（ROA）が産業平均よりも高いか低いかという基準と、ROAが推定期間の期末に期初よりも改善しているか悪化しているかという基準の二つの基準を組み合わせることにより、4つのカテゴリーに分割した。

すなわち、ROAが産業平均より高かつ改善している企業（便宜的に、高収益・改善企業と呼ぶ。以下、同じ）、産業平均より高いが悪化している企業（高収益・悪化企業）、産業平均より低い改善している企業（低収益・改善企業）、産業平均より低かつ悪化している企業（低収益・悪化企業）の4つである。

表にまとめられているように（仮説1：優先権侵害による追い貸し仮説）は（低収益・悪化企業）のグループ企業を対象とし、（仮説3：デット・オーバーハング仮説）は（高収益・悪化企業）のグループ、（仮説4：優先権侵害による貸し渋り仮説）は、（低収益・改善企業）のグループをそれぞれ対象とすることで検証することができる。

また、（仮説6：メインバンク理論）は、（低収益・改善企業）のグループで、（仮説7：優先権侵害回避仮説）は（低収益・悪化企業）を対象に検証することができる。（仮説1）と（仮説7）はすでに倒産した企業でも検証できるかもしれない。もちろん（仮説2：中立性仮説）と（仮説5：メインバンク中立性仮説）は、すべてのグループが対象となる。

第1節で明らかにしたように、1990年代初頭に優先権についての重要な判例が現れた。それによって、80年代と90年代で仮説の妥当性が異なったものとなっているかもしれない。こうした可能性を考慮するために、推定期間を80年代と90年代に分割した。実際の推定期間は、以下でみるように推定方法が変数の階差をとったり操作変数にラグを持たせたりしているため、データの存在する期間より短くなり、80年代は1983年から89年、90年代は91年から2000年が推計期間となっている。

負債水準は企業価値と同時に決定される内生変数であることから、操作変数を用いて内生性をコントロールする。操作変数としては、借り入れに影響するが企業価値に影響しないものとして、キャッシュ・フロー総資産比率、短期資産比率、広告宣伝費を使用した。

また、推定式には被説明変数の1期ラグが説明変数に含まれているので、Blundell and Bond(1998)のシステム推定を行った。ソフトウェアは、DPD(Dynamic Panel Data)プログラムを利用した(Doornik, Arellano and Bond(2002))。推定方法の基本的な考え方は、次のようなものである。まず1階の階差をとることにより、観測されない異質性 η_i を除去する。

次に、1 階の階差をとると、説明変数 $q_{i,t-1} - q_{i,t-2}$ と誤差項 $v_{it} - v_{i,t-1}$ の間に相関が生じるので、被説明変数の 2 期以上のラグを操作変数として、一般化モーメント法 (GMM) を用いて推定する。さらに、被説明変数の 1 階の階差 $q_{it} - q_{i,t-1}$ は、観測されない異質性 η_i と相関を持たないので、元々の階差をとらない推定式の操作変数として使うことができる。これにより追加的なモーメント条件が得られ、有効な推定量を得ることができる。

つまり、階差をとった推定式に被説明変数のラグを操作変数としたものと、階差をとらない推定式に被説明変数の階差をとったものを操作変数としたものを組み合わせるのが、システム推定と呼ばれる方法である。GMM 推定は 2 段階で行うが、小標本では標準誤差の推定値にバイアスがあるため、小標本バイアスの修正を施す。また、不均一分散に対して頑健な標準誤差を使用した。

過剰識別制約の検定は Sargan test により行う。また、被説明変数の 2 期以上のラグが操作変数として適切なものであるためには、 v_{it} が系列相関を持つてはならない。もし v_{it} が系列相関を持たないなら、階差をとった $v_{it} - v_{i,t-1}$ は 1 次の系列相関を持つが、2 次の系列相関は持たないはずである。

これに対して、階差をとった $v_{it} - v_{i,t-1}$ が 2 次の系列相関を持てば、 v_{it} が系列相関を持ち、ラグ付の被説明変数は操作変数として適切なものではないことになる。この系列相関の有無は、自己共分散の推定量が標準正規分布に従うという性質を使って検定できる。

4.3 対象サンプル

推計に際しては、政策投資銀行・日本経済研究所編「企業財務データバンク 2001」を用いた。同データベースは、東証および地方証券取引所の 1 部・2 部上場企業 2599 社 (上場廃止企業も含む) の決算データを 1956 年から 2000 年まで収録したものである。このうち推計では、現時点で存続している企業 396 社と既に倒産した企業 106 社 (2000 年までに倒産した企業 54 社、2001 年以降倒産した企業 52 社) の計 502 社を対象とした。

存続企業については、1977 年から 2000 年まで決算データが揃っている企業で、かつ決算期変更や買収・合併を実施していない企業のみを取り上げている。1977 年以降としたのは、当該年度より資産タイプ別の有形固定資産額のデータが入手可能となったことによる。また、恒久棚卸法を用いて実質固定資産ストックを計算する場合、ベンチマークとなる初期値を統一することが恣意性を排除するという点で望

ましい。

こうした理由から、このような絞込みを行った¹⁸。また、決算期を変更した企業についても、年度値を補完する際に恣意性が入ってしまうとの理由から排除している。企業の買収・合併については、データの連続性が保証されないことに加え、合併・買収の前後で企業価値が変化するためサンプルから除いている。

他方、倒産企業については、合併・買収企業は除いたものの、サンプル数を確保するため、決算期変更や掲載開始年については企業の絞込みを行っていない。決算期変更があった企業については、前後2期の決算データを年度補完し、掲載開始年が78年以降の企業については初めて掲載された年の決算値を初期値として各系列を計算している。

4.4 作成データ

推計には上記データベースの数値を利用しているが、以下の3系列については、細野・渡辺(2002)の作成方法を引用して別途計算した。

【①実質(名目)固定資産ストック】

建物・構築物・機械・輸送用機械・工具器具備品・賃借用固定資産・その他償却資産の各資産について、前期末からの増減額に当期償却額を加えて当期の名目投資額を求める(建設仮勘定については、当期の増減額を建物・構築物の比率に基づき配分した)。

各資産の名目投資額をそれぞれ対応するデフレーターで実質化し、1976年度末値の簿価をベンチマークとした恒久棚卸法で実質固定資産ストックを作成した。なお、各資産の償却率 δ は、建物4.7%、構築物5.64%、機械9.489%、輸送用機械14.7%、工具器具備品8.838%、賃借用固定資産・その他償却資産7.72%と仮定した。

実質固定資産ストックを各資産のデフレーターで除したものが、名目固定資産ストック(再取得価額)である。

$$\sum_{i=1}^7 \text{実質固定資産ストック } i(t) = \sum_{i=1}^7 \{ (1 - \delta_i) \times \text{実質純固定資産ストック } i(t-1) \} + \text{実質投資額 } i(t)$$

¹⁸ もちろん、このような制約を課すことで80年代、90年代に設立された比較的若い企業がサンプルから漏れてしまう恐れもある。

$$\sum_{i=1}^7 \text{実質固定資産ストック}i(1976) = \sum_{i=1}^7 \{ \text{有形固定資産額}i(1976) \div \text{デフレーター}i(1976) \}$$

……初期値

【②実質土地ストック】

1970年をベンチマークとして恒久棚卸法で作成した。1970年の時価は、小川・北坂(1998)の全産業時価簿価比率5.37をもとに計算した。

実質土地ストック(t) = 実質土地ストック(t-1) + {土地資産(t) - 土地資産(t-1)} ÷ 市街地価格指数(t-1)

$$\text{実質土地ストック}(70) = \text{簿価実質土地ストック}(70) \times 5.37$$

【③トービンのq】

トービンのqは以下のように定義される。経済的償却率は、小川・北坂(1998)で全産業平均として使用されている0.0772を用いた。また、株価は期中最高値と最低値の平均値を用いた。

$$q = \frac{(\text{時価総額} + \text{負債総額} - \text{流動資産} - \text{無形固定資産} - \text{投資その他資産} - \text{繰延資産})}{(1 - \text{経済的償却率}) \times (\text{名目固定資産ストック}) + \text{実質土地ストック}}$$

4.5 推定結果

推定結果が表2の(1)から(5)に示されている。係数の下のかっこの中は標準誤差である。年ダミーについての結果は省略した。

まず、モデルの特定化について、その妥当性の検定結果をみてみよう。Sargan統計量及びAR(2)統計量の下のかっこ内の数字は、検定統計量のp-valueである。これによると、過剰識別条件はすべてのケースで棄却されず、また誤差項の階差についても、その2次の系列相関がゼロであるという仮説はほとんどのケースで棄却されない。したがって、モデルの特定化は適切であると言える。

次に、仮説検定の焦点である負債総資産比率、倒産確率、メインバンク比率に係る係数の推定結果を企業カテゴリーごとに横断的にみていこう。

負債総資産比率は、高収益・改善企業および低収益・悪化企業では80年代に負で有意であり、高収益・悪化企業と低収益改善企業の90年代にも負で有意となっており、少なくともこれらの期間については、負債の節税効果を考慮しても、仮説2のMM命題説は棄却される。

高収益・悪化企業をみると、負債総資産比率が90年代に有意に負となっているこ

とは、90年代の貸し渋りとして、仮説3のデット・オーバーハング仮説が棄却されることを意味する。これに対して、低収益・改善企業を見ると90年代に負で有意である。この結果は、仮説4の優先権侵害を回避するための貸し渋りが90年代に生じていたことを支持する結果である。

また、低収益・悪化企業では80年代はマイナスで有意であり、80年代に優先権侵害による非効率な追い貸しが生じていたことが検証された。ただし、90年代には有意でなくなっている。ただし、この結果を直ちに、仮説2のMM命題を支持し、仮説1を棄却する結果とみることは難しい。なぜなら、この結果は、このカテゴリーの企業を対象に90年代に債権放棄が行われたと考えられるからである。すなわち、債権放棄は企業価値が毀損している企業に対して行われるので、負債の減少が企業価値に及ぼす影響が観察されにくくなったものと解釈できる。

本推定に当たっては、企業の効率性が借入れ条件等に影響を及ぼす点を考慮して、負債水準の内生性の問題は操作変数を使うことで一応回避されている。しかし、債権放棄は債権者間の合意が成立するか否かという点で、モデルからみるとむしろ外生的な特殊要因である。そのため、債権放棄という特殊な状況下では、優先権侵害の効果をうまく捉えられなかったと考えられる。

倒産企業では、80年代も90年代も負債総資産比率は有意とはならなかったが、これは、倒産企業においては企業価値の毀損が著しく進展し、優先権侵害の余地もなくなっているためと解釈できる。

またメインバンク比率は、高収益・改善企業、高収益・悪化企業、低収益・改善企業において、80年代及び90年代とも有意でない。一方、低収益・悪化企業においては、80年代は有意でないものの、90年代にはプラスで有意となった。これは、一見、仮説7の優先権侵害回避のためのメインバンク寄せを棄却する結果のように見える。

しかし、負債総資産比率のところで指摘したように、90年代には低収益・悪化企業を対象に債権放棄が行われた。この際、メインバンクが他の債権者より多くの負担を負ったために、企業の非効率性が高まる中で、企業のメインバンク比率が低下したことを検出したと解釈することもできる。

これと関連して興味深いのは、メインバンクが有効に機能していたとされる80年代に、倒産企業については、メインバンク比率が有意にマイナスとなっている。この企業グループは低収益・悪化企業の極端なケースと見ることもできる。そのため、メインバンクがまだ有効に機能していたとされる80年代においてさえ、非効率

表2 企業価値関数の推定結果

(1) 高収益・改善企業

	1980年代		1990年代	
	係数 (標準誤差)	p-value	係数 (標準誤差)	p-value
負債総資産比率	-17.797 (7.571)	0.019	-2.761 (2.290)	0.229
倒産確率	-28.872 (24.090)	0.231	10.424 (10.460)	0.319
メインバンク比率	0.330 (5.739)	0.954	-0.033 (1.549)	0.983
売上高総資産比率	-0.945 (2.433)	0.698	1.339 (1.328)	0.314
従業員平均年齢	-0.283 (0.232)	0.224	0.104 (0.122)	0.396
被説明変数の1期ラグ	0.532 (0.180)	0.003	0.399 (0.104)	0.000
定数項	30.646 (15.700)	0.052	-6.541 (6.594)	0.322
サンプル数	501		437	
企業数	64		48	
Sargan統計量	38.940 (1.000)		13.670	
AR(2)統計量	-0.892 (0.372)		-0.532	

(2) 高収益・悪化企業

	1980年代		1990年代	
	係数 (標準誤差)	p-value	係数 (標準誤差)	p-value
負債総資産比率	1.440 (1.250)	0.250	-2.580 (1.245)	0.039
倒産確率	1.653 (4.790)	0.730	15.957 (8.573)	0.063
メインバンク比率	0.166 (0.983)	0.866	0.663 (0.994)	0.505
売上高総資産比率	-0.249 (0.507)	0.623	1.377 (1.039)	0.185
従業員平均年齢	0.078 (0.101)	0.436	-0.031 (0.111)	0.780
被説明変数の1期ラグ	0.922 (0.075)	0.000	0.546 (0.084)	0.000
定数項	-4.082 (5.144)	0.428	-4.097 (5.064)	0.419
サンプル数	698		597	
企業数	89		66	
Sargan統計量	18.270 (1.000)		11.170 (1.000)	
AR(2)統計量	-1.806 (0.071)		-0.481 (0.631)	

(3) 低収益・改善企業

	1980年代		1990年代	
	係数 (標準誤差)	p-value	係数 (標準誤差)	p-value
負債総資産比率	0.910 (0.929)	0.327	-1.470 (0.347)	0.000
倒産確率	2.516 (3.064)	0.412	4.509 (1.459)	0.002
メインバンク比率	1.095 (0.756)	0.147	-0.739 (0.667)	0.268
売上高総資産比率	0.618 (0.518)	0.233	0.970 (0.329)	0.003
従業員平均年齢	-0.027 (0.033)	0.420	0.008 (0.017)	0.628
被説明変数の1期ラグ	0.736 (0.074)	0.000	0.695 (0.062)	0.000
定数項	-1.227 (2.194)	0.576	-1.605 (0.855)	0.061
サンプル数	885		971	
企業数	112		107	
Sargan統計量	24.800 (1.000)		39.480	
AR(2)統計量	-2.181 (0.029)		-1.047 (0.295)	

(4) 低収益・悪化企業

	1980年代		1990年代	
	係数 (標準誤差)	p-value	係数 (標準誤差)	p-value
負債総資産比率	-1.678 (0.742)	0.024	-0.044 (0.372)	0.906
倒産確率	10.607 (3.013)	0.000	5.017 (1.130)	0.000
メインバンク比率	0.098 (0.969)	0.920	0.509 (0.278)	0.067
売上高総資産比率	1.628 (0.569)	0.004	0.325 (0.100)	0.001
従業員平均年齢	0.101 (0.052)	0.053	-0.008 (0.012)	0.494
被説明変数の1期ラグ	0.838 (0.054)	0.000	0.558 (0.045)	0.000
定数項	-8.025 (2.227)	0.000	-1.325 (0.807)	0.101
サンプル数	923		1484	
企業数	118		159	
Sargan統計量	23.570 (1.000)		49.290 (1.000)	
AR(2)統計量	-2.130 (0.033)		-0.627 (0.531)	

(5) 倒産企業

	1980年代		1990年代	
	係数 (標準誤差)	p-value	係数 (標準誤差)	p-value
負債総資産比率	-1.542 (3.413)	0.652	1.369 (1.091)	0.210
倒産確率	-4.847 (10.090)	0.631	-2.521 (6.668)	0.705
メインバンク比率	-5.871 (2.642)	0.027	0.173 (0.997)	0.862
売上高総資産比率	1.415 (1.471)	0.337	-0.009 (1.032)	0.993
従業員平均年齢	-0.212 (0.194)	0.276	-0.012 (0.031)	0.693
被説明変数の1期ラグ	0.018 (0.024)	0.452	0.430 (0.183)	0.019
定数項	8.549 (5.865)	6 0.146	1.309 (2.535)	0.606
サンプル数	510		713	
企業数	69		86	
Sargan統計量	50.420 (1.000)		59.050 (1.000)	
AR(2)統計量	-0.796 (0.426)		0.981 (0.326)	

表 3 企業の分類と負債総資産比率の係数 (80年代)

	収益悪化	収益改善
低収益企業	負 優先権侵害による非効率な追い貸し	? 優先権侵害による貸し渋りならば負
高収益企業	? デット・オーバーハングならば正	負
倒産企業	? (負)	

(注) 有意な係数の符号だけ記入した。?は有意でないことを示している。

()内はメインバンク比率の係数の符号である。メインバンク比率については有意な結果のみ示した。

表 4 企業の分類と負債総資産比率の係数 (90年代)

	収益悪化	収益改善
低収益企業	?	負 優先権侵害による貸し渋り
高収益企業	負 デット・オーバーハングならば正.	?
倒産企業	?	

(注) 有意な係数の符号だけ記入した。?は有意でないことを示している。

企業には優先権侵害を回避する目的での非効率な追加融資が実施されていた可能性が高い。

これまでの主要な結果は表 3 と表 4 に要約される。

倒産確率については、高収益・改善企業では、80年代、90年代ともに有意でなかったが、高収益・悪化企業及び低収益・改善企業では90年代にプラスで有意、低収益・悪化企業では80年代、90年代ともにプラスで有意となった。非効率性が大きい企業ほど倒産確率が企業価値にプラスに寄与する傾向にある。

これには、2つの解釈があり得る。第1は、倒産を回避するためにリストラを進めるという効果である。第2は、資産代替あるいはリスク代替と呼ばれる現象で、倒産の可能性が高まると企業はリスクの高いプロジェクトを選択するため、株式のオプション価値を高める効果である¹⁹。現実にはどちらの効果が生じているのかは、本分析からは識別できない²⁰。

¹⁹ リスク代替が生じれば、負債の市場価値は低下するから、本来は企業価値も低下する。しかし、負債の市場価値の低下は適切に捉えきれないため、一時的に株価の変化だけを反映してしまう可能性がある。

²⁰ 5章の分析は、後者の効果が存在した可能性を示唆している。

5. イベントスタディーによる民事再生法改正の効果

最後に、社会的規制改革という観点から、民事再生法の影響を検証することにした。民事再生法とは、和議法に代わって制定された再建型倒産手続法である。迅速な再建手続ができるように、従来の和議法に比べて再建手続の簡素化や再建計画に関する決議要件の緩和が図られた。さらに、破たん前申請（債権者だけでなく債務者からも申し立てが行える）や担保権行使の制限など企業価値の保全（倒産に伴う資産劣化の防止）に重点をおいた制度改革がなされた。

その他に、現経営陣による事業継続を原則とすることで、企業側からの申し立てを促している点も特徴の一つといえる。実際、2000年4月の施行以来、民事再生法による倒産手続は合計で4000件を越え、年間全倒産企業（6898件：2004年12月～2005年11月）の約1割を占めるに至っている。その大部分は中小企業だが、そごうや東食、青木建設など上場企業も64社が含まれる。

ここでは、民事再生法の施行が上場企業、とりわけ非効率企業の株価にどのような影響を与えたかを検討したい。具体的には、先の実証分析同様、対象企業502社²¹を5つのカテゴリー（高収益改善、高収益悪化、低収益改善、低収益悪化、倒産企業）に分類し、それぞれのカテゴリーについて施行日（2000年4月1日）前後5営業日の超過収益率を計算、施行日前後で両者の平均が有意に異なるか否かを検定した。

超過収益率は、対象企業の施行日前（後）5営業日の株価騰落率から同期間における業種TOPIX騰落率を差し引いて求めた。施行日前後5営業日目に値がつかなかった企業は、騰落率が計算できないため対象から除外した²²。

検定結果は表5に示すとおりである。これをみると、倒産企業を除く4つのカテゴリーで、施行日後5営業日の超過収益率が施行日前5営業日の超過収益率を有意に上回った。他方、倒産企業については、統計上有意な差は認められなかったものの、超過収益率の平均をみると、施行日後5営業日の方が施行日前5営業日の超過収益率を下回っている。これは、施行日を境に倒産企業の株価パフォーマンスが低下したことを示している。この結果は、市場が民事再生法の施行を契機に企業の倒産リスクを株価により強く反映させたことを示唆している。

²¹ 倒産企業106社のうち54社については、民事再生法が施行される前に倒産しているため、今回の分析対象からは除いている。

²² 施行日前後7営業日目に値つかずとなった企業は51社で、これらを除く397社が分析の対象企業である。

表 5 施行日前後 5 営業日の超過収益率比較

(1) 高収益改善企業

	企業数	平均	標準誤差	t値(p-value)
施行日前	43	-0.0243	0.0113	/
施行日後	43	0.0104	0.0096	
施行日前-施行日後	43	-0.0347	0.0156	

(2) 高収益悪化企業

	企業数	平均	標準誤差	t値(p-value)
施行日前	64	-0.0127	0.0070	/
施行日後	64	0.0092	0.0058	
施行日前-施行日後	64	-0.0218	0.0102	

(3) 低収益改善企業

	企業数	平均	標準誤差	t値(p-value)
施行日前	104	-0.0126	0.0051	/
施行日後	104	0.0080	0.0059	
施行日前-施行日後	104	-0.0206	0.0071	

(4) 低収益悪化企業

	企業数	平均	標準誤差	t値(p-value)
施行日前	140	-0.0037	0.0061	/
施行日後	140	0.0109	0.0051	
施行日前-施行日後	140	-0.0146	0.0082	

(5) 倒産企業

	企業数	平均	標準誤差	t値(p-value)
施行日前	46	-0.0273	0.0222	/
施行日後	46	-0.0340	0.0202	
施行日前-施行日後	46	0.0067	0.0268	

実際、この時期は2月に長崎屋やエルカクエイといった大型倒産が相次ぎ、企業に対する信用リスクが著しく高まっていた時期である。民事再生法が施行されたことによって、市場がこれら非効率企業の倒産を織り込んだと解釈することは十分に考えられる。実際、対象となった倒産企業の多くが、その後民事再生法を申請するにいたっている。

存続企業全体で超過収益率が有意に上昇したのは、民事再生法が既存の倒産法制と比較して、存続企業に対して望ましい特性を有していると市場が評価したためと解することができる。まず、手続きの申し立て時期が旧和議法に比較して早まることが期待されたことや、優先権侵害の余地が残るとはいえ、会社更生法に比較すると、担保権者の権利が保護される形で再建手続きが進められることによって、非効

率な企業継続が選択される可能性が低下し、(それによって効率的な企業については、事前の貸し渋りの可能性が低下して資金調達が容易になると期待された) ことなどが考えられる。

これに対して倒産企業については、手続きの申し立て時期が早まることが期待されたため、株価を低下させたと思われる。ここで注意しなければならない点は、会社更生手続きが申請された場合には、ほとんどの場合、株式は100%減資されるから、民事再生法が導入されることで、倒産がほぼ予想されている企業で株価が低下するのは奇妙な現象にも見える。この解釈としては、担保権消滅請求制度によって非効率な企業継続の可能性が低下したり、リスク代替的な投資資金の調達機会が減少したりすることを通じて、株式のオプション価値が低下したことを反映していると考えられる。

ここで、デット・オーバーハングによる貸し渋りが日本経済に広範に起こっていたとすると、民事再生法の導入はどのような影響を株価に及ぼすかを考えよう。民事再生法で手続きの申し立て時期が早まることは、効率的な投資機会を失う可能性がある。また担保権者の権利を、少なくとも会社更生法に比較して強めることは、デット・オーバーハングの可能性をいっそう強めることになる。いずれにせよ、これらは効率的な企業継続を阻害するため、一般に企業の株価は低下すると考えられる。

この実証結果では、倒産企業については、その可能性があることを示している。しかし、他の存続企業で一般に企業の株価を低下させる傾向が見られない。デット・オーバーハングの問題は、効率的な投資機会を持っている企業ほど深刻な問題になる可能性があるから、高収益改善企業だけでなく、高収益悪化企業、低収益改善企業でもこの傾向が見られないことは、デット・オーバーハングよりも、優先権侵害が広範に生じていた間接的な証拠と解することができるように思われる。

6. 結論

本稿では、まず担保法制や破産法制の不備の結果生じる債権者間の優先権侵害が、企業の投資行動にどのような影響を及ぼすかについての理論を紹介した。担保法制下における優先権侵害の実態を紹介し、瀬下・山崎(2004)の議論を簡単な数値例を用いて、優先権侵害がどのように追い貸しや貸し渋りを招くかについて明らかにした。

次に、優先権侵害が企業の投資決定に影響を及ぼす結果、企業価値にどのような影響を及ぼすかについて実証的な観点から検討した。さらに、企業再生を容易にするために2000年に導入された民事再生法が、企業の株価にどのような影響を及ぼしたかについて、イベントスタディーの手法を用いて検討した。

最初の実証研究では、企業のサンプルを5つのカテゴリーに分割して推定した。これは7つの代替的な仮説を検証するためである。90年代の初めに、優先権侵害を助長するような判例が下された点を考慮して、データを80年代と90年代に分割して推定した。主要な結果は表3と表4にまとめられている。

第1の仮説は、非効率な経営状態（低収益）にある企業において、負債の水準が高い企業ほど、債権者間の優先権侵害の可能性が高くなる結果、その効率性が低下する（収益悪化）という追い貸しの非効率仮説である。

第2は、伝統的なMM命題である。この仮説のもとでは、法人税の節税効果をコントロールすれば、負債水準が高いこと自体は、企業価値を低下させる効果を持たない。80年代の実証結果は、第1の仮説を支持した。このことは、素朴なMM命題は成立せず、少なくとも80年代には、優先権侵害によって追い貸しが生じていた可能性が高いことを示している。

第3と第4は、貸し渋りについての仮説である。デット・オーバーハング仮説によれば、効率性の高い企業（高収益）にもかかわらず、その負債水準が低い企業はデット・オーバーハングに直面しており、潜在的に効率的な投資機会を利用できない結果、高い企業価値を実現できない（収益悪化）。しかし、こうした企業をサンプルにえらんで検証しても、80年代・90年代をつうじて、デット・オーバーハング仮説を支持する結果は得られなかった。

他方、優先権侵害によって貸し渋りが生じているという第4の仮説については、貸し渋りによって、非効率な追い貸しを回避することが出来る結果、その後良好な成果を収めている企業（低収益・改善企業）を対象にする必要がある。その上で、負債が低い企業ほど良好な成果をもたらすといえる。90年代の実証結果はこの仮説を支持している。

負債構成が企業価値にどのような影響を及ぼしたかについての実証結果を要約すると、債権者間の優先権侵害によって、80年代には追い貸しが、そして90年代には貸し渋りが生じているという仮説を支持する証拠が得られた。こうした結果は、予想したとおり、優先権侵害が金融市場に重大な影響を及ぼしていることを示している。

第5、6、7の仮説はメインバンクに関するものである。ここでも、MM命題が成立するならば、メインバンク比率は企業価値に何らの影響も及ぼさない（仮説5）。これに対して、デット・オーバーハングが生じているような場合には、メインバンクが問題を解決するうえで重要だと言われている。メインバンクは優先債権者でもあり、デット・オーバーハングの問題を内部化することが可能だからである。こうしたメインバンク理論が妥当するならば、メインバンクからの借入れ比率が高いほど、企業経営の効率性は高くなる（仮説6）。

ところで、メインバンクからの借入れ比率と経営の効率性の関係を検証することは、優先権侵害の仮説を検証するうえでも重要である。優先債権者であるメインバンク自身が非効率な追い貸しを実施することをつうじて、「メインバンク寄せ」と呼ばれる現象が生じているのであれば、メインバンクによる借入れ比率の上昇は、企業経営の効率性や企業価値を低下させる結果になるだろう（仮説7）。

しかし、仮説5と仮説6のいずれかの仮説も支持する結果は得られなかった。メインバンクは企業の救済や再建において、重要な機能を果たしているという結果も得られなかったが、優先権侵害を回避するための行動も取っていないといえるのかも知れない。

最後に、社会的規制改革という観点から、イベントスタディーの手法を用いて、民事再生法の施行が株式市場にどのような影響を及ぼしたかについて検討した。倒産企業を除く4つのカテゴリーで、施行日後5営業日の超過収益率が施行日前5営業日の超過収益率を有意に上回った。倒産企業については、統計上有意な差は認められなかったものの、超過収益率の平均をみると、施行日後5営業日の方が施行日前5営業日の超過収益率を下回っている。

存続企業全体で超過収益率が有意に上昇したのは、民事再生法が既存の倒産法制と比較して、存続企業に対して望ましい特性を有していると市場が評価したためと解することができる。これに対して、倒産企業については、手続きの申し立て時期が早まることが期待されたため、株価を低下させたと思われる。このような意味で、民事再生法は優先権侵害のリスクを減じる結果、株式市場にも望ましい影響を及ぼしたと理解することが出来る。

参考文献

- 伊藤眞・松下淳一・山本和彦編（2005）『Jurist新会社更正法の基本構造と平成16年改正』有斐閣.
- 井出多加子・田口輝幸（2006）「不動産競売市場の規制改革—最低売却価額の検証と価額変更ルールの提言」『日本経済研究』（本特集記事）.
- 内田 貴（1996）『民法Ⅲ』東京大学出版会.
- 大村敬一・楠美将彦・水上慎士・塩貝久美子（2002）「倒産企業の財務特性と金融機関の貸出行動」景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー、DP/02-5、内閣府.
- 小川一夫・北坂真一（1998）「資産市場と景気変動」日本経済新聞社.
- 小川一夫（2003）『大不況の経済分析』日本経済新聞社.
- 櫻川昌哉（2002）『金融危機の経済分析』東京大学出版会.
- 鈴木禄弥・福井秀夫・山本和彦・久米良昭（2001）『競売の法と経済学』信山社.
- 瀬下博之（2004）「担保執行制度の改正の経済分析」『月刊金融ジャーナル』金融ジャーナル社.
- 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』No44. 日本経済研究センター.
- 瀬下博之・山崎福寿（2004）「『追い貸し』と『貸し渋り』——優先権侵害の経済分析——」CIRJEディスカッション・ペーパー. <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/indexj.html>
- 福井秀夫（2003）「担保執行法制改革の法と経済分析(上)」および「同(下)」『税務経理』、時事通信社.
- 細野薫・渡辺努（2002）「企業バランスシートと金融政策」『経済研究』53巻2号 P117-133.
- 森田修（2000）「倒産手続と担保権の変容—優先弁済権の範囲と任意売却」『倒産手続と民事実体法』別冊NBL 60号、73-101頁.
- 山崎福寿・瀬下博之（2000）「抵当権と短期貸借権」社会科学研究51巻3号59-83頁、東京大学社会科学研究所.
- 山崎福寿・瀬下博之（2002）「担保権消滅請求制度の経済分析」『Jurist』1216号107-118頁、有斐閣.
- 山崎福寿・瀬下博之・太田智之・杉原茂（2005）「優先権侵害が追い貸しと貸し渋りに及ぼす影響についての実証研究」大瀧・松村編『1990年代日本経済の財政・金融・労働を考える』（仮題）東京大学出版会 所載予定.
- Blundell, R. and S. Bond (1998) "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic

- Panel Data Models”, *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Doornik, J., M. Arellano and S. Bond (2002) “Panel Data Estimation Using DPD for Ox”, available at www.doornik.com/download.html.
- Myers, S. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Modigliani, F and M.H. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review* 48(3), 261-297.
- Modigliani, F and M.H. Miller (1963) “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *American Economic Review* 53(3), 655-59.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1990) “The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 27.
- Schwartz, A. (1989) “A Theory of Loan Priorities”, *Journal of Legal Studies*, 18, 209-261.
- Seshimo, H. and F. Yamazaki (2005) “Perverse Incentives of Loan Supply and Violation of the Absolute Priority Rule in Japan--Credit Crunch and Excessive Additional Loan--”, Mimeographed.
- Stiglitz, J.E. and A. Weiss (1981) “Credit Rationing in Market with Imperfect Information”, *American Economic Review* 71, 393-410.